

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**  
Settembre 2013

## Indice

<b>Il rischio Italia oscura i segnali di ripresa</b>	<b>2</b>
<b>Materie prime - Rischi geopolitici, ma fondamentali deboli</b>	<b>6</b>
<b>Stati Uniti - Sempre in rotta verso il 3%</b>	<b>10</b>
L'espansione non si ferma, nonostante gli shock fiscali	11
<b>Area euro - In uscita dalla "grande crisi"...</b>	<b>17</b>
Lo scenario in sintesi	17
La recessione è finita, ma la ripresa sarà lenta	18
Inflazione ben al di sotto del 2% e i rischi sono verso il basso	24
BCE retorica accomodante, probabili nuove LTRO	27
Germania: espansione moderata	30
Francia: la ripresa è più fragile di quanto appare	38
Italia: l'uscita dalla recessione è vicina (se la politica non ci mette lo zampino)	41
Spagna: il minimo è alle spalle, ma la strada rimane in salita	53
La periferia in crisi: quadro contrastato, ma in miglioramento	62
<b>Asia</b>	<b>66</b>
Giappone: lo scenario è positivo, ma è soggetto all'incertezza sulla politica fiscale del 2014	66
Cina: la crescita migliora, temporaneamente	71
India: ancora in difficoltà	77
<b>Mercati valutari – Molto ancora ruota intorno alla Fed</b>	<b>82</b>

Settembre 2013

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo  
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Macroeconomic Research  
Team

Luca Mezzomo  
Responsabile

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area Euro

Daniela Corsini  
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi  
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh  
Economista – Mercati Valutari

Paolo Mameli  
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo  
Economista - Asia Emergenti

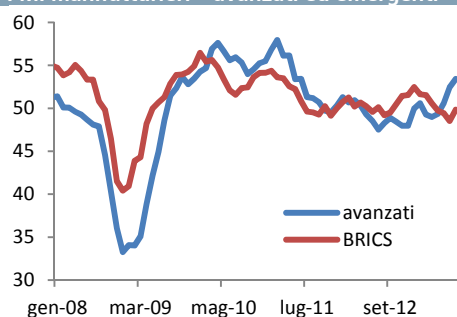
## Il rischio Italia oscura i segnali di ripresa

I mesi estivi hanno evidenziato incoraggianti segnali di ripresa nell'Eurozona, e di riaccelerazione per l'economia globale. Le politiche economiche dovrebbero garantire un clima favorevole alla crescita anche nel 2014. Purtroppo, le spinte autodistruttive dell'Italia, ancor più dell'*impasse* fiscale americana, rischiano di riaccendere la crisi del debito, facendo calare un'ombra inquietante su uno scenario altrimenti positivo.

Luca Mezzomo

Nel corso dell'estate, gli indici globali di attività economica hanno registrato un netto miglioramento. La caratteristica più interessante della svolta estiva è che per la prima volta nell'ultimo decennio tale accelerazione è trainata dai Paesi avanzati, in controtendenza alle dinamiche prevalenti fra gli emergenti. Più precisamente, oltre a un cambio di marcia degli indici di fiducia nel settore manifatturiero americano, si sono riscontrati i primi segnali di ripresa nell'Eurozona, uscita dalla recessione associata alla crisi del debito.

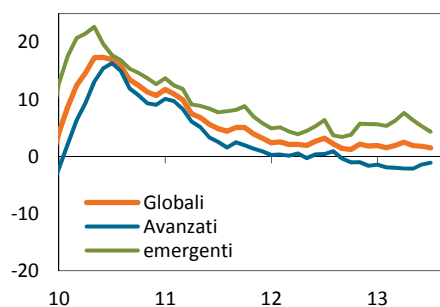
PMI manifatturieri – avanzati ed emergenti



Note: avanzati = media ponderata di USA, Eurozona, Giappone, Regno Unito, Canada e Australia. BRICS = media ponderata di Brasile, Cina, India, Russia e Sudafrica.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Indici di commercio internazionale CPB



Nota: variazione della media mobile trimestrale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche, su dati CPB

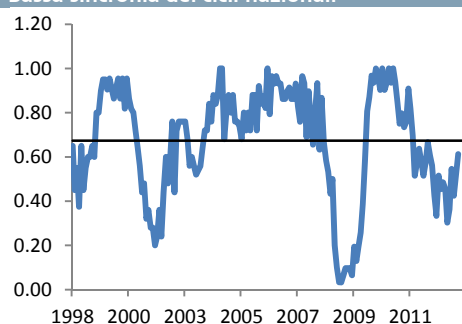
Nei prossimi mesi, il ruolo trainante dei Paesi avanzati si rifletterà in una ripresa delle loro importazioni, con effetti propulsivi su un commercio mondiale che fin dal 2012 rimane caratterizzato da ritmi di crescita molto modesti. Tale cambiamento di scenario dovrebbe riflettersi favorevolmente sui Paesi emergenti più integrati nei flussi commerciali internazionali (per esempio: Cina, Turchia, Corea) o più legati alla domanda interna europea (paesi dell'Europa Centrale e Orientale).

Anche la velocità di fondo della produzione globale, come quella del commercio internazionale, rimane bassa. Ciò riflette la relativa asincronia dei cicli economici locali che si sta osservando da almeno un anno, a sua volta risultato di un'alternanza di shock di politica economica o finanziaria. Il basso livello di sincronia è evidenziato dagli indici di diffusione della crescita industriale, che rimangono inferiori alla media storica. Per questo aspetto, ma solo per questo, la ripresa appare simile a quella del 2002-03. Anche se produce una ripresa più lenta ed è meno favorevole ai Paesi piccoli dipendenti dalla domanda estera, l'asincronia rende l'espansione economica più sostenibile. Infatti, la crescita moderata riduce la probabilità di dinamiche esasperate sui prezzi delle materie prime e dovrebbe anche per questo limitare i rischi di instabilità dei prezzi e scoraggiare la restrizione monetaria.

**L'asincronia dei cicli economici produce sì una crescita più bassa, ma forse anche più sostenibile**

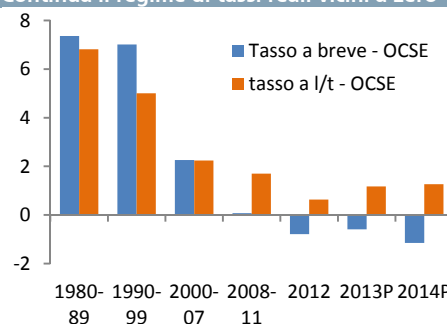
Con le avvertenze che saranno precisate tra breve, lo scenario dei prossimi trimestri sarà caratterizzato da condizioni monetarie molto accomodanti, politiche fiscali contrastanti e poche tensioni sulle materie prime.

Bassa sincronia dei cicli nazionali



Nota: indice di diffusione di variazioni tendenziali positive della produzione manifatturiera, su 33 paesi.  
Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Continua il regime di tassi reali vicini a zero



Nota: media di tassi reali di interesse per l'area OCSE: tasso interbancario a 3 mesi per b/t e rendimento decennale dei titoli di stato per l/t, al netto dell'inflazione corrente.  
Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Sul fronte fiscale, si attende un ulteriore miglioramento dei saldi corretti per il ciclo negli Stati Uniti e nell'Eurozona, dove però la restrizione sta calando di intensità. Discorso opposto per il Giappone, dove la politica fiscale dovrebbe diventare più restrittiva. L'orientamento rimarrà complessivamente neutrale fra gli emergenti.

**A fronte di politiche fiscali moderatamente restrittive, le politiche monetarie rimarranno accomodanti (anche dopo la riduzione del QE negli Stati Uniti)**

Riguardo alla politica monetaria, la strategia dei tassi zero e della liquidità abbondante sarà mantenuta anche nel 2014. Come si notava già lo scorso giugno, però, il fronte si va sfrangiando. La Federal Reserve ha prospettato una riduzione dei flussi di acquisti di titoli, anche se la reazione vigorosa del mercato finora ha impedito che l'intervento si concretizzasse. In Europa, la BCE sta consentendo una progressiva riduzione dell'eccesso di riserve libere; tuttavia, ciò non ha gli effetti restrittivi che si potrebbero temere, perché viene compensato dall'aumento dei moltiplicatori monetari. Inoltre, la BCE sta cercando di prevenire rialzi indesiderati della curva sia attraverso dichiarazioni sul sentiero probabile dei tassi (*forward guidance*), sia promettendo nuove operazioni a lungo termine di creazione di base monetaria. Soltanto in Giappone si può essere certi che lo stimolo monetario non calerà di intensità. Però il comportamento della Federal Reserve ci fa prevedere che sarà maggiore la probabilità di osservare condizioni monetarie troppo accomodanti, piuttosto che troppo restrittive.

La crescita economica per area geografica

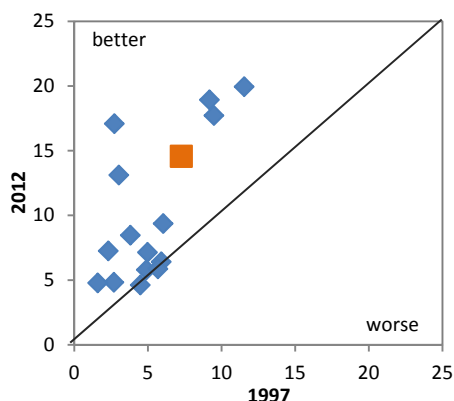
	2010	2011	2012	2013p	2014p
Stati Uniti	2.5	1.8	2.8	1.6	3.1
Giappone	4.7	-0.6	2.0	1.9	1.7
Area euro	1.9	1.6	-0.6	-0.3	1.0
Europa Orientale	3.6	3.7	2.8	1.5	2.4
America Latina	5.6	4.1	2.7	2.2	3.0
OPEC	3.8	4.8	5.5	3.8	4.3
Asia (escl. Giappone)	9.1	7.0	6.2	5.4	5.6
Africa	3.8	3.6	3.4	3.6	3.9
<b>Crescita mondiale</b>	<b>5.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>

Nota: variazioni medie annue del PIL reale  
Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Che cosa può minacciare le prospettive di ripresa? Un timore circolato nei mesi estivi, quando i tassi di interesse stavano reagendo vigorosamente al preavviso della Fed, era che la restrizione monetaria americana potesse scatenare una crisi dei **Paesi emergenti**. Tuttavia, rispetto al 1997-98 in questa fase storica i Paesi emergenti presentano una struttura finanziaria più solida, con riserve valutarie consistenti, servizio del debito più limitato e saldo di parte corrente più favorevole. Ovviamente vi sono eccezioni a tale quadro generale, ma la situazione complessiva appare molto meno favorevole a una crisi su ampia scala attivata dai movimenti di capitale rispetto alla fine degli anni Novanta.

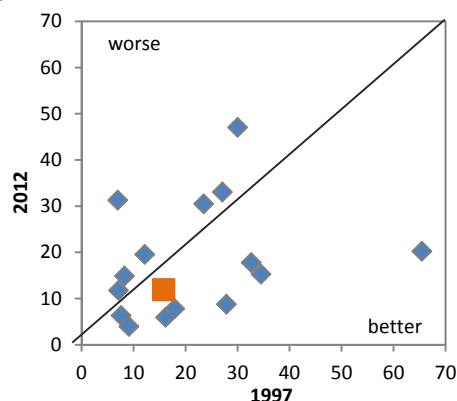
**I rischi? Più che dai Paesi emergenti...**

Mesi di importazione coperti dalle riserve: 1997 e 2012



Nota: il quadrato indica la media ponderata per il PIL dei 15 Paesi emergenti considerati. Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Servizio del debito/Export: 1997 e 2012



Nota: il quadrato indica la media ponderata per il PIL dei 15 Paesi emergenti considerati. Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

L'altro potenziale fattore di disturbo potrebbe essere rappresentato da una **recrudescenza della crisi del debito nell'Eurozona**. Nel corso del 2013 la tendenza è stata opposta, e anche il regresso dell'instabilità finanziaria legata alla crisi europea del debito ha favorito i recenti segnali di ripresa del clima di fiducia nei paesi della periferia. Tuttavia, su questo fronte pesano ora come un macigno gli **sconcertanti sviluppi del quadro politico italiano**. L'Italia si sta avviando a possibili nuove elezioni anticipate senza aver definito né il budget per il 2014, né una strategia di politica economica orientata ad affrontare le debolezze strutturali del Paese, e ciò in un contesto ancora caratterizzato da elevatissimi livelli del debito pubblico e assenza di crescita. Inoltre, non soltanto le elezioni non offrono al momento alcuna garanzia di governabilità (il che potrebbe favorire la pazienza degli investitori), ma presentano anche il rischio (per fortuna, non la certezza) di riproporre coalizioni di Governo con partiti guidati da leader screditati e indifferenti alle sorti del Paese, oppure latori di piattaforme incompatibili con la stabilità finanziaria. Sono gli ingredienti per una tempesta perfetta, che potrebbe condurre a una nuova esplosione delle tensioni sul debito e a un'estensione delle spinte recessive. Tali spinte sarebbero difficilmente contrastabili con misure ordinarie di politica economica. Si può ancora sperare che nei prossimi giorni si crei un consenso sufficiente ad evitare la paralisi totale, per procedere ordinatamente a un nuovo voto. Inoltre, anche negli scenari peggiori i danni potrebbero essere contenuti da una pronta attivazione dei meccanismi di salvaguardia ora previsti (linee precauzionali di credito ESM, OMT), prima che la crisi di fiducia diventi manifesta; tuttavia, lo stigma politico associato a tale passo e l'ingovernabilità del Parlamento potrebbero portare a decisioni tardive. Lo scenario qui pubblicato è perciò soggetto a forti rischi negativi. Esso, infatti, si basa sull'evoluzione reputata più ragionevole della situazione italiana: il mantenimento di un livello minimo di governabilità, insufficiente a rilanciare il Paese, ma sufficiente per evitare il riacutizzarsi della crisi finanziaria. Un'illusione che rischia di essere velocemente smentita dagli eventi.

### Il quadro per area in sintesi

L'accelerazione della crescita prevista nel 2014, da 1,6 a 3,1%, è dovuta a diversi fattori che si sostengono a vicenda: riduzione della stretta fiscale, rafforzamento dei consumi e degli investimenti non residenziali, prosecuzione dell'espansione del settore immobiliare. Ciascuna delle componenti della domanda avrà il supporto di fattori fondamentali: aggiustamento dei bilanci delle famiglie, aumento della ricchezza immobiliare, condizioni finanziarie estremamente espansive. La politica monetaria ha sorpreso con un segnale di estensione dello stimolo; fino al 2015-16 la Fed si è impegnata a seguire, anche con un nuovo Presidente, una politica monetaria molto più accomodante rispetto a quanto associato con analoghe fasi cicliche. La politica fiscale

... vengono ancora dall'Eurozona, dove l'Italia torna a rappresentare una grave minaccia alla stabilità finanziaria dell'area

Stati Uniti

è su un sentiero virtuoso di riduzione del deficit, che dovrebbe scendere verso il 2% nel 2015, e di stabilizzazione del debito detenuto dal pubblico entro il 2018. Tuttavia, la conflittualità in aumento in un Congresso diviso rende difficile la gestione del breve termine e impedisce di affrontare i nodi di deficit in allargamento e debito insostenibile nel lungo termine. Questo rappresenta il maggior rischio per lo scenario, e può portare a deviazioni significative rispetto allo scenario base.

I dati più recenti confermano che nell'Eurozona il punto di minimo del ciclo sia stato raggiunto a inizio 2013; da allora è iniziata una fase di ripresa che potrebbe durare almeno due anni, ma che tuttavia sarà di entità modesta. Nel 2014 il PIL salirà soltanto dell'1%. La ripresa per ora è trainata dall'export (soprattutto da parte dei Paesi periferici, Spagna in primis), ma vanno gradualmente configurandosi tutti i tasselli affinché possa aversi un recupero modesto anche della domanda interna nel corso dell'anno prossimo. Un freno verrà peraltro dalla debolezza del mercato del lavoro e del credito, nonché dal processo di correzione degli squilibri sul mercato immobiliare ancora in corso in alcuni Paesi. A meno di sorprese sul fronte delle materie prime, l'inflazione rimarrà pressoché stabile: 1,5% quest'anno e 1,6% il prossimo. La politica monetaria si manterrà accomodante: mentre appaiono poco probabili tagli dei tassi, la BCE dovrebbe invece estendere la piena allocazione almeno fino a tutto il 2014, oltre a effettuare altre LTRO straordinarie per smussare il rientro delle due operazioni triennali del 2011 e 2012.

**Area euro**

La ripresa economica in Giappone è stata robusta nel 1° semestre, e le indicazioni congiunturali puntano a una seconda metà dell'anno ancora all'insegna di una crescita solida. La svolta ciclica ha confermato il ruolo trainante dei consumi privati, grazie al miglioramento del mercato del lavoro e del reddito nominale e al ritorno di aspettative di inflazione positiva. Finalmente anche gli investimenti hanno svoltato e sono tornati a contribuire positivamente all'espansione della domanda. Il PIL dovrebbe crescere del 2% nel 2013 e dell'1,7% nel 2014. Lo scenario, pur essendo generalmente positivo, è soggetto a enorme incertezza. Peseranno in particolare gli sviluppi di politica fiscale, con l'avvicinarsi della decisione sul rialzo dell'imposta sui consumi, prevista in ottobre. L'inflazione è tornata positiva da giugno, testimoniando la credibilità della strategia di politica monetaria. Riguardo a quest'ultima, i rendimenti sono tornati a scendere. Le banche stanno spostando l'attivo dai JGB ai prestiti, mentre gli acquisti della BoJ controllano i rendimenti; i tassi reali restano negativi lungo tutta la curva.

**Asia:  
Giappone**

Rivediamo marginalmente la previsione della crescita nel 2013 e nel 2014 rispettivamente da 7,8% a 7,6% e da 7,5% a 7,3% a causa dell'andamento più debole dei consumi. L'accelerazione dei consumi sarà modesta data la dinamica della fiducia dei consumatori negli ultimi mesi e la moderazione del reddito disponibile. Il rallentamento atteso degli aggregati creditizi nei prossimi trimestri, anche alla luce dell'aumento dei crediti incagliati, influenzerà maggiormente la dinamica della crescita nel prossimo anno. L'inflazione è rimasta sostanzialmente ferma nell'estate, nonostante l'aumento dei prezzi degli alimentari, che tuttavia peserà sul profilo dei prossimi mesi. L'inflazione salirà al 3,2% nel 2014.

**Cina**

La situazione dell'India si presenta relativamente più difficile. La dinamica del PIL è prevista in rallentamento, solo in parte mitigato nella seconda parte dell'anno dalla buona performance attesa per il settore agricolo favorito dall'andamento favorevole del monsone estivo. Una ripresa degli investimenti è attesa invece solo nella seconda parte del 2014. La politica monetaria è condizionata dall'inflazione elevata e dalle tensioni sui movimenti di capitale con l'estero. L'effetto del deprezzamento del cambio, le tensioni sulla bilancia dei pagamenti, il recente deterioramento dei dati macro e le deboli prospettive di consumi e investimenti, ci inducono a una revisione al ribasso delle previsioni di crescita per l'anno in corso dal 5 al 4,7% e per 2014 dal 6 al 5,3%. I rischi sullo scenario continuano a essere al ribasso.

**India**

## Materie prime - Rischi geopolitici, ma fondamentali deboli

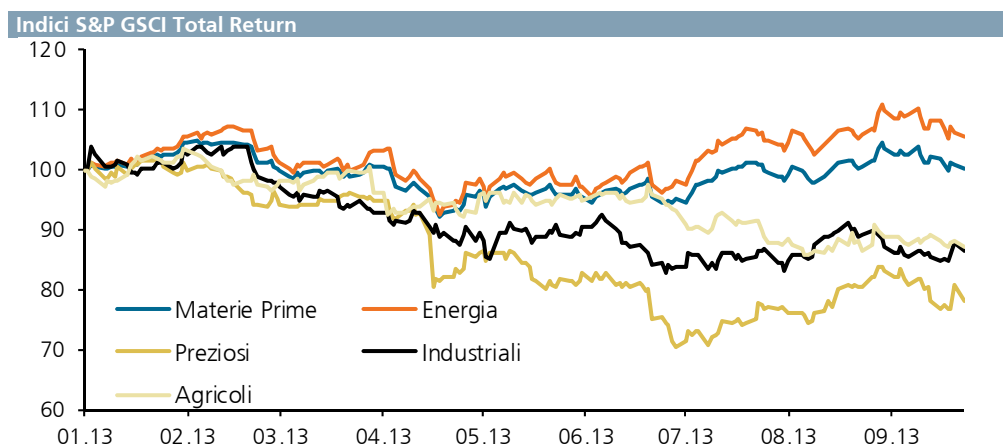
### Rendimenti negativi da inizio anno

Esaminando l'universo *commodity* a partire da fine giugno, energia e preziosi hanno registrato i rendimenti migliori, grazie all'aumento del premio al rischio sui mercati a seguito dei recenti sviluppi nelle tensioni geopolitiche e delle preoccupazioni riguardo l'offerta di petrolio (per i rischi di blocchi a produzione e trasporto in Medio Oriente), oro e platino (per le contrattazioni sindacali in corso in Sud Africa). I metalli industriali sono rimasti relativamente stabili, da un lato sostenuti dai segnali di miglioramento del ciclo economico nei paesi sviluppati, dall'altro lato frenati dalla maggiore disponibilità di offerta e dai timori di rallentamento in Cina. Gli agricoli hanno perso terreno, guidati al ribasso dai dati pubblicati sinora che indicano un abbondante raccolto estivo di cereali.

Daniela Corsini

Nei prossimi mesi, il *sentiment* di mercato verso gli investimenti in *commodity* sarà principalmente influenzato dall'evoluzione dello scenario macroeconomico. In particolare, gli investitori cercheranno di valutare la solidità della ripresa in corso, la forza relativa delle economie emergenti e sviluppate e i futuri sviluppi delle politiche economiche americane. Tutti questi elementi avranno importanti ripercussioni sull'andamento atteso del dollaro americano, il cui rafforzamento resta il principale rischio al ribasso per tutte le principali materie prime.

Ricordiamo che all'interno dell'universo *commodity* i vari comparti continueranno ad esibire rendimenti eterogenei per l'unicità dei fondamentali di domanda e offerta e per i differenti *driver* che caratterizzano le singole materie prime.



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Scenario macroeconomico e *commodity*

Nei prossimi mesi, i mercati delle *commodity* seguiranno con attenzione le politiche monetarie e fiscali americane, poiché sarà necessario affrontare nuovamente i temi di limite del debito e tagli di bilancio in un clima di scarsa cooperazione fra Democratici e Repubblicani.

La prima reazione dei mercati delle *commodity* al rinvio della svolta di politica monetaria americana è stata molto positiva, ma non ci attendiamo che questa euforia duri a lungo. Infatti, la graduale riduzione del programma di acquisto titoli è stata semplicemente rimandata di alcuni mesi per motivi macroeconomici (per il consolidamento fiscale ancora in atto e la restrizione delle condizioni finanziarie osservata nei mesi recenti) e politici (per l'avvicinarsi della fine dell'esercizio provvisorio e del limite del debito e per l'incertezza sulla nomina del successore di Bernanke, fattore particolarmente preoccupante per la Fed in una fase di svolta di politica monetaria). Ci attendiamo che **non appena torneranno a consolidarsi le attese di una prossima**

implementazione di una politica monetaria meno espansiva, il *sentiment* di mercato verso le materie prime peggiorerà nuovamente, anche se l'attesa svolta di *policy* sarà giustificata da importanti segnali di rafforzamento dell'economia americana e sarà auspicabilmente accompagnata da trasparenza nella comunicazione da parte della Fed riguardo al sentiero delle misure non convenzionali. Inoltre, secondo le ultime dichiarazioni di vari membri del comitato, i cambiamenti nella politica monetaria dovrebbero seguire un processo graduale e lento. Per l'universo *commodity*, i principali rischi legati alla svolta nella politica monetaria americana sono minore liquidità sui mercati e rafforzamento del dollaro. Attualmente, riteniamo che **la liquidità non dovrebbe rappresentare un serio problema** perché il bilancio della FED rimarrà ampio e altre banche centrali manterranno le proprie politiche monetarie espansive (es. *Bank of Japan*). Inoltre, dato che i mercati dovrebbero avere già ampiamente incorporato nei prezzi le attese di una politica monetaria americana meno espansiva, riteniamo che, in un'ottica di *asset allocation*, le *commodity* non saranno valutate sulla base della liquidità attesa in circolazione, ma sulla base dell'atteso rendimento relativo rispetto ad altre *asset class*, che dipende dai fondamentali e dalla fase attuale del ciclo economico. Al contrario, **ci preoccupa maggiormente il rischio di un futuro apprezzamento del dollaro americano**, data la forte correlazione negativa fra la valuta statunitense e i prezzi delle materie prime.

Nell'ultimo trimestre dell'anno, i mercati delle *commodity* seguiranno con attenzione l'evoluzione del **ciclo economico mondiale**. Attualmente, l'analisi del ciclo economico riflette uno scenario di moderata crescita, su cui permangono importanti fattori di rischio. Nel nostro scenario centrale, le economie dovrebbero continuare a registrare tassi di crescita molto distanti fra loro nelle varie aree geografiche. In particolare, ci attendiamo che i dati macroeconomici continueranno a confermare la ripresa dell'economia americana (nonostante riprendano slancio gli scontri su limite del debito), mentre maggiori difficoltà saranno registrate in Europa e Asia per l'incertezza politica (per il dibattito sulle riforme strutturali da approvare in sede europea e per la decisione sull'aumento dell'IVA in Giappone nel 2014) e per la fragilità dei paesi periferici europei. Complessivamente, dovrebbero consolidarsi le aspettative di paesi sviluppati in miglioramento e Paesi emergenti in stabilizzazione su livelli di crescita più bassi che in passato.

Se fosse confermato lo scenario macroeconomico sin qui delineato (ed escludendo l'ipotesi di inattesi shock legati a rischi geopolitici o a significative modifiche delle stime di bilancio di mercato per le principali materie prime), dovremmo attenderci prezzi delle *commodity* in leggero rallentamento nei prossimi mesi, e stabili nel 2014. Sottolineiamo che a causa dei significativi fattori di rischio che ancora minacciano la ripresa i mercati resteranno nervosi e si manterranno ampi spazi per importanti movimenti speculativi. In particolare, le *commodity* saranno estremamente vulnerabili a sorprese nei dati macroeconomici pubblicati nei Paesi emergenti e sviluppati (e principalmente in Cina, Stati Uniti ed Europa) e al rischio di rafforzamento del dollaro americano.

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

Le nostre previsioni per l'universo *commodity* nell'ultimo trimestre del 2013 e nel 2014 sono profondamente influenzate dalle attuali stime dei fondamentali di domanda e offerta per le singole materie prime, dal nostro scenario macroeconomico di riferimento e dall'evoluzione attesa negli equilibri geopolitici, su cui gravano ancora importanti fattori di incertezza.



## Scenario Macroeconomico

Settembre 2013

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2010	2011	2012	2013p	2014p
Petrolio (Brent, \$/barile)	161.3	190.0	171.1	167.3	164.9
	+26.5	+17.9	-10.0	-2.3	-1.4
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	129.1	137.4	145.0	153.6	163.2
	+5.1	+6.5	+5.6	+5.9	+6.2
Metalli (1990=100)	140.2	151.1	162.7	174.4	185.3
	+8.5	+7.8	+7.6	+7.2	+6.2
Agricole (1990=100)	202.3	229.7	191.0	178.2	170.1
	+48.2	+13.5	-16.8	-6.7	-4.5

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo - Servizio Studi

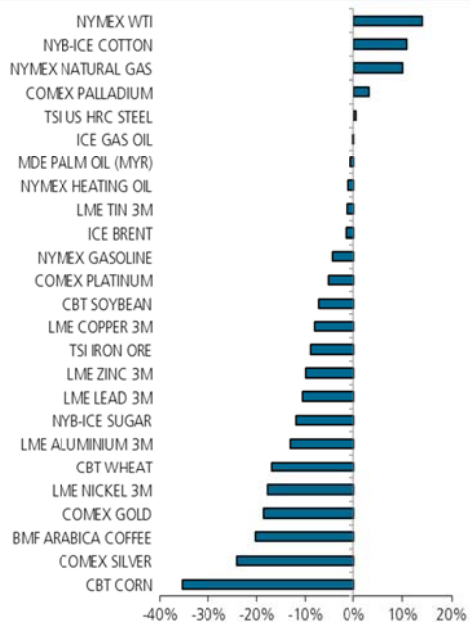
In particolare, incorporiamo nelle nostre stime sul **petrolio** un elevato premio al rischio spiegato dall'instabilità nell'area mediorientale. Infatti, anche nell'ipotesi in cui si riuscisse ad evitare un imminente intervento armato in Siria, non ci attendiamo una definitiva risoluzione del conflitto a causa della complessità della situazione politica siriana e dell'importanza degli interessi in gioco su scala internazionale. Inoltre, ricordiamo che attualmente le trattative internazionali riguardo il programma nucleare iraniano sono in una fase di stallo e che la produzione libica di petrolio ha toccato in agosto i minimi dalla fine della guerra per le tensioni fra Governo e altre organizzazioni operanti nel Paese. Di conseguenza, per quanto riguarda il petrolio prevediamo nei prossimi mesi prezzi in moderazione rispetto ai picchi di inizio mese, con una stabilizzazione attorno al livello di 110 dollari per il Brent e 107 dollari per il WTI per le persistenti preoccupazioni geopolitiche, e prevediamo nella seconda metà del 2014 prezzi in leggero rialzo per l'atteso miglioramento della domanda mondiale.

Per quanto riguarda i **preziosi**, ci attendiamo nei prossimi mesi un ulteriore indebolimento di oro e argento, a causa della strutturale riduzione nella domanda per investimento e delle difficoltà dell'economia indiana. Infatti, in India, il principale consumatore di oro al mondo, le importazioni di questo metallo prezioso saranno limitate dal deprezzamento della rupia e dalle misure intraprese dal Governo per ridurre il deficit della bilancia commerciale. Manteniamo la nostra stima di una migliore *performance* relativa di platino e palladio sul comparto, grazie all'esposizione di questi metalli a domanda industriale e vendite di autoveicoli.

Per i **metalli industriali**, complessivamente ci attendiamo prezzi stabili nei prossimi mesi poiché gli spunti positivi derivanti dal miglioramento dei consumi nelle economie avanzate dovrebbero essere compensati dalle preoccupazioni riguardo il rallentamento dei consumi nei Paesi emergenti e dai fondamentali di domanda e offerta complessivamente deboli. Infatti, per gran parte dei metalli le scorte mondiali sono elevate, l'offerta è abbondante ed è, in molti casi, prevista in espansione. Il principale rischio al ribasso per il comparto resta un eccessivo rallentamento dell'economia cinese. Tuttavia, anche nell'ipotesi di deludenti dati macroeconomici i metalli industriali, con l'eccezione del rame, non dovrebbero soffrire storni troppo ampi grazie al supporto fornito dagli elevati costi marginali di produzione.

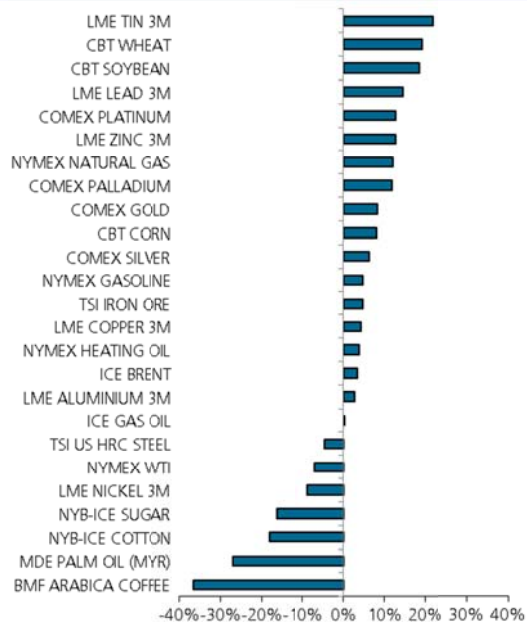
Per quanto riguarda gli **agricoli**, i rendimenti saranno molto eterogenei, in linea con i diversi fondamentali di domanda e offerta e le peculiari esposizioni a fattori di rischio unici. I principali *driver* di mercato saranno le stime di produzione e consumo mondiali, vulnerabili a rischi climatici e politici.

Performance da inizio anno (prezzi spot)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 2012 (prezzi spot)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Stati Uniti - Sempre in rotta verso il 3%

- La ripresa americana prosegue, nonostante l'ampia restrizione fiscale applicata nel 1° semestre. La previsione di crescita è di 3,1% nel 2014, da 1,6% del 2013.
- L'accelerazione attesa nel 2014 è dovuta a diversi fattori che si sostengono a vicenda: riduzione della stretta fiscale, rafforzamento dei consumi e degli investimenti non residenziali, prosecuzione dell'espansione del settore immobiliare. Ciascuna delle componenti della domanda avrà il supporto di fattori fondamentali: aggiustamento dei bilanci delle famiglie, aumento della ricchezza immobiliare, condizioni finanziarie estremamente espansive.
- I rischi per la crescita nel 2014-15 sono bilanciati e collegati essenzialmente alle politiche economiche. Nel breve termine la politica fiscale è su un sentiero virtuoso di riduzione del deficit, che dovrebbe scendere verso il 2% nel 2015, e di stabilizzazione del debito detenuto dal pubblico entro il 2018. Tuttavia la conflittualità in aumento in un Congresso diviso rende difficile la gestione del breve termine e impedisce di affrontare i nodi di deficit in allargamento e debito insostenibile nel lungo termine. In particolare nel breve termine, si continuerà ad avere leggi di spesa con scadenze ravvicinate e estensioni del limite del debito su orizzonti brevi, con ricorrenti aumenti di tensione e rischi di errori imprevisti.
- La politica monetaria ha sorpreso con un segnale di estensione dello stimolo anche più ampia rispetto a quanto previsto. Fino al 2015-16 la Fed si è impegnata a seguire, anche con un nuovo Presidente, una politica monetaria molto più accomodante rispetto a quanto associato con analoghe fasi cicliche. Il *bias* espansivo è credibile e rappresenta un ulteriore argomento a favore della previsione di crescita in accelerazione verso il 3% nel prossimo biennio.

Giovanna Mossetti

Previsioni macroeconomiche	2012	2013p	2014p	2014								
				2012			2013			2014		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (US\$ 1996,a/a)	2.8	1.6	3.1	2.0	1.3	1.6	1.5	2.2	2.7	2.9	3.2	
- trim./trim. annualizzato				0.1	1.1	2.5	2.2	2.9	3.1	3.4	3.6	
Consumi privati	2.2	2.0	2.7	1.7	2.3	1.8	1.9	2.9	2.8	2.9	3.0	
IFL - privati non residenziali	7.3	2.8	6.7	9.8	-4.6	4.7	5.0	6.5	6.9	7.2	7.5	
IFL - privati residenziali	12.9	13.5	12.7	19.8	12.5	14.2	10.8	9.6	12.0	14.2	15.6	
Consumi e inv. pubblici	-1.0	-2.1	-0.5	-6.5	-4.2	-0.4	-1.2	-0.8	-0.4	-0.3	0.0	
Esportazioni	3.5	2.4	5.9	1.1	-1.3	8.0	3.8	5.8	5.4	6.8	6.5	
Importazioni	2.2	1.8	4.8	-3.1	0.6	6.9	3.7	4.9	4.8	4.7	4.6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.0	0.0	-0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Partite correnti (% PIL)	-2.7	-2.3	-2.1	-2.5	-2.6	-2.3	-2.2	-2.1	-2.2	-2.1	-2.1	
Deficit Federale (% PIL)	-7.3	-5.1	-4.5									
Debito pubblico (% PIL)	102.8	106.4	106.6									
CPI (a/a)	2.1	1.5	1.6	1.9	1.7	1.4	1.5	1.3	1.3	1.7	1.7	
Produzione Industriale	3.6	2.2	3.6	2.4	4.0	0.4	1.7	4.1	3.4	4.2	4.9	
Disoccupazione (%)	8.1	7.5	7.0	7.8	7.7	7.6	7.3	7.3	7.3	7.2	6.9	
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
Cambio effettivo	73.5	76.1	76.8	73.1	74.8	76.4	76.6	76.5	77.7	76.6	76.3	

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

## L'espansione non si ferma, nonostante gli shock fiscali

La **crescita USA** si mantiene su un sentiero positivo ma volatile. Proprio questa volatilità, intorno a un trend che rimane "moderato", ha indotto un FOMC fortemente dipendente dai dati a mantenere invariati gli acquisti di titoli e rimandare ancora l'atteso "tapering". E' cambiato qualcosa di sostanziale rispetto a giugno-luglio? La giustificazione per il mancato ridimensionamento dello stimolo a settembre è una serie di dati misti, insieme al timore che il consolidamento fiscale e la recente restrizione delle condizioni finanziarie rallentino il ritmo di miglioramento. Questo ha indotto il Comitato ad "aspettare ulteriore evidenza che il progresso sarà mantenuto". Nel complesso, il quadro dell'economia rimane caratterizzato da crescita moderata, ma relativamente soddisfacente se si considera la dose di restrizione fiscale del 1° semestre. Un contributo meno negativo della spesa pubblica nella seconda parte dell'anno rende probabile l'attesa accelerazione della crescita, già visto tra fine 2012 e metà 2013.

Nel nostro scenario l'accelerazione della crescita è dovuta a 1) riduzione del contributo negativo della politica fiscale, 2) ripresa degli investimenti fissi delle imprese, 3) moderata ripresa dei consumi grazie alla fine dell'effetto del rialzo delle imposte, al continuo aumento della ricchezza netta e al miglioramento del mercato del lavoro, 4) espansione degli investimenti residenziali, con un contributo crescente grazie all'aumento del peso del settore sul PIL. La combinazione di questi fattori è supportata da condizioni finanziarie ancora straordinariamente espansive e dall'aggiustamento definitivo dei bilanci delle famiglie e del settore immobiliare. La nostra previsione di crescita è di 1,6% nel 2013 (in parte per via della volatilità delle variazioni trimestrali di quest'anno), in accelerazione **al 3,1% nel 2014. I rischi per le previsioni sul 2014 sono circa bilanciati, e dipendono dal sentiero sempre incerto delle politiche economiche.**

In questa fase, occorre guardare al 2015 e oltre per individuare i veri rischi dello scenario USA. Il quadro macroeconomico su un orizzonte di 2 anni è positivo, con una previsione di crescita fra il 3 e il 3,5%, di inflazione in graduale ritorno verso il 2%, di progressiva riduzione del deficit e di stabilizzazione del debito/PIL e una solida rete di sicurezza gestita dalla Fed con un *bias* espansivo. L'arrivo della svolta della politica monetaria aumenta i rischi dal 2015 in poi, date le difficoltà del rientro da politiche non convenzionali senza precedenti storici. L'aggiustamento di tassi, liquidità e credito quando la Fed cercherà, se pure gradualmente, di ritirare lo stimolo, potrebbe causare significativa volatilità al sentiero di crescita.

### Domanda domestica privata ancora in espansione a un ritmo moderato

La crescita è trainata dai consumi privati e dagli investimenti residenziali, ma a partire da metà 2013 anche gli investimenti non residenziali danno un contributo crescente alla ripresa.

**Consumi: la lenta marcia verso la normalità.** I consumi proseguono sul sentiero di moderato aumento. La forte restrizione fiscale attuata a inizio 2013 ha rallentato la dinamica del reddito disponibile e impedito un'accelerazione della spesa, pur in presenza di condizioni finanziarie molto espansive e di risanamento dei bilanci familiari. La crescita del reddito disponibile reale a luglio 2013 era +0,8% a/a, circa la metà rispetto a un anno prima, i consumi reali +1,7% a/a; ad agosto 2013, la dinamica del reddito disponibile reale è tornata sui livelli di un anno fa e dovrebbe ulteriormente aumentare nei prossimi trimestri. Il miglioramento del mercato del lavoro, la riduzione del freno fiscale, il costante aumento della ricchezza netta e la riduzione del servizio del debito mantengono positivo lo scenario dei consumi e dovrebbero permettere una crescita più rapida della spesa nel 2014. Tuttavia, la moderazione salariale e un livello di occupazione ancora molto inferiore rispetto a quello pre-recessivo segnalano che l'espansione dei consumi resterà intorno al 3% in termini di variazioni t/t ann.

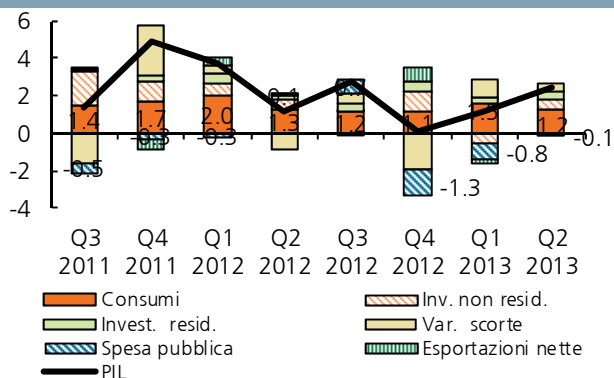
**Investimenti residenziali ancora in crescita a due cifre.** Il settore immobiliare residenziale ha subito una frenata temporanea. La fiducia dei costruttori è sui massimi dal 2005 e, a fronte di strozzature dal lato dell'offerta, si è registrata un'accelerazione dei prezzi. Gli investimenti

residenziali sul PIL sono ora pari al 3,3% dal minimo di 2,5% di fine 2012 e hanno contribuito in media 0,4pp alla crescita fra fine 2012 e metà 2013. Il rialzo dei tassi sui mutui e quello dei prezzi delle case hanno frenato il ritmo di crescita di costruzioni e vendite, ma l'espansione della domanda rimane lo scenario centrale, con un rallentamento della dinamica dei prezzi e mercato del lavoro in miglioramento. Le previsioni sono di ripresa dalla seconda metà del 2013, la crescita nel 2014 dovrebbe essere del 12,7%, dopo il 14,7 previsto per il 2013.

**Investimenti privati non residenziali in ripresa.** Il settore manifatturiero ha chiuso un 2° trimestre frenato dai tagli automatici della spesa pubblica e dalla debolezza della domanda internazionale. I dati del 3° trimestre sono positivi, con trend in rialzo non solo per la produzione, ma anche per gli ordini e le consegne. Le indagini di settore mostrano ripresa degli indici della spesa in conto capitale programmata a 6 mesi rispetto a una debolezza pronunciata nel 2° trimestre. Gli investimenti fissi delle imprese stanno riaccelerando, spinti da un aumento della fiducia nella sostenibilità della domanda sia domestica sia estera. La maggior crescita degli investimenti fissi delle imprese ha riguardato recentemente soprattutto le strutture, componente ciclica tipicamente ritardata. La nostra previsione è di crescita degli investimenti fissi non residenziali nel 2014 di 6,7%, in accelerazione dal 2,8% previsto per il 2013.

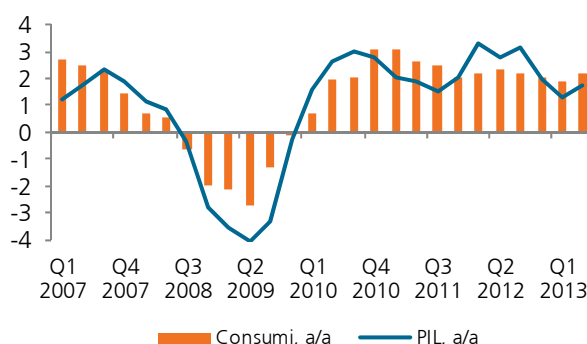
Il **canale estero** dovrebbe essere pressoché neutrale nel 2014, con una crescita dell'export di 5,9% e dell'import di 4,8%.

**Fig. 1 – Il freno fiscale si riduce, la crescita riaccelera**



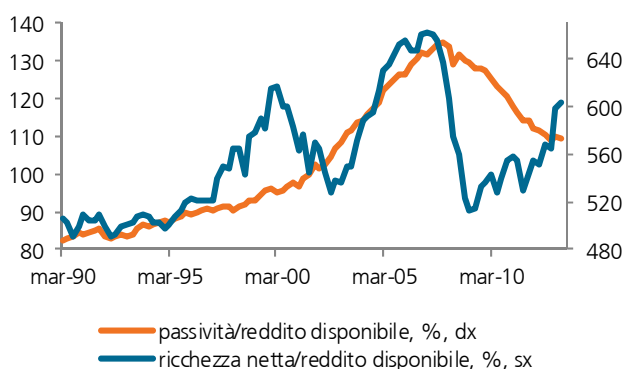
Fonte: Thomson Reuters Datastream. Per il PIL, var. a/a, per le altre variabili, contributi alla crescita trim ann.

**Fig. 2 – I consumi hanno resistito al rialzo delle imposte e al taglio della spesa pubblica**



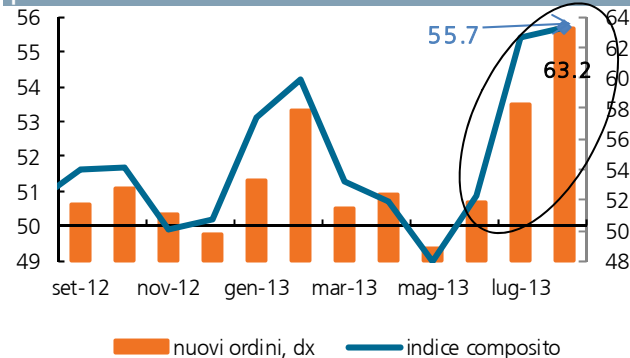
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

**Fig. 3 – I bilanci delle famiglie continuano a migliorare**



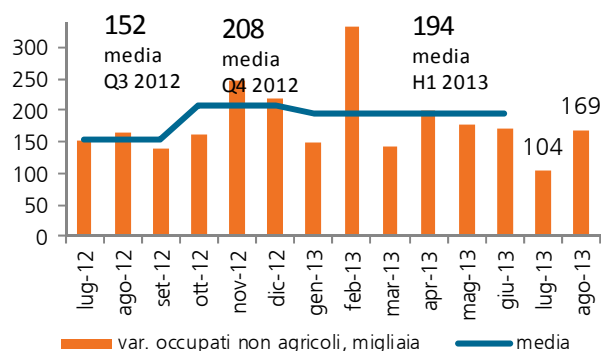
Fonte: Thomson Reuters Datastream

**Fig. 4 – L'ISM manifatturiero si è ripreso dopo la pausa primaverile**



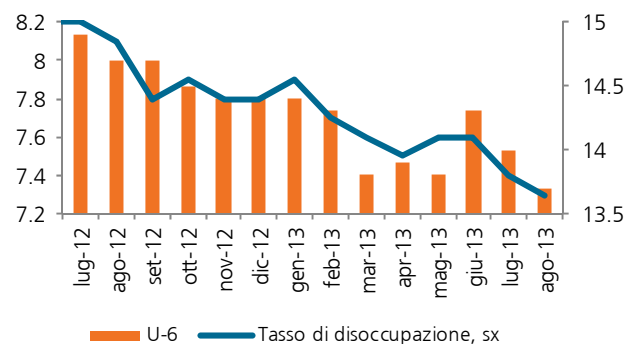
Fonte: Thomson Reuters Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters Datastream. U-6: tasso di disoccupazione che include anche scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro e lavoratori part-time per motivi economici

### Politica fiscale – *Plus ça change...*

Lo scenario fiscale continua a migliorare, almeno per quanto riguarda l'orizzonte di breve termine. Il deficit federale è in calo dal 2012; l'a.f. 2013 dovrebbe concludersi con un disavanzo di circa il 40% inferiore a quello dell'anno precedente, a -640 mld di dollari (3,9% del PIL), da -1087 mld (10% del PIL) del 2012. I dati fino ad agosto mostrano un aumento delle entrate nei primi 11 mesi dell'anno fiscale del 13% e un calo delle spese del 4% rispetto allo stesso periodo del 2012. L'aumento delle entrate è in gran parte dovuto al rialzo delle aliquote della *payroll tax* e delle imposte sulle famiglie, ma è sostenuto anche dall'aumento dei redditi. Sulle uscite hanno inciso i tagli automatici, oltre a un ampio calo "autonomo" della componente difesa. Dal prossimo anno, la restrizione fiscale perderà peso, principalmente dal lato delle entrate e più modestamente da quello delle uscite. Il deficit dovrebbe infatti aumentare a 560 mld di dollari, ma calare ancora in % del PIL, a 3,4%. La politica fiscale statale e locale è finalmente diventata modestamente espansiva.

Anche se il quadro è disteso in termini "numerici" sull'orizzonte fino al 2015, restano due **elementi di rischio** per lo scenario fiscale: i **trend di lungo termine** e la **conflittualità esasperata in un Congresso diviso**. Il CBO ha pubblicato il nuovo scenario di lungo termine. Il sentiero del deficit è virtuoso nel primo decennio, con il **rapporto deficit/PIL che cala dall'attuale 3,9% fino al 2,1% nel 2015** e si mantiene al di sotto del 3% fino al 2020. In questo quadro, il rapporto **debito/PIL scende fino al 68% nel 2018-19, dal 73,6% previsto per il 2014**. Tuttavia, i trend di lungo termine sono meno positivi: con la legislazione vigente, il rialzo del deficit/PIL prosegue gradualmente dal 2015 in poi portandosi al 3,3% nel 2023 e al 6,4% nel 2038, e continua a salire nei decenni successivi, con una conseguente ripresa del rapporto debito/PIL verso il 100% nel 2038. La spirale dei rialzi di deficit e debito è alimentata anche dall'aumento del costo degli interessi per un debito che non si stabilizza mai. Ancora una volta, lo scenario di lungo termine della finanza pubblica federale mostra la necessità di intervenire con un mix di tagli alla spesa sanitaria e previdenziale, insieme a rialzi di imposte per stabilizzare deficit e debito su un orizzonte pluridecennale.

La conflittualità in Congresso ha risvolti negativi e rischi sia per il lungo, sia per il breve termine. Prima di tutto, la divisione fra i due rami mantiene **irrisolta l'insostenibilità dei conti di lungo termine**, bloccata dal veto su rialzi di imposte dei Repubblicani e da quello sulle spese programmatiche dei Democratici. Ma le conseguenze di un Congresso spaccato si sentono in modo forte anche nel breve termine. **Da 3 anni non viene approvato un budget** e le ricorrenti scadenze delle leggi temporanee di spesa, insieme al periodico raggiungimento del limite del debito, creano aumenti di tensione particolarmente marcati quando si avvicinano le fasi pre-elettorali, come ora. La previsione è che si continui ad avere una sequenza di leggi di spesa con orizzonti molto brevi, mentre si valutano le condizioni per spostare in avanti il limite del debito in modo da superare l'appuntamento delle elezioni *midterm* di novembre 2014. Nel frattempo, il dibattito politico continuerà a ignorare i problemi di fondo causati da spesa per previdenza e sanità in crescita più rapida rispetto alle entrate.

**Politica monetaria: la Fed ha acceso i riflettori sull'uscita, poi li ha spenti di nuovo**

**La Fed ha sorpreso i mercati, mantenendo invariato il programma di acquisto titoli alla riunione di settembre.** Gli elementi citati dal FOMC per la decisione di mantenere lo stimolo invariato sono: 1) il consolidamento fiscale ancora in atto; 2) la "restrizione delle condizioni finanziarie osservata nei mesi recenti", e 3) dati recenti misti. L'esito del FOMC è stato sorprendente, considerando che da maggio si era aperta una campagna di comunicazione per preparare una riduzione degli acquisti "più avanti nell'anno" se lo scenario si fosse evoluto come atteso. Fino a metà agosto, la comunicazione della Fed era stata coerente con una probabile riduzione degli acquisti in tempi brevi e le notizie macroeconomiche non erano univocamente deboli. Commenti successivi alla riunione hanno sottolineato che la decisione è stata presa al margine ("*close call*"): le opinioni espresse dai partecipanti dopo la riunione hanno dato sfumature diverse all'interpretazione dei dati e non hanno fornito segnali chiari riguardo al futuro del programma.

Nel comunicato si segnala che i tassi sui mutui sono aumentati "ulteriormente", mentre la politica fiscale frena la crescita. Pur continuando a prevedere la prosecuzione della ripresa moderata, si afferma che "la restrizione delle condizioni finanziarie vista nei mesi recenti, se sostenuta, potrebbe rallentare il ritmo di miglioramento dell'economia e del mercato del lavoro". Pertanto, tenendo conto della restrizione fiscale, il Comitato aspetta altra evidenza prima di aggiustare il ritmo degli acquisti. Durante la conferenza stampa Bernanke ha evitato qualsiasi riferimento a livelli del tasso di disoccupazione collegabili alla fine del programma di acquisti e ha anzi affermato che non ci sono "numeri magici" a cui fare riferimento. In sostanza, la comunicazione è diventata ancora più nebulosa riguardo al futuro del programma di acquisti, a parte il mantenimento di una separazione esplicita fra il livello del bilancio e il rialzo dei tassi.

**Le proiezioni macroeconomiche, come atteso, sono state limiate verso il basso per la crescita e la disoccupazione a fine 2013.** Le nuove proiezioni per il 2016 mostrano crescita e disoccupazione vicini ai livelli di lungo termine, e inflazione vicina al 2%. Le proiezioni dei tassi vedono ancora la stragrande maggioranza dei partecipanti che si aspettano il primo rialzo nel 2015, con un sentiero molto moderato: il tasso mediano è all'1% a fine 2015, al 2% a fine 2016. Nonostante le modifiche alle previsioni del 2013, il sentiero atteso per i tassi non è diverso rispetto a giugno.

L'esito di settembre potrebbe essere stato condizionato anche dall'incertezza legata all'"autunno politico", su due fronti. Da un lato, la fine dell'esercizio provvisorio e il limite del debito erano a ridosso della riunione del FOMC: in assenza di una strategia di risoluzione del conflitto fra Repubblicani e Democratici, con il rinnovato rischio di blocco dei pagamenti del Tesoro, la Fed potrebbe avere dato peso, al margine, ai rischi di tensioni generate da una possibile "chiusura" del governo. Dall'altro, la nomina del candidato alla presidenza della Fed è diventata incerta e politicizzata, con rischi di conflitti e ritardi se lo scontro fra Casa Bianca e Congresso non verrà almeno temporaneamente sanato.

Quali sono ora le nuove previsioni per la strategia di politica monetaria? La sorpresa del FOMC di settembre non segnala una visione diversa dello scenario macroeconomico. Il miglioramento permane, come indicato sia nel testo del comunicato sia da Bernanke che, nella conferenza stampa, ha sottolineato i progressi del mercato del lavoro, ridimensionando i timori che il calo del tasso di disoccupazione sia dovuto più che altro al calo della partecipazione.

Se la mancata decisione di settembre è legata a incertezze sugli sviluppi politici, prevediamo che superati gli ostacoli fiscali di ottobre e nominato un successore di Bernanke, la Fed ricomincerà il processo di preparazione per la riduzione degli acquisti, soprattutto se i dati confermeranno la riaccelerazione della crescita e il miglioramento del mercato del lavoro. Le reazioni di mercato saranno difficili da prevedere, vista la perdita di credibilità della comunicazione della Fed. La nostra previsione è che la prima riunione utile per l'inizio della riduzione degli acquisti sia quella di dicembre, a meno di sorprese straordinariamente positive sul fronte dei dati. La difficoltà di comunicazione in questa fase rende molto probabile che qualsiasi svolta avvenga in riunioni con conferenza stampa, come sarà quella di dicembre. Il fatto che da gennaio in poi la Fed passi

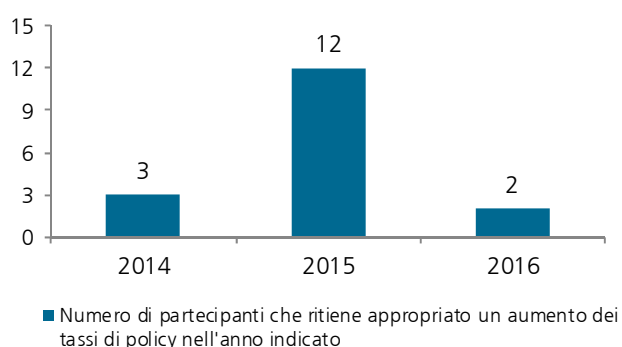
dalla guida di Bernanke a quella di un nuovo Presidente "non testato" (anche se fosse Yellen, l'incertezza è inevitabile) aumenta la probabilità di svolta a dicembre.

Il sentiero della politica monetaria dovrebbe svolgersi secondo fasi distinte:

1. Stimolo in aumento più contenuto: riduzione del ritmo di acquisti, probabilmente all'inizio concentrato sui Treasuries e successivamente su MBS, da attuare gradualmente e concludere verso metà 2014.
2. Stimolo stabile: bilancio invariato, senza vendite di titoli il cui ammontare in portafoglio si ridurrà naturalmente con le scadenze di entità rilevante solo a partire dal 2016.
3. Riduzione di stimolo/restrizione: rialzo dei tassi sui fed funds e sui depositi delle banche presso la Fed. Questo sarà il vero punto di svolta verso l'uscita: la Fed oggi continua a segnalare che seguirà un aggiustamento straordinariamente graduale, con tassi al 2% nel 2016, con crescita ben sopra il potenziale, inflazione vicina al 2% e tasso di disoccupazione al di sotto del livello di lungo termine. Resta da vedere se la Banca centrale poi seguirà il sentiero indicato oggi o si avvicinerà a una politica almeno neutrale nel 2016.

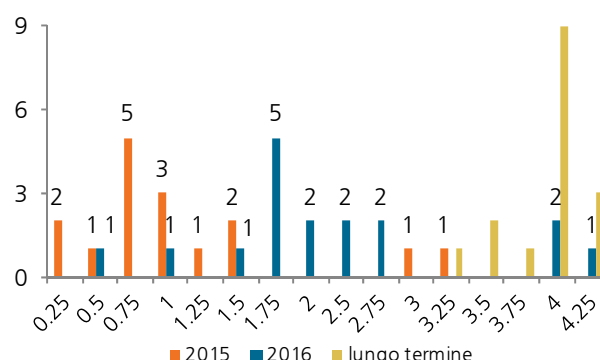
Anche per la politica monetaria, come per quella fiscale, i rischi diventeranno concreti dal 2015 in poi, con una Fed nuova (nel 2014 dovranno essere nominati 4 membri del Board su 7), che promette oggi politica più accomodante di quanto attuato nei cicli passati. Fino a metà 2015 riteniamo comunque che la Fed si attenga al copione che sta presentando ai mercati.

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



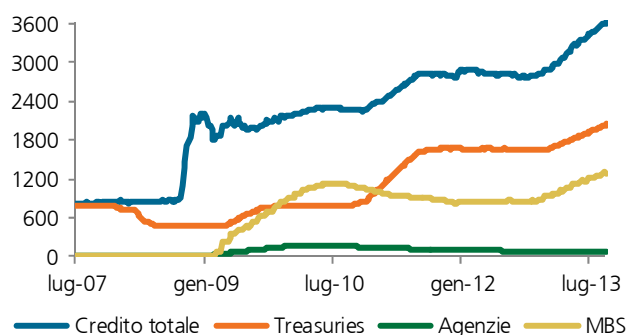
Fonte: Federal Reserve Board. Previsioni al 18 settembre 2013

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



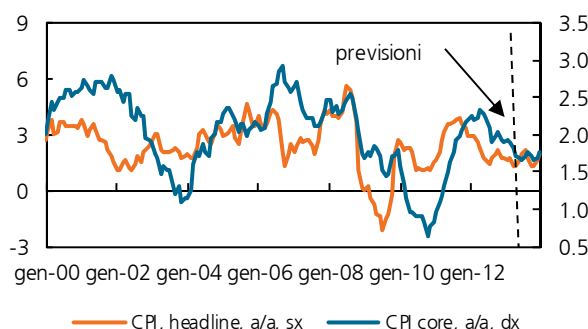
Fonte: Federal Reserve Board. Numero di partecipanti che prevedono vari livelli di tassi sui fed funds per anno. Previsioni al 18 settembre 2013

Fig. 9 – L'attivo della Fed vola oltre i 3,6 tln di dollari



Fonte: Federal Reserve Board. Dati in mld di dollari

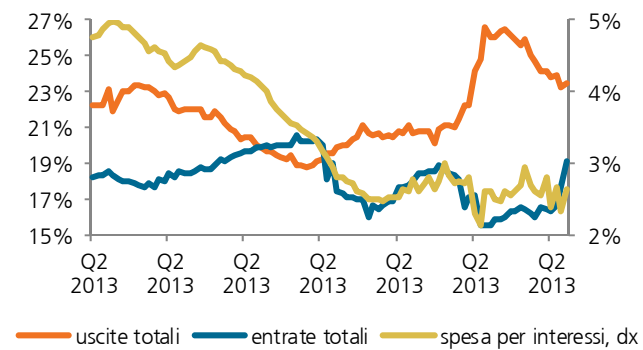
Fig. 10 – Tutto tranquillo sul fronte dell'inflazione



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Previsioni Intesa Sanpaolo

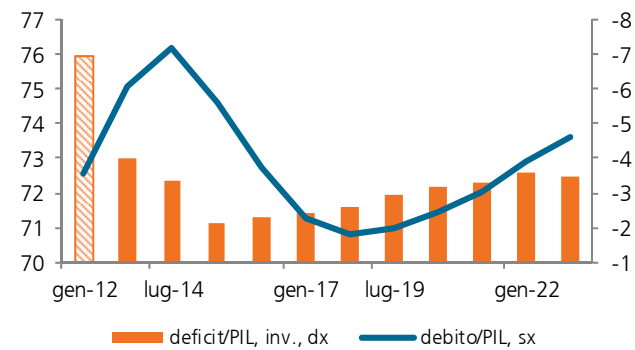


Fig. 11 – Il budget federale migliora, con entrate in aumento, spesa in calo, interessi stabili



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati in % del PIL

Fig. 12 – Deficit/PIL: sparizione temporanea



Fonte: Congressional Budget Office

## Area euro - In uscita dalla "grande crisi"...

### Lo scenario in sintesi

- Dopo sei trimestri di contrazione, l'economia dell'Eurozona è uscita dalla recessione già dalla primavera, crescendo dello 0,3% t/t. Riteniamo che la fase di ripresa possa continuare nella seconda metà dell'anno, sia pure verosimilmente ad un passo più lento (0,1-0,2% t/t). In ogni caso, i dati più recenti confermano la nostra ipotesi che il punto di minimo del ciclo sia stato raggiunto a inizio 2013; da allora è iniziata una fase di ripresa (che potrebbe durare almeno due anni), che tuttavia sarà di entità modesta (stimiamo una crescita del PIL dell'1% nel 2014).
- La ripresa per ora è trainata dall'export (soprattutto da parte dei Paesi periferici, Spagna in primis), ma vanno gradualmente configurandosi tutti i tasselli affinché possa aversi un recupero modesto anche della domanda interna nel corso dell'anno prossimo. Un freno verrà peraltro dalla debolezza del mercato del lavoro e del credito, dall'ampio *slack* presente nell'economia nonché dal processo di correzione degli squilibri sul mercato immobiliare ancora in corso in alcuni Paesi.
- Il principale rischio sullo scenario di ripresa resta sempre una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria, che potrebbe essere indotta da *impasse* politiche o dati più deludenti del previsto sui conti pubblici e avere come epicentro ancora una volta i periferici (Italia, Spagna, Grecia, Portogallo). L'instabilità politica in Italia rappresenta al momento il rischio maggiore in tal senso. Attribuiamo minore probabilità ai rischi di natura esogena legati all'impatto sulla domanda dall'estero di un andamento meno brillante del ciclo nel resto del mondo, dell'apprezzamento del tasso di cambio reale dell'euro o di eventuali rincari delle materie prime a fronte di rinnovate tensioni geopolitiche.
- L'inflazione dovrebbe rimanere pressoché stabile: 1,5% quest'anno e 1,6% il prossimo. Lo stesso vale per l'indice senza alimentari ed energia.
- La BCE dovrebbe prorogare ulteriormente il regime di piena allocazione e lanciare una o più LTRO straordinarie per smussare il rientro di quelle del 2011-12. Più difficile che siano decisi tagli dei tassi ufficiali.

Anna Maria Grimaldi  
Paolo Mameli

Eurozona - Previsioni macroeconomiche															
	2012	2013p	2014p	2012				2013				2014			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.6	-0.3	1.0	-1.0	-1.0	-0.5	-0.3	0.4	0.9	0.9	1.1				
- t/t				-0.5	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3				
Consumi privati	-1.4	-0.5	0.7	-0.5	-0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2				
Investimenti fissi	-3.7	-3.2	1.9	-1.2	-2.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6				
Consumi pubblici	-0.6	0.3	0.6	0.1	0.0	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1				
Esportazioni	2.7	1.3	4.3	-0.5	-1.0	1.6	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9				
Importazioni	-1.0	0.0	4.3	-0.9	-1.1	1.4	0.9	0.9	1.2	1.0	1.0				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	0.0	-0.1	0.4	-0.1	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.0				
Partite correnti (% PIL)	1.3	2.0	2.1	2.5	1.3	2.2	2.0	1.9	1.4	1.4	1.4				
Deficit pubblico (% PIL)	-3.7	-3.2	-3.0												
Debito pubblico (% PIL)	90.6	93.6	94.0												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.5	1.5	1.6	2.3	1.9	1.4	1.4	1.3	1.4	1.7	1.5				
Produzione industriale (a/a)	-2.3	-1.7	1.9	-2.0	0.3	0.5	-1.3	-0.3	0.6	1.6	1.4				
Disoccupazione (ILO, %)	11.4	12.1	11.8	11.8	12.0	12.1	12.1	12.1	12.1	12.0	11.7				
Euribor 3 mesi	0.57	0.21	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22	0.21	0.20	0.20	0.20				

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

## La recessione è finita, ma la ripresa sarà lenta

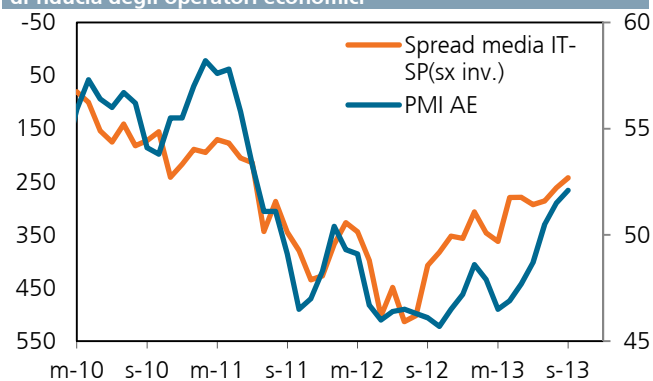
Dopo sei trimestri di contrazione, l'economia dell'Eurozona è uscita dalla recessione già dal trimestre primaverile, crescendo dello 0,3% t/t (su base annua il PIL resta in territorio negativo a -0,5% a/a). Riteniamo che la fase di ripresa possa continuare nella seconda metà dell'anno, sia pure verosimilmente ad un passo più lento (0,1-0,2% t/t) ove si tenga conto del fatto che la crescita del 2° trimestre è stata trainata da alcuni fattori *una tantum* come effetti di calendario e meteorologici.

Nel complesso, l'andamento congiunturale sta confermando le nostre ipotesi di datazione del ciclo fatte nei numeri di questa pubblicazione già due anni fa<sup>1</sup> e poi ribadite sei e tre mesi fa<sup>2</sup>, quando indicavamo, sulla base di un'analisi dei punti di svolta del ciclo delle scorte e della produzione industriale, che il punto di minimo del ciclo si sarebbe collocato a inizio 2013. In particolare, tre mesi fa segnalavamo come il movimento di significativo allentamento delle tensioni sui mercati finanziari non si fosse ancora riflesso in un miglioramento sostanziale del quadro sull'attività economica reale, ma anche che ritenevamo fosse solo questione di tempo affinché l'evoluzione in senso positivo della crisi finanziaria, che tanta parte ha avuto (attraverso l'impatto su fiducia e andamento del credito) nello spingere l'economia reale in recessione, si riflettesse in un recupero del morale degli operatori economici e per questa via dell'attività reale. Quello che si è verificato negli ultimi tre mesi (vedi fig. 1) è stato proprio che anche gli indicatori di fiducia di imprese e famiglie hanno cominciato a mostrare in maniera univoca il miglioramento del ciclo e si sono portati in territorio espansivo dopo due anni. È vero che la ripresa è per ora più evidente dagli indicatori di fiducia che non dai dati reali (emblematico in tal senso il calo di un punto percentuale e mezzo della produzione industriale a luglio), tuttavia anche in questo caso è solo questione di tempo affinché il miglioramento delle indagini nell'industria si rifletta in un consolidamento della ripresa dell'output (e peraltro il dato di luglio potrebbe essere spiegato dalla volatilità tipica di questo indicatore nei mesi estivi; vedi fig. 2).

Paolo Mameli

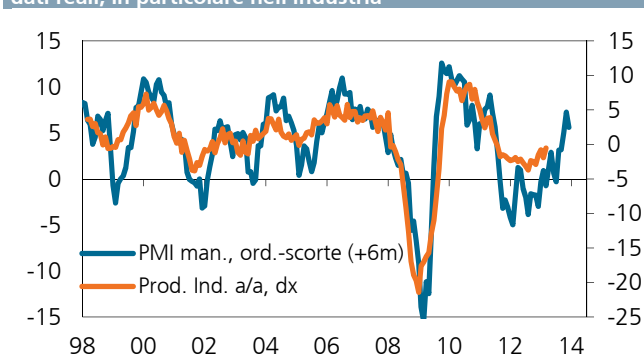
L'allentamento della crisi finanziaria si è finalmente trasmesso sull'economia, sebbene per ora più sugli indici di fiducia, che sui dati reali

Fig. 1 - L'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari ha finalmente cominciato a riflettersi sull'andamento degli indici di fiducia degli operatori economici



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - E' solo questione di tempo prima che il miglioramento della fiducia delle imprese impatti in misura più significativa sui dati reali, in particolare nell'industria



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>1</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"

<sup>2</sup> Intesa Sanpaolo, "Scenario Macroeconomico Marzo 2013", pagina 21: "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". Intesa Sanpaolo, "Scenario Macroeconomico Giugno 2013", pagina 19: "il 1° trimestre del 2013 dovrebbe aver rappresentato il punto di minimo del ciclo economico nell'Eurozona".

Insomma **sembra cominciato un ciclo espansivo**, che si configura come la quinta fase di espansione nella cronologia del CEPR dal 1970<sup>3</sup>. Osserviamo peraltro (vedi tab. 1) che l'ultima recessione non ha avuto una durata particolarmente lunga se la paragoniamo alle altre "certificate" dal CEPR (6 trimestri, in linea con la media storica), né è stata particolarmente "intensa" (almeno se misurata in base all'entità del calo del PIL). Il punto è che essa è risultata particolarmente dolorosa (soprattutto in termini di livelli di *output gap* e tasso di disoccupazione) a causa del fatto che **mai dagli anni Settanta una recessione era intervenuta a così breve distanza dalla precedente** (appena 9 trimestri di espansione contro i 39 della media storica). Di conseguenza: 1) risulta difficile prevedere la durata della prossima fase di espansione, che potrebbe concludersi nel 2° trimestre 2015 se il ciclo fosse breve come nell'ultimo episodio ma essere assai più lunga se non intervenisse un episodio altrettanto "traumatico" come è stato la crisi del debito; 2) il fatto che l'ultima recessione sia intervenuta a così breve distanza dalla precedente ha causato una distruzione di capacità produttiva che potrebbe pesare anche sull'entità della ripresa. Di conseguenza, **il profilo della ripresa potrebbe essere assai più moderato di quello registrato nelle altre fasi di recupero ciclico**: nel nostro scenario (vedi fig. 3), solo oltre la metà del 2014 il PIL tornerà sui livelli precedenti l'ultima recessione (e solo a fine 2015 il PIL tornerà sui livelli precedenti la crisi del debito ovvero le ultime due recessioni).

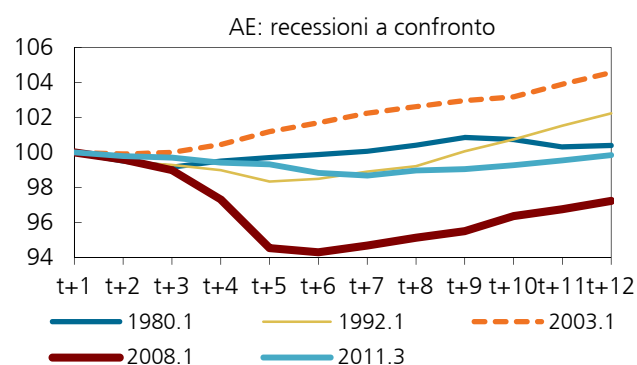
**E' iniziata una fase di espansione ciclica, la cui intensità però sarà modesta**

Tab. 1 - L'anomalia del ciclo recente è la breve durata dell'ultima fase espansiva...

Cicli		Durata	
Picco	Gola		
1974q3	1975q1	14 (almeno)	2
1980q1	1982q3	20	10
1992q1	1993q3	38	6
2008q1	2009q2	58	5
2011q3	2013q1	9	6
Media pre-ultima recessione		39	6

Fonte: CEPR, stime Intesa Sanpaolo per l'ultimo ciclo

Fig. 3 - ... che renderà assai "piatto" il profilo della ripresa

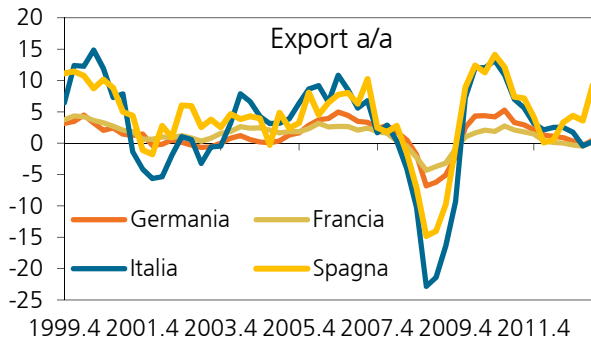


In ogni caso, **la ripresa appare ancora fragile e soggetta a rischi**, il principale dei quali consiste sempre in una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria in relazione a crisi politiche o un andamento deludente dei conti pubblici nei principali Paesi periferici (Italia, Spagna, Grecia, Portogallo). Inoltre, **la ripresa per ora appare ancora trainata dall'export, mentre affinché possa consolidarsi occorre che il testimone della crescita passi alla domanda interna** (verosimilmente, prima agli investimenti e poi ai consumi). Con riguardo all'export, osserviamo peraltro che **la crescita annua delle esportazioni dell'Eurozona (0,7%, al 2° trimestre 2013) è spiegata quasi interamente (vedi fig. 4) dai periferici e in particolare dalla Spagna** (contributo: 0,5%, a fronte di uno 0,1% dall'Italia e un contributo trascurabile da Germania e Francia). Ciò si spiega con il fatto che il processo di ribilanciamento interno alla zona euro sta causando una svalutazione competitiva che in alcuni Paesi come la Spagna sta spingendo significativamente le esportazioni. Peraltro, gli indici di domanda mondiale segnalano la **possibilità di una riaccelerazione dell'export nella seconda metà dell'anno anche per i Paesi core** e dunque per l'insieme dell'Eurozona (vedi fig. 5).

**La ripresa per ora è trainata dall'export (soprattutto dei periferici, Spagna in primis)**

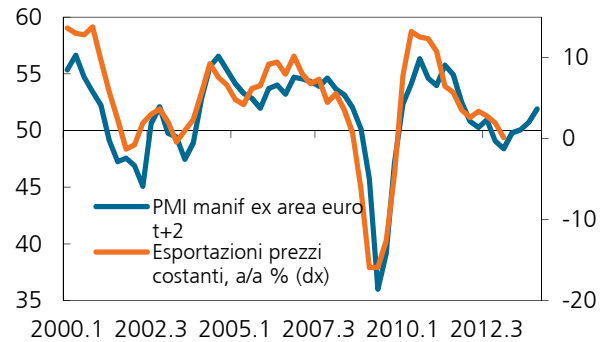
<sup>3</sup> <http://www.cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>

Fig. 4 – Sinora l'unico tra i principali Paesi a mostrare un significativo rimbalzo dell'export è la Spagna



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Tuttavia gli indici anticipatori segnalano un recupero dell'export dell'intera Eurozona già dalla seconda metà dell'anno

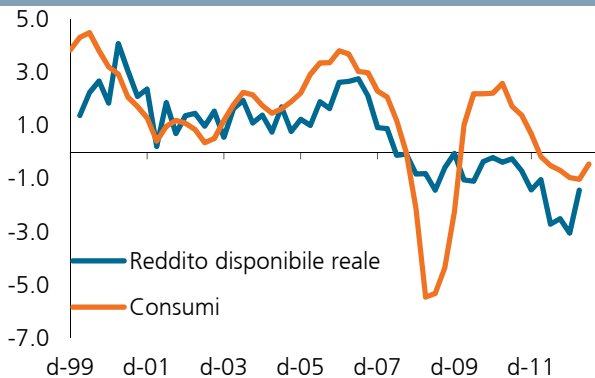


Fonte: Thomson Reuters –Datastream, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, vi sono dei **segnali di ripartenza anche della domanda interna**. Se gli investimenti delle imprese sembrano la prima componente in grado di raccogliere il testimone della crescita dall'export, più fragile appare il quadro per i **consumi delle famiglie, appesantiti sia dalla debole dinamica del reddito disponibile reale, che dall'effetto-ricchezza negativo derivante soprattutto dal calo dei prezzi immobiliari**. In merito, si notano (già dall'inizio del 2013) segnali di rimbalzo dai minimi del reddito disponibile non soltanto in termini reali (grazie al calo dell'inflazione; vedi fig. 6) ma anche in termini nominali. Viceversa, ancora non si vede un recupero per la ricchezza netta delle famiglie (né in termini nominali né in termini reali; vedi fig. 7).

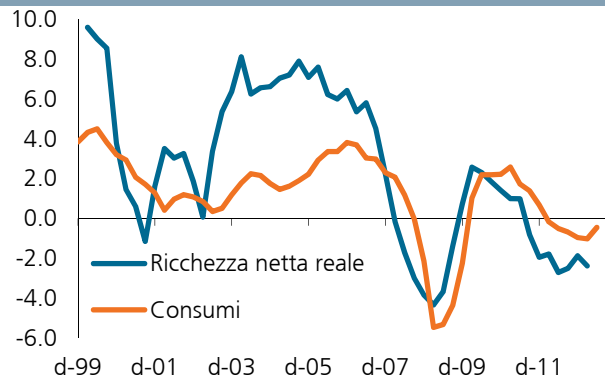
Più lontana appare la ripresa per la domanda interna...

Fig. 6 – I consumi sono per ora frenati dalla debole dinamica sia del reddito...



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - ... che della ricchezza



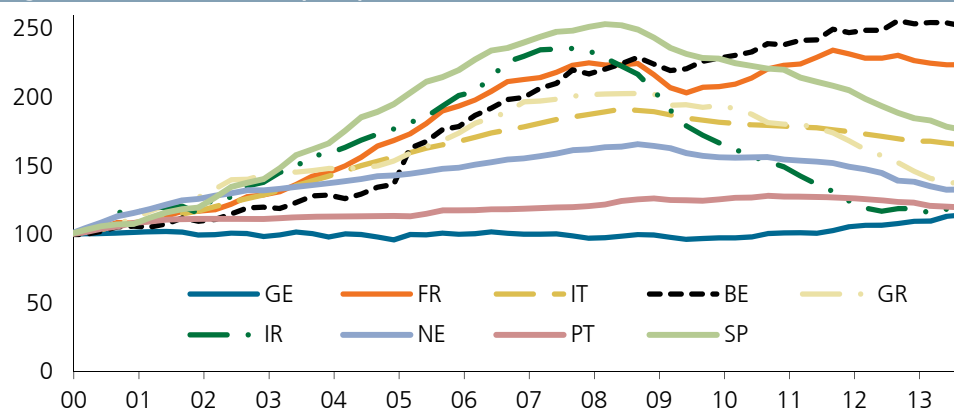
Fonte: Thomson Reuters Datastream, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Infatti, **non sembra terminata**, specialmente in alcune economie periferiche, **la correzione in corso per il mercato immobiliare** (vedi fig. 8). L'unico Paese tra i periferici in cui i prezzi immobiliari appaiono (da qualche trimestre) in via di stabilizzazione è l'Irlanda (peraltro, si tratta del Paese, dopo la Spagna, ad avere evidenziato in maniera più evidente il fenomeno di bolla immobiliare). La correzione sembra invece ancora in corso in Spagna, Grecia e Italia, senza dimenticare un Paese del "centro" come l'Olanda, che ha visto una flessione dei prezzi delle case paragonabile a quella registrata nei periferici (anzi, estendendo l'analisi agli anni Novanta, la bolla del mercato immobiliare olandese, spinta soprattutto dal fenomeno dei "mutui facili", ha dimensioni maggiori di quelle viste in Spagna). Viceversa, un Paese periferico che non sembra vivere una crisi immobiliare paragonabile a quella degli altri è il Portogallo. Risulta persino pleonastico sottolineare come la Germania (sebbene abbia visto una crescita dei prezzi negli ultimi due anni) sia immune dal fenomeno. Al contrario, ad oggi i Paesi che hanno visto la

... frenata dalla correzione in corso del mercato immobiliare...

maggior crescita dei prezzi delle case da quando esiste l'area euro sono il Belgio e la Francia; anzi la Francia è il Paese dove le quotazioni in rapporto al reddito disponibile delle famiglie manifestano il maggior scostamento rispetto alla media di lungo periodo: +31,1% al 1° trimestre 2013, contro il +14,7% della Spagna. Si tratta di un segnale da non sottovalutare del pericolo di bolla immobiliare in questi due Paesi.

Fig. 8 - Prezzi immobiliari nei principali Paesi dell'Eurozona (4° trimestre 1999=100)

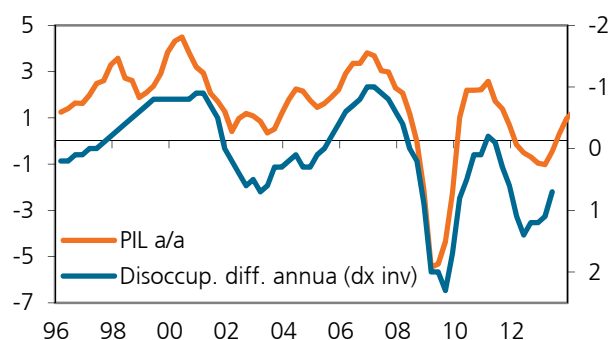


Fonte: Oxford Economics Forecasting da fonti nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'altro freno alla ripresa della spesa per consumi delle famiglie viene dalla persistente debolezza del mercato del lavoro. Al riguardo, il trend di deterioramento sembra ancora in corso, visto l'usuale ritardo (dell'ordine di un semestre) con il ciclo. Tuttavia, in base alle nostre proiezioni sul ciclo (vedi fig. 9), il tasso di disoccupazione potrebbe smettere di aumentare già negli ultimi mesi dell'anno, per invertire nel corso del 2014. L'inversione provocherebbe, con ritardo, un recupero nel reddito da lavoro, atteso riflettersi sul reddito disponibile delle famiglie (vedi fig. 10).

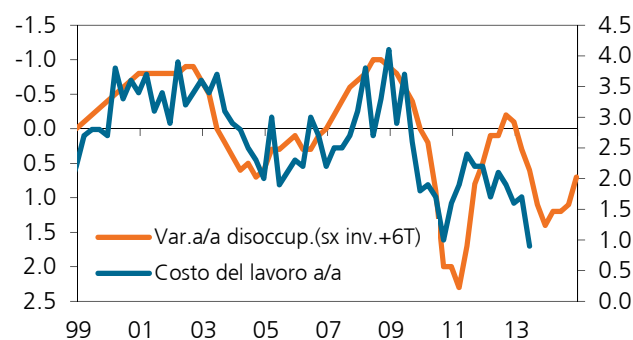
... dalla debolezza del mercato del lavoro...

Fig. 9 - L'inversione ciclica provocherà con ritardo un'inversione anche nel trend della disoccupazione...



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

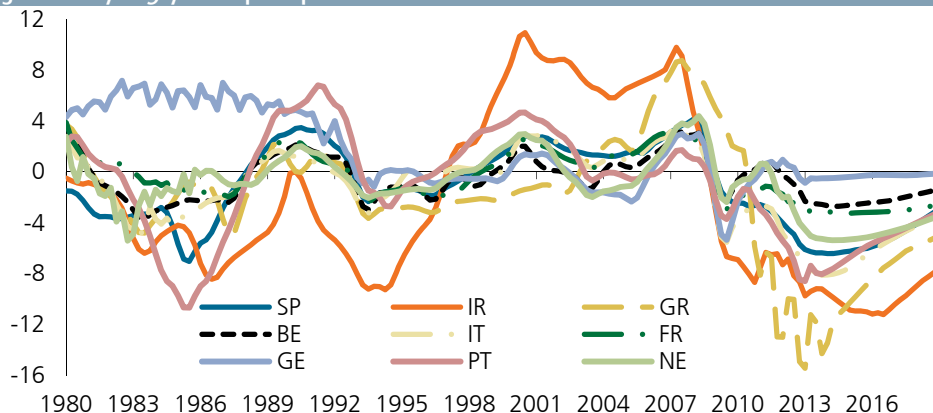
Fig. 10 - ... che a sua volta è attesa riflettersi sul costo del lavoro



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

D'altra parte, la ripresa del mercato del lavoro non sarà certo spettacolare visto l'ampio eccesso di offerta persistente nell'economia. In effetti, l'elevato livello del tasso di disoccupazione è proprio il riflesso dell'ampia capacità produttiva inutilizzata (ovvero di eccesso di offerta rispetto alla domanda), visto che l'ultima recessione è intervenuta quando la precedente ripresa non era stata tale da riportare l'attività sui livelli pre-crisi. L'ampia capacità inutilizzata è anche un freno alla crescita degli investimenti delle imprese. In base alle nostre stime (vedi fig. 11), per le principali economie dell'Eurozona (eccezione fatta per la Germania) l'output gap non è atteso chiudersi nemmeno alla fine dell'orizzonte prevedibile (2016-18).

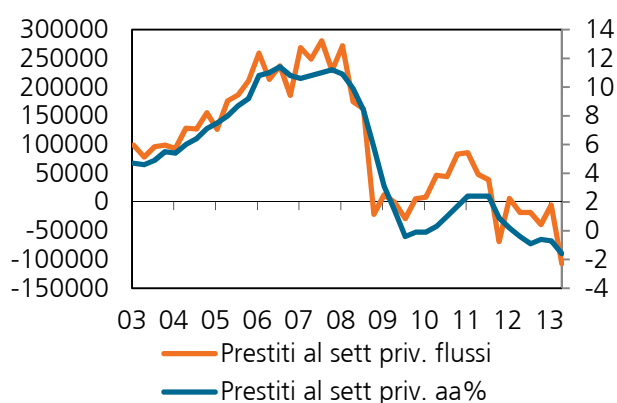
Fig. 11 - Output gap nelle principali economie dell'area euro



Fonte: OCSE, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

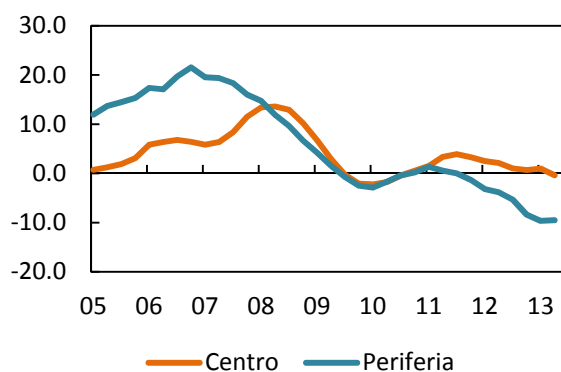
La dinamica dei consumi, ma soprattutto degli investimenti è anche frenata dalla debolezza del credito. Secondo gli ultimi dati di agosto (vedi fig. 12), il credito alle famiglie è circa stagnante rispetto a un anno prima, mentre il credito alle imprese non finanziarie resta in forte contrazione, al -3,8% a/a. Uno sguardo ai dati paese rivela che ad agosto il credito alle imprese è rallentato anche nei Paesi core e in particolare in Germania e Olanda, anche se il ritmo di contrazione rimane assai più severo nella periferia (vedi fig. 13). Secondo l'ultima *Bank Lending Survey*, le condizioni al credito sono tornate ad essere circa neutrali. In ogni caso, non sembrano essere restrizioni dal lato dell'offerta, ma piuttosto la debolezza della domanda a spiegare il calo dei prestiti alle imprese (vedi fig. 14). Appare anche in via di stabilizzazione il grado di dispersione dei tassi sui prestiti (vedi fig. 15). Insomma, si presume che, con l'usuale ritardo rispetto al ciclo (visto che sembrano essersi di molto ridimensionati i vincoli finanziari dal lato dell'offerta), si possa assistere, nel corso del 2014, anche a una ripresa della domanda e ad un miglioramento delle condizioni del credito.

Fig. 12 - Il credito al settore privato continua a calare



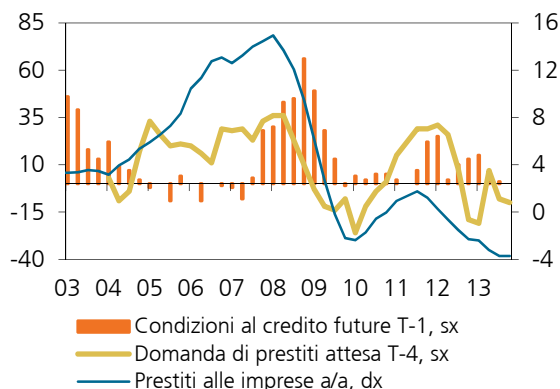
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 - Il credito alle imprese è stagnante nei Paesi del centro e in calo nella periferia



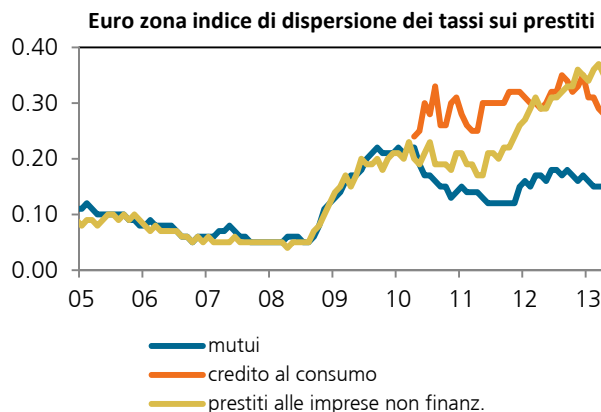
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Le condizioni al credito sono ormai stabili ma la domanda di prestiti è ancora in flessione



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 - Si è stabilizzata la dispersione dei tassi sui prestiti all'interno dell'area

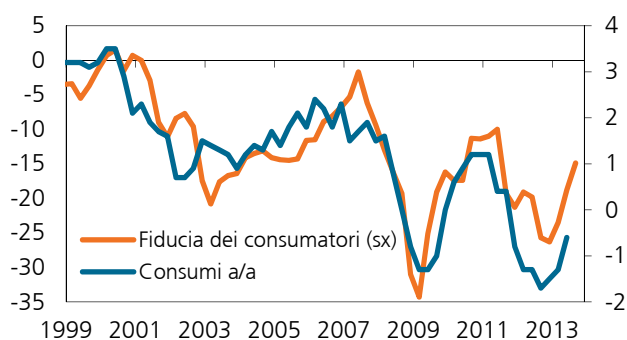


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, vanno gradualmente configurandosi i tasselli necessari per avere una ripresa sia pur modesta della spesa per consumi nel 2014 (+0,7% nelle nostre stime, dopo il -0,5% del 2013). Ci aspettiamo un recupero più vivace per gli investimenti (+1,9% da -3,2%), trainati dalla spesa delle imprese in macchinari e attrezzature in un quadro di persistente fragilità delle costruzioni. In un quadro di crescita significativa (4,3%, nelle nostre stime) sia dell'export che dell'import, dovrebbe rimanere positivo, ma ridursi (a 0,2% da 0,8% di quest'anno) il contributo al PIL del commercio con l'estero. Nel complesso, il PIL area euro potrebbe crescere dell'1% l'anno prossimo dopo essere calato di tre decimi quest'anno.

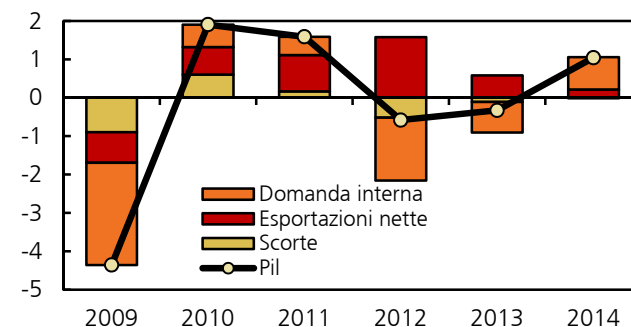
Lo scenario di base resta quello di ripresa modesta....

Fig. 14 - Gli indici anticipatori segnalano che è possibile una ripresa anche per i consumi delle famiglie



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Nel 2014 si ridurrà il contributo positivo delle esportazioni nette mentre dovrebbe tornare in positivo la domanda domestica



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il principale rischio sullo scenario di ripresa resta sempre una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria, che potrebbe essere indotta da *impasse* politica o dati più deludenti del previsto sui conti pubblici e avere come epicentro ancora una volta i periferici (Italia, Spagna, Grecia, Portogallo). L'instabilità politica in Italia rappresenta al momento il rischio maggiore in tal senso. Attribuiamo minore probabilità ai rischi di natura esogena legati all'impatto sulla domanda dall'estero di un andamento meno brillante del ciclo nel resto del mondo, dell'apprezzamento del tasso di cambio reale dell'euro o di eventuali rincari delle materie prime a fronte di rinnovate tensioni geopolitiche.

... sia pur ancora soggetta a rischi



## Inflazione ben al di sotto del 2% e i rischi sono verso il basso

L'inflazione area euro è rallentata all'1,3% ad agosto, dal 2,6% di un anno prima. Il calo è in larga misura da ricondursi alla componente energia che ha frenato dall'8,9% a/a di un anno fa a -0,3% a/a. Il capitolo alimentari ha avuto un impatto modesto sulla dinamica complessiva dei prezzi al consumo, dal momento che il calo dei prezzi dei prodotti lavorati ha bilanciato l'aumento dei prodotti freschi osservato nei mesi primaverili. I prezzi dei beni non energetici hanno frenato a +0,2% a/a dal +3,3% a/a di un anno prima, mentre i prezzi dei servizi hanno rallentato meno, all'1,4% a/a dall'1,8% a/a di agosto 2012. Nel corso degli ultimi dodici mesi hanno frenato anche le misure di inflazione sottostante. La dinamica dei prezzi al netto di energia e alimentari freschi, misura preferita dalla BCE, si è stabilizzata all'1,3% nei mesi estivi, in calo dall'1,7% a/a di un anno prima. L'inflazione al netto di energia, alimentari e tabacchi viaggia all'1,1% dall'1,5% a/a di agosto 2012. La dinamica sottostante al netto del contributo di prezzi amministrati e tasse, detta inflazione ciclica, è rallentata a +0,4% a/a dal +0,6% a/a di un anno prima, ma è risalita dal minimo di +0,1% a/a toccato ad aprile scorso. Inutile dire che la media nasconde ampie divergenze all'interno dell'area, con la dinamica dell'inflazione ciclica nella periferia che è calata più rapidamente che al centro. L'inflazione ciclica in Grecia è negativa dal marzo 2010; in Irlanda, Portogallo e Spagna è tornata in territorio negativo ad agosto.

Anna Maria Grimaldi

Nel nostro scenario di previsione, l'inflazione dovrebbe calare all'1,2% a/a in settembre, in larga misura per un effetto base dalla componente energia, e rimanere su tale livello fino a fine anno. In generale, il profilo dell'inflazione rimane fortemente dipendente dalla dinamica dell'energia, soggetta alla volatilità in parte imprevedibile dei prezzi petroliferi. La nostra ipotesi di riferimento è che il prezzo del petrolio sia in media di 113 dollari al barile nel 2014, contro i 111 dollari dei primi nove mesi del 2013. Continuiamo ad aspettarci che il tasso di cambio medio euro/dollaro si deprezzi nel 2014 e si aggiri in media in area 1,28-1,29, dall'1,31 del 2013. Se il cambio dovesse rimanere sui livelli attuali imprimerebbe una spinta verso il basso alla dinamica dei prezzi interni, non solo tramite un calo dei prezzi all'import (di per sé virtuoso), ma anche rallentando la debole ripresa del manifatturiero europeo. La dinamica del capitolo alimentari dovrebbe apportare un contributo marginalmente decrescente nella seconda parte di quest'anno, a meno di sorprese dal prezzo degli alimentari freschi.

Cosa aspettarsi per l'inflazione area euro?

Le pressioni a monte della catena produttiva rimangono sotto controllo nonostante il rialzo dell'indice PMI prezzi pagati che a settembre è salito a 51,2 da un livello di 45 osservato nei sei mesi precedenti. L'indice rimane comunque coerente con un aumento assai modesto dei prezzi alla produzione. L'indice PMI prezzi praticati per il manifatturiero a settembre è salito a 50,8 da un precedente livello di 48,4 osservato in media tra marzo e luglio.

Pressioni a monte sotto controllo rischio dall'euro se rimane sui livelli attuali

Nei servizi, l'indice dei prezzi pagati si è stabilizzato a 54,1 a settembre, in linea con la media dei sei mesi precedenti. Ad agosto, le attese sui prezzi praticati dall'indagine della Commissione Europea rimanevano su livelli coerenti, con un calo dei prezzi alla produzione su base annua anche se meno contenuto che nei tre mesi precedenti. Come sempre, la dinamica dei prezzi a monte è fortemente dipendente da eventuali sorprese sui prezzi delle materie prime.

Nel complesso vediamo l'inflazione in media all'1,5% quest'anno e all'1,6% il prossimo. Per il 2015 anticipiamo un'inflazione circa stabile sul livello del 2014. Nelle nostre stime l'inflazione *core* resterà al meglio stabile intorno all'1,1% a/a nel 2014 e nel 2015, dall'1,8% del 2012, frenata dall'ampio output gap (-4,1% nelle stime più recenti dell'OECD nel 2014), dall'elevato tasso di disoccupazione e dal processo di moderazione salariale (1,7% a/a a giugno, da un precedente 2,0% a/a) che pensiamo prosegua nei prossimi sei mesi, in particolare nella periferia. Il tasso di disoccupazione è fermo al 12,1% da marzo, massimo da quando la serie ha inizio e circa tre punti al di sopra delle stime recenti di disoccupazione strutturale dell'OCSE (9,8% nel 2013). Non prevediamo un calo significativo della disoccupazione nei prossimi 12 mesi.

I rischi per l'inflazione *core* sono verso il basso ma nella media AE non ci aspettiamo deflazione

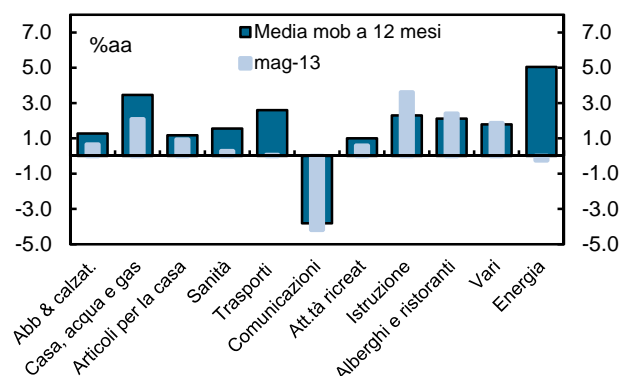
Lo scenario di previsione suggerisce inflazione bassa anche oltre il 2014, data la posizione ciclica dell'economia area euro. Le attese di inflazione per il biennio in corso rimangono ancora significativamente al di sotto del 2%. Il Consenso dello scorso 9 settembre mostrava l'inflazione 2014 all'1,5%, invariata rispetto a giugno. L'indagine dei *Professional Forecasters* condotta dalla BCE, a luglio mostrava l'inflazione all'1,5% nel 2013 e 2014, in calo rispettivamente di 0,2% e 0,1% rispetto all'edizione di maggio. Le stime dei *Professional Forecasters* a cinque anni sono stabili al 2%, anche se la mediana è scesa all'1,9% da un precedente 2,0%. Anche le attese di mercato derivabili dagli *inflation swap* e *break-even inflation forward* sono circa invariate negli ultimi tre mesi. La stessa BCE ha ribadito che la dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimarrà assai bassa sull'orizzonte di previsione e la *forward guidance* si spiega proprio perché la Banca centrale mantiene invariata l'attesa di inflazione, significativamente al di sotto del 2% anche nel medio periodo. La nostra valutazione è che i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo siano più verso il basso che non bilanciati. Il rischio deflazione ci sembra contenuto nella media area euro, dal momento che l'*output gap* dovrebbe cominciare a chiudersi nella seconda metà del 2014 ed il costo del lavoro potrebbe accelerare in Germania, Austria e Olanda, dove la disoccupazione è sul livello di lungo periodo. Tuttavia, il rischio deflazione nella periferia rimane non del tutto trascurabile dato il rallentamento del costo del lavoro e l'ampiezza dell'*output gap*, per questi Paesi molto dipenderà dal ritorno a tassi di crescita positivi non solo per il PIL ma anche per la dinamica della domanda interna.

**L'inflazione rimarrà significativamente sotto il 2% fino al 2015 inoltrato**



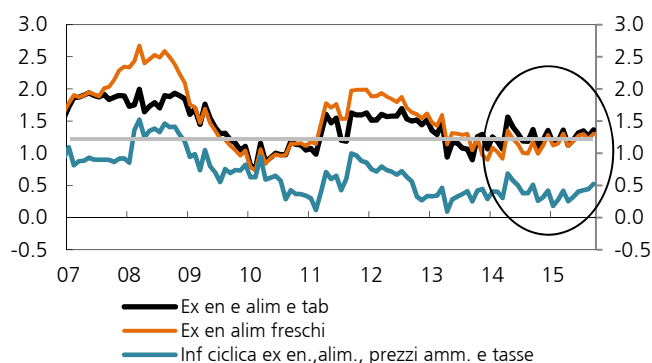
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



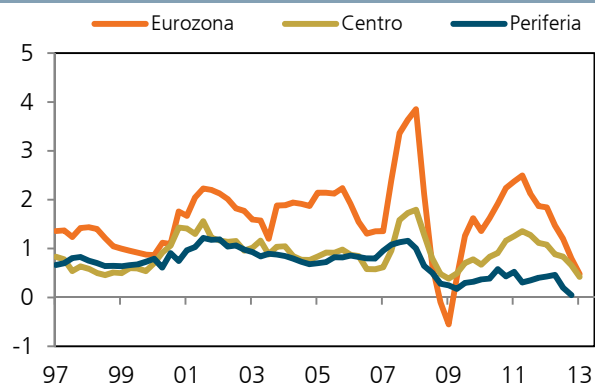
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



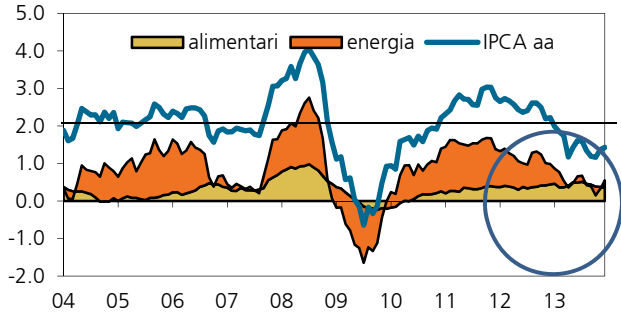
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



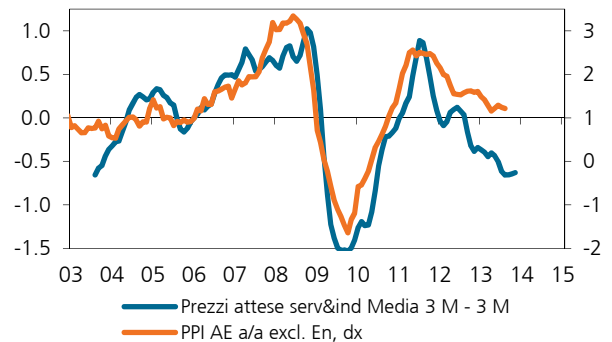
Nota: Centro (Ger, Fra, Olanda, Belg) e Periferia (Ita, Spa, Port, Irl, Grecia) i pesi sono dei paesi nell'IPCA area euro. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



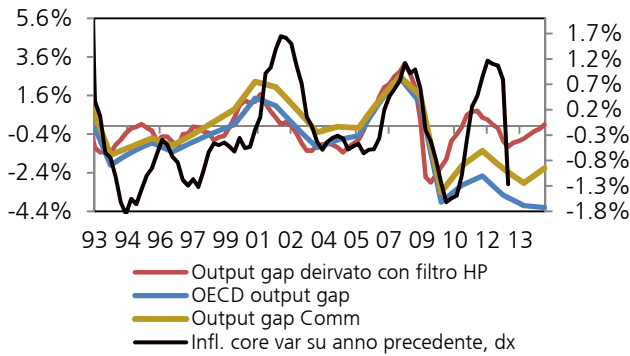
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Sono del tutto rientrate le pressioni a monte della catena produttiva**



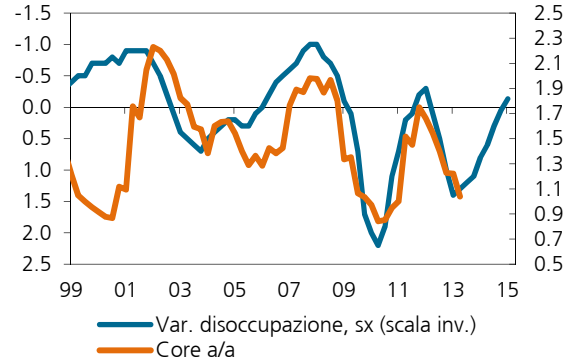
Fonte: Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'output gap rimarrà ampio fino al 2015**



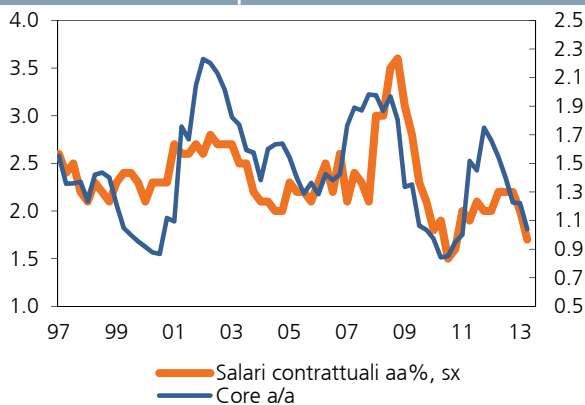
Fonte: OCSE, Commissione UE, Eurostat e Intesa Sanpaolo

**L'elevato tasso di disoccupazione...**



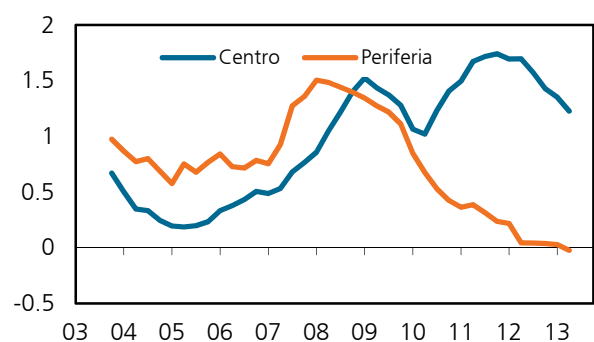
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

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



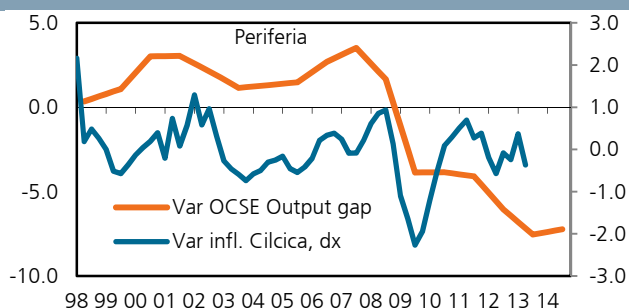
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

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



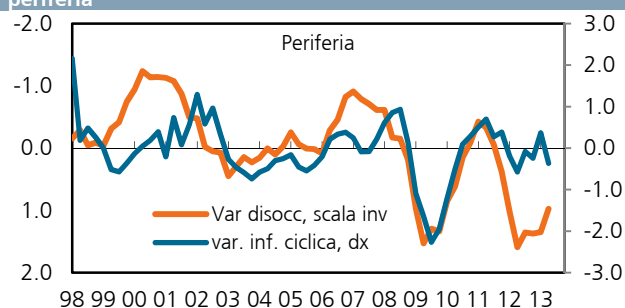
Nota: Centro (Ger, Fra, Olanda, Belg) e Periferia (Ita, Spa, Port, Irl, Grecia) i pesi nel PIL AE. Fonte: Eurostat (Indici del costo del lavoro orario) e Intesa Sanpaolo

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



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

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



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

## BCE retorica accomodante, probabili nuove LTRO

La BCE ha introdotto a luglio scorso la *forward guidance* sui tassi d'interesse con la quale si impegna in anticipo a mantenere il refi e il tasso sui depositi "sui livelli attuali o su livelli più bassi per un periodo esteso di tempo". La BCE nel bollettino di luglio ha chiarito la natura della *guidance* e che la stessa: 1) è stata fornita prima di "esaurire il margine per ulteriori riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE" e "l'incertezza che circonda il corso atteso e condizionale della politica monetaria può essere attenuata indipendentemente dal livello dei tassi di interesse a brevissimo termine"; 2) è indipendente dall'impegno a mantenere l'assegnazione piena nelle operazioni di rifinanziamento almeno fino a luglio 2014; 3) è pienamente coerente con il mandato di stabilità dei prezzi della BCE.

Anna Maria Grimaldi

Nelle ultime settimane, la BCE ha ribadito di voler mantenere la politica monetaria accomodante fin quando rimarranno invariate le prospettive di dinamica sottostante bassa dei prezzi al consumo. Il contesto macro di riferimento rimane fragile, come riconosce la stessa BCE, e nel corso dei prossimi 12/18 mesi difficilmente emergeranno pressioni verso l'alto sulla dinamica dei prezzi al consumo. Draghi nella testimonianza al Parlamento Europeo dello scorso 23 settembre ha ribadito che si aspetta che le pressioni sulla dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimarranno basse anche nel medio termine data la debolezza dell'economia e l'elevato tasso di disoccupazione. Inoltre la dinamica strisciante degli aggregati monetari suggerisce che anche nel medio periodo le pressioni sui prezzi dovrebbero rimanere contenute. Ad agosto, il calo dei prestiti al settore privato è accelerato a -2,0% a/a da un precedente -1,9% a/a, sulla scia di una contrazione più marcata del credito alle imprese (-3,8% a/a da -3,7% a/a) a fronte di una stabilizzazione dei prestiti alle famiglie (+0,1% a/a).

Nei prossimi mesi la BCE manterrà la *forward guidance* ma rimane assai improbabile che decida di legare il sentiero futuro dei tassi a una soglia quantitativa per le variabili macro come hanno fatto la Fed e la Bank of England. Il comunicato delle riunioni di agosto e settembre e i commenti di alcuni membri del Consiglio hanno fatto esplicito riferimento all'elevato tasso di disoccupazione nell'area euro, ma non pensiamo che ciò anticipi una riformulazione dell'indirizzo sui tassi. Draghi alla riunione di settembre ha indicato che la versione adottata della *guidance* dalla BCE è di tipo "qualitativo" e cioè non dipendente da "precise condizioni di stato dell'economia". La vera novità è "l'impegno formale da parte della BCE a mantenere bassi i tassi per un periodo esteso di tempo".

Un taglio dei tassi ufficiali di qui a fine anno ci sembra poco probabile e potrebbe arrivare solo nel caso in cui le misure sulla liquidità non fossero sufficienti a limitare le attese di mercato per i prossimi mesi. Draghi nell'ultima conferenza stampa aveva indicato che la BCE "avrebbe

considerato un intervento sul refi solo nel caso in cui le condizioni di mercato monetario fossero deteriorate al punto da compromettere la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo”.

L'introduzione della *guidance* ha schiacciato le attese di mercato sui tassi a breve dell'area euro a luglio scorso. In estate, la riduzione progressiva dell'eccesso di riserve verso la soglia dei 200 miliardi e il movimento dei tassi americani avevano spinto al rialzo le attese sull'Euribor. La decisione della Fed di rinviare il *tapering* ha ridimensionato nuovamente le attese (v. fig. 1). Del resto il bollettino della BCE di settembre riconosce che l'annuncio della *guidance* è stato efficace nel ridurre la volatilità dei tassi all'interno del corridoio, ma non altrettanto nell'alterare il livello dei tassi. Le attese di mercato monetario sono tornate dopo la riunione del FOMC sul livello toccato a luglio subito dopo l'annuncio della *guidance* e non dovrebbero porre rischi per la valutazione di attese di prezzo invariate anche nel medio periodo.

#### **Nuove LTRO per smussare l'effetto di un ulteriore calo dell'eccesso di riserve**

Vi sono però timori che il calo dell'eccesso di riserve possa creare volatilità all'interno del corridoio. Draghi e altri membri del Consiglio hanno risposto segnalando che la BCE è pronta ad agire per mantenere la politica monetaria accomodante, e che discuterà altre **operazioni a medio lungo termine**. Come ha chiarito Draghi a settembre, però, la soglia di 200 miliardi è indicativa ed è difficile stabilire qual è il livello di eccesso di riserve al di sotto del quale l'EONIA potrebbe muoversi dal pavimento del corridoio. La soglia, come ha indicato Draghi, dipende dal contesto: la minore frammentazione del mercato e il graduale ritorno alla normalità spiegano la restituzione di fondi, riducendo l'eccesso di riserve necessario a un funzionamento ben oliato del sistema. Non è quindi scontato che un calo al di sotto della soglia di 200 miliardi possa determinare un movimento brusco dei tassi.

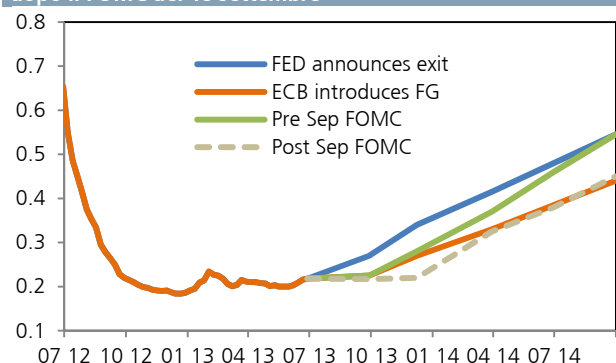
Il calo dell'eccesso di riserve a 215 mld di euro il 23 settembre, da un picco di 800 mld di euro a marzo 2012 (subito dopo la seconda asta triennale), riflette in larga misura la restituzione di fondi triennali per 330 miliardi (32%) su un totale di 1018 miliardi allocati con le due aste triennali. Il grosso della restituzione è venuto da banche dei paesi *core* e va letto come un segnale di graduale normalizzazione del mercato. In questa fase sono le banche dei Paesi periferici che restituiscono ma lo fanno a un ritmo molto più lento dal momento che parte del sistema bancario in questi Paesi ha ancora difficoltà a reperire fondi sul mercato (v. fig. 4). Non è un caso che nelle ultime settimane il ritmo di restituzione dei fondi è rallentato significativamente a una media settimanale di 2,4 miliardi tra giugno e settembre da 8,0 miliardi settimanali restituiti in media tra febbraio e giugno. La dinamica dell'eccesso di riserve è determinata anche dal fabbisogno di liquidità del sistema, ovvero fattori autonomi e riserve minime. La dinamica dei fattori autonomi è accelerata negli ultimi mesi (v. fig. 8) per effetto di una domanda crescente di fondi dal settore pubblico e di un minor ricorso all'ELA, se vogliamo entrambi indicazioni positive sullo stato di salute del sistema. Nel contempo si è ridotto il ricorso alla *deposit facility* (a 50 mld dagli 88,1 medi di luglio).

La BCE vorrà monitorare attentamente tutti gli sviluppi di mercato e confermare di essere pronta a indire l'anno prossimo una o più aste lunghe, in modo da coprire i salti di liquidità dalle due aste triennali e assicurare quella parte del sistema che ha ancora difficoltà di eccesso al mercato. Da un punto di vista operativo le LTRO potrebbero essere collegate alle vecchie offrendo la possibilità di *switch* dei fondi. L'annuncio formale, però, potrebbe tranquillamente aspettare fino a dicembre, per poi effettuare l'operazione nel 1° semestre 2014. Riguardo alla durata, potrebbe essere ritenuto opportuno fissarla inferiore a quella delle operazioni in scadenza, nell'ottica di graduale affrancamento del sistema dai fondi BCE: ci sembra poco plausibile l'ipotesi di un'asta di durata perfino superiore ai tre anni, se l'obiettivo di garantire la stabilità può essere conseguito operando su scadenze più vicine all'habitat normale della Banca centrale.

Nel frattempo, è probabile che la BCE comunichi già nei prossimi mesi di voler estendere la **piena allocazione** almeno fino a fine 2014 – e ciò potrebbe anche essere fatto entro dicembre.

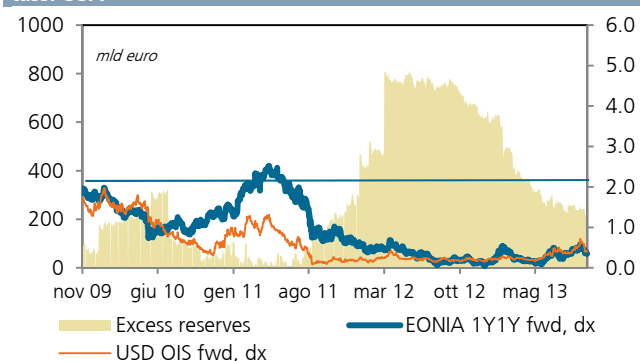
In **conclusione** la BCE non introdurrà nuove misure di stimolo monetario, ma manterrà una retorica molto accomodante e a tal scopo confermerà l'apertura a nuove operazioni a medio lungo termine. L'annuncio formale di nuove aste lunghe e la conferma dell'assegnazione piena fino a fine 2014 potrebbe arrivare per dicembre. Al di là di ciò non ci aspettiamo nuove misure di stimolo monetario.

Fig. 1- Il mercato ha ridimensionato le attese sui tassi a breve dopo il FOMC del 18 settembre



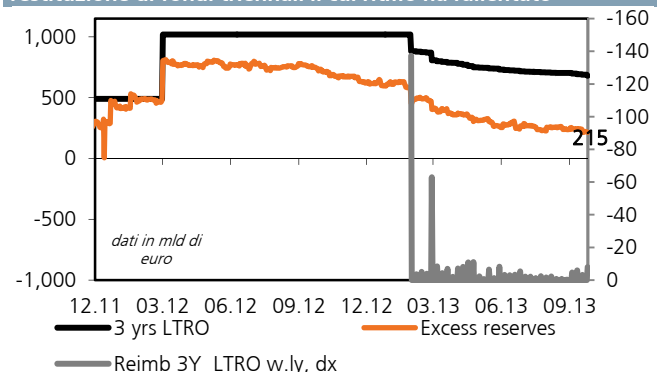
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Attese sull'EONIA influenzate dall'eccesso di riserve e tassi USA



Fonte: Bloomberg, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - La riduzione dell'eccesso di riserve è dovuta alla restituzione di fondi triennali il cui ritmo ha rallentato



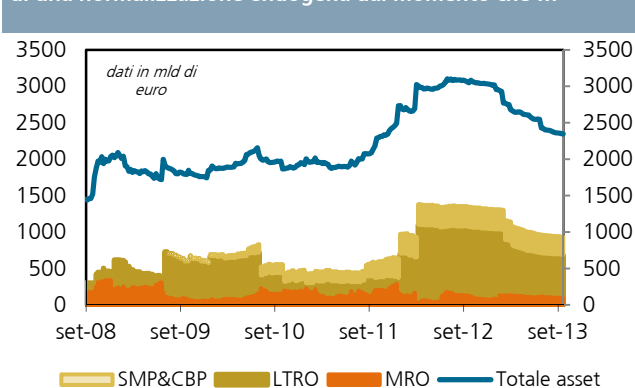
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Il grosso dei fondi triennali è ora detenuto dalle banche periferiche

	set-11	dic-11	mar-12	giu-13	lug-13	ago-13
Austria	7.3	15.9	20.6	6.8	6.6	6.2
Belgio	16.7	40.4	40.0	14.5	14.5	14.4
Germania	31.1	55.7	74.5	12.8	12.2	12.0
Francia	86.7	118.5	171.2	95.9	93.2	93.2
Grecia	77.8	76.9	78.9	61.1	62.0	62.4
Irlanda	100.4	107.2	85.1	46.1	43.6	43.3
<b>Italia</b>	<b>104.7</b>	<b>210.0</b>	<b>270.1</b>	<b>255.5</b>	<b>247.7</b>	<b>241.5</b>
Olanda	16.2	10.3	30.0	15.0	15.0	14.8
Portogallo	45.6	46.0	56.3	49.4	50.1	51.5
Spagna	79.1	132.4	316.3	253.1	251.9	249.3
Cipro	7.7	5.5	5.9	0.3	0.4	1.6
<b>Eurozona</b>	<b>574.4</b>	<b>824.8</b>	<b>1158.8</b>	<b>826.1</b>	<b>813.4</b>	<b>806.1</b>

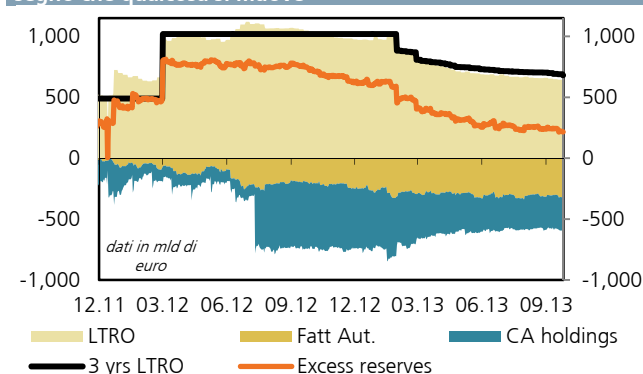
Fonte: Banche Centrali Nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5- Preoccupati della restrizione del bilancio BCE? Si tratta di una normalizzazione endogena dal momento che ...



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - ... il calo delle OMO è associato a un calo dei fondi detenuti presso la BCE e un aumento dei fattori autonomi segno che qualcosa si muove



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Germania: espansione moderata

Dopo la debolezza di fine 2012-inizio 2013, l'economia tedesca ha svoltato nei mesi primaverili, ma è rallentata in estate. Nella seconda parte di quest'anno l'espansione rimarrà moderata, quanto meno nell'industria. Nel 2014, il PIL è atteso crescere di 1,7%, dallo 0,4% previsto per il 2013, circa mezzo punto al di sopra della media per l'area euro. La composizione della crescita continuerà a spostarsi dalle esportazioni nette alla domanda interna, ed in particolare ai consumi privati ed agli investimenti in costruzioni, ma la chiusura del surplus di bilancia commerciale rimarrà comunque molto graduale. Il contributo della Germania al processo di ribilanciamento degli squilibri interni rimarrà, quindi, modesto. Nel complesso, la nostra valutazione dell'economia tedesca è invariata rispetto allo scenario di giugno. **I rischi per lo scenario di previsione sono ancora verso il basso** e derivano in particolare da una dinamica dell'export e da una ripresa della zona euro più debole rispetto a quanto da noi assunto.

Anna Maria Grimaldi

Le elezioni tedesche dello scorso 22 settembre hanno confermato Angela Merkel per un terzo mandato, ma l'FDP, partner di CDU-CSU nel Governo uscente, è rimasto fuori dal Parlamento per la prima volta dal dopoguerra. Non si sono ancora aperti i negoziati per formare un nuovo Governo ma è probabile che la CDU governerà in una *grosse Koalition* con l'SPD. Il cambio di coalizione non necessariamente porterà ad una politica fiscale significativamente più espansiva. È probabile che con un Governo di larghe intese si arrivi ad un aumento delle aliquote sui redditi alti e d'impresa, dal momento che la Merkel dovrà concedere qualcosa a fronte di un aumento più contenuto della spesa sociale rispetto a quanto auspicato dall'SPD (si veda per maggiori dettagli sulle posizioni dei due partiti sui temi di politica interna il focus più sotto). Sarebbe auspicabile che in questa legislatura, il Governo riuscisse a fare progressi sul fronte delle riforme interne per rilanciare la crescita di medio periodo (1,3% nelle ultime stime OCSE rispetto all'1,9% medio per i paesi avanzati). Negli ultimi anni, la performance economica tedesca ha beneficiato delle riforme dei primi anni Duemila, ma nell'ultima legislatura non sono stati fatti progressi significativi. Il tasso di disoccupazione al 6,9% è già in linea con il tasso di disoccupazione frizionale stimato dall'OCSE vanno quindi fatti progressi per aumentare la partecipazione nel mercato del lavoro (in particolare delle donne). Andrebbe inoltre colmato almeno in parte il *gap* infrastrutturale con la media area euro e affrontato il finanziamento di fonti energetiche alternative a costi che non penalizzino la competitività delle imprese nel medio periodo.

**Prospettive di breve termine:** Dopo un inizio d'anno in calo, il PIL ha recuperato più delle attese nei mesi primaverili (+0,7% t/t), anche se la dinamica sostenuta è in parte da ricondursi a effetti di calendario (cadenza della Pasqua) e ad un rimbalzo di industria, costruzioni e vendite al dettaglio dopo la debolezza di inizio anno, legata al clima eccezionalmente rigido. I dati di ordini e produzione industriale di luglio hanno segnato una debole entrata nel trimestre estivo. Ci aspettiamo che l'output nell'industria rimanga al meglio stagnante e che il PIL cresca ad un ritmo meno sostenuto nel 3° trimestre (+0,3-0,4% t/t). Al di là della volatilità trimestrale, il ciclo ha chiaramente svoltato ma per il momento gli indici di fiducia rimangono coerenti con un'espansione moderata almeno nell'industria. Il PMI manifatturiero è risalito in estate, quando la media trimestrale si è portata a 51,3 dal 48,7 del 2° trimestre. La componente aspettative dell'indagine IFO per il settore manifatturiero è salita ulteriormente nei mesi estivi ma rimane su livelli coerenti con un cauto ottimismo e significativamente al di sotto del livello del 2010-11 (v. fig. 2). Il giudizio sugli ordini è migliorato a luglio e agosto per poi peggiorare a settembre, ma la tenuta delle attese sull'export e l'andamento del PMI globale fanno sperare in un'accelerazione dell'export della produzione industriale nei mesi finali dell'anno. I servizi, invece, dovrebbero vedere un'espansione più sostenuta già nei mesi estivi, l'indice PMI si è aggirato in media a 52,8 da un precedente 49,9 nel 2° trimestre. L'andamento più positivo dei servizi rispetto all'industria è da ricondursi alla dinamica della domanda interna tedesca che è già accelerata nei mesi primaverili dopo l'aberrazione di inizio 2013 e che ci aspettiamo continui a crescere a ritmi sostenuti sull'orizzonte di previsione (+0,6% nel 2013 e +1,8% nel 2014).

Ritmo di crescita del T2 non sarà mantenuto

Rispetto allo scenario di giugno rimangono positivi sulla dinamica dei consumi delle famiglie che ci aspettiamo acceleri all'+1,5% nel 2014 dal +1,1% stimato per l'anno in corso, sostenuti da condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive, dalla tenuta del mercato del lavoro e da una crescita dei salari nominali vicina al 2,4%a/a nel biennio in corso (anche se in rallentamento dal 2,6% del 2012), dal rallentamento della dinamica inflazionistica e dalle misure di politica fiscale previste per l'anno in corso. Tra le **misure** in essere la più significativa, in termini di impatto sul ciclo, è la riduzione dei contributi previdenziali dal 19,6% al 18,9%.

Le prospettive per il comparto delle costruzioni rimangono ancora positive al di là del balzo registrato nel 2° trimestre dopo l'inverno eccezionalmente rigido. La dinamica degli ordinativi e permessi in particolare nell'edilizia residenziale e l'aumento della capacità produttiva suggerisce una crescita degli investimenti in costruzioni intorno all'1,0% t/t di qui a fine 2014. Il settore è sostenuto da condizioni finanziarie assai favorevoli: il tasso applicato sui nuovi prestiti per l'acquisto della casa (con periodo di fissazione del tasso tra i 5 e 10 anni, categoria più rappresentativa) è calato al 2,57% a giugno 2013 dal 3% di un anno prima. Il ciclo degli investimenti in macchinari sembra aver svoltato nei mesi primaverili, ma non ci aspettiamo un'accelerazione significativa per i prossimi due trimestri. L'utilizzo della capacità produttiva è salito ma rimane ancora al di sotto della media di lungo termine. Il calo degli ordini domestici di beni capitali a luglio suggerisce che per il momento le imprese continuano ad avere un approccio cauto sull'ampliamento degli impianti, nonostante condizioni finanziarie ancora ampiamente favorevoli. Le imprese tedesche hanno investito progressivamente di più all'estero negli ultimi anni rispetto a quanto non hanno fatto dall'interno del Paese e ci aspettiamo che questa tendenza continui. In media, vediamo gli investimenti delle imprese in calo di 1,7% nel 2013 (per effetto della debole entrata nell'anno) e in aumento del 3,5% nel 2014.

**Mercato del lavoro:** La creazione di occupazione in Germania in questa ripresa sarà più moderata che nei cicli precedenti, dal momento che le imprese hanno ridotto solo marginalmente l'organico, mentre hanno aggiustato il monte ore. Il rallentamento ciclico ha avuto un effetto quasi impercettibile sulla dinamica della disoccupazione ferma al 6,8% da circa dodici mesi. Le indagini congiunturali nei mesi estivi hanno segnalato una stabilizzazione del mercato del lavoro. Ci aspettiamo quindi che la crescita dell'occupazione rimanga intono a 0,5% -0,6% anche nel 2014, ma che il trend di aumento del numero di ore lavorate già evidente nei mesi primaverili sia confermato (v. fig. 9). Contestualmente, il calo del tasso di disoccupazione potrebbe essere più lento che nelle riprese precedenti anche perché si è raggiunto il tasso frizionale di disoccupazione (6,8% nelle ultime stime OCSE). A meno di un aumento significativo della forza lavoro improbabile anche assumendo flussi migratori di circa 300 mila unità all'anno è difficile che il tasso di disoccupazione scenda significativamente dai livelli attuali.

La dinamica del reddito disponibile sarà sostenuta da una crescita dei **salari** di poco inferiore al 2,5% in media nel 2013. Gli accordi stipulati tra marzo e giugno implicano aumenti inferiori a quelli concordati nella prima parte dell'anno ed in media tra il 2% ed il 3% per 21 mesi. Le retribuzioni, inclusi bonus e benefits accessori, sono rallentate al 2,2% a giugno dal 3,0% di marzo. Il costo del lavoro crescerà del 2,5% quest'anno e del 2,6% il prossimo, in parte per effetto dei minori oneri contributivi. La dinamica del costo unitario del lavoro sarà penalizzata da una crescita della produttività strisciante anche nel 2013 e nel 2014, mettendo pressioni sulla dinamica dei prezzi interni. L'SPD durante la campagna elettorale ha promesso l'introduzione di un salario minimo nazionale di 8,5 euro all'ora. Angela Merkel si è detta a favore di un salario minimo di categoria negoziato dalle parti sociali. In Germania sono già in vigore salari minimi di categoria per 13 settori produttivi. Il salario settoriale varia tra i 7,5 euro all'ora per i lavoratori a tempo determinato e 13,7 euro per i lavoratori qualificati nel comparto delle costruzioni.

**Consumi privati a passo veloce (0,4% t/t) grazie alla dinamica dei salari reali +0,9% nel 2013, condizioni finanziarie e politica fiscale espansiva**

**Condizione al credito e di tasso assai favorevoli continueranno a sostenere le costruzioni residenziali**

**Capex: ciclo fiacco, le imprese tedesche investono all'estero**

**Una ripresa senza occupazione dopo una recessione senza disoccupati in più**

**Crescita dei salari reali di poco inferiore al +1,0%**

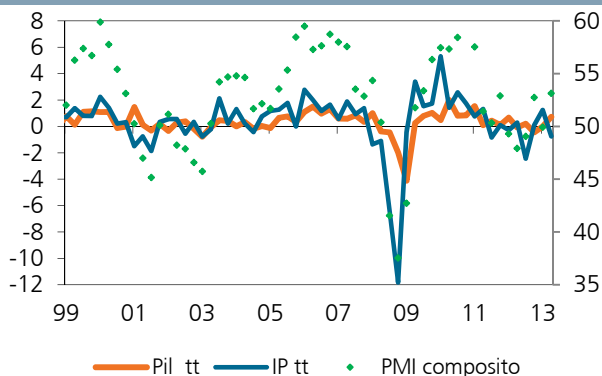


L'inflazione è calata dal 2,0% del dicembre 2012 all'1,4% a/a in settembre, in parte grazie a minori pressioni della componente energia. In media annua l'inflazione è attesa all'1,6% quest'anno e all'1,7% il prossimo dal 2,1% del 2012. La dinamica sottostante potrebbe accelerare dall'1,6% all'1,8% nel 2014 per effetto dell'accelerazione del costo del lavoro.

**Finanze pubbliche.** Il saldo di bilancio potrebbe chiudere in pareggio o con un piccolo surplus nel 2013 a +0,1% dopo il +0,2% del 2012: +0,2% del PIL e non con un lieve deficit come stimavamo a giugno. La flessione ciclica di inizio anno non sembra aver avuto un effetto significativo sull'andamento delle entrate e uscite, perché la dinamica dell'occupazione, salari e consumi non è variata in modo significativo. Le entrate tributarie nella prima metà del 2013 ammontavano a 227,5 mld di euro a fronte di un target per l'anno di 260 miliardi. Le misure di politica fiscale (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) dovrebbero essere compensate dal calo della spesa per interessi e, secondo la Bundesbank, da entrate aggiuntive per effetto del *fiscal drag*. Ci aspettiamo un pareggio di bilancio anche nel 2014, quando l'effetto positivo del ciclo sarà controbilanciato da una *stance* di politica fiscale marginalmente più espansiva. Il saldo strutturale è atteso rimanere circa sul livello del 2012 sia nel 2013, sia nel 2014. Il debito è visto in calo al 78,8% del PIL nel 2014, dall'81,9% del PIL nel 2012.

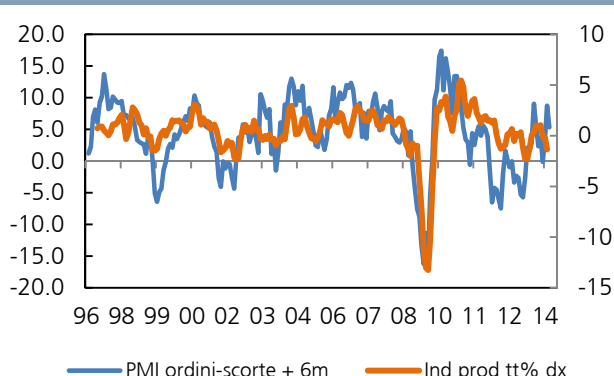
**Il ciclo aiuterà a controbilanciare una politica fiscale al margine più espansiva**

Fig. 1 - I dati di produzione industriale indicano una crescita più lenta del PIL nei mesi estivi (+0,3%-0,4% t/t) dopo il +0,7% t/t del T2



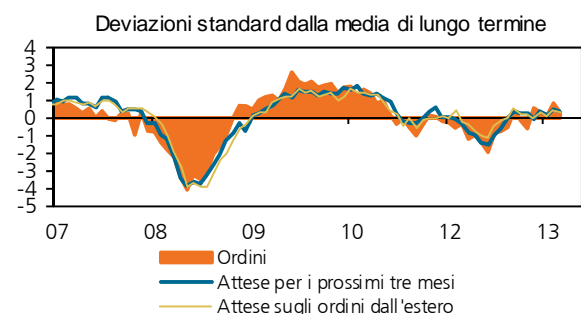
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - La domanda in rapporto agli ordini non mostra un miglioramento deciso



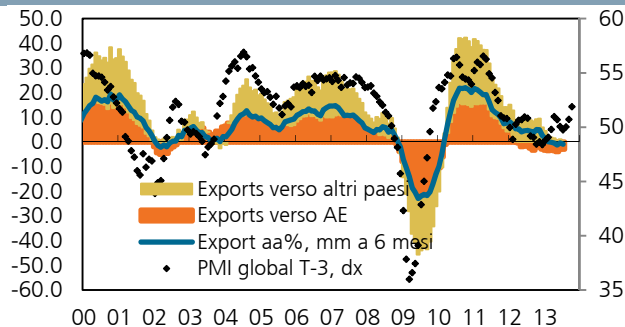
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Le attese su produzione e ordini hanno recuperato ma rimangono per una espansione contenuta



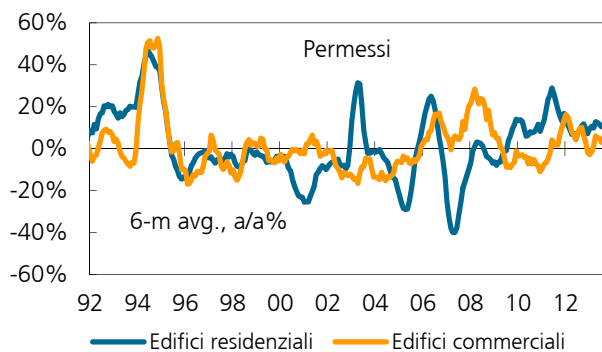
Fonte: IFO institut, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - A luglio la dinamica dell'export rimaneva strisciante, ma PMI globale continua a segnalare un'accelerazione del commercio internazionale



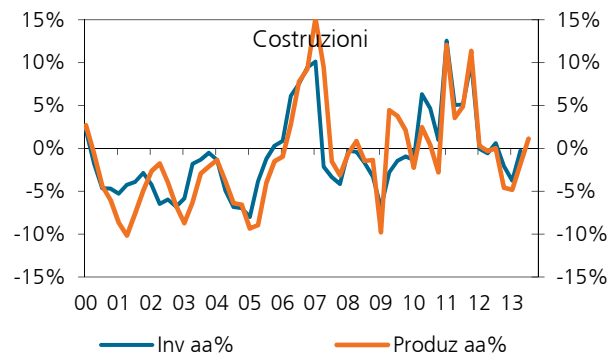
Fonte: Markit FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Dinamica di permessi e...



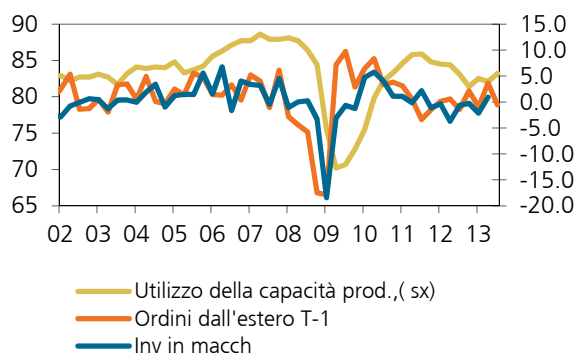
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - ... ordini suggerisce che gli investimenti in costruzioni rimangono ben orientati



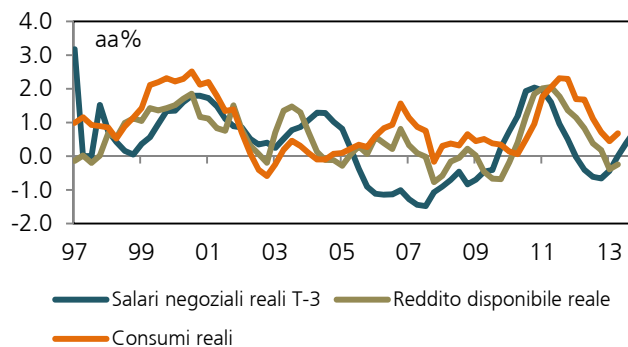
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Quadro incerto per gli investimenti in macchinari dopo i segnali di ripresa nei mesi primaverili



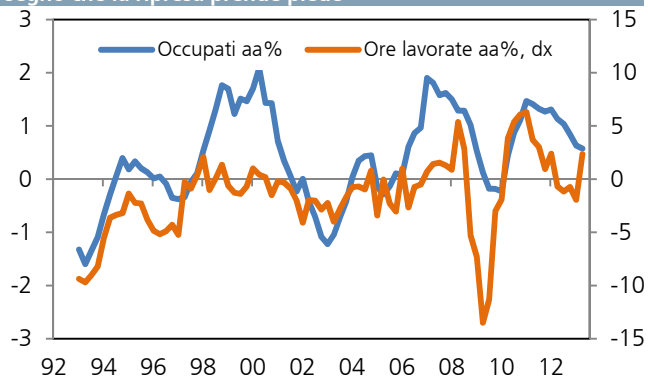
Fonte: Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Consumi a passo veloce, sostenuti da una crescita elevata dei salari reali



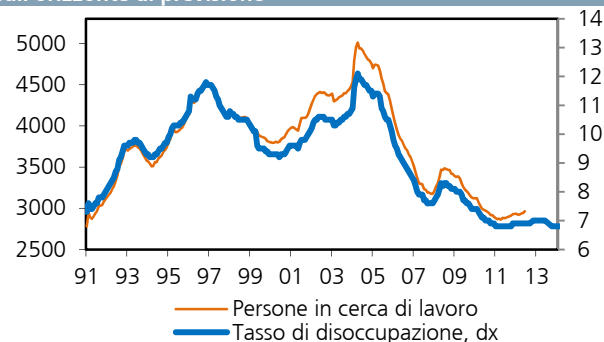
Fonte: Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Le ore lavorate sono aumentate nei mesi primaverili, segno che la ripresa prende piede



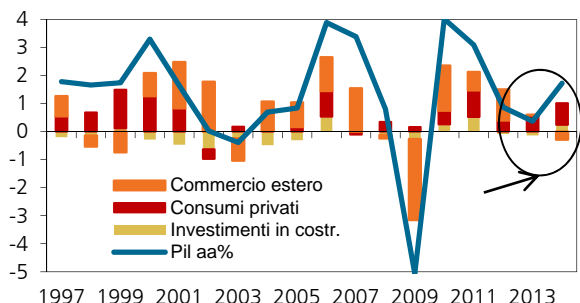
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - Il tasso di disoccupazione calerà solo marginalmente sull'orizzonte di previsione



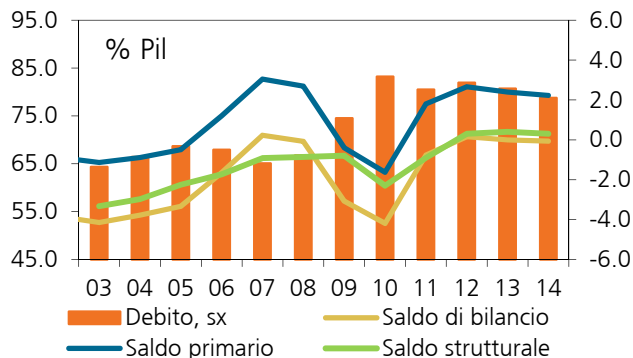
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 - Crescita del PIL progressivamente più trainata dalla domanda interna



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - Le virtù fiscali della Germania non saranno messe a rischio dalla *grosse koalitionen*



Fonte: AMECO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania - Previsioni macroeconomiche

	2012	2013	2014	2014								
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.9	0.4	1.7	0.3	-0.3	0.5	0.6	1.5	1.9	1.7	1.7	
Consumi privati	0.7	1.1	1.5	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	
Investimenti fissi lordi	-1.4	-1.1	3.7	-0.5	-2.1	1.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	
Consumi pubblici	1.0	1.1	1.8	0.1	0.1	0.6	0.5	0.6	0.4	0.4	0.2	
Esportazioni	3.8	1.5	4.6	-1.6	-0.7	2.2	2.0	0.8	0.8	1.1	1.1	
Importazioni	1.8	1.6	5.9	-0.9	-0.4	2.0	1.4	1.0	1.7	1.5	1.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.5	0.0	0.3	0.2	-0.1	
Partite correnti (% PIL)	7.0	7.2	6.4	6.9	7.0	7.3	7.6	7.2	6.7	6.6	6.5	
Deficit (% PIL)	0.2	0.1	0.0									
Debito (% PIL)	81.9	80.7	78.6									
CPI (a/a)	2.0	1.5	1.6	2.0	1.5	1.5	1.6	1.3	1.6	1.6	1.4	
Produzione Industriale	-0.4	-1.1	1.0	-2.5	0.1	1.3	-0.8	0.0	0.0	0.9	1.0	
Disoccupazione (%)	6.8	6.9	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.9	6.8	6.7	

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

Focus: si apre una stagione difficile per Angela

Si apre una **stagione difficile per Angela Merkel**, nonostante il successo alle elezioni del 22 settembre. La CDU/CSU, con il 41,5% dei consensi ha ottenuto 311 seggi, 74 in più che nel 2009, ma cinque in meno rispetto ai 316 necessari per governare in autonomia. Per i conservatori cristiano-democratici si tratta del miglior risultato dal 1990, quando i tedeschi consegnarono il *Bundestag* a Helmut Kohl, premiato per il suo ruolo nella riunificazione tedesca. L'FDP, partner della Merkel nel Governo uscente, ha ottenuto il 4,7% dei consensi, ed è rimasto fuori dal Parlamento per la prima volta dal dopo-guerra. Anche l'AfD, il partito euro scettico non ha superato il 5%. Lo scenario più probabile rimane quello di una *grosse Koalition* con l'SPD che ha ottenuto il 25,7% dei consensi e 192 seggi (solo 46 in più rispetto al 2009). Una coalizione CDU-Verdi rimane poco probabile, non solo perché i sondaggi mostrano che l'elettorato CDU preferirebbe una coalizione con i socialdemocratici, ma anche perché il *Bundesrat* è controllato dall'SPD e quindi Merkel si troverebbe a dover governare con Camere spaccate. I negoziati con l'SPD (che mentre scriviamo tiene una *convention* di partito) non sono ancora iniziati e potrebbero rivelarsi ancora una volta lunghi e tesi. Nel 2005, ci vollero 65 giorni per trovare un'intesa tra CDU e SPD. Lo sfidante candidato SPD Steinbrück si è detto contrario, non ultimo nel dibattito televisivo del 1° settembre scorso, ad una *grosse Koalition*, in parte perché il partito perse consensi nella legislatura 2005-09 e teme che la cosa possa ripetersi.

Una coalizione con l'SPD dovrebbe essere moderatamente positiva per i mercati obbligazionari ma non necessariamente per l'azionario Germania.

Una *grosse koalition* non dovrebbe portare a cambiamenti dell'austerità in Europa né dell'approccio gradualista sulle questioni europee. Le divergenze tra i due schieramenti sono sui temi di politica interna ed è su questi che si incentreranno i negoziati.

Esaminiamo in quanto segue i programmi della CDU e SPD nonché dei Verdi per capire quali potrebbero essere le implicazioni di una *grosse koalition* e/o di una coalizione CDU-Verdi, per la politica interna e per la gestione delle questioni europee.

### Un cambio di coalizione e l'Europa

Uno sguardo ai programmi dei principali partiti suggerisce che le loro posizioni sono più o meno allineate sulle questioni europee, perché riflettono l'opinione pubblica tedesca che è a favore dell'euro, ma stanca degli aiuti alla Periferia. Al di là delle *querelle* tra Merkel e Steinbrück sul salvataggio della Grecia e il costo effettivo degli aiuti sui paesi membri non vi sono stati confronti significativi sulla linea da seguire nella gestione della crisi del debito dell'Eurozona, e nella riforma delle istituzioni e dei trattati. Il nuovo Governo riconquisterà libertà di azione, ma riteniamo che il *focus* si sposterà solo marginalmente dall'austerità alla crescita. L'opinione pubblica tedesca rimane, difatti, a favore del processo di consolidamento fiscale. In Germania è stata introdotta la soglia di deficit strutturale del -0,35%, ben prima del *Fiscal Compact* e con il consenso sia della CDU sia della SPD.

### Aiuti ai paesi membri ed Eurobonds

SPD e Verdi sono più aperti ad una maggiore generosità verso i paesi in difficoltà. Sia la SPD, sia i Verdi si sono detti possibilisti sullo *European Redemption Fund*<sup>4</sup> molto dibattuto a giugno del 2012, come possibile meccanismo per potenziare gli aiuti europei ai paesi in difficoltà. La CDU non ha escluso fondi europei e una maggiore unione fiscale, ma soltanto nel medio periodo e una volta che il processo di consolidamento fiscale nei Paesi in difficoltà sarà a buon punto.

### Riforma delle istituzioni europee

La SPD si è espressa a favore di riforme che attribuiscono maggiori responsabilità governative alla Commissione Europea e all'introduzione di un fondo europeo per gli investimenti, la crescita e l'emissione di "*project bonds*" per finanziare le infrastrutture in paesi con fragilità fiscale. Ma sicuramente anche con una coalizione Rosso - Verde difficilmente si vedrebbe uno spostamento della posizione tedesca più a favore di politiche per la crescita. Non ci sembra che vi sia un consenso sufficientemente ampio all'interno della CDU per un trasferimento di poteri a livello comunitario.

I principali partiti sono tutti contrari alla **ricapitalizzazione diretta delle banche** da parte dell'ESM. La SPD si è detta favorevole a rendere più stringente la regolamentazione bancaria comunitaria per prevenire che gli speculatori possano generare crisi finanziarie.

---

<sup>4</sup> Si ricorda che il dibattito sull'ERF è stato proposto dai Consiglieri economici tedeschi. Il Fondo dovrebbe coprire con l'emissione, dietro garanzie di titoli, alla copertura del debito di un Paese Membro in eccesso del 60%. L'emissione di titoli non è solo soggetta a garanzie ma anche a stretta condizionalità e prevede l'introduzione di limiti sul debito, non coperto dalle emissioni del Fondo. Prima della svolta dell'annuncio di Draghi delle OMTs che ha difatti calmato i timori sulla capacità di fuoco degli meccanismi europei di gestione della crisi.

Per quanto riguarda la Banca centrale, i partiti hanno affermato l'importanza dell'indipendenza della BCE, ma al margine l'SPD potrebbe gradire una politica monetaria che tenga più conto della crescita.

### Politica interna: un cambio di coalizione potrebbe significare più tasse e più spesa

Per quanto concerne la politica interna la campagna elettorale è stata incentrata sulle politiche sociali e sulla redistribuzione del reddito. Le posizioni dei principali partiti CDU e SPD sono discordanti in particolare su tassazione, politiche salariali e gestione della spesa pubblica.

L'SPD ha fatto dell'introduzione di un **salario minimo** di 8,5 euro l'ora lo slogan principale della campagna elettorale. La proposta è condivisa dai Verdi. La misura avrebbe effetto su circa 6 milioni di lavoratori tedeschi. Il partito di estrema sinistra Die Linke ha proposto l'introduzione di un salario minimo di 10 euro l'ora. La CDU si è detta favorevole all'introduzione di un salario minimo settoriale concordato su base regionale dalle associazioni di categoria.

Per quanto riguarda il regime fiscale e in particolare la **tassazione dei redditi** delle persone fisiche l'SPD propone di alzare l'aliquota sui redditi al di sopra dei 100 mila euro dal 45% al 49%; di aumentare la tassazione delle rendite da capitale dal 25% al 32%; di introdurre una patrimoniale dell'1% sui patrimoni al di sopra dei 2 milioni di euro e una tassa sulle transazioni finanziarie. I Verdi vorrebbero l'innalzamento al 49% dell'aliquota sui redditi al di sopra degli 80 mila euro, l'abolizione della tassa sulle rendite da capitale, ma l'introduzione di una patrimoniale secca all'1,5% sui patrimoni al di sopra del milione di euro, l'aumento della tassazione sulle imprese e dei benefici per i figli. L'estrema sinistra vorrebbe innalzare la tassazione sui redditi al di sopra dei 65 mila euro, introdurre una super tassa del 75% per i redditi al di sopra del milione di euro. La CDU non ha prospettato variazioni significative al regime fiscale attuale se non un ritocco del sistema di aggiustamento all'inflazione per evitare il passaggio automatico a aliquote più elevate (*kalte Progression*). Merkel, probabilmente per guadagnare consensi a sinistra, si è detta a favore di un aumento delle deduzioni e crediti d'imposta per le famiglie con figli a carico.

Per quanto riguarda il **sistema pensionistico**, l'SPD propone di riportare l'età pensionabile a 63 anni. I Verdi promettono "una pensione minima garantita adeguata" e di allineare le pensioni a Est e Ovest. Il costo delle proposte potrebbe risultare nell'ordine di 50-60 miliardi di euro di spesa aggiuntiva all'anno. L'estrema sinistra vorrebbe ridurre l'età pensionabile a 65 anni e finanziare l'aumento della spesa pensionistica tramite un aumento delle tasse. La CDU si impegna a mantenere l'età pensionabile a 67 anni, anche se propone un aumento delle pensioni per le madri con figli nati primi del 1992 (che equivale a un aumento di 650 euro all'anno per circa 8 milioni di famiglie). I liberali vorrebbero liberalizzare l'età pensionabile una volta raggiunti i 60 anni.

Sul fronte della spesa pubblica, SPD e Verdi hanno promesso un aumento della spesa sociale, e in particolare 20 miliardi di risorse aggiuntive per l'istruzione (asili e supporto alle madri lavoratrici), da finanziare tramite la riforma della tassazione. La CDU ha promesso di potenziare gli investimenti in tecnologie e aumentare la spesa per infrastrutture e sicurezza sociale.

Un ruolo non trascurabile nel dibattito è stato rivisto anche dalle proposte sulla **politica energetica** data la scelta della Germania di abbandonare il nucleare. Il problema è quello di garantire al Paese un'adeguata capacità energetica domestica tramite il ricorso a fonti alternative senza compromettere la competitività di costo. La CDU è contraria a sovvenzioni governative per finanziare la transizione verso fonti rinnovabili.

Un cambio di coalizione potrebbe avere, quindi, implicazioni non trascurabili per la politica interna data la posizione divergente tra CDU-CSU e SPD in particolare su politica dei redditi e tassazione. Nonostante la ferma opposizione in campagna elettorale, negli ultimi giorni la CDU ha aperto su modifiche della tassazione. Al centro dei negoziati vi sarà anche la distribuzione dei ministeri chiave. Ci sembra assai probabile che verrà confermato Schäuble alle Finanze, dal momento che ha avuto un ruolo chiave nella gestione della crisi del debito e perché non è chiaro chi potrebbe prendere il suo posto tra i banchi dell'SPD. Sul fronte della gestione della spesa e delle politiche per l'occupazione non è chiaro se un cambio di coalizione possa promuovere le riforme necessarie ad aumentare la partecipazione nel mercato del lavoro, in particolare delle donne, e gli investimenti sia pubblici che privati.

In **conclusione**, quindi, una *grosse Koalition* tra CDU e SPD non dovrebbe determinare cambiamenti di rilievo sulle questioni europee. Le posizioni dei principali partiti non sono, difatti, così lontane sui temi europei. Inoltre, la Merkel ha già in più di un'occasione fatto ricorso al sostegno dell'opposizione su questioni europee. La questione è se la Merkel negli ultimi quattro anni di leadership riuscirà a spostare l'opinione pubblica verso una posizione più favorevole all'integrazione europea. Tuttavia, non può escludersi che il processo di integrazione europea e riforma dei trattati possa essere accelerato più dalla tornata elettorale del 2015 nei Paesi della periferia, afflitti da un inaccettabile tasso di disoccupazione e da una prolungata recessione, che non dall'appuntamento elettorale dello scorso 22 settembre.

## Francia: la ripresa è più fragile di quanto appare

L'inatteso risultato del PIL francese nel 2° trimestre (+0,5 t/t da -0,2 t/t), ben migliore delle aspettative, ha infuso speranze riguardo a una rapida uscita del Paese dalla recessione. Tuttavia, i segnali giunti durante l'estate hanno in parte raffreddato l'ottimismo generale. Le nostre stime per il 2013 prevedono uno scenario di crescita fiacca di 0,1-0,2% in media annua: i rischi rimangono verso il basso e sono legati in particolare alla difficoltà del settore manifatturiero a tornare a espandersi. In ogni caso, la ripresa vista a giugno ha mostrato un incoraggiante andamento della domanda interna (+0,3%) che torna a contribuire positivamente per la prima volta da settembre 2012. La variazione annua del PIL ha evidenziato un'accelerazione decisa in estate rispetto al 1° trimestre (0,3% a/a da -0,5% a/a), accelerazione che dovrebbe protrarsi anche del corso del 3° e 4° trimestre (0,4% a/a nel 3° e 0,7% a/a nel 4°). Stimiamo pertanto che l'output potrebbe crescere di 0,2% t/t in autunno (rivisto al rialzo da 0,1% t/t) e di 0,2% t/t a dicembre. La stima per il 2014 è stata rivista al ribasso all'1,2% in media annua. Da gennaio sarà a regime la CICE (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*), che alzerà il credito d'imposta dal 4% al 6% sulla massa salariale lorda dichiarata tra il 2013 e il 2014 e concederà 20 miliardi totali da utilizzare per gli investimenti. Saranno stanziati 20 mld complessivi, di cui la metà solo nel 2014 e 10 nei due anni successivi.

Valerio Ceoloni

I **consumi privati** sono previsti rimanere positivi nel 3° trimestre (+0,3% t/t) ma più deboli rispetto alla sorpresa estiva (+0,4% t/t). Su questa variabile pesa inevitabilmente la forte pressione fiscale che in quest'anno ha raggiunto un picco, tanto che lo stesso presidente Hollande ha dovuto ammetterlo, arrivando a promettere che per il 2014 non ci sarà nessuna nuova tassa e che la pressione fiscale nel suo complesso non aumenterà (dopo che dal 2012 a oggi sono state introdotte nuove tasse per 27 mld di euro complessivi). Inoltre, una dinamica occupazionale negativa peserà ancora per tutta la restante parte dell'anno e per il 2014 nel contenere il potere d'acquisto dei consumatori.

Consumi ancora deboli

La fase di debolezza degli **investimenti delle imprese**, che ancora a giugno segnava un -0,1% t/t, dovrebbe arrivare a una svolta nel 3° trimestre, in cui prevediamo che tornino a crescere, seppur timidamente (+0,1% t/t). In ogni caso in media annua questo aggregato rimarrà su livelli fortemente depressi (-1,9% a/a) e più deludenti rispetto alle stime di giugno (-1,7% a/a).

Le **esportazioni nette** hanno dato un contributo nullo alla crescita nel 2° trimestre, e prevediamo un risultato sostanzialmente analogo per il prossimo. L'aumento nelle importazioni sostenuto da una discreta ripresa della domanda interna potrebbe essere compensato, pensiamo non del tutto, dalle esportazioni, sostenute principalmente dai segnali di ripresa che si stanno vedendo nell'Eurozona dalla metà dell'estate.

Esportazioni e importazioni in aumento

Il contributo della **variazione delle scorte** alla formazione del PIL in autunno rimarrà sostanzialmente nullo rispetto al livello del 2° trimestre (+0,2% t/t).

La dinamica della **disoccupazione** continua a rimanere il principale problema di Hollande e sta pesando molto in termini di consensi elettorali: un recente sondaggio colloca la popolarità del presidente attorno al 23%, poco sopra il minimo storico del 22% toccato da Mitterrand nel 1991. Anche il documento di budget presentato a fine settembre (v. oltre) conferma che l'obiettivo principale per il prossimo anno è l'inversione dell'andamento della curva della disoccupazione. Tornando al 2013, dopo essersi assestato al 10,9% (ai massimi da 15 anni) nel 2° trimestre, ci attendiamo che il numero dei senza lavoro aumenti ancora nella restante parte dell'anno per toccare infine l'11%: in media annua ci attendiamo un 10,7% quest'anno e l'11,0% l'anno prossimo. Era già previsto che i provvedimenti messi finora in campo non avrebbero invertito il trend, dato il consueto ritardo rispetto al ciclo, ma c'è il rischio concreto che non riescano a produrre effetti sensibili nemmeno dall'anno prossimo considerando anche la revisione al ribasso delle stime di crescita per il 2014. In ogni caso lo sforzo del Governo è

Disoccupazione ancora in crescita

concreto, avendo messo a bilancio per l'anno prossimo circa 1,7 mld di euro destinati alla creazione di 250.000 posti di lavoro per giovani tra i 16 e i 25 anni e contrastare così la disoccupazione giovanile.

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, **l'inflazione** ha proseguito nel suo processo di rallentamento a causa della riduzione dei prezzi dell'energia e dalla debolezza della domanda interna. Ci aspettiamo che il trend in atto prosegua fino a ottobre, mentre nella parte finale dell'anno la ripresa dei consumi dovrebbe spingere in alto i prezzi (1,0% a/a). L'inflazione è così prevista confermare la nostra precedente stima di 0,9% in media annua per quest'anno. Per l'anno prossimo il previsto aumento delle aliquote IVA e un'accelerazione della crescita dovrebbe portare l'inflazione all'1,2%. La componente *core* (al netto di energia e alimentari) che ha progressivamente rallentato toccando il minimo a giugno (0,7%) ha leggermente accelerato durante l'estate e ci attendiamo che si attesti in media annua allo 0,8%, un decimo in meno rispetto alla nostra precedente stima. Confermiamo che per il 2014 la componente core si dovrebbe portare in media attorno all'1,0% a/a.

Riguardo al nodo pensioni, la riforma presentata il 27 agosto scorso e che sarà approvata entro fine anno ha l'ambizione di stabilizzare il sistema previdenziale entro il 2020 per il ventennio successivo (2020-40) mediante un innalzamento progressivo dei contributi da versare da parte dei lavoratori, senza rivoluzionare la struttura del sistema. A partire dall'anno prossimo l'incremento sarà dello 0,15% per salire allo 0,3% nel 2017. In totale, l'incremento a carico di aziende e contribuenti nel 2014 sarà di 2 mld, di cui 1,1 mld saranno compensati da parte dello Stato. Inoltre, ad eccezione delle pensioni minime, gli importi erogati saranno riaggiustati al costo della vita solo due volte l'anno (aprile, ottobre). Non ci sarà nessun innalzamento dell'età pensionabile, almeno fino al 2020. Dal 2020 in poi ci sarà invece un allungamento della durata del periodo contributivo, che garantirà la stabilità del sistema e dal 2030 permetterà di ridurre la spesa per pensioni di anzianità di 2,7 mld all'anno. Viene infine istituito un "sistema di sicurezza" (*Comité de surveillance*) che, anno dopo anno, monitorerà il bilancio del sistema pensionistico nazionale al fine di controllare che la traiettoria non si allontani dal livello di equilibrio tendenziale, nel qual caso saranno consigliate al Governo le manovre per riportare il sistema "in rotta".

Il **deficit pubblico** si è attestato al 4,8% a/a nel 2012 dal 5,3% a/a del 2011, un miglioramento di 0,5% che in un anno di crescita nulla ha significato un aggiustamento strutturale pari all'1,2% del PIL. Lo sforzo messo in atto l'anno scorso non verrà meno quest'anno, in cui l'aggiustamento strutturale sarà pari all'1,9% del PIL e dovrebbe abbassare il rapporto deficit/PIL verosimilmente al 4,0%-4,1% (contro le stime del Governo di abbassarlo al 3,7%). Il raggiungimento dell'obiettivo del 3,0% pertanto è rimandato al 2015, avendo la Francia ottenuto dall'Europa un anno in più a disposizione. L'ulteriore aggiustamento per il 2014 è valutato in un punto di PIL. Il saldo strutturale invece dovrebbe ridursi quest'anno al -2,2% dal -3,7% dell'anno scorso, principalmente grazie alla razionalizzazione del sistema fiscale (riduzione delle aree di esenzione fiscale e prelievi obbligatori) e controllo della spesa (che verrà uniformemente distribuito a tutti i livelli dell'Amministrazione pubblica, dal centro alla periferia), per risalire nel 2014 di un decimo al -2,3%. Le prestazioni sociali erogate dal Governo sono aumentate nel 2012 in ammontare del 3,5% rispetto al livello del 2011 (3,1%), in particolare a causa delle indennità di disoccupazione (+5,3% nel 2012 dal -0,6% del 2011). Si stima che nel corso del 2013 le spese rallenteranno, ma solo leggermente, al +3,3%: a fronte di una riduzione nell'erogazione delle pensioni di vecchiaia ci si aspetta un ulteriore aumento nell'erogazione delle indennità di disoccupazione. Nel 2014 le prestazioni sociali complessivamente erogate si stima che diminuiranno sensibilmente al 2,4% grazie alla ripresa economica che dovrebbe ridurre almeno parzialmente il peso delle indennità di disoccupazione.

Per venire al **documento di budget** presentato a metà settembre dal Governo Hollande, la manovra prevede nel complesso interventi per **15 miliardi di euro** (0,9% di PIL). Rispetto all'anno scorso, l'azione del Governo sposterà il baricentro dall'aumento delle entrate al taglio delle

**L'inflazione rimarrà sotto controllo anche l'anno prossimo**

**Contenimento dei conti pubblici in ritardo rispetto alle attese di inizio anno**

**La legge finanziaria 2014 delude le attese di forte rilancio dell'economia**



## Scenario Macroeconomico

Settembre 2013

spese. La manovra 2013 prevedeva uno sforzo strutturale pari all'1,7% del PIL, di cui 1,5% come nuove entrate e solo 0,2% come taglio delle spese. Quest'anno i rapporti sono invertiti: il taglio delle spese contribuirà per 0,7% (11,4 mld circa) e le nuove entrate per 0,2% (3,6 mld circa). I tagli saranno distribuiti a tutti i livelli dell'Amministrazione Pubblica (governo centrale ed enti locali), mentre il grosso delle nuove entrate saranno a carico delle famiglie. La pressione fiscale sulle imprese è stata rimodulata, ma non alleggerita. Questa scelta di non ridurre la pressione fiscale alle aziende rischia di limitare l'efficacia dell'entrata in vigore della CICE (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*) che dovrebbe garantire 10 miliardi di sgravi fiscali alle aziende nel 2014 per rilanciare la produttività attraverso la riduzione del cuneo fiscale. Per quanto attiene alla riduzione dei costi dello Stato, i risparmi complessivi saranno di 5,2 mld: 2,6 mld saranno reperiti attraverso l'ottimizzazione delle strutture centrali, 0,9 mld dalla riduzione degli effettivi (circa 2.000 dipendenti in meno) e altri 1,7 mld saranno recuperati tramite riduzioni salariali. Altri 3,3 mld saranno reperiti dalle Amministrazioni locali (escludendo università e agenzie di impiego). Infine, 2,9 mld proverranno principalmente dall'annullamento di progetti d'investimento, dalla riduzione di sussidi e agevolazioni (bonus automobile, indicizzazione dei sussidi all'abitazione ecc.) e dalla riduzione di coperture per malattia (dai ricoveri ospedalieri, alla prescrizione di farmaci). Nel complesso il "peso" dello Stato scenderà dal 57,1% del PIL al 56,7% nel 2014 (era però il 56,6% nel 2012). Le nuove entrate (3,6 mld) peseranno pressoché del tutto sulle famiglie, dal momento che la pressione fiscale sulle imprese è stata "stabilizzata" (e rimodulata) per il 2014. Le misure principali a questo riguardo sono l'aumento delle aliquote IVA (già programmato), un intervento sui quozienti familiari (1 mld), l'eliminazione della riduzione d'imposta sulle spese scolastiche (0,4 mld) e sulle casse sanitarie collettive (1 mld), la tassazione sul 10% di bonus destinato alle pensioni dei genitori di famiglie numerose (1,2 mld). Si presume che l'anno prossimo la pressione fiscale raggiungerà il picco al 46,1% dal 46,0% di quest'anno e le entrate complessive delle imposte sul reddito saliranno di 3,4 mld a 75,3 mld di euro: per cui la "pausa fiscale" promessa da Hollande di fatto è una semplice stabilizzazione della pressione del fisco. Il Governo ha rivisto al ribasso le ottimistiche stime sulla crescita per l'anno corrente e il prossimo: per il 2013 il PIL è atteso crescere solo di 0,1% (da 0,2% stimato inizialmente), mentre per il 2014 la crescita dovrebbe essere dello 0,9% (rispetto all'1,2% precedentemente stimato). Di conseguenza, anche il rapporto deficit/PIL 2013 viene rivisto nuovamente, passando al -4,1% dal -3,7%. E per l'anno prossimo il deficit è rivisto al -3,6% dal -2,9%. Il saldo strutturale passerà dal -2,6% del 2013 al -1,7% del 2014 (prima della revisione la dinamica attesa era dal -2,0% del 2013 al -1,0% del 2014). Il debito pubblico è previsto quindi salire ancora dal 93,4% di quest'anno al 95,1% nel 2014: la spesa per interessi l'anno prossimo ammonterà a 46,7 mld di euro.

Francia - Previsioni macroeconomiche												
	2012	2013	2014	2012			2013			2014		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.0	0.2	1.0	-0.3	-0.5	0.3	0.4	0.7	1.0	0.8	1.0	
Consumi privati	-0.3	0.4	0.9	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	
Investimenti fissi lordi	-1.2	-2.1	1.1	-0.8	-1.0	-0.5	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5	
Consumi pubblici	1.4	1.5	1.3	0.4	0.3	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	
Esportazioni	2.5	1.3	4.5	-0.7	-0.5	2.0	0.8	1.0	1.1	1.6	0.4	
Importazioni	-0.9	1.5	5.3	-1.2	0.1	1.9	0.8	2.0	1.4	1.0	1.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.8	0.1	0.2	-0.3	0.1	0.2	0.0	0.3	0.0	-0.1	0.3	
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-1.8	-2.2	-1.5	-2.0	-1.4	-1.7	-2.0	-2.2	-2.0	-2.3	
Deficit (% PIL)	-4.8	-4.3	-3.9									
Debito (% PIL)	90.2	94.0	96.0									
CPI (a/a)	2.0	0.9	1.2	1.5	1.1	0.8	0.9	1.0	1.0	1.3	1.3	
Produzione Industriale	-2.5	-1.2	0.5	-1.9	0.0	1.4	-1.7	-0.3	0.3	0.6	0.7	
Disoccupazione (%)	9.8	10.7	11.0	10.1	10.4	10.5	10.9	11.0	11.0	11.0	11.0	

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

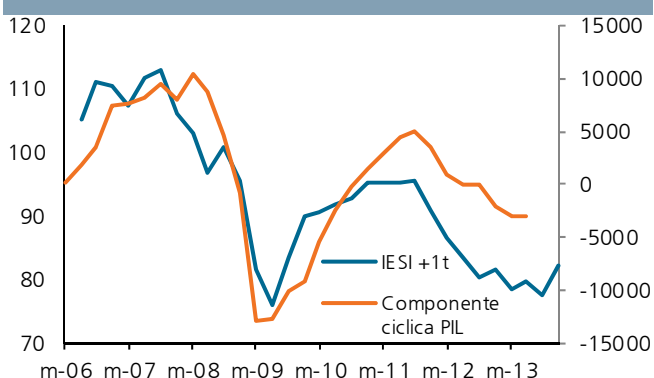
## Italia: l'uscita dalla recessione è vicina (se la politica non ci mette lo zampino)

I timidi segnali di rimbalzo ciclico che già osservavamo in primavera si sono rafforzati nei mesi estivi. Le indagini segnalano ormai concordemente che l'attività economica, se non altro, non va deteriorandosi ulteriormente. Già nel secondo trimestre il ritmo di contrazione del PIL è risultato decisamente meno pronunciato che a inizio anno (-0,3% da -0,6% t/t), e le rilevazioni delle indagini di fiducia sia delle famiglie che delle imprese sono tornate quasi unanimemente in territorio espansivo nei mesi estivi. Peraltro, **il recupero è decisamente più evidente dagli indici di fiducia che non dai dati reali**: infatti, mentre le indagini di fiducia di imprese e famiglie mostrano concordemente un ritorno in territorio espansivo per la prima volta dopo oltre due anni, i dati reali danno indicazioni decisamente meno univoche in tal senso; emblematico in particolare il dato sulla produzione industriale di luglio, calata a sorpresa nel mese di oltre un punto percentuale dopo due mesi di sia pur lieve incremento, fino a tornare in pratica sui minimi toccati nel corso della primavera del 2009. Se da un lato ciò potrebbe essere spiegato dalla volatilità tipica dei mesi estivi, come peraltro accaduto in Germania e Francia, dall'altro costituisce un campanello d'allarme che indica come sia probabilmente **ancora prematuro parlare di ripresa dell'attività, persino nell'industria** che, più esposta alla domanda estera, dovrebbe essere il primo comparto a mostrare i segnali di svolta del ciclo; **a maggior ragione ciò vale per i servizi**, che appaiono, anche perché più correlati alla ancor fragile domanda domestica, più lontani dall'uscita dalla recessione. Infatti la stessa indagine PMI, in decisa ripresa nel manifatturiero, resta viceversa in territorio recessivo nel settore dei servizi. Un altro segnale che la ripresa probabilmente non è ancora in corso è costituito dal fatto che il dettaglio delle indagini Istat di fiducia delle imprese e delle famiglie mostra che **il recupero di morale è trainato più dalle aspettative per il futuro** (tipicamente più volatili) **che non dai giudizi sul clima corrente** (più basati sui "fondamentali"), e **più dalla valutazione sul clima economico nazionale che non dal giudizio sulla situazione personale degli intervistati** (che resta "critica"). In sintesi, **appare più appropriato**, per descrivere l'attuale situazione congiunturale, **parlare di un tentativo in corso di stabilizzazione dell'attività piuttosto che di una ripresa vera e propria**; quest'ultima è attesa consolidarsi, nel nostro scenario di base, solo tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo.

Paolo Mameli

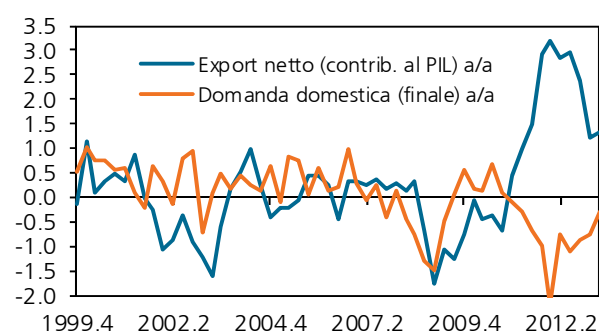
La ripresa è più vicina, ma non si è ancora materializzata...

Gli indicatori anticipatori segnalano una svolta nel ciclo



Nota: IESI= Istat Economic Sentiment Indicator; la componente ciclica del PIL (asse di destra) è ottenuta attraverso un filtro Hodrick-Prescott. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Permane, ma va riducendosi, la divergenza tra domanda interna e contributo degli scambi con l'estero



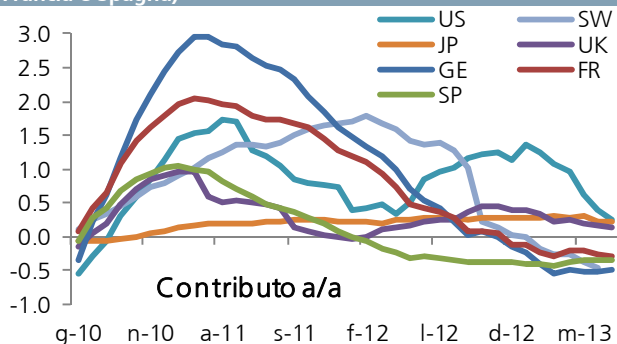
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Un altro *caveat* è rappresentato dal fatto che la ripresa sarà ancora una volta trainata dalla domanda estera, mentre difficilmente la domanda interna contribuirà positivamente già quest'anno. Peraltro, la divergenza, massima un anno e mezzo fa, tra domanda estera e domanda domestica, va riducendosi, un segnale che l'economia è indirizzata su un sentiero meno squilibrato.

... e resta trainata dalla domanda estera

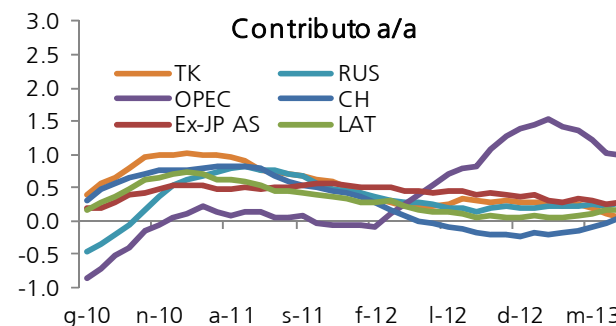
Per quanto riguarda la domanda estera, ci aspettiamo una accelerazione nella seconda metà dell'anno, in quanto l'export sinora è stato "salvato" dalla domanda dai Paesi extra-UE (l'OPEC è di gran lunga il maggior contributore alla crescita dell'export su base annua, seguito a distanza da Paesi asiatici, Russia e Stati Uniti), mentre i Paesi UE (*in primis* quelli appartenenti all'Eurozona) hanno contribuito negativamente. Ci aspettiamo che nei prossimi mesi il freno dall'export verso i *partner* dell'Eurozona, che già va attenuandosi, possa cambiare di segno tramutandosi in un contributo positivo. Nel complesso, sia le indicazioni dalle indagini di fiducia delle imprese sugli ordini dall'estero che le indicazioni dalle *proxy* sulla domanda mondiale di prodotti italiani sono coerenti con una **accelerazione dell'export nei mesi a venire**. Pertanto, si potrebbe assistere a una **ricomposizione del trend di miglioramento della bilancia commerciale**, che sinora è stato causato soprattutto dal crollo dell'import ma che tra fine 2013 e inizio 2014 dovrebbe vedere un attenuarsi del freno dalle importazioni e, viceversa, un maggior contributo positivo delle esportazioni.

Il contributo dei Paesi sviluppati alla crescita a/a dell'export italiano: in negativo i principali Paesi dell'Eurozona (Germania, Francia e Spagna)



Fonte: Istat, OCSE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

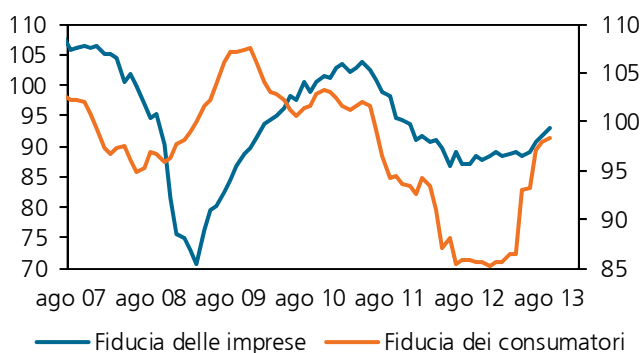
Il contributo dei Paesi emergenti alla crescita a/a dell'export italiano: brilla l'OPEC



Fonte: Istat, Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

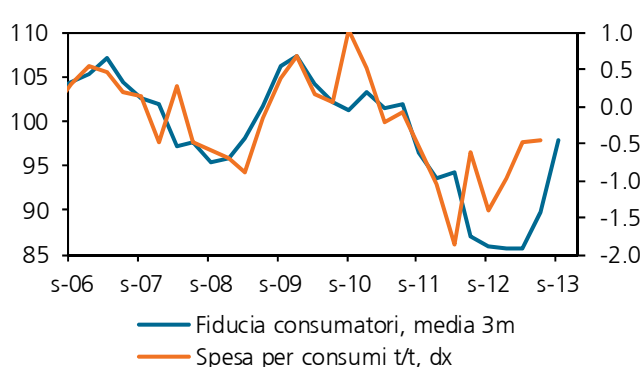
Solo in un secondo momento il testimone della crescita passerà alla domanda interna. Già nell'ultimo quarto del 2013 si potrebbe vedere un effetto di trasmissione agli investimenti (soprattutto in macchinari e attrezzature, mentre, a nostro avviso, l'anomalo rimbalzo degli investimenti in mezzi di trasporto evidenziato dal dato di contabilità nazionale del secondo trimestre è destinato a rientrare), **mentre un recupero dei consumi è rimandato al prossimo anno**. Al riguardo osserviamo che: 1) le indagini di fiducia delle imprese manifatturiere mostrano che, se la ripresa resta trainata dagli ordini dall'estero, tuttavia si nota decisamente anche un minor pessimismo circa le commesse dal mercato domestico; 2) per quanto riguarda la domanda per consumi delle famiglie, che rimane l'anello debole dell'economia, è ancora presto per vedere una ripresa, tuttavia il miglioramento del morale non appare transitorio ma legato ai segnali di recupero del reddito disponibile reale delle famiglie e pertanto sembra destinato, sia pure con ritardo, a trasmettersi l'anno prossimo anche in un recupero per la spesa delle famiglie, in attesa che possa tornare a crescere anche l'occupazione.

Sia la fiducia delle imprese che quella dei consumatori (sia pur viziata dal cambio della metodologia di rilevazione a partire da giugno) mostrano concordemente una ripresa



Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Persino dal lato dei consumi, senza dubbio l'anello più debole della catena, si nota qualche segnale di stabilizzazione



Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, è ancora presto a nostro avviso per parlare di definitiva uscita dalla recessione, ma **la ripresa, sia pure con ritardo (dell'ordine di 3-6 mesi) e con intensità minore rispetto a Francia e Germania, si materializzerà anche in Italia. A nostro avviso sono tre le forze trainanti:**

1) **il ciclo più favorevole nei maggiori partner commerciali** (che restano Germania e Francia, che insieme rappresentano quasi un quarto dell'export italiano);

2) **l'evolversi in senso meno restrittivo della politica fiscale e delle condizioni finanziarie**, che sono stati i due principali fattori recessivi del 2012-13 ovvero i due canali attraverso i quali la crisi del debito ha causato una recessione tanto forte e prolungata (peraltro, a breve distanza dalla recessione precedente). Per quanto riguarda la **politica fiscale**, già prima dell'insediamento del governo Letta le proiezioni della Commissione Europea mostravano un orientamento della politica fiscale (misurato dalla variazione dei saldi di bilancio strutturali in percentuale del PIL) decisamente meno restrittivo già quest'anno (0,4% del PIL dopo il 2,2% del 2012) e ancora meno nel 2014 (lo 0,2% del PIL); con le misure approvate dal governo Letta la *stance* di politica fiscale è diventata già oggi sostanzialmente neutrale. Per quanto riguarda le **condizioni finanziarie**, è vero che le ultime settimane hanno mostrato, in relazione all'incertezza politica, una risalita degli indici (soprattutto relativi) di rischio Paese (ad esempio l'inversione dello spread BTP-Bonos). Tuttavia, i livelli assoluti dei rendimenti governativi restano vicini ai minimi degli ultimi tre anni e il costo medio ponderato delle nuove emissioni dello Stato è risultato sinora nel 2013 pari al 2,2%, in calo di ben 80 punti-base rispetto al 2012. In caso di mantenimento di tale trend, il miglioramento delle condizioni finanziarie potrebbe tradursi (ma soltanto nel momento in cui le aspettative evidenzino una ripresa dell'attività economica) in un miglioramento delle condizioni del credito per famiglie e imprese; ovviamente, questo fattore resta quello su cui maggiormente pesa l'incertezza della situazione politica, che come vedremo rappresenta il principale rischio gravante sullo scenario di ripresa (vedi *Focus* seguente).

3) **il pagamento dei debiti arretrati della PA**, aumentato di almeno 7 miliardi dal Governo e che nel complesso potrebbe avere un impatto positivo sul PIL 2014 superiore al mezzo punto percentuale (vedi *Focus* relativo).

Tali considerazioni giustificerebbero una revisione al rialzo delle stime di crescita del PIL italiano, e in effetti dopo i segnali di ripresa congiunturale evidenziati da alcuni indicatori di fiducia molti previsori sembrano aver iniziato un processo di revisione al rialzo delle stime di crescita sul biennio 2013-14. Per quanto ci riguarda, se anche riconosciamo che il dato meno negativo del previsto sul PIL del secondo trimestre (-0,3% t/t dal -0,6% t/t d'inizio anno) alza la stima 2013 a -1,8% da un precedente -2%, tuttavia manteniamo l'idea che un vero ritorno alla crescita su base congiunturale si possa avere solo nel trimestre autunnale (per il trimestre estivo

ci aspettiamo ancora un lieve segno negativo o al massimo una stabilizzazione dell'attività). Per il 2014, ammettiamo che i fattori sopra menzionati segnalano rischi al rialzo sulla nostra previsione di 0,5% sul PIL, tuttavia riconosciamo che i rischi di ritorno di tensioni finanziarie connesse all'incertezza politica sono potenzialmente in grado di avere un impatto significativo sulla crescita (già di fine 2013 e poi) del 2014. Pertanto, **finché non si ridurrà l'incertezza sullo scenario politico, scegliamo di mantenere invariata la nostra previsione di modesta ripresa dell'attività economica per l'anno prossimo.**

### Focus – Siamo davvero alla svolta del ciclo?

**La recessione più lunga** da quando esistono serie storiche (almeno con riguardo alla serie trimestrale del PIL, 9 trimestri dal 3° trimestre 2011 al 2° trimestre 2013) **è davvero giunta alla fine?** Per cercare di rispondere a questa domanda, abbiamo aggiornato l'esercizio di datazione del ciclo da noi effettuato un anno e mezzo fa<sup>5</sup>, quando avevamo cercato di riprendere la cronologia mantenuta tradizionalmente nel nostro Paese da Isco, poi dall'Isae e, dopo la soppressione di quest'ultimo, ripresa dall'Istat nel Rapporto Annuale 2010<sup>6</sup>. Peraltro, un anno e mezzo fa in quell'esercizio individuavamo il punto di minimo del ciclo tra il dicembre del 2012 e l'aprile del 2013; tali indicazioni appaiono oggi sostanzialmente corrette: la recessione nell'industria sembra terminata nel mese di luglio ove si consideri il livello della produzione industriale, nel mese di novembre 2012 ove se ne consideri la sola componente ciclica<sup>7</sup>.

In prima battuta, limitiamo l'analisi ai punti di svolta della produzione industriale, il più importante tra gli indicatori del ciclo considerati dall'Istat. Ebbene, **in base ai livelli della produzione industriale la recessione (iniziata nell'aprile del 2011) sembra essere terminata lo scorso mese di luglio.** La fase di contrazione sarebbe durata pertanto 27 mesi, un paio in più rispetto alla fase di espansione (iniziata nel marzo del 2009 e durata perciò 25 mesi). Si tratta di una durata assai più breve della media storica nel caso della fase di espansione e più lunga per quanto riguarda la fase di contrazione. Da notare tuttavia che, almeno nell'industria, **l'ultima recessione non sembra essere la più lunga della storia**, in quanto sia le pesanti recessioni di inizio anni Ottanta e Novanta che la ben più mite fase di contrazione di un decennio fa sembrano aver avuto durata maggiore. **Il problema vero è stata la breve durata della precedente fase espansiva** (appena poco più di due anni); solo una fase espansiva, quella del 1975-76, ha avuto durata minore, ma in quel caso anche la fase recessiva successiva è stata brevissima; solo in un altro caso nella storia (il ciclo del 1977-83) la fase di contrazione ha avuto durata maggiore rispetto alla fase di espansione (in altri termini, la crisi del debito – che ha causato l'ultima recessione a breve distanza da quella precedente, nonostante il ciclo non fosse ancora "maturo" – può essere paragonata nei suoi effetti sul ciclo allo *shock* petrolifero del 1979!).

In ogni caso, con il punto di minimo toccato nel mese di luglio sembra iniziato il 14° ciclo dal dopoguerra. Quanto potrebbe durare la fase espansiva? Nel caso in cui la durata fosse in linea con quella, assai ridotta, dell'ultimo episodio (25 mesi), o in linea con l'episodio di durata minima sopra riportato (21 mesi), l'espansione potrebbe durare sino alla primavera/estate del

<sup>5</sup> "Considerazioni su durata e profondità della recessione", La Bussola dell'Economia Italiana, marzo 2012.

<sup>6</sup> L'approccio metodologico utilizzato è quello messo a punto dal *National Bureau of Economic Research* (NBER), in cui si definisce come recessione una diminuzione assoluta e prolungata dei livelli di attività, diffusa in vari settori dell'economia. La definizione viene resa operativa analizzando i punti di inversione ciclica ("picchi" e "gole") di un certo numero di variabili economiche. In questa sede l'analisi dei punti di inversione ciclica considera sei variabili ritenute significative per il ciclo italiano (incidenza delle ore di lavoro straordinario, produzione industriale, trasporto ferroviario di merci, valore aggiunto nei servizi vendibili, investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, importazioni di beni di investimento) e sintetizzate in un indicatore composito coincidente.

<sup>7</sup> La componente ciclica delle serie di produzione industriale e PIL in questo paragrafo sono ottenute utilizzando il filtro *Hodrick-Prescott* nella sua versione standard per serie mensili/trimestrali.

2015. Nel caso in cui invece non intervenga alcun episodio recessivo paragonabile alla crisi del debito o a uno *shock* geopolitico e la fase espansiva si muovesse in linea con la media storica, essa potrebbe durare dai 43 (ove si consideri la media dagli anni Novanta) ai 47 mesi (media dal dopoguerra), ovvero la fase di espansione iniziata nell'estate del 2013 potrebbe concludersi nella primavera del 2017. In ogni caso, **sembra di poter dire che almeno il biennio 2014-15 possa essere caratterizzato da un ciclo espansivo.**

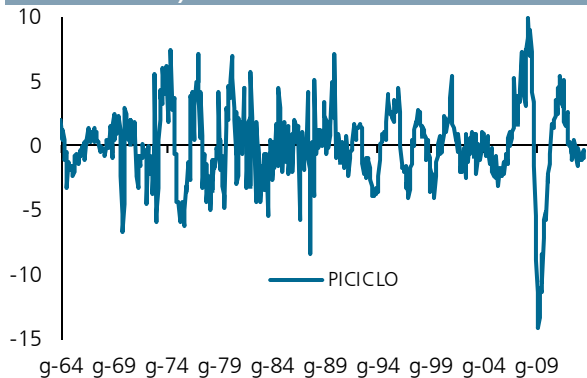
	PUNTI DI SVOLTA			DURATA IN MESI		
	Minimo iniziale	Massimo	Minimo finale	Espansione	ContraZIONE	Ciclo completo
I	mag-45	set-47	mar-48	28	6	34
II	mar-48	apr-51	mag-52	37	13	50
III	mag-52	set-57	ago-58	64	11	75
IV	ago-58	gen-64	ago-64	65	7	72
V	ago-64	gen-71	apr-71	77	3	80
VI	apr-71	giu-74	apr-75	38	10	48
VII	apr-75	gen-77	giu-77	21	5	26
VIII	giu-77	mar-80	ago-83	33	41	74
IX	ago-83	dic-89	lug-93	76	43	119
X	lug-93	dic-95	dic-96	29	12	41
XI	dic-96	dic-00	mag-03	48	29	77
XII	mag-03	ago-07	mar-09	51	19	70
XIII	mar-09	apr-11	lug-13	25	27	52
XIV	lug-13	?				
	MEDIA DAL DOPOGUERRA			47	17	64
	MEDIA DAGLI ANNI '90			43	20	63

Ipotesi ciclo "breve" (21/25m) → Espansione sino a APR/AGO-15  
Ipotesi ciclo "medio" (43/47m) → Espansione sino a FEB/MAG-17

Fonte: Istat (Rapporto annuale 2010), Intesa Sanpaolo

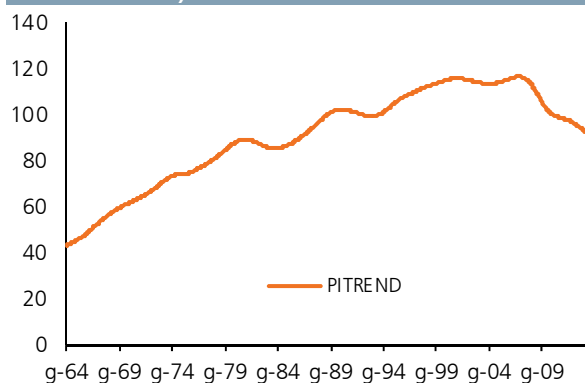
La scomposizione dell'evoluzione della produzione industriale tra ciclo e trend ci consente di fare un altro tipo di considerazioni. Si osserva che, a differenza di quanto si ritenga comunemente, in occasione dell'ultima recessione il crollo della componente ciclica del PIL sarebbe stato assai meno marcato che durante l'episodio del 2008-09. Ciò è dovuto al fatto che una parte della caduta della produzione industriale risulterebbe dovuta a un calo del trend ovvero a una distruzione di capacità produttiva; infatti, la breve fase di espansione del 2010-11 non si è tradotta in un'inversione del trend di calo della capacità produttiva iniziato proprio con la recessione del 2008-09. Chiaramente, è discutibile che l'andamento del trend ottenuto tramite filtri statistici sia assimilabile al concetto di "capacità produttiva potenziale" e le conclusioni di cui sopra non rappresentano assolutamente una "prova". Se si accettano la validità della scomposizione, tuttavia, essa fornirebbe le seguenti indicazioni: 1) poiché lo scostamento verso il basso rispetto al trend mostrato in occasione dell'ultima recessione (che può essere considerato una *proxy* dell'*output gap*) non è stato eccezionalmente ampio, **anche il rimbalzo potrebbe essere di entità relativamente modesta**; 2) d'altra parte, **una ripresa altrettanto breve o comunque di entità modesta** quale quella che ci attendiamo per il 2014-15 (paragonabile almeno nell'entità a quella del 2010-11) **potrebbe non essere sufficiente a invertire il trend di calo della capacità produttiva** (con le sue conseguenze sociali più odiose, ovvero soprattutto in termini di livelli della disoccupazione).

La componente ciclica della produzione industriale (serie mensile di lungo termine filtrata attraverso la metodologia di Hodrick-Prescott)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

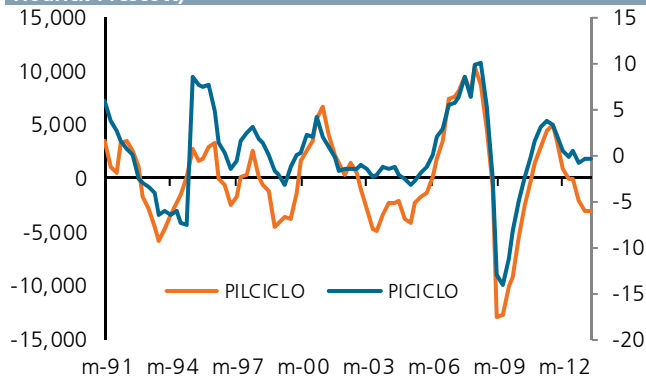
La componente di trend della produzione industriale (serie mensile di lungo termine filtrata attraverso la metodologia di Hodrick-Prescott)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

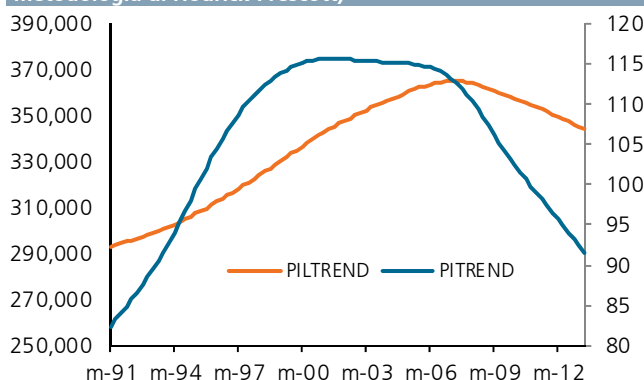
Per inciso, ad analoghe conclusioni porta la scomposizione ciclo-trend effettuata (sempre con la metodologia HP) sul PIL anziché sulla produzione industriale. Il calo della componente ciclica evidenziato in occasione dell'ultima recessione è però, nel caso del PIL, leggermente più marcato, ovvero meno marcata è la flessione della componente di trend ossia del PIL potenziale rispetto alla produzione potenziale. Ciò significherebbe (con il solito rilevante *caveat*) che l'ultima recessione (più di quella del 2008-09) avrebbe causato una distruzione di capacità produttiva più significativa nell'industria che nell'intero sistema produttivo. In altri termini, ironicamente la crisi del debito, iniziata come crisi finanziaria, sembra aver avuto l'effetto di ridurre il peso (e l'importanza rispetto al ciclo complessivo) dell'industria rispetto al totale dell'economia.

La componente ciclica delle serie di PIL e produzione industriale (serie trimestrali dal 1991 filtrate attraverso la metodologia di Hodrick-Prescott)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

La componente di trend delle serie di PIL e produzione industriale (serie trimestrali dal 1991 filtrate attraverso la metodologia di Hodrick-Prescott)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Un altro genere di considerazioni è il seguente. Per valutare se quella attuale sia o no una svolta del ciclo occorre valutare non tanto le indicazioni coincidenti date da una variabile come la produzione industriale quanto dagli indicatori anticipatori. In questa sede, tralasciando la valenza informativa di indicatori "strutturali" come il *leading indicator* dell'OCSE o M1 reale<sup>8</sup>, consideriamo la valenza informativa dell'indicatore sintetico del clima di fiducia delle imprese italiane, diffuso dall'Istat a partire dal luglio dello scorso anno. Tale indicatore, come rilevato

<sup>8</sup> Peraltro, entrambi si sono confermati come affidabili indicatori dei punti di svolta del ciclo con un anticipo di circa un anno: mentre la recessione doveva raggiungere ancora il suo culmine, già nel 3° trimestre del 2012 tali indicatori segnalavano una elevata probabilità di uscita dalla fase recessiva nell'arco di un anno.

dall'Istat nel rapporto annuale 2012, può considerarsi un buon anticipatore dei punti di svolta del ciclo, con un anticipo mediamente di un trimestre nel caso dei punti di minimo e di quasi due trimestri nel caso dei punti di massimo. Nel caso presente, l'indice ha raggiunto un punto di minimo nel 2° trimestre del 2013, il che costituisce un buon indizio del fatto che per il PIL il punto di svolta del ciclo possa collocarsi nel 3° trimestre del 2013.

**Datazione dei cicli italiani più recenti in base ai punti di svolta dell'Istat Economic Sentiment Indicator (e della componente ciclica del PIL), dati in trimestri**

	PIL	IESI
<b>Numero cicli</b>	5,0	5,0
<b>Durata media cicli</b>	12,4	12,8
<b>Espansione media</b>	7,8	7,0
<b>Recessione media</b>	4,6	5,6
<b>Punti di svolta</b>		
Min	1993t3	1993t1
Max	1996t1	1994t4
Min	1996t4	1995t2
Max	1997t4	1998t2
Min	1998t4	1999t1
Max	2001t1	2000t2
Min	2003t3	2003t3
Max	2004t3	2004t3
Min	2005t1	2005t2
Max	2008t1	2007t2
Min	2009t1	2009t1
Max	2011t3	2010t3
Min		2013t2
<b>Ritardo/anticipo medio rispetto al PIL</b>		
Punti di svolta		-1,4
Punti di minimo		-1,0
Punti di massimo		-1,8
(Coerenza direzionale		62%)
<b>-&gt; PROBABILE MINIMO DEL PIL</b>	<b>2013t3</b>	

Fonte: Istat (Rapporto annuale 2012), Intesa Sanpaolo

Quanto alla profondità dell'ultima recessione, essa, considerando i cali subiti dalle variabili più "cicliche" come PIL, produzione industriale e investimenti delle imprese, non risulta più accentuata rispetto alla media delle recessioni più rilevanti degli ultimi 40 anni. Il problema, ancora una volta, è che l'ultima fase ciclica negativa è intervenuta a breve distanza dalla precedente, in quanto, per la prima volta nella storia, la ripresa successiva non era stata tale da configurare un recupero dei livelli di attività precedenti. Di conseguenza, **oggi la distanza dai picchi delle principali variabili è di molto superiore alla distanza massima "picco"- "gola" registrata in ciascuno dei cicli precedenti.** Ciò ha delle implicazioni importanti con riguardo agli effetti sui livelli della disoccupazione (in particolare, strutturale) e sulla mortalità delle imprese. Questi due aspetti sono proprio i responsabili del calo di prodotto potenziale che i due episodi recessivi della "grande crisi" sta causando. Per inciso, nel nostro scenario nemmeno nel 2017 (l'orizzonte massimo prevedibile) i livelli delle principali variabili considerate torneranno ai livelli pre-crisi.

**Dinamica di alcune variabili nelle recessioni più rilevanti degli ultimi 40 anni e differenza attuale rispetto all'ultimo punto di massimo**

Indicatori	1974-75	1992-93	2007-09	Media	2012-13	Differenza % del dato più recente rispetto all'ultimo punto di massimo
Produzione industriale	-15.9	-8.4	-26.2	-17.8	-12.6	-26.1
Investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	-17.7	-21.3	-21.6	-20.2	-14.5	-26.2
PIL	-3.8	-1.4	-7.2	-4.1	-4.5	-8.9

Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. I dati più recenti si riferiscono a luglio 2013 per la produzione industriale e al 2° trimestre 2013 per investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto e PIL



Distanza dai massimi a metà 2013	
	%
PIL	-7.2
Importazioni	-14.2
Consumi privati	-5.8
<i>durevoli</i>	-25.0
<i>non durevoli</i>	-10.4
<i>servizi</i>	-2.1
Consumi pubblici	-5.0
Investimenti fissi lordi	-23.4
<i>macchinari e attrezzature</i>	-21.6
<i>mezzi di trasporto</i>	-40.1
<i>costruzioni</i>	-25.0
Esportazioni	-4.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Focus – I provvedimenti economici del governo Letta: meno IMU e più pagamenti della PA. Ma restano molti nodi irrisolti

I principali provvedimenti economici varati dal Governo Letta sono: 1) il D.L. 54/2013 recante interventi per il finanziamento degli ammortizzatori sociali e il rinvio della prima rata IMU; 2) il D.L. 63/2013 recante disposizioni in materia di prestazione energetica nell'edilizia e di agevolazioni fiscali per il recupero del patrimonio edilizio; 3) il D.L. 69/2013 recante "disposizioni urgenti per il rilancio dell'economia" (c.d. "decreto del fare"); 4) il disegno di legge in materia di semplificazioni; 5) il D.L. 76/2013 recante interventi per l'occupazione, in particolare giovanile, e il rinvio dell'aumento dell'IVA; 6) il D.L. 102/2013 recante interventi in materia di IMU, di altra fiscalità immobiliare, di sostegno alle politiche abitative e di finanza locale, nonché di cassa integrazione guadagni e di trattamenti pensionistici. Quest'ultimo (decreto-legge 31 agosto 2013, n. 102, al momento in cui si scrive ancora da convertire in legge) appare il più importante dal punto di vista degli effetti su ciclo e finanza pubblica, e contiene:

- 1) l'**abolizione definitiva della prima rata IMU** sulla prima casa (gettito: 2,4 miliardi), che il Governo aveva in precedenza solo rimandato di tre mesi; in sede di Legge di Stabilità (a ottobre) occorrerà trovare la copertura per l'abolizione della seconda rata (poco più di 2 miliardi); dal 2014 poi il prelievo sugli immobili sarà assorbito, assieme alla Tares, nella nuova *service tax* della quale molti dettagli non sono ancora noti (Letta ha dichiarato che il gettito sarà inferiore a quello delle attuali IMU+Tares e che sarà concessa ampia autonomia impositiva ai comuni);
- 2) altre misure del cosiddetto **piano-casa** (garanzie concesse dalla CDP per 2 miliardi alle banche per la concessione di mutui sulla prima casa, rifinanziamento di fondi già esistenti per agevolazioni sulla casa ai soggetti svantaggiati, riduzione della cedolare secca sugli affitti concordati di abitazioni), che non sembrano avere un rilevante impatto sui conti pubblici;
- 3) il **rifinanziamento della cassa-integrazione** in deroga per 500 milioni (rispetto al miliardo stimato come necessario); anche in questo caso è rimandato alla Legge di Stabilità il reperimento dei fondi restanti; l'impatto di questa misura sull'indebitamento è però inferiore e pari a 300 milioni;
- 4) il "salvataggio" di altri 6500 **esodati** per un costo di circa 150 milioni l'anno a partire dal 2014.

Tali misure hanno un costo di oltre 2,7 miliardi sul 2013. Le coperture (della stessa entità) vengono da:

Il "decreto IMU": finalità...

... e le coperture

**a ) maggior gettito IVA derivante dal pagamento di ulteriori 7,2 miliardi di debiti** arretrati della PA (che si aggiungono ai 20 miliardi previsti quest'anno portando il totale nel biennio 2013-14 a 47 miliardi), per 925 milioni;

**b) tagli ad autorizzazioni di spesa dei ministeri** per 675 milioni (la parte del leone la fa il Ministero dell'economia con oltre 600 milioni, di cui la metà riguarda il finanziamento concesso al gestore dell'infrastruttura ferroviaria nazionale a copertura degli investimenti relativi alla rete tradizionale); oltre ad **altri tagli "lineari" a consumi intermedi e spesa per investimenti** fissi lordi delle pubbliche amministrazioni (300 milioni); l'impatto complessivo di queste misure sull'indebitamento netto è pari a 670 milioni;

**c) sanatoria alle società concessionarie di slot machine** condannate con sentenza di primo grado per danni erariali (600 milioni);

**d)** prelievo (per 300 milioni) dai conti bancari di gestione "riferiti alle diverse componenti tariffarie intestati alla cassa conguaglio del settore elettrico"; la cassa è un ente pubblico che riscuote alcune componenti delle tariffe dagli operatori e poi redistribuisce questi fondi a favore delle imprese, una delle stanze di compensazione del sistema elettrico; il Governo ha aggiunto una clausola in cui chiede all'Autorità dell'energia di assicurare l'assenza di incrementi tariffari, non è dunque al momento ancora chiaro su quali soggetti peserà questo prelievo;

**e) tagli al fondo produttività** di cui alla legge 24/12/2007 n. 247 (250 milioni).

In sintesi, **non si tratta di manovra "genuinamente" espansiva** in quanto il taglio dell'IMU e il rifinanziamento della CIG sono coperti da tagli di spese e aumenti di entrate all'incirca equivalenti. **D'altra parte, l'andamento dei conti pubblici**, evidenziando già prima degli interventi il concreto rischio di uno sfioramento della soglia del 3% del rapporto deficit/PIL, **non offriva margini di manovra in tal senso**. In ogni caso, tra le **criticità** osserviamo che:

a) l'abolizione dell'IMU sulla prima casa, se percepito come temporaneo in attesa di "confluire" nella *service tax*, rischia di avere un impatto non apprezzabile su fiducia e spesa delle famiglie;

b) alcune delle coperture indicate, in particolare quelle di cui ai punti 1) e 4), appaiono dubbie; d'altra parte, lo stesso Governo sembra essere consapevole di ciò, visto che ha inserito a corredo del decreto una clausola di salvaguardia che prevede, nel caso in cui il monitoraggio di dette entrate non consenta il raggiungimento degli obiettivi di gettito indicati, l'emanazione di un decreto (entro il mese di novembre) per aumentare in misura adeguata gli acconti IRES e IRAP e le accise (su sigarette, alcolici o carburanti);

c) il decreto lascia molta incertezza circa: - i dettagli della nuova *service tax*; - la copertura della seconda rata IMU e della restante parte della CIG in deroga da finanziare.

D'altra parte, **la principale notizia positiva, con riguardo agli effetti sul ciclo economico, è costituita dalla decisione di mettere a disposizione degli enti debitori già quest'anno altri 7,2 miliardi di debiti** commerciali arretrati da pagare alle imprese creditrici. Ciò porta il totale dei debiti da pagare a 27,2 miliardi quest'anno e un totale di 47 miliardi nel biennio 2013-14 (il Governo ha dichiarato di voler arrivare a 50 miliardi complessivi nel biennio).

A tal proposito, secondo il monitoraggio effettuato dal Ministero del Tesoro circa l'attuazione del decreto "sblocca debiti", risulta che al 18 settembre siano stati messi a disposizione degli enti pubblici debitori 17,9 miliardi di euro (il 90% dei 20 miliardi stanziati dal D.L. 35/2013), e che questi abbiano provveduto a pagare ai propri creditori debiti scaduti per un importo pari a 11,3 miliardi (57% dei 20 miliardi totali). Dunque negli ultimi due mesi si è avuta una vistosa

Le criticità

La principale misura espansiva è il pagamento di ulteriori debiti arretrati della PA

## Scenario Macroeconomico

Settembre 2013

accelerazione nel ritmo di pagamento: +2,2 miliardi dal 6 agosto al 4 settembre e +4,1 miliardi dal 4 al 18 settembre.

Finanziamento alle amministrazioni centrali e locali disposto dal DL 35/2013 per l'anno 2013, importi resi effettivamente disponibili agli Enti debitori e importi effettivamente pagati ai creditori (dati in milioni di euro)

Enti debitori	Risorse stanziolate dal D.L. 35/2013	Risorse effettivamente rese disponibili agli enti debitori	Pagamenti effettuati ai creditori
<b>Stato</b>	<b>3,000</b>	<b>3,000</b>	<b>2,613</b>
Pagamento debiti fuori bilancio dei Ministeri	500	500	113
Incremento rimborsi fiscali	2,500	2,500	2,500
<b>Regioni e Province autonome</b>	<b>10,200</b>	<b>8,301</b>	<b>5,350</b>
Anticipazioni di liquidità	8,000	6,101	5,350
Concessione di spazi finanziari	2,200	2,200	-
<b>Province e Comuni</b>	<b>6,800</b>	<b>6,606</b>	<b>3,341</b>
Anticipazioni di liquidità	1,800	1,606	1,506
Concessione di spazi finanziari	5,000	5,000	1,835
<b>Importi totali</b>	<b>20,000</b>	<b>17,907</b>	<b>11,304</b>
in % delle risorse stanziolate		90%	57%

Fonte: MEF. Dati al 18 settembre 2013

L'estensione del pagamento dei debiti arretrati deciso per quest'anno amplia l'effetto positivo sul ciclo. Lo scorso aprile stimavamo, assimilando (solo per le imprese che soffrono di vincoli di liquidità) il pagamento dei debiti a un taglio d'imposta, che i 40 miliardi da sbloccare nel biennio 2013-14 potessero avere un impatto complessivo sul ciclo pari, dopo un anno, allo 0,8% del PIL. Utilizzando la metodologia della Banca d'Italia, ovvero utilizzando diversi moltiplicatori a seconda del fatto che le nuove risorse siano utilizzate dalle imprese per nuovi investimenti (moltiplicatore prossimo all'unità), per finanziamento del capitale circolante come ad esempio il pagamento di salari e stipendi arretrati (moltiplicatore pari a circa 0,3) ovvero siano trattenuti a scopi precauzionali (moltiplicatore trascurabile), si ottiene un impatto inferiore, pari allo 0,5-0,7% del PIL. L'impatto complessivo dell'importo aumentato a 47 miliardi sarebbe dunque, secondo la nostra metodologia, pari all'1,1% del PIL (secondo la metodologia della Banca d'Italia più modesto, pari in media allo 0,7%). I 7 miliardi già pagati alle imprese creditrici giustificano secondo la nostra metodologia un impatto di 0,2% dopo un anno. Verosimilmente alla fine del 3° trimestre verranno pagati non molto più degli 11 miliardi saldati sinora. Ulteriori importi verranno pagati nel corso del 4° trimestre, ma difficilmente si arriverà all'intero importo previsto per l'anno (27 miliardi). Tenuto conto del fatto che gli importi vengono messi a disposizione delle aziende creditrici a 2013 inoltrato, l'impatto sulla crescita media del PIL nell'anno corrente non supererà i due decimi come stimato ad aprile. **La gran parte dell'effetto sul PIL dovrebbe scaricarsi sul 2014 (stimiamo lo 0,7%);** una parte dell'impatto (altri due decimi) potrebbe riguardare anche il 2015.

Nella Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza, il Governo ha rivisto il quadro tendenziale e programmatico dei principali saldi di finanza pubblica. La novità più importante è la **revisione da 2,9% a 3,1% della stima sul deficit tendenziale nel 2013 (e a 2,3% da 1,8% nel 2014)**. La revisione è dovuta al peggioramento delle stime di crescita (a -1,7% da -1,3% nel 2013 e a 1% da 1,3% nel 2014). **Il quadro programmatico vede una manovra correttiva di 0,1% quest'anno, finalizzata a centrare l'obiettivo del 3% sul deficit, e viceversa un allentamento di 0,2% l'anno prossimo.** In sostanza, dunque, l'esecutivo ha in mente di "spostare risorse" per uno-due decimi di PIL dal 2014 al 2013.

Rispetto alle nostre proiezioni, il quadro che emerge dalla Nota di Aggiornamento al DEF (sebbene più realistico di quello contenuto nel DEF dello scorso aprile) **resta leggermente**

L'impatto sul ciclo del pagamento dei debiti della PA

Nella Nota di Aggiornamento al DEF il Governo ha ammesso la necessità di una manovra correttiva sul 2013

**ottimistico.** Le nostre ipotesi di crescita sono più caute di quelle del Governo (-1,8% quest'anno e 0,5% l'anno prossimo). Anche (ma non solo) in relazione a ciò, e tenendo conto dell'andamento registrato sinora nell'anno (nei mesi per i quali sono disponibili i dati) dalle principali voci di spese e entrate monitorabili, la nostra stima è più pessimistica sull'indebitamento netto tendenziale sia per quest'anno (3,3% contro 3,1% stimato dal Governo) che per l'anno prossimo (2,6% vs 2,3%). Di conseguenza, **nelle nostre stime la correzione da fare quest'anno sarebbe di entità maggiore** (tre decimi) **e i margini di allentamento per l'anno prossimo sarebbero minori** rispetto a quanto indicato dall'Esecutivo nell'aggiornamento al DEF.

Un'altra criticità, oltre a quella costituita dall'esigenza di rispettare la soglia del 3% sul deficit, è quella rappresentata dal livello dello *stock* di debito. Osserviamo che il Governo ha ammesso l'impossibilità di raggiungere il *target* di privatizzazioni per un punto di PIL indicato nel DEF (per tutto l'orizzonte 2013-17) che già sei mesi fa giudicavamo come più che incerto. Più realisticamente **l'obiettivo è ora effettuare vendite di asset per mezzo punto di PIL a partire dal 2014. Anche tale obiettivo appare** peraltro a nostro avviso **ambizioso**, nonostante nel cosiddetto "Piano Destinazione Italia" il Governo abbia previsto che entro fine anno il Ministero dell'economia provvederà a individuare le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato per le quali intende procedere all'avvio delle operazioni di dismissione (peraltro, il piano ammette che la procedura è necessariamente lunga nel caso di società non quotate); iniziative di dismissione (ma soprattutto di aggregazioni e integrazioni con altre realtà pubbliche) potranno riguardare anche le partecipazioni degli enti locali.

**Saldi di finanza pubblica: proiezioni tendenziali del Governo (vs nostre previsioni)**

	2011	2012	2013p	2014p	2015p
<b>Scenario tendenziale Governo</b>					
PIL reale (a/a)	0.4	-2.4	-1.7	1.0	1.7
Interessi in % del PIL	5.0	5.5	5.4	5.4	5.3
Saldo in % del PIL	-3.8	-3.0	-3.1	-2.3	-1.8
(p.m.: Saldo in % del PIL programmatico)			-3.0	-2.5	-1.6)
Saldo primario in % del PIL	1.2	2.5	2.3	3.0	3.5
Saldo strutturale corretto per il ciclo in % del PIL	-3.6	-1.3	-0.5	-0.1	-0.2
Debito in % del PIL	120.8	127.0	133.0	133.2	130.5
Debito al netto dei prestiti a Paesi UE in % del PIL	120.0	124.3	129.5	129.4	126.8
<b>Scenario tendenziale Intesa Sanpaolo</b>					
PIL reale (a/a)	0.4	-2.4	-1.8	0.5	1.2
Interessi in % del PIL	5.0	5.5	5.4	5.6	5.9
Saldo in % del PIL	-3.8	-3.0	-3.3	-2.6	-3.0
Saldo primario in % del PIL	1.2	2.5	2.1	3.1	2.9
Saldo strutturale corretto per il ciclo in % del PIL	-3.6	-1.3	-0.7	-0.6	-0.7
Debito in % del PIL	120.8	127.0	133.0	134.6	133.9
Debito al netto dei prestiti a Paesi UE in % del PIL	120.0	124.3	129.5	130.8	130.2

Fonte: Nota di Aggiornamento al DEF settembre 2013, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Il Governo non è invece riuscito a evitare l'aumento dell'aliquota ordinaria IVA dal 21% al 22% dal 1° ottobre (precedentemente rimandato di tre mesi). Abbiamo quantificato l'impatto sul ciclo all'interno del modello ad equazioni simultanee *Oxford Economic Forecasting*. **Il risultato**, che appare abbastanza coerente con l'esperienza storica vista di recente con l'aumento verificatosi nel settembre del 2011, è **per il primo anno di applicazione un impatto** di -0,1% sul PIL, di -0,2% sui consumi delle famiglie e **di +0,4% sull'inflazione** (il tutto in media annua). L'impatto è sostanzialmente trascurabile negli anni successivi. L'effetto maggiore è sull'inflazione: in sostanza, l'aumento non impatterebbe in misura significativa sul CPI medio nel 2013 (a 1,5%) mentre farebbe salire di circa tre decimi la media 2014 (al 2%). Peraltro, è possibile che l'impatto effettivo possa risultare inferiore a quello stimato, in quanto risulta che molte imprese specie della grande distribuzione, visto il quadro di notevole incertezza che ha caratterizzato il

**Resta pendente la decisione sull'IVA**

## Scenario Macroeconomico

Settembre 2013

periodo immediatamente precedente la data prevista per l'aumento, abbiano già incorporato il rincaro nelle loro decisioni di fissazione dei listini.

Impatto ( <i>ceteris paribus</i> ) dell'aumento di un punto dell'aliquota ordinaria IVA			
	1° anno	2° anno	3° anno
PIL	-0.1	0.0	-0.1
Consumi privati	-0.2	-0.1	-0.1
CPI	0.4	0.1	0.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su *Oxford Economics Forecasting Model*

In ogni caso, visto anche che il quadro di instabilità politica mette a rischio gli obiettivi indicati dal Governo, la strada per la finanza pubblica si va facendo sempre più stretta. A nostro avviso, entro fine anno occorrerebbe reperire risorse ben superiori allo 0,1% di PIL indicato nella Nota di Aggiornamento al DEF, e cioè (solo per l'anno in corso) nelle nostre stime tra i 5 e i 7 miliardi, di cui:

- 2-4 mld per la correzione richiesta per centrare il target del deficit al 3% (1,6 mld è la stima del Governo, ma nelle nostre proiezioni si potrebbe arrivare sino a quasi 4 mld);
- 2,4 mld per l'abolizione della seconda rata IMU sulla prima casa;
- 0,3-0,5 mld per rifinanziare la cassa integrazione in deroga;
- 0,2-0,4 mld per rifinanziare le missioni militari.

La strada per la finanza pubblica è sempre più stretta

Previsioni macroeconomiche - Italia												
	2012	2013	2014	2012			2013			2014		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-2.4	-1.8	0.5	-2.8	-2.4	-2.1	-1.9	-0.9	-0.1	0.4	0.8	
Consumi privati	-4.3	-2.5	0.2	-1.0	-0.6	-0.4	-0.3	-0.1	0.2	0.2	0.3	
Consumi pubblici	-2.9	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
Investimenti fissi	-8.0	-5.3	0.7	-1.8	-2.9	-0.3	-0.1	0.2	0.1	0.2	0.6	
Importazioni	-7.8	-4.1	1.2	-1.1	-1.4	-0.3	-0.9	-0.3	0.7	0.7	1.0	
Esportazioni	2.2	-0.9	2.5	0.1	-2.1	1.2	-1.0	0.6	0.8	0.9	1.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.3	-0.2	-0.4	0.4	-0.4	0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	
Partite correnti (%PIL)	-0.6	0.3	0.6									
Deficit (%PIL)	-3.0	-3.3	-2.6									
Debito (%PIL)	127.0	133.0	134.6									
CPI (a/a)	3.0	1.4	2.0	2.5	1.9	1.2	1.1	1.5	1.8	2.2	2.2	
Produzione Industriale	-6.3	-3.5	0.6	-2.3	-0.3	-1.0	-0.6	0.2	0.2	0.6	0.6	
Disoccupazione (%)	10.6	12.0	12.2	11.2	11.8	11.9	12.2	12.3	12.4	12.3	12.2	

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

## Spagna: il minimo è alle spalle, ma la strada rimane in salita

Anna Maria Grimaldi

**Lo scenario in sintesi.** Siamo più positivi sulla Spagna rispetto ad un anno fa, anche se la nostra valutazione di medio termine rimane cauta data i seri squilibri interni e l'elevata posizione debitoria netta sull'estero. Rivediamo al rialzo le stime per il biennio in corso a -1,3% da un precedente -1,6% nel 2013 e a +0,5% da un precedente +0,4% nel 2014; la revisione incorpora il dato per il 2° trimestre più forte delle attese. Il Paese dovrà continuare con il processo di riforme nel medio periodo per rilanciare la crescita potenziale che nelle stime dell'OECD di settembre era scesa a 0,3% da una stima di 0,9% nel 2009, significativamente al di sotto della media area euro (+1,0%).

**Prospettive di breve termine.** Il ciclo economico ed in particolare l'industria hanno svoltato in primavera (v. fig. 1). Il PIL è rimasto circa stabile (-0,1% t/t), dopo otto trimestri di severa contrazione, grazie ad un recupero dell'export più forte del previsto (+6,0% t/t) e ad una svolta inattesa degli investimenti aziendali e alla stabilizzazione della spesa delle famiglie. In estate, gli indici PMI, manifatturiero e servizi, hanno confermato il miglioramento ciclico riportandosi sopra quota 50 per la prima volta da inizio 2011 (v. fig. 2). La produzione industriale, dopo l'espansione dei mesi primaverili, si è stabilizzata a luglio, mentre è calata nel resto dell'area euro. Il recupero sembra interessare in particolare il settore dei beni capitali dove non solo il ciclo, ma anche il trend sembra aver ormai svoltato. Se confermata, questa tendenza suggerirebbe che il ciclo degli investimenti in Spagna potrebbe ripartire prima del previsto nonostante condizioni al credito ancora restrittive ed il calo a filo di piombo dei prestiti alle imprese non finanziarie.

Nei mesi primaverili, il supporto all'attività produttiva è venuto dall'export che è accelerato significativamente tra marzo e giugno, in particolare verso le economie europee esclusa l'Eurozona (+18,6% a/a in media nei mesi primaverili) (v. fig. 5). Gli indici PMI sugli ordini dall'estero suggeriscono che l'export dovrebbe continuare a crescere a passo sostenuto anche nei mesi estivi. Il recupero e la tenuta delle esportazioni in Spagna sono particolarmente importanti per le prospettive di crescita di medio periodo e per consolidare il miglioramento del saldo di parte corrente di bilancia dei pagamenti che per la prima volta è atteso tornare in surplus nel 2013 (v. fig. 6). Il repentino miglioramento del saldo di parte corrente +0,3% a giugno dal minimo -10,7% del 2007 è spiegato in particolare dal saldo merci al netto dell'energia (v. fig. 7). Il saldo servizi rimane in surplus, ma a marzo 2013 era peggiorato rispetto a fine 2012 (v. figg. 6 e 9) sulla scia di un contributo meno positivo dal turismo, per poi tornare a salire nei mesi primaverili. La performance dell'export spagnola è spiegata da recuperi di competitività di costo messi a segno negli ultimi anni e che dovrebbero essere consolidati nei prossimi anni grazie anche alla riforma del mercato del lavoro del 2012 che ha sganciato la dinamica dei salari negoziali dall'inflazione. In parte la performance dell'export spagnola è spiegata dalla dinamica degli investimenti all'estero da parte delle imprese spagnole. Nel complesso, negli ultimi cinque anni, i dati Eurostat mostrano che la Spagna ha mantenuto quote di mercato più di Italia, Francia e Irlanda (v. figg. 10 e 12).

Sull'orizzonte di previsione la crescita dovrebbe, quindi, essere ancora trainata dall'export (+5,6% nel 2013 e +6,8% nel 2014). Dopo il forte aumento primaverile, giustificato dalla necessità di rifornire le scorte, le importazioni dovrebbero crescere ad un ritmo più moderato (-0,1% nel 2013 e +3,7% nel 2014) rispetto al passato, dal momento che la domanda interna è attesa contrarsi anche nel 2014. La spesa per consumi dopo la stagnazione dei mesi primaverili potrebbe tornare a calare leggermente nella seconda metà di quest'anno e stagnare nel 2014. La dinamica del reddito da lavoro è attesa rimanere in territorio negativo anche nel 2014.

Le prospettive per il **mercato del lavoro** rimangono preoccupanti. La disoccupazione ha toccato un massimo al 27,2% a marzo 2013, per poi calare al 26,3% a giugno. Il calo dei disoccupati è

stato più marcato del calo della forza lavoro. L'occupazione ha cominciato a calare ad un ritmo meno severo su base annua -3,6% a/a nel 2° trimestre dal -4,5% del 2012. Gli indicatori sulle intenzioni ad assumere suggeriscono che la tendenza dovrebbe proseguire nei prossimi mesi ma in media 2014 ci aspettiamo che l'occupazione cali ancora dell'1,3% e che si stabilizzi nel 2015. Le indagini di clima suggeriscono, difatti, che la riduzione degli organici dovrebbe rallentare nei prossimi mesi anche nel settore delle costruzioni. L'espulsione di forza lavoro dalle costruzioni ha riportato l'occupazione nel settore poco al di sopra del livello di fine anni Ottanta e pensiamo sia difficile che si possa scendere significativamente al di sotto di tale livello.

Il FMI nell'ultima *review* sulla Spagna nota che il Paese non è mai riuscito a creare occupazione con tassi di crescita del PIL inferiori all'1,5-2,0%, che ci aspettiamo si vedranno solo dopo il 2016. La disoccupazione è attesa stabilizzarsi circa sui livelli di giugno nella seconda metà di quest'anno e aggirarsi in media al 26,0% nel 2014. Il calo della disoccupazione nei prossimi anni sarà ragionevolmente contenuto, dal momento che le ultime stime OCSE mostrano la disoccupazione strutturale al 19,8%.

**Salari e inflazione in calo.** I salari negoziali hanno frenato il passo sensibilmente negli ultimi dodici mesi, a seguito della riforma di inizio 2012. I **salari negoziali** non sono stati adeguati all'aumento dell'inflazione verificatosi a settembre scorso per effetto dell'aumento dell'IVA e i dati per i primi otto mesi del 2013 mostrano una crescita dei salari negoziali di +0,7% a/a decisamente più contenuta rispetto all'andamento dei due anni precedenti (+2,2% in media). Nel 2014 ci aspettiamo che i salari negoziali crescano più o meno al passo osservato quest'anno: 0,7% -0,8%. La dinamica del reddito da lavoro rimarrà quindi negativa a -0,4%, anche se meno che nel 2013, -2,0%. Il tasso di risparmio potrebbe salire marginalmente dall'8,5% di metà 2013. L'**inflazione** spagnola ha toccato un minimo a settembre all'1,01% a/a, causato in parte per il venir meno dal confronto annuale del rialzo dell'IVA del 2012. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe risalire e viaggiare all'1,7% nel 2014, ma l'inflazione *core* è attesa frenare ulteriormente verso l'1,1% nel 2014 per effetto dell'ampio *output gap* e della moderazione del costo del lavoro.

**Finanze pubbliche: deficit 2013 non lontano dal target.** La lettura delle statistiche di finanza pubblica diventerà più agevole dal momento che l'IGAE (*Intervencion General de la Administracion del Estado*) ha divulgato i dati sulle principali voci di spesa e entrate fiscali per i diversi livelli di Governo su base trimestrale dal 1° trimestre 2012 e da gennaio 2013 anche su base mensile<sup>9</sup>. La fotografia che emerge sulla base dei dati disponibili sino a giugno è che il deficit del settore pubblico potrebbe eccedere di due soli decimi l'obiettivo del 6,5% concordato con Bruxelles, un risultato decisamente migliore rispetto al 2012 (7,0% del PIL 2012 obiettivo - 6,3%). I dati sinora disponibili mostrano un andamento delle entrate tributarie inferiore rispetto agli obiettivi programmatici, mentre i tagli di spesa sembrano essere in linea con i piani<sup>10</sup>. Lo sfioramento degli obiettivi sembra da ricondursi alle Regioni, più che alle Amministrazioni centrali. Il saldo del settore statale è calato a -38,8 mld di euro (-3,8% del PIL) dai 42,5 mld di euro dello stesso periodo del 2012 (-4,0%), grazie in particolare alla riduzione dei consumi intermedi (principalmente salari e stipendi). Il saldo di bilancio delle Regioni nella prima metà di quest'anno è stato di -8 mld di euro (-0,8% del PIL) dai -7,7 mld nei primi sei mesi dello scorso anno (-0,8% del PIL). I dati sinora disponibili suggeriscono un saldo di bilancio per il settore pubblico 2013 di poco inferiore al 7% del PIL. Tuttavia, manteniamo la nostra previsione di

<sup>9</sup> Si noti che l'esame dei conti pubblici per diversi livelli di Governo è possibile solo su base trimestrale dal momento che per le comunità autonome non sono ancora disponibili i dati a frequenza mensile. Stimiamo l'andamento delle entrate e della spesa e saldo di bilancio nella seconda metà del 2013 usando come riferimento la dinamica osservata nei dati trimestrali dello scorso anno.

<sup>10</sup> Si noti che l'aumento dell'IVA a settembre 2012 ha determinato una forte crescita delle entrate tributarie nei mesi finali dello scorso anno, egualmente le misure sugli stipendi dei dipendenti pubblici (riduzione delle ferie e tredicesima) ha contribuito significativamente al contenimento della spesa.

deficit a -6,7% dal momento che le misure di contenimento della spesa delle regioni e la riforma dei Governi locali dello scorso 26 luglio potrebbero generare un miglioramento dei saldi più marcato nel 2° semestre 2013 rispetto a quanto osservato nella seconda metà dello scorso anno. Secondo le stime del Governo, la riforma delle amministrazioni locali dovrebbe generare risparmi di circa 0,2% sul 2013. Pur tenendo conto di elementi mitiganti, è probabile che il saldo delle regioni chiuda al di sopra dell'obiettivo del -1,3%. Il deficit delle Amministrazioni centrali potrebbe invece fare meglio rispetto all'obiettivo programmatico del -3,8%, dal momento che lo Stato ha già effettuato circa il 90% dei trasferimenti in particolare alla sicurezza sociale per il pagamento delle pensioni. Il deficit primario dovrebbe chiudere al -3,2-3,3% del PIL, poco al di sopra dell'obiettivo del -3,0%. L'andamento della spesa per interessi è, difatti, circa in linea con le proiezioni di Governo (+3,3% del PIL).

Tab. 1 - I dati trimestrali suggeriscono che il deficit 2013 chiuderà poco al di sopra del target; lo sfioramento potrebbe venire dalle Regioni

	2012 S1	2012 cons	2012 target	2013 S1	2013 prev. in base dinamica 2012 S2	2013 target
Amm. centrali	-4.0	-4.1	-3.5	-3.8	-3.8	-3.8
Regioni	-0.7	-1.8	-1.5	-0.8	-1.8	-1.3
Gov. locali	0.0	-0.2	-0.3	nd	0.0	0.0
Sicurezza Sociale	1.0	-1.0	-1.0	0.8	-1.1	-1.4
Settore pubblico	-3.9	-7.0	-6.3	-3.7	-6.8	-6.5

Fonte: IGAE. PS 2013-16 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nelle proiezioni di Primavera la Commissione stimava il deficit in salita al -7% nel 2014 dal -6,5% del 2013. Secondo le raccomandazioni della Commissione la Spagna doveva approvare misure per 2pp di PIL nel 2014 per 1pp di PIL nel 2015 e 1,5pp di PIL nel 2016. Nelle nostre previsioni, a legislazione vigente, il deficit 2014 dovrebbe rimanere al -6,6% del PIL dal momento che il Governo ha già esteso al 2014-15 alcune delle misure temporanee in vigore nel 2012-13: i) conferma delle misure già in essere e l'introduzione di nuove disposizioni in tema di tassazione dei redditi d'impresa<sup>11</sup> con un risparmio di spesa per 0,3% del PIL; ii) estensione del blocco delle assunzioni nel settore pubblico con un risparmio di spesa per uno -0,1% di PIL; iii) la riforma degli Enti locali dovrebbe generare risparmi nel 2014 di 0,1% di PIL. Non è chiaro se saranno confermate la riduzione delle ferie ed il taglio della quattordicesima per i dipendenti pubblici che nel 2013 hanno generato minori oneri di spesa per 0,2-0,3% punti di PIL. Il Budget 2014 (atteso entro fine settembre) dovrà quindi dettagliare misure aggiuntive per circa 1,0-1,5% punti di PIL. Al momento non si hanno indicazioni sulle misure per il 2014, se non che i risparmi dovrebbero venire ancora da razionalizzazione della spesa pubblica e da minori oneri pensionistici se saranno approvate le modifiche proposte a settembre 2013. Per il 2015 ci aspettiamo che il deficit cali al 5,2% del PIL, tale proiezione è basata sulla stima dei saldi tendenziali derivata dal PS. Ci aspettiamo che il debito continui a salire fino al 101,5% di PIL nel 2016.

<sup>11</sup> Il limite temporale per la deducibilità degli ammortamenti è stato esteso anche al 2014-15 con un effetto sulle entrate fiscali di 0,2% del PIL. Il Governo, con una disposizione di legge dello scorso 28 giugno, ha escluso dall'imponibile delle imprese le perdite estere. Stimiamo che la misura possa avere un effetto tra 0,1% e 0,2% del PIL.



### Focus: perché siamo più positivi sulla Spagna?

Il Paese, in risposta alle raccomandazioni della Commissione e del FMI, ha varato numerose riforme negli ultimi due anni che dovrebbero agevolare il processo di aggiustamento degli squilibri interni. Dettagliamo qui di seguito i principali sviluppi positivi.

- La **ristrutturazione del settore bancario** nell'ambito del programma di aiuti ESM per 100 miliardi di euro ed il trasferimento di attivi pignorati alla società di gestione SAREB è a buon punto e costituisce un passo importante per rinforzare il sistema finanziario spagnolo e la fiducia degli investitori, nonché per accelerare il *deleveraging* del settore privato.
- Il **processo di definizione ed esecuzione del Budget** è migliorato significativamente con la legge costituzionale del 2012 che ha imposto il rispetto degli obiettivi programmatici a tutti i livelli di Governo, nonché tramite l'istituzione del fondo per il pagamento del debito della PA verso fornitori FFPP (*Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores*) e del fondo per il finanziamento delle regioni e autonomie locali FLA (*Fondo de Liquidación Autonómica*).
- Il **controllo dei conti pubblici** è reso più agevole dall'introduzione di statistiche di contabilità nazionale per tutti i livelli di Governo e dovrebbe a breve essere monitorato da un'agenzia fiscale indipendente deputata a valutare la dinamica dei saldi di finanza pubblica.
- Il processo di contenimento e razionalizzazione della spesa pubblica sarà facilitato dalla **riforma dei Governi locali**. E' allo studio del Parlamento una proposta di legge per legare la spesa pensionistica a parametri di sostenibilità.
- E' stata istituita una Commissione per valutare le possibili riforme del sistema tributario. Sono state adottate misure per limitare l'evasione e la frode fiscale.
- E' stata liberalizzata l'apertura di piccoli esercizi commerciali, nonché gli orari d'esercizio e sono in agenda **ulteriori misure per aumentare la competitività nel mercato dei prodotti** tra cui riforme dei servizi professionali.
- La **riforma del mercato del lavoro adottata nel 2012 sta cominciando a dare frutti quanto meno sulla dinamica dei salari**. Gli accordi collettivi per il 2013 prevedono aumenti delle retribuzioni di 0,6% in rallentamento dal 2,3% del 2011. Il costo del lavoro per occupato è sceso di 0,6% a/a, da +1,1% del 2012.
- Il **saldo di parte corrente chiuderà con un surplus all'1,4% del PIL nel 2014** dal -10,7% del 2007. La chiusura del deficit di parte corrente è dovuto in larga parte al miglioramento del saldo commerciale ed in particolare del saldo beni al netto dell'energia.
- Per la prima volta da inizio anni Novanta, la Spagna è tornata a marzo ad essere un creditore netto sull'estero. La formazione di risparmio è venuta in particolare negli ultimi due trimestri dalle imprese non finanziarie e dal calo degli investimenti in costruzioni.
- La correzione della bolla immobiliare è accelerata negli ultimi anni. Il calo dei prezzi nominali delle case dal picco del 2008 è stato di circa il 30%. La quota degli investimenti residenziali in percentuale del PIL è tornata sul livello di fine anni Ottanta ed è al di sotto della media area euro.
- Il Paese gode di una relativa stabilità politica. Nonostante gli scandali sul finanziamento del PP abbiano occupato le prime pagine dei quotidiani negli ultimi mesi, riteniamo che il Governo dovrebbe rimanere in carica fino alla fine di questa legislatura. Le spinte indipendentiste della Catalunya non sono state raccolte. Il primo ministro Rajoy ha formalmente respinto la richiesta di un referendum lo scorso 14 settembre<sup>12</sup>. Tuttavia, vi è il rischio che le tensioni centro/periferia aumentino in futuro riducendo il supporto per nuove riforme.

<sup>12</sup> Per la Costituzione spagnola sancisce che solo il Governo centrale può convocare un referendum.

Nonostante vi siano numerose ragioni per essere al margine più positivi sulla Spagna, i problemi strutturali del Paese persistono e ci inducono a mantenere una valutazione cauta del quadro macro.

- Il Paese rimane estremamente vulnerabile a fughe di capitali esteri. I capitali esteri sono tornati ad affluire nel Paese la scorsa estate ma si sono poi nuovamente affievoliti da fine 2012. La posizione netta sull'estero (al netto del contributo della Banca di Spagna) rimane in debito ed è salita ancora a fine 2012. Deve, quindi, proseguire il *deleveraging* del settore finanziario e del settore privato (v. figg. 17 e 18). Il debito delle famiglie si è sceso, a marzo 2013 al 78,6% del PIL dal picco dell'86% del PIL nel 2009, ma è ancora significativamente al di sopra della media area euro (67%). L'indebitamento delle imprese non finanziarie si è ridotto sensibilmente dal picco di 142,5% del PIL nel 2010 al 126,4% del PIL nel 1° trimestre di quest'anno, ma rimane in eccesso rispetto della media euro zona. La Commissione Europea nella *review* dettagliata sulla Spagna di aprile 2013 stimava che il debito delle famiglie deve calare ancora di 29 punti e quello delle imprese di 12 punti<sup>13</sup>. Il credito continuerà, quindi, a contrarsi nei prossimi anni con ripercussioni negative sulla crescita (v. figg.14-16).
- Non può escludersi un ulteriore *undershooting* delle costruzioni residenziali e la dinamica della spesa nel trimestre primaverile va in questa direzione.
- Per evitare che la chiusura del saldo di parte corrente inverta nella fase di ripresa ciclica è cruciale che il Paese consolidi e metta a segno ulteriori recuperi di competitività di costo.
- Il mercato del lavoro versa in condizioni drammatiche; non solo è tra i più alti al mondo ma secondo le ultime stime OCSE di settembre 2013, il tasso di disoccupazione strutturale è salito durante la crisi al 19,8% (v. fig. 20). La disoccupazione di lunga durata rimane su livelli allarmanti: 49,3% a giugno a fronte di una media area euro del 47%. Il FMI nota che la moderazione dei salari rimane ancora limitata tenendo conto dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro. La riforma, inoltre, è stata poco efficace nel ridurre la dualità del mercato del lavoro. Nei mesi primaverili l'incidenza dell'occupazione a tempo determinato è tornata a salire al 23,1% dal 22,1% di marzo. Le prospettive per occupazione, redditi e consumi dipendono quindi dalle politiche che il Paese sarà in grado di attuare per riqualificare in particolare i disoccupati di lunga durata e i lavoratori espulsi dall'edilizia residenziale nonché a ridurre la "dualità" del mercato del lavoro spagnolo.
- I conti pubblici, se dovessero evolvere in linea con le indicazioni del PS 2013-16, tornerebbero a mala pena su un sentiero sostenibile per il medio periodo (si veda il Focus che segue).

### Focus: i conti pubblici ancora lontani dalla sostenibilità, ma il processo è avviato

Dal 2009 la Spagna ha messo a segno un miglioramento del saldo strutturale di oltre quattro punti di PIL, ma per riportare il deficit al di sotto del 3% nel 2016 rimane da attuare uno sforzo residuale di tre punti di PIL nel periodo 2014-16. Lo sforzo strutturale che verrà richiesto alla Spagna potrebbe essere inferiore dal momento che le Autorità europee hanno approvato, lo scorso 19 settembre, variazioni alla metodologia di calcolo del saldo strutturale. Tali modifiche dovrebbero essere incorporate nelle stime della Commissione d'autunno (in uscita per fine ottobre). E' stata proprio la Spagna a sollevare il caso sulla metodologia di calcolo dell'ampiezza dell'*output gap* e quindi dell'impatto del ciclo sui saldi di bilancio. La componente ciclica del deficit è data dall'interazione dell'elasticità rispetto al ciclo con l'*output gap*<sup>14</sup>. Se l'*output gap* è

<sup>13</sup> Si veda: [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/idr2013\\_spain\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/idr2013_spain_en.pdf)

<sup>14</sup> Per maggiori dettagli sulla metodologia di stima dell'*output gap*, utilizzata dalla Commissione UE si veda 2013, (Box I.I), European Economy (Economic Forecast Spring 2013), 2009 (Box I.3.2), European Economy (Economic Forecast Spring 2009).

## Scenario Macroeconomico

Settembre 2013

più ampio, la componente ciclica è più ampia e viceversa. E' probabile che con la nuova metodologia la stima di saldo strutturale della Commissione si avvicini a quello del Governo spagnolo. In ogni caso anche muovendo dalle stime di Governo del saldo strutturale, la Spagna dovrebbe attuare una correzione aggiuntiva di due punti di PIL tra il 2014 e il 2016, correzione che non è trascurabile ma sicuramente più gestibile di quella implicita nelle raccomandazioni della Commissione UE e soprattutto consentirebbe al Paese di rispettare entro il 2016 la regola sul saldo strutturale che per la Spagna è più stringente della regola di riduzione del debito. Per maggiori dettagli sulle regole fiscali europee si veda il *Weekly Economic Monitor* dello scorso 31/05/2013.

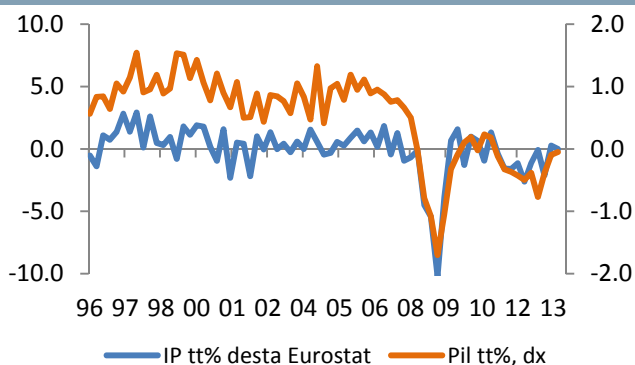
Se alla Spagna sarà richiesto uno sforzo inferiore rispetto a quello implicito, nelle raccomandazioni della Commissione la crescita tra il 2014 ed il 2016 potrebbe essere più forte di un paio di decimi rispetto a quanto da noi assunto.

Tab. 2 - Previsioni di finanza pubblica Intesa Sanpaolo e raccomandazioni Commissione UE al PS 2013-16

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Target come da raccomandazioni della Commissione al PS</b>					
Saldo	-10.6	-6.5	-5.8	-4.2	-2.8
Interessi	3.0	3.3	3.5	3.6	3.6
Saldo corretto per il ciclo	-8.4	-4.3	-3.6	-2.8	-1.6
Saldo primario corretto per il ciclo	-5.4	-1.0	-0.1	0.8	2.0
<b>Saldo strutturale</b>	<b>-5.5</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-1.6</b>
Saldo strutturale stime di governo	-4.3	-2.3	-1.7	-0.9	-0.2
Debito	85.9	91.4	nd	nd	nd
<b>Intesa Sanpaolo</b>					
Saldo	-10.8	-6.7	-6.4*	-5.2**	-5.1**
Interessi	3	3.2	3.5	3.5	3.6
Saldo corretto per il ciclo	-8.4	-4.5	-4.2	-3.8	-3.9
Saldo primario corretto per il ciclo	-5.4	-1.3	-0.7	-0.3	-0.3
Saldo strutturale	-5.5	-4.6	-4.2	-3.8	-3.8
Debito	85.9	91.7	97.2	99.0	101.3

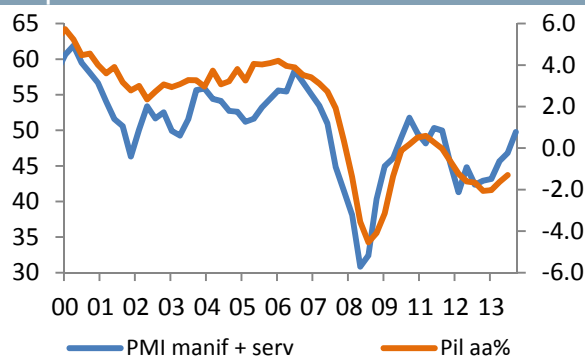
Fonte: raccomandazioni della Commissione SWD 2013 383 all'aggiornamento del PS 2013-16 e stime Intesa Sanpaolo. \*Stime a legislazione vigente partono dalla stima di deficit tendenziali della Commissione UE di primavera -7% e tengono conto delle misure già confermate per il 2014. \*\*Le stime per il 2015-16 partono dalle stime di deficit tendenziale come da PS e tengono conto delle misure sinora approvate con effetto sul 2015-16

Fig. 1 - PIL e produzione industriale hanno recuperato da inizio anno



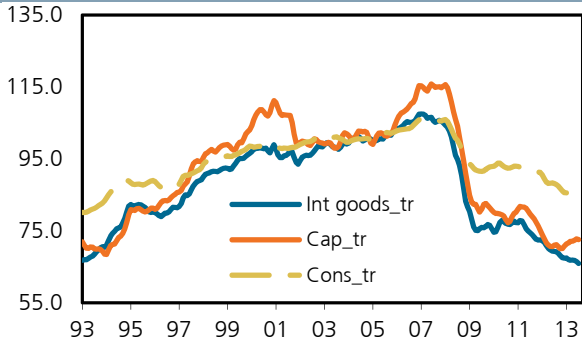
Fonte: Eurostat, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Gli indici PMI in estate hanno confermato che il peggio è alle spalle



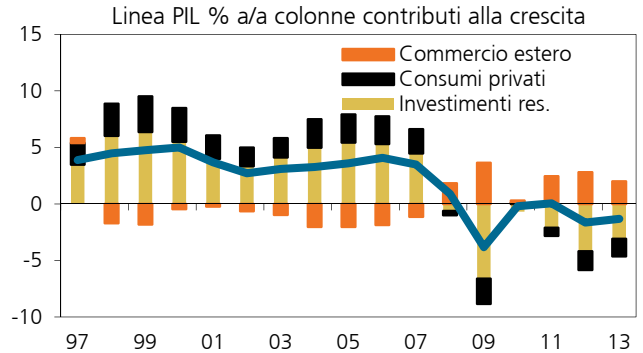
Fonte: Markit, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Il settore dei beni strumentali sembra aver svoltato



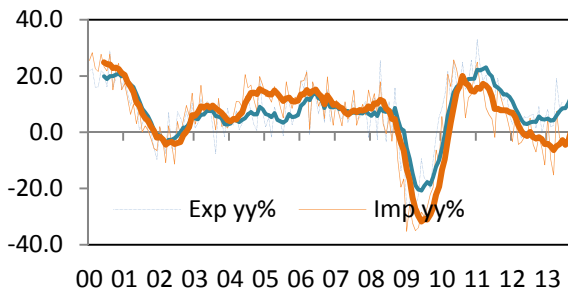
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Il trend è derivato tramite TRAMO SEATS

Fig. 4 - La crescita sarà trainata più dal commercio estero che dalla domanda interna



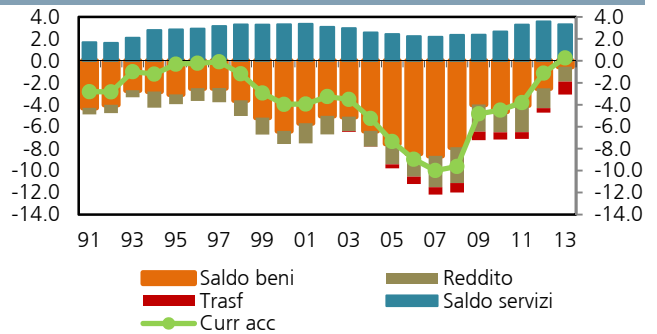
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - L'export è ripartito ma anche le importazioni sono tornate a crescere



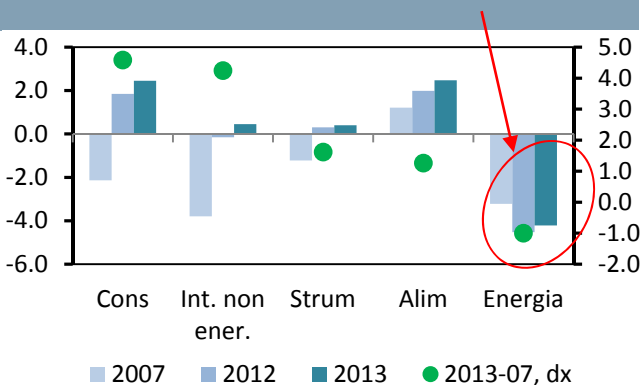
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Il saldo di parte corrente tornerà per la prima volta in surplus nel 2013 grazie ad un ulteriore miglioramento del saldo beni e servizi



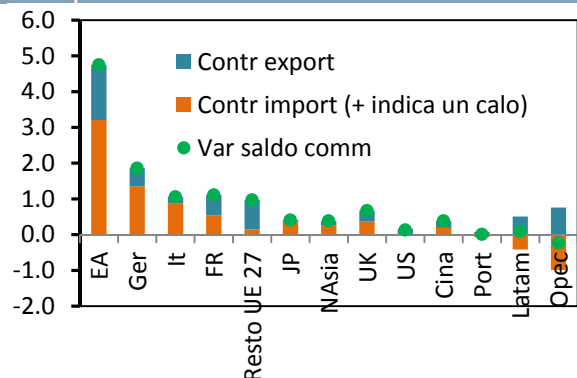
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Saldo merci in surplus con l'eccezione dell'energia



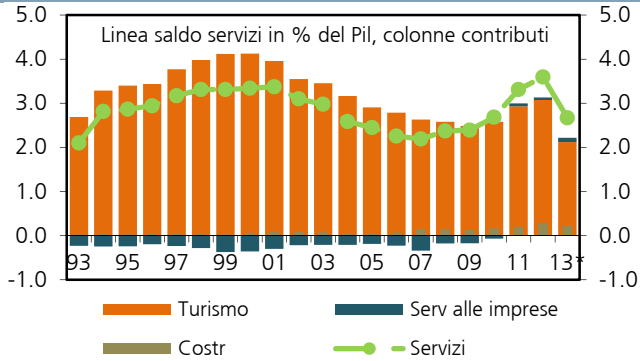
Fonte: Banco de España

Fig. 8 - Il miglioramento del saldo beni con la Francia, EUR 27 escluso AE, UK e America Latina è spiegato più dall'export che dall'import



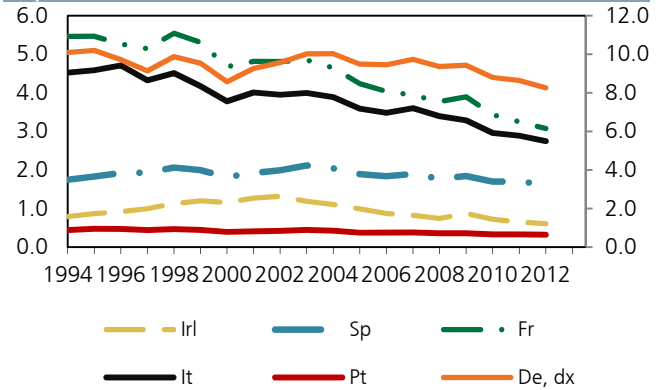
Fonte: Banco de España

Fig. 9 - Bilancia dei servizi in peggioramento a inizio 2013



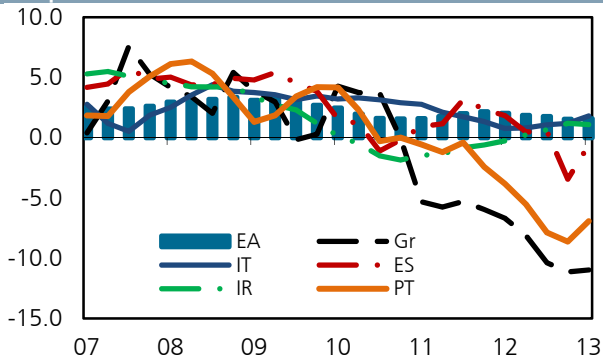
Fonte: Banco de España \* dati 2013 fermi a marzo

Fig. 10 - Migliore tenuta relativa delle quote di mercato rispetto a Francia e Italia



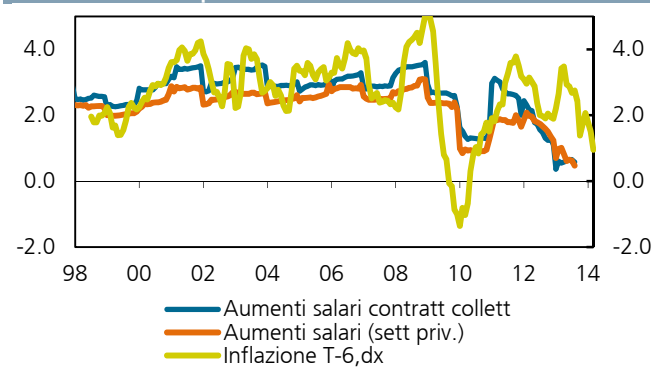
Fonte: Eurostat

Fig. 11 - La Spagna ha messo a segno importanti recuperi di competitività: il costo del lavoro in Spagna è calato più che in altri paesi



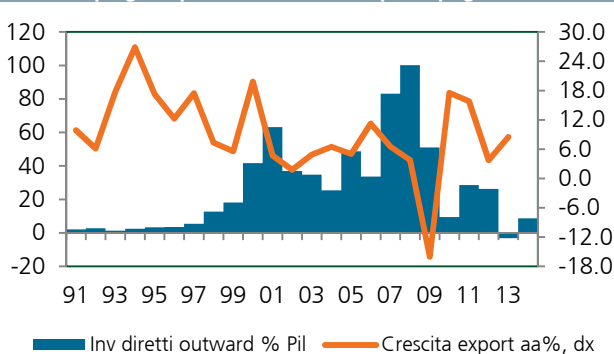
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - La riforma del 2012 ha sganciato i salari dall'inflazione e dovrebbe contribuire a consolidare i recuperi di competitività di costo nel medio periodo



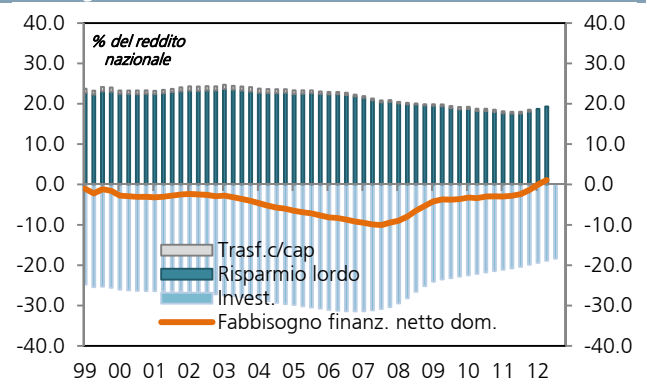
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 - Ma anche la dinamica degli investimenti diretti all'estero spiega la performance dell'export spagnolo



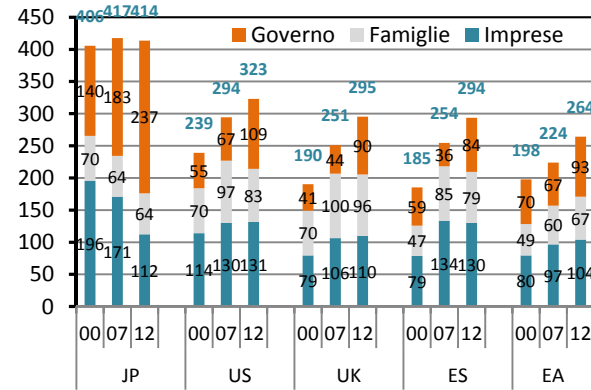
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 - Per la prima volta in quasi vent'anni a marzo 2013 il fabbisogno domestico era in lieve credito



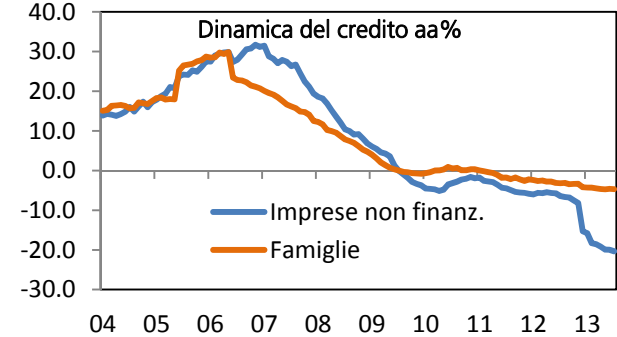
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 - Il processo di deleveraging deve proseguire



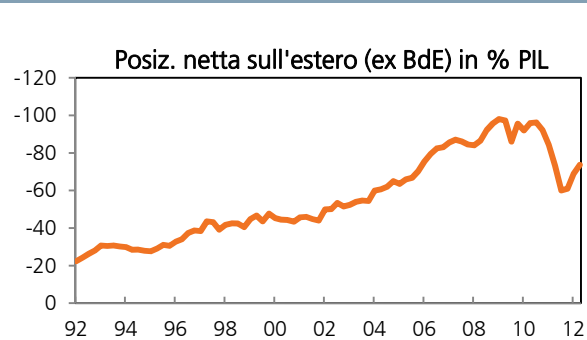
Fonte: BCE, BoE, Fed, Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 - Il credito al settore privato continuerà a contrarsi



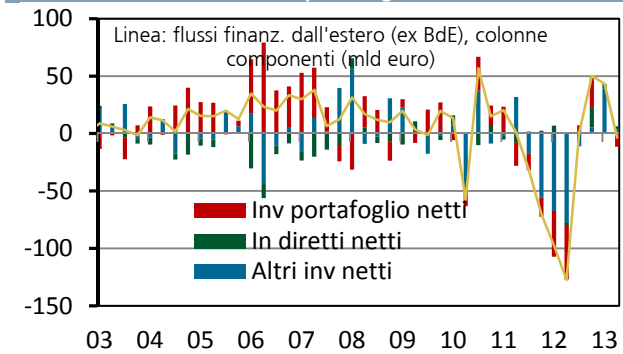
Fonte: BdE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 - La posizione debitoria sull'estero è peggiorata a fine 2012



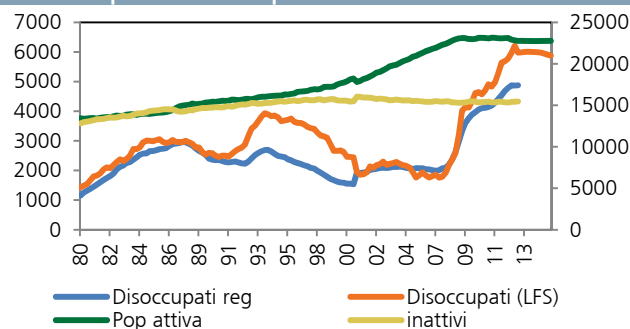
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 - Nella prima metà del 2013 si erano ridotti i flussi dall'estero in investimenti di portafoglio



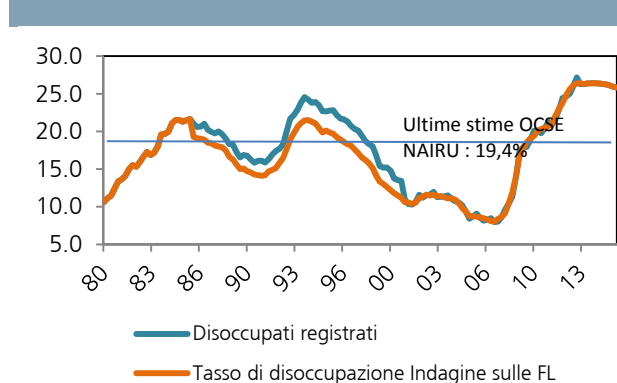
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 19 - Il tasso di disoccupazione ha toccato un massimo al 27,3% in primavera e a luglio è calata al 26,2%. La disoccupazione è scesa più della forza lavoro



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 20 - Il quadro per il mercato del lavoro rimane preoccupante



Fonte: OECD, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## La periferia in crisi: quadro contrastato, ma in miglioramento

Alla periferia dell'Eurozona la situazione di Grecia e Portogallo continua a preoccupare e le possibilità di due nuovi piani di salvataggio è concreta, specialmente per Atene. L'Irlanda si appresta a uscire con successo dal *bailout* entro fine anno e tornare a finanziarsi sui mercati internazionali dall'anno prossimo. Cipro è alle prese da quest'estate con il pacchetto di aiuti e per il momento non ci sono particolari criticità. La Slovenia rimane sotto stretta osservazione da parte dell'Europa.

Valerio Ceoloni

### Grecia: torna l'avanzo primario

Variazione delle principali variabili fiscali				
	2012	2013	2014p	2015p
<b>Saldo primario</b>				
Commissione UE (% PIL)	-1,3	0,0	1,5	3,0
Commissione UE (mld euro)	-2,6	0,0	2,8	5,7
<b>Deficit pubblico</b>				
Commissione UE (% PIL)	-6,3	-4,1	-3,3	-2,1
Commissione UE (mld euro)	-12,3	-7,5	-6,0	-4,1
<b>Debito pubblico</b>				
Commissione UE (% PIL)	156,9	175,5	175,0	170,0

Fonte: Commissione Europea, terza revisione, luglio 2013

Superate le turbolenze di inizio estate, quando si era profilata la possibilità di una crisi di governo per l'uscita della sinistra dalla maggioranza, la situazione politica nel paese si è stabilizzata nei mesi estivi. La *querelle* sorta tra FMI da una parte e partner europei dall'altra riguardo al rallentamento che stava subendo la terza revisione a causa delle privatizzazioni previste ma non realizzate è stata risolta. È attualmente in corso la quarta revisione all'interno del secondo programma di salvataggio (2012-14). La sua conclusione è attesa entro la fine di ottobre.

Rispetto a giugno la situazione del paese non è sostanzialmente mutata, il contesto macroeconomico rimane sempre difficile e in grado di mettere a rischio la riuscita del programma: un PIL che dall'inizio della crisi (2007) è diminuito del 25%, un tasso di disoccupazione al 27% e una disoccupazione giovanile al livello record del 57%. Registriamo che sono arrivati buoni segnali di vitalità dal settore turistico, che pesa per il 17% sull'economia nazionale e che quest'anno sta riservando una stagione particolarmente buona con un numero di turisti attesi di oltre 17 milioni (un milione in più rispetto all'anno scorso) e profitti in crescita del 15,5% da inizio anno. La recessione sta perdendo di intensità e dall'anno prossimo potrebbe vedersi un ritorno alla crescita, seppur minimo (+0,6%). Per quest'anno la previsione è stata leggermente migliorata a -4,2%, in particolare grazie al contributo positivo del turismo e degli investimenti.

L'altra notizia positiva è che il **Paese potrebbe chiudere l'anno tornando a registrare un avanzo primario**. L'obiettivo fiscale per il 2013 sarebbe così non solo raggiunto (l'obiettivo per il 2013 era un saldo primario pari a zero) ma addirittura superato. Questo risultato, se confermato, permetterebbe di far scattare una serie di agevolazioni in sede Europea che garantirebbero una riduzione del debito, che entro fine anno dovrebbe toccare il picco del 175,2%. La Troika comunque continua a segnalare che permangono **problemi** legati alla lentezza delle riforme concordate sul sistema statale, sulla riscossione dei tributi e sulle privatizzazioni in programma, nonché sull'aumento della produttività in generale. In particolare, per quanto riguarda le **privatizzazioni**, l'accordo per la vendita della quota statale (31%) nella rete di distribuzione energetica (DESFA) è stato raggiunto, ma la chiusura della cessione deve essere ancora approvata; la compagnia energetica nazionale (DEPA) aspetta invece ancora di trovare un acquirente disponibile. Entro fine settembre si dovrebbe finalizzare la vendita dell'agenzia di

gioco statale (OPAP) che aspetta ormai solo l'approvazione. Nel complesso, i fondi raccolti da queste tre cessioni ammontano a soli 1,5 mld di euro nel 2013, contro i 2,5 mld stimati inizialmente.

I rischi principali rimangono sostanzialmente cinque: 1) le ulteriori possibili **dilazioni nel ritmo delle riforme strutturali** e le loro ricadute in termini di mancato miglioramento della produttività; 2) un **bilancio statale ancora fragile**, nonostante l'importante obiettivo dell'avanzo primario, ormai a portata; 3) l'**instabilità politica e sociale** che continua a minacciare lo svolgimento del programma; 4) possibili ricadute sull'economia nazionale di rischi esterni, particolarmente quelli legati alla lenta uscita dalla crisi della zona euro; 5) la **dinamica del debito** rimane sostanzialmente quella già delineata nella terza revisione, con un debito pubblico che dovrebbe toccare il picco del 176% quest'anno e in progressiva discesa al 124% entro il 2020.

Un terzo programma di aiuti per il 2014 è sostanzialmente scontato, anche se nessuno vuole ancora affrontare l'argomento, e il Governo greco sta già pensando a predisporre garanzie (prevalentemente immobili) da offrire in cambio di un nuovo finanziamento per il biennio 2014-15.

#### Irlanda: conclusione del programma entro dicembre

Fabbisogno finanziario, variabili fiscali e ammontare degli aiuti					
Miliardi di euro	2011	2012	2013p	2014p	Totale
Fabbisogno lordo del settore pubblico	21,3	12,5	12,6	7,5	53,9
Supporto al sistema bancario	16,6	1,6	0,0	0,0	18,2
Deficit pubblico (%PIL)	-13,4	-7,6	-7,5	-4,4	-2,2
Saldo Primario (%PIL)		-3,9	-2,6	0,5	2,7
Debito pubblico (%PIL)	106,4	117,6	123,3	119,5	
Prestiti UE-FMI	34,5	21,2	11,7	0	67,5
EFSM/EFSSF	21,5	12,3	6,4	0,0	40,1
Bilaterali	0,5	2,5	1,9	0,0	4,8
FMI	12,6	6,4	3,5	0,0	22,5

Fonte: Commissione Europea, Occasional paper 154, luglio 2013; Ministero delle Finanze irlandese

Mancano ormai pochi mesi alla conclusione del programma di aiuti che prevedeva di erogare complessivamente 85 miliardi di euro (di cui circa 83 già sborsati) al Paese. Novità sostanziali non ce ne sono state nel corso dell'estate e il paese si sta avviando a tornare a finanziarsi autonomamente sul mercato dall'anno prossimo. Il completamento a luglio dell'undicesima revisione del programma si è limitato a confermare quanto già constatato a maggio, evidenziando che l'Irlanda è l'unico paese candidato all'uscita dal programma di aiuti nei tempi stabiliti.

A seguito dell'approvazione della revisione sono stati erogati circa 3,4 mld di euro tra EFSF, FMI e prestiti bilaterali. I punti consueti di attenzione evidenziati dalla Troika per il futuro rimangono tre. Prima di tutto la riduzione della disoccupazione strutturale, ancora alta rispetto all'Eurozona, ma comunque al minimo da tre anni (al 13,8%). La creazione di nuovi posti di lavoro è cresciuta all'1,9% t/t nel secondo trimestre dopo il 1,1% t/t del primo trimestre, anche se spesso si tratta di impieghi part-time. In secondo luogo rimane la riduzione dei prestiti incagliati che gravano sul sistema bancario nazionale e in generale la difficoltà nell'accesso al credito da parte delle PMI. Terzo, il ritorno alla crescita soprattutto attraverso la ripresa della domanda interna, che rimane ancora debole. Dal lato dei conti pubblici, dopo due anni di obiettivi raggiunti, anche per il 2013 ci aspettiamo un risultato positivo, anche se i margini sono forse più stretti rispetto agli anni scorsi. L'obiettivo di medio periodo rimane di portare il rapporto deficit/PIL sotto al 3% entro il 2015, stimiamo al -2,2%. I passaggi intermedi prevedono che il rapporto scenda al -4,3% nel 2014 e al -7,5% quest'anno.



La prossima revisione è prevista per ottobre, contestualmente all'uscita prevista per metà di quel mese del documento di budget per il 2014: in quella sede è previsto che il Governo deciderà anche se chiedere ai partner europei e al FMI la concessione di una linea di credito precauzionale (della verosimile durata di 12 mesi) che possa agevolare il pieno ritorno sui mercati. Della possibilità di ricorrere a una linea di credito aggiuntiva si era iniziato a parlarne durante la nona revisione, in modo da permettere al Paese nella prima fase dalla fine del programma di evitare "scosse di assestamento" sui mercati. Questa linea precauzionale, oltretutto, sarebbe un prerequisito per poter poi accedere alle OMT. In ogni caso, è da precisare che il buon riscontro avuto già quest'anno sui mercati finanziari permetterà a Dublino di accumulare una riserva (pari a circa 10 mld di euro entro fine anno, di cui 7,5 già raccolti) in grado di garantire comunque il fabbisogno per i prossimi 12-15 mesi.

### Portogallo: cruciale l'esito della revisione in corso

Fabbisogno finanziario e flussi di finanziamento					
miliardi di euro	2011	2012	2013p	2014p	Totale
	Giu-Dic				
Deficit del settore pubblico	11,3	13,3	16,0	7,2	47,8
Ammortamento	9,5	27,8	9,0	14,6	60,9
Supporto al sistema bancario	1,0	7,5	2,9	0,4	11,8
<b>Fabbisogno finanziario</b>	<b>21,8</b>	<b>48,6</b>	<b>27,9</b>	<b>22,2</b>	<b>120,5</b>
Finanziamento sul mercato	-6,4	8,9	8,1	16,3	26,8
Proprie risorse	-5,7	12,3	9,9	-2,0	14,4
Prestiti UE-FMI	34,0	27,4	9,9	7,9	79,3
EFSM/EFSSF	21,0	19,2	6,5	5,2	52,0
FMI	13,0	8,2	3,4	2,7	27,3
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>21,8</b>	<b>48,6</b>	<b>27,9</b>	<b>22,2</b>	<b>120,5</b>

Fonte: Commissione Europea, settima revisione, giugno 2013

La crisi di governo scoppiata per le dimissioni del ministro Portas a luglio ha fatto slittare l'ottava revisione, spingendo la Troika a decidere di rimandarla e farla poi confluire nella nona, iniziata attorno alla metà di settembre. La decisione è stata presa per permettere il rientro della crisi politica che ha rischiato di sfociare in elezioni anticipate. Nel frattempo, attorno alla fine di agosto la Corte Costituzionale è intervenuta per la terza volta, bocciando un provvedimento del Governo volto alla riduzione del personale nella pubblica amministrazione e che rientrava all'interno delle misure concordate con i partner internazionali per il contenimento della spesa pubblica. **La situazione rimane pertanto delicata**, tanto più che la revisione attualmente in corso si rivelerà cruciale nella valutazione delle condizioni del Paese rispetto al programma di salvataggio e nella decisione di predisporre un eventuale secondo programma di aiuti (nella forma di una linea precauzionale, nell'ipotesi di un'evoluzione positiva della situazione, di un programma di aggiustamento, se i progressi risultassero insufficienti).

Su questo fronte, il primo ministro Coelho aveva avanzato la richiesta, respinta per adesso, di allentare il rapporto deficit/PIL 2014 al -4,5% dal -4,0% originario: allo stato attuale, quindi, **i tagli alla spesa previsti per fare tornare i conti rimangono circa pari a 4 mld di euro nel prossimo anno. Per l'anno in corso, invece, l'obiettivo rimane alla portata (-5,5%)**. Il rapporto deficit/PIL dovrebbe tornare sotto il 3% nel 2015 (obiettivo 2,5%). In attesa delle conclusioni della revisione in corso, i punti focali rimangono l'implementazione di riforme strutturali volte a stimolare la competitività e a ridurre la disoccupazione (al 16,5%, quella giovanile oltre il 41%), il risanamento dei conti pubblici e la ricapitalizzazione del settore finanziario. Sul fronte della crescita, il Paese ha registrato a giugno il primo trimestre positivo dopo dieci trimestri di contrazione (+1,1% t/t, -2,1% a/a dopo -0,4% t/t, -4,1% a/a di marzo), in particolare grazie al contributo positivo delle esportazioni nette (+0,3%), degli investimenti (+0,5%) e della domanda interna (+0,3%). Sull'anno le stime rimangono per una contrazione media attorno al -2,3% a/a, mentre per l'anno prossimo si valuta che la ripresa del PIL si attesterà attorno allo 0,6%. Gli obiettivi fiscali per quest'anno quindi dovrebbero essere confermati e raggiungibili. I

rischi sulla riuscita del programma sono ancora alti e le cause principali rimangono i conti pubblici molto fragili, lo scenario macroeconomico incerto (anche se i segnali di ripresa nell'Eurozona potrebbero giovare alle esportazioni nette) e il ruolo sempre più determinante giocato dalla Corte Costituzionale sulla realizzabilità delle misure predisposte dal Governo. La conclusione della revisione in corso è attesa per ottobre.

#### **Cipro: completata la prima revisione**

Il piano quadriennale di salvataggio che garantirà dal 2013 al 2016 circa 10 miliardi di euro al Governo cipriota è già in pieno svolgimento. La prima revisione si è conclusa positivamente alla fine di luglio e il 13 settembre scorso l'Eurogruppo ha di conseguenza autorizzato l'erogazione della prossima *tranche* di aiuti pari a 1,5 mld di euro (più circa 86 mln sborsati dal FMI). Al momento sono stati già erogati tre miliardi tra maggio (2 mld) e giugno (1 mld). Sebbene i rischi macroeconomici rimangano alti, l'Eurogruppo si è detto soddisfatto di come stanno procedendo i lavori e della collaborazione del Governo, che ha anche lasciato intendere che sarà in grado entro gennaio 2014 di rimuovere del tutto i vincoli ai movimenti di capitale, istituiti alla vigilia della crisi. La previsione di contrazione del PIL per quest'anno è confermata attorno al -8,7%.

#### **Slovenia: nessuna richiesta di aiuto in vista**

La Slovenia rimane un'osservata speciale a motivo del processo di ristrutturazione bancaria, ma per adesso il Governo non ha intenzione di chiedere aiuto all'Eurogruppo, il quale si è dichiarato soddisfatto di come il Paese stia fronteggiando i problemi legati al suo sistema finanziario. La Commissione Europea a giugno scorso aveva avanzato delle raccomandazioni in nove punti al Governo sloveno, che oltre ad affrontare i nodi delle banche, incoraggiava anche misure più strutturali (dal 2008 il Paese ha già sperimentato due recessioni): accelerare le ristrutturazioni nelle aziende troppo indebitate, fare emergere l'economia sommersa e agevolare ulteriormente l'imprenditorialità. Gli *stress test* in corso sulle banche slovene, voluti dalla BCE, saranno ultimati entro la fine di ottobre. Fino ad ora, il Governo è riuscito ad evitare il ricorso a programmi di sostegno in connessione alla ricapitalizzazione delle banche e il rifinanziamento del debito è stato gestito senza traumi. Le due banche locali poste in liquidazione avevano un peso ridotto nel settore finanziario nazionale (attorno al 4%). Il Primo Ministro Cufer ha annunciato che la conclusione dei test permetterà di quantificare l'ammontare dei *bad loan*, in modo che in capo a un paio di mesi si potrà convogliarli nella *bad company* istituita sei mesi fa (DUTB). Cufer ha comunque tranquillizzato i partner europei confermando che il Paese ha sufficiente liquidità per giungere senza problemi all'inizio del prossimo anno. Sebbene si tema che i *bad loan* alla fine dei test possano salire alla notevole cifra di 7,5 mld di euro (21,5% del PIL), l'ingresso del nuovo Governatore Centrale Bostjan Jazbec a luglio sembra essere una buona notizia: una delle prime misure è stata quella di estendere gli stress test a praticamente tutto il settore bancario, al fine di avere un'immagine della situazione la più esatta possibile e assicurare così massima trasparenza ai mercati. Occorrerà quindi attendere l'esito degli stress test di ottobre, ma si può ritenere che un eventuale ricorso all'ESM per assistere la ricapitalizzazione bancaria non dovrebbe essere visto negativamente alla luce dell'esperienza spagnola.

## Asia

### Giappone: lo scenario è positivo, ma è soggetto all'incertezza sulla politica fiscale del 2014

Giovanna Mossetti

- La ripresa economica in Giappone è stata robusta nel 1° semestre, e le indicazioni congiunturali puntano a una seconda metà dell'anno ancora all'insegna di una crescita solida. La svolta ciclica ha confermato il ruolo trainante dei consumi privati, grazie al miglioramento del mercato del lavoro e del reddito nominale e al ritorno di aspettative di inflazione positiva. Finalmente anche gli investimenti hanno svoltato e sono tornati a contribuire positivamente all'espansione della domanda. La previsione è di crescita del 2% nel 2013 e dell'1,7% nel 2014. Lo scenario, pur essendo generalmente positivo, è soggetto a enorme incertezza ed è condizionato alle decisioni del Governo sul rialzo dell'imposta sui consumi.
- L'inflazione è tornata positiva da giugno, testimoniando la credibilità della strategia di politica monetaria e dell'obiettivo della BoJ. Il trend dell'inflazione, come quello della crescita, sarà fortemente influenzato dalle decisioni sull'imposta sui consumi. Se verrà attuato l'aumento previsto per aprile 2014, l'inflazione temporaneamente passerà da un sentiero sottostante vicino all'1% a/a, a variazioni intorno al 3% a/a. Il rialzo è ovviamente transitorio e le variazioni dei prezzi dovrebbero tornare intorno all'1% nel 2015. La BoJ formula già le proprie previsioni anche al netto dell'aumento delle imposte indirette.
- Archiviata la volatilità della primavera, i rendimenti sono tornati a scendere, anche prima delle sorprese della Fed. Le banche stanno spostando l'attivo dai JGB ai prestiti, mentre gli acquisti della BoJ controllano i rendimenti; i tassi reali restano negativi lungo tutta la curva.
- Lo scenario è ora dominato dagli sviluppi di politica fiscale, con l'avvicinarsi della decisione sul rialzo dell'imposta sui consumi. A inizio ottobre dovrebbe essere delineato il piano del Governo: lo scenario centrale è l'attuazione del primo rialzo dell'imposta sui consumi come previsto dalla legislazione vigente (aliquota a 8% da 5% ad aprile 2014), mentre rimarrebbe da confermare il secondo rialzo (da 8% a 10% a ottobre 2015). Il rialzo dell'imposta sui consumi dovrebbe essere accompagnato da un pacchetto di stimolo fiscale di breve termine, pari a circa 5 tln di yen, mirato a ridurre l'effetto restrittivo sul 2014 e composto da tagli all'imposta sulle imprese e da aumenti di spesa per investimenti pubblici.

Giappone - Previsioni macroeconomiche	2012			2013			2014				
	2012	2013P	2014P	2012	2013	2013	2014	2014	2014		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.0	1.9	1.7	0.3	0.1	1.3	2.9	3.6	3.3	1.0	1.3
- trim/trim annualizzato				1.1	4.1	3.8	2.6	3.9	3.2	-5.2	3.5
Consumi privati	2.4	2.1	1.0	2.0	3.4	3.0	2.0	3.1	3.4	-6.0	1.4
IFL - priv. non residenziali	1.8	-1.3	4.4	-4.8	-0.1	5.1	2.3	3.2	3.6	5.8	6.1
IFL - priv. residenziali	3.0	7.6	2.6	15.1	7.7	-1.0	13.6	1.8	1.2	1.1	1.1
Investim. pubblici	12.5	8.4	-0.9	13.5	5.8	12.7	-5.6	-0.9	-7.1	-11.3	22.4
Consumi pubblici	2.4	1.5	1.3	2.5	0.2	3.0	0.8	1.8	1.8	1.2	0.4
Esportazioni	-0.1	3.1	9.7	-10.2	16.8	12.4	6.6	8.8	8.8	11.4	12.1
Importazioni	5.5	2.3	8.8	-7.8	4.1	6.2	6.2	8.5	9.4	9.3	10.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.2	0.3	0.1	-0.6	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.7	1.8	0.7	0.9	0.8	0.9	1.0
Deficit (% PIL)	-9.9	-9.3	-7.2								
Debito/PIL (% PIL)	209.6	213.6	213.1								
CPI (a/a)	0.0	0.2	2.4	-0.2	-0.6	-0.3	0.7	1.0	1.3	3.1	2.6
Produzione Industriale	0.2	-0.6	6.4	-7.0	2.3	6.2	8.7	4.7	5.2	6.5	8.2
Disoccupazione (%)	4.4	4.0	3.7	4.2	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.19	0.14	0.35	0.19	0.17	0.16	0.07	0.18	0.24	0.28	0.39
Dollaro/Yen (Yen)	79.8	97.5	105.7	81.2	92.1	98.7	98.9	100.2	104.2	105.6	106.6
Cambio effettivo (1990=100)	178.9	145.5	134.6	175.0	153.5	144.2	143.2	141.2	137.0	134.5	133.4

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

### La ripresa è solida, almeno fino ad aprile 2014

La crescita è proseguita a ritmi solidi nel 2° trimestre, mantenendo una velocità di crociera di circa 1% t/t, come nel primo trimestre. Le previsioni per il resto dell'anno sono positive, con il graduale aumento del contributo degli investimenti fissi non residenziali che si aggiunge all'espansione dei consumi. Le previsioni per il 2014 sono condizionate alle decisioni del Governo riguardo al rialzo dell'imposta sui consumi e a un eventuale nuovo pacchetto di stimolo fiscale.

Le ipotesi alla base del nostro scenario sono di attuazione del rialzo programmato nel 2014 dell'imposta sui consumi da 5% attuale all'8% ad aprile 2014, accompagnato da un pacchetto di stimolo di circa 5 tln di yen, in gran parte concentrato su aumenti transitori di investimenti pubblici, con l'aggiunta di una possibile riduzione dell'aliquota effettiva dell'imposta sugli utili delle imprese (v. sezione sulla politica fiscale). Il Governo dovrebbe annunciare il piano per il 2014 a inizio ottobre.

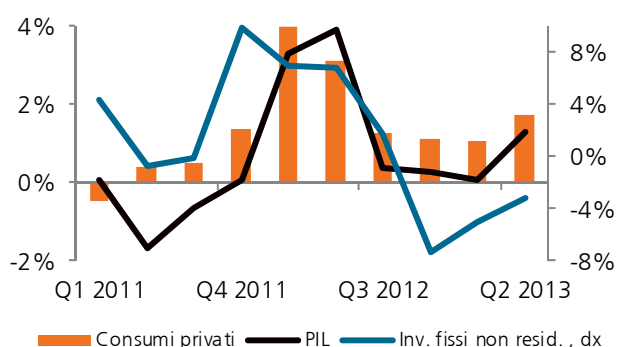
### La domanda privata continua a guidare la ripresa

**Consumi sull'ottovolante nel 2014-15.** I consumi restano la forza trainante di questo ciclo, per via di una combinazione di fattori: mercato del lavoro in miglioramento e fine della deflazione sono gli elementi cruciali della crescita della spesa delle famiglie. Il mercato del lavoro registra aumenti delle posizioni aperte, riduzione della forza lavoro (per motivi demografici) e calo della disoccupazione. La variazione annua del monte salari (nominale) è tornata in territorio positivo da giugno (luglio: +0,4% a/a), grazie all'aumento dell'occupazione, dei salari e delle ore lavorate. La dinamica dei consumi dovrebbe subire un'ulteriore significativa accelerazione nel 4° trimestre 2013 e nel 1° trimestre 2014, che però rappresenta solo un incremento transitorio dovuto all'atteso rialzo dell'imposta. L'effetto netto dell'aumento dell'imposta è ovviamente negativo. Ogni punto percentuale di aumento dell'imposta equivale a un aumento di tassazione pari a circa 2,7 tln di yen. Con una propensione marginale al consumo di circa 0,65, l'effetto sui consumi di un rialzo dell'aliquota di 3pp è stimabile in un calo di 5,3 tln di yen (1,7% dei consumi totali). Questo effetto restrittivo peserà sulla crescita del 2014, anche se probabilmente sarà in parte compensato da misure espansive sul fronte della spesa pubblica e delle imposte sulle imprese (v. sotto). **I consumi nel 2013 sono previsti in aumento di 2,1%, e in rallentamento a 1% nel 2014.** Una modesta riaccelerazione dei consumi è prevista per il 2015, sulla base di aspettative che venga attuata la seconda parte dell'aumento dell'imposta sui consumi (a 10% a ottobre 2015). Il sostegno della politica monetaria dovrebbe proteggere il proseguimento dell'espansione nel prossimo biennio.

**Investimenti non residenziali in ripresa, costruzioni in rallentamento.** Gli investimenti residenziali nel 2013 hanno subito una rapida accelerazione, in parte sostenuta dalla svolta sui tassi. Nel 2013 gli investimenti residenziali dovrebbero crescere del 7,6%, per poi rallentare a +2,6% nel 2014. Per la sostenibilità della ripresa un fattore cruciale è la svolta positiva degli investimenti fissi delle imprese: dopo 5 trimestri consecutivi di contrazioni fra inizio 2012 e inizio 2013, la spesa in conto capitale è tornata a crescere. Le previsioni per il 2013 sono di contrazione di -1,3 e di crescita di 4,4% nel 2014. La contrazione del 2013 è dovuta a una base di partenza molto bassa, che prevale sul contributo positivo di tre trimestri di aumenti attesi fra il 2° e il 4° trimestre di quest'anno. La ripresa degli investimenti delle imprese è il risultato di diversi fattori: prima di tutto il deprezzamento dello yen in atto da fine 2012, l'aumento della profittabilità legato anche al ritorno a uno scenario di inflazione positiva, e più recentemente la riaccelerazione della crescita dell'economia globale, diffusa alle diverse aree, dagli USA, alla Cina, e all'Europa. Le indagini di settore e l'andamento di produzione industriale e ordini puntano a una dinamica solida sia nel 2013 sia nel 2014, pur in un contesto di restrizione fiscale attesa per via del rialzo dell'imposta sui consumi di aprile 2014.

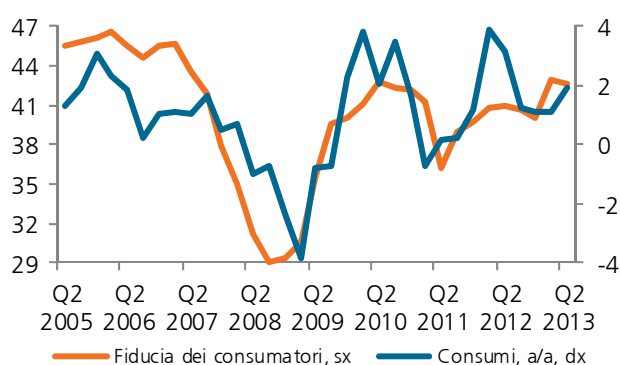
**Canale estero: l'export riduce il deficit commerciale, ma non lo elimina.** I più recenti dati di commercio estero segnalano una ripresa dell'export reale non solo verso gli Stati Uniti ma anche verso Europa e Cina; le esportazioni verso i paesi dell'Asia emergente restano deboli, ma dovrebbero essere vicine a una svolta. Le prospettive di accelerazione della crescita mondiale e deprezzamento dello yen fanno prevedere esportazioni in aumento del 3,1% nel 2013 e del 9,7% nel 2014. Anche la dinamica dell'import è in accelerazione per via di una crescita della domanda giapponese più sostenuta (prev. +2,2% nel 2013 e +8,8% nel 2014). Con questo sentiero, la bilancia commerciale dovrebbe gradualmente ridursi, in linea con l'evoluzione dell'"effetto J" che ha seguito il rapido deprezzamento dello yen a fine 2012.

Fig. 1 - Una ripresa trainata dalle famiglie



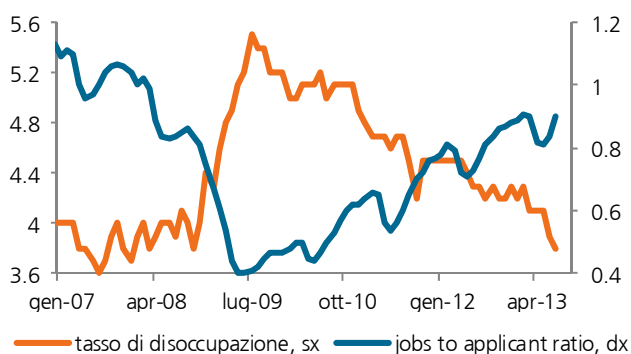
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Variazioni a/a.

Fig. 2 - I consumi continuano a correre



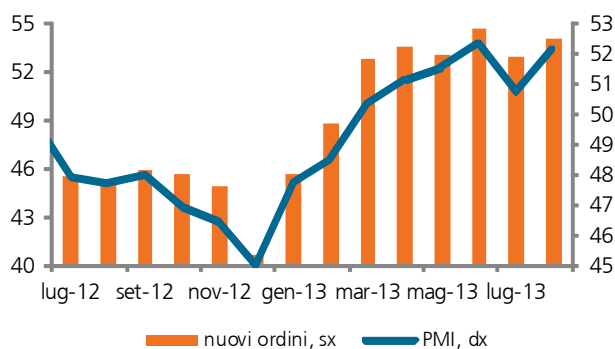
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - Il mercato del lavoro migliora: in rialzo le posizioni aperte



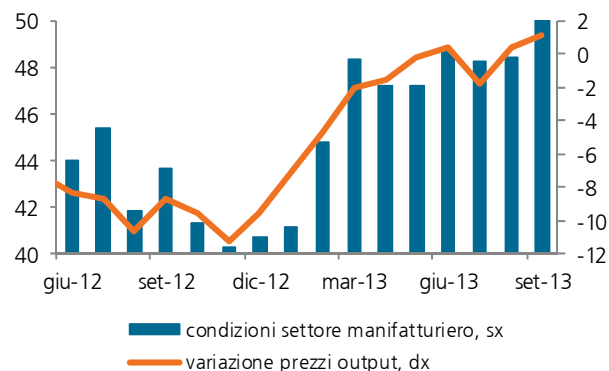
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 - La svolta inizia a trasferirsi alle imprese: PMI Markit settore manifatturiero e ordini



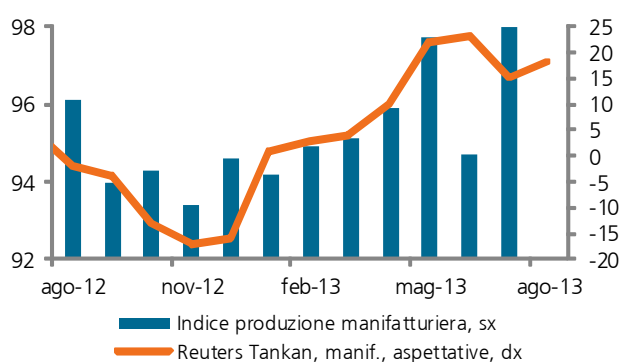
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - Indagine Shoko Chukin: le imprese manifatturiere iniziano a pianificare rialzi dei prezzi di vendita



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - Produzione industriale e aspettative Reuters Tankan: segnali di ripresa



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Politiche economiche: come attuare l'arrivo del *fiscal cliff* giapponese?

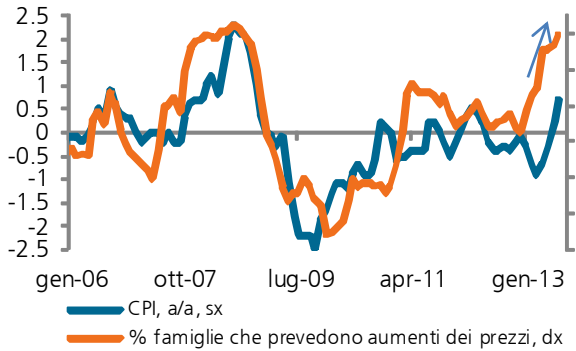
**1. Politica fiscale: un autunno intenso.** Lo scenario dell'economia giapponese è ora dipendente dall'evoluzione della politica fiscale. Il consolidamento della ripresa dovrebbe permettere al Governo di procedere con la fase di consolidamento strutturale dei conti pubblici. A inizio ottobre verrà annunciata la decisione riguardo all'aumento dell'imposta sui consumi. La legislazione vigente, approvata dal Governo precedente, prevede un aumento dell'imposta sui consumi in due fasi, dal 5 all'8% ad aprile 2014 e dall'8 al 10% a ottobre 2015. Il nostro scenario per il 2014 è basato sulle seguenti ipotesi: 1) attuazione del rialzo dell'imposta sui consumi da 5 a 8% ad aprile 2014, 2) introduzione di misure espansive per circa 5 tln nel 2014, per lo più concentrate su aumento della spesa pubblica per investimenti e mirate a contrastare la restrizione generata dall'aumento delle imposte indirette. Il Governo aveva segnalato che se l'economia si fosse mantenuta su un sentiero di ripresa solida, il primo rialzo dell'imposta sui consumi sarebbe stato attuato. Alla luce della difficoltà di rinegoziare in Parlamento un sentiero di rialzo dell'IVA, è probabile che il Governo proceda mantenendo l'aumento previsto nel 2014, introducendo misure di stimolo temporaneo dal lato della spesa e segnalando che il secondo rialzo dell'imposta verrà messo in atto solo se l'economia sarà ancora in ripresa nel 2014-15.

Come indicato sopra, il rialzo previsto dell'IVA da 5 a 8% porterebbe un incremento delle entrate stimato in 8,1 tln di yen e un effetto restrittivo diretto sulla domanda pari a circa 5,3 tln di yen. Pertanto il Governo sta considerando misure espansive vicine a 5 tln di yen, con l'obiettivo di neutralizzare la restrizione dal lato delle imposte sui consumi e allo stesso tempo proseguire sul sentiero di chiusura del deficit pubblico. Attualmente le voci più probabili nel pacchetto espansivo sono aumenti della spesa per investimenti da un lato e riduzione delle imposte sugli utili delle imprese dall'altro. Nel nostro scenario, la componente di riduzione dell'imposta sulle imprese è modesta: è possibile che venga eliminata la sovrattassa introdotta dopo il terremoto del 2011 che ha portato l'aliquota effettiva dal 35 al 38%; questa modifica darebbe luogo a una riduzione di entrate di circa 1,2 tln di yen. Gran parte del pacchetto espansivo sarebbe concentrato su investimenti pubblici, la cui attuazione però potrebbe avere effetti dilazionati. La *stance* di politica fiscale, anche in presenza di un ampio pacchetto di stimolo temporaneo, sarebbe comunque restrittiva, pur permettendo alla ripresa di proseguire nel 2014.

Con il rialzo dell'imposta sui consumi e lo stimolo temporaneo di circa 5 tln di yen (aumento degli investimenti pubblici e riduzione dell'aliquota della corporate tax da 38 a 35,6%), il rapporto deficit/PIL scenderebbe da -9,3% stimato per il 2013 a -7,4% nel 2014. Se venisse attuata anche la seconda fase di rialzo dell'imposta sui consumi nel 2015, il rapporto deficit/PIL proseguirebbe su un sentiero di riduzione verso -5,5% nel 2015 e -4,7% nel 2016. Il rapporto debito/PIL si stabilizzerebbe intorno al 213% nel 2015, ma poi tornerebbe ad aumentare con la normalizzazione del livello dei tassi di interesse. Questo scenario conferma la necessità di ulteriori misure di consolidamento fiscale; il FMI indica che l'imposta sui consumi dovrebbe essere portata almeno al 15% per rendere sostenibile il quadro fiscale giapponese.

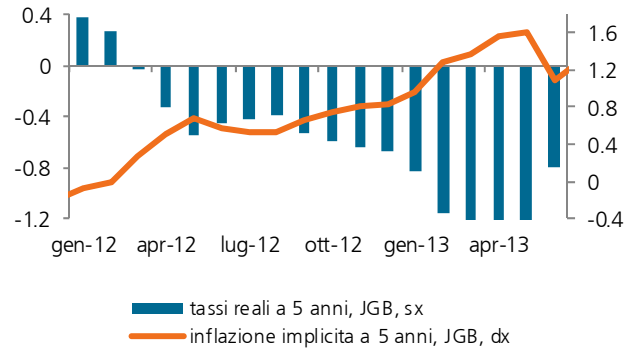
**2. Politica monetaria: possibile aumento dello stimolo nel 2014.** Il sentiero della politica monetaria prosegue invariato, con l'impegno da parte della Banca centrale a raggiungere l'obiettivo di inflazione al 2% entro il 2015. Lo scenario dell'inflazione e della crescita saranno influenzati dalle decisioni di politica fiscale del prossimo anno. Con un rialzo dell'imposta sui consumi di 3pp, l'inflazione aumenterà transitoriamente di circa 2pp. La restrizione fiscale, pur in presenza di un pacchetto di "contromisure" (v. sopra) potrebbe rendere difficile il raggiungimento dell'obiettivo della BoJ. Il Governatore della Banca centrale ha affermato che il Governo dovrebbe attuare il rialzo programmato dell'imposta, sapendo che eventualmente si potrebbero attuare misure espansive per attutirne gli effetti restrittivi. Pertanto, riteniamo che la BoJ si prepari a un possibile aumento di acquisti di titoli nei primi mesi del 2014, quando sarà più chiaro l'impatto del budget per il 2014.

**Fig. 7 - Aspettative di inflazione: la strategia della BoJ è credibile**



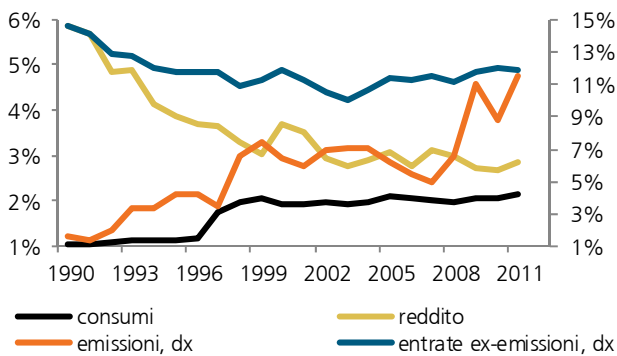
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Fig. 8 - Anche sui mercati le aspettative di inflazione sono stabilmente positive**



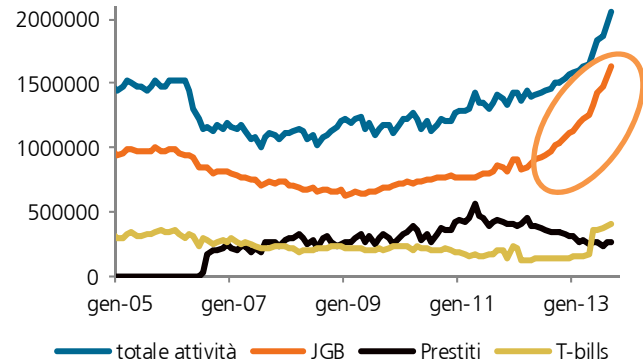
Fonte: Bloomberg

**Fig. 9 - la stabilità delle entrate tributarie sta per finire**



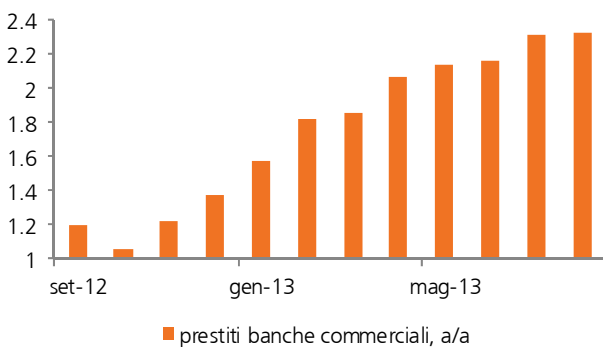
Fonte: Ministero delle Finanze. Entrate per tipologia in % del PIL.

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



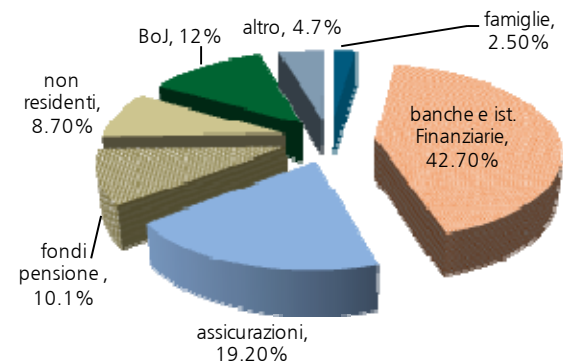
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Centinaia di milioni

**Fig. 11 - I prestiti sono in aumento**



Fonte: BoJ

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



Fonte: Ministero delle Finanze

## Cina: la crescita migliora, temporaneamente

Silvia Guizzo

- La crescita del PIL è rallentata ulteriormente nel 2° trimestre, 7,5% rispetto al 7,7% del primo trimestre, a causa della decelerazione del settore agricolo e, in misura minore, di quello industriale. Dal lato della domanda è proseguito il rallentamento degli investimenti fissi e dei consumi privati a cui si è aggiunta una sensibile frenata delle esportazioni.
- I dati macroeconomici di luglio e agosto hanno registrato un miglioramento rispetto al periodo precedente che prefigura una tenuta della crescita nel 3° trimestre, non tuttavia duratura. L'aumento della produzione industriale ha continuato infatti ad essere guidato dall'industria pesante, così come l'aumento degli investimenti fissi è stato guidato dai settori statali, in particolare dalle infrastrutture, mentre si è registrata una minima decelerazione degli investimenti immobiliari. Non ci sono invece ancora segnali di una maggiore estensione della ripresa al settore manifatturiero e in particolare alle piccole imprese. In aumento anche il commercio estero grazie al miglioramento della domanda da USA e UE.
- La spesa pro-capite delle famiglie è rallentata ulteriormente nel 2° trimestre sia in termini nominali sia in termini reali in linea con il rallentamento della dinamica del reddito disponibile. Il timido aumento tendenziale delle vendite al dettaglio maschera una decelerazione in termini congiunturali e la fiducia dei consumatori, nonostante un marginale aumento, rimane sui minimi storici. La situazione sul mercato del lavoro rimane stabile ma i salari medi mensili continuano a rallentare. L'inflazione è rimasta sostanzialmente ferma nell'estate nonostante l'aumento dei prezzi degli alimentari che tuttavia peserà sul profilo dei prossimi mesi.
- L'accelerazione dei consumi sarà modesta data l'andamento della fiducia dei consumatori negli ultimi mesi e la moderazione del reddito disponibile. La passata dinamica del credito sta sostenendo una riaccelerazione degli investimenti in particolare nelle infrastrutture e nei trasporti, permettendo quindi la tenuta della crescita per il 2013. Il rallentamento atteso degli aggregati creditizi nei prossimi trimestri, anche alla luce dell'aumento dei crediti incagliati, influenzerà maggiormente la dinamica della crescita nel prossimo anno. Rivediamo marginalmente la previsione della crescita nel 2013 e nel 2014 rispettivamente da 7,8% a 7,6% e da 7,5% a 7,3% a causa dell'andamento più debole dei consumi.
- Il piano di riforme economiche per il 2013 annunciato all'inizio di maggio in parte già avviate - quali, ad esempio, l'internazionalizzazione del renminbi, la riforma dell'IVA, la riforma sanitaria - va sicuramente a favore di una crescita più bilanciata e sostenibile nel medio-lungo periodo. Tuttavia, l'espansione di forme di finanziamento alternative a quelle del settore bancario, l'innalzamento del livello dei crediti incagliati e del livello del debito degli enti locali continuano a rimanere una fonte di preoccupazione sia per le Autorità sia per le agenzie di Rating e lasciano i rischi al ribasso sullo scenario di crescita del Paese.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2011	2012E	2013P	2014P
PIL (prezzi costanti)	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	7.6	7.3
Consumi privati	9.5	11	11.4	8.5	8.4	8	8.2
Consumi pubblici	4.8	3.8	6.9	9.4	9.1	9.4	9.3
Investimenti fissi	9.2	22.2	11.3	9.2	8.5	7.1	6.2
Esportazioni	-1.1	-11.2	25.9	4	2.9	6.8	6.8
Importazioni	-6	5.2	18.4	3.3	3.7	7.6	8.6
Produzione industriale	9.9	9.9	12.3	10.3	8.1	7.7	7.7
Inflazione (CPI)	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.5	3.2
Tasso di disoccupazione	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	3.9
Salari medi	17	11.6	13.4	14.4	11.9	11.4	11.2
Tasso sui depositi a 1 anno	4.3	1.9	2.7	5.4	4.6	4.6	4.4
Cambio USD/CNY (media)	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.16	6.10
Saldo delle partite correnti	2912.1	1661.6	1604.2	874.7	1218.6	1824	2051.6
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	5.7	3.2	3.1	1.7	2.4	3.5	4.0
Saldo di bilancio in % del PIL	-0.2	-1.5	-1.3	-1.0	-3.0	-3.2	-2.7

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



### Economia reale e inflazione

La crescita del PIL è rallentata ulteriormente nel 2° trimestre al 7,5%, rispetto al 7,7% del primo, a causa della decelerazione del settore agricolo e, in misura minore, di quello industriale. Dal lato della domanda è proseguito il rallentamento degli investimenti fissi e dei consumi privati a cui si è aggiunta una sensibile frenata delle esportazioni. L'ufficio statistico ha inoltre rivisto al ribasso la stima del PIL del 2012, portando il tasso di crescita dal 7,8% al 7,7%, in particolare per la minore crescita dei settori dell'industria e del commercio.

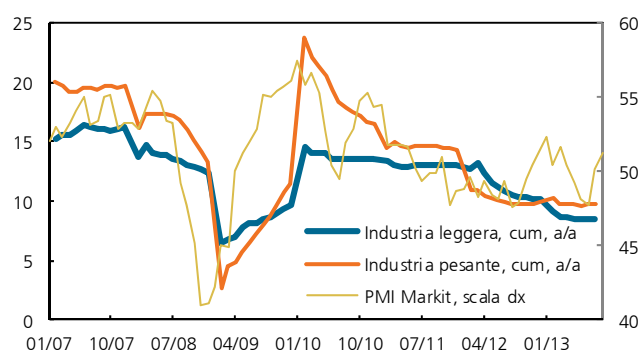
La **produzione industriale** cumulata è salita dal 9,3% a/a di giugno al 9,5% a/a di agosto, in linea con l'aumento della produzione dell'energia elettrica e dell'indice PMI. Quest'ultimo si è portato al di sopra di 50 nella rilevazione Markit (50,1) ed è salito a 51 in quella dell'ufficio statistico, con un aumento della componente ordini e una diminuzione del rapporto scorte/ordini. La lettura preliminare di settembre punta a un ulteriore miglioramento della produzione, che però non riteniamo duraturo. Infatti, l'aumento della produzione industriale è dovuto ancora una volta all'aumento della produzione dell'industria pesante, in particolare alla produzione delle imprese di stato, mentre le piccole imprese continuano a soffrire: i PMI delle piccole e medie imprese sono rimasti sostanzialmente stabili o in lieve calo e al di sotto di 50. La fiducia delle imprese è scesa ulteriormente nel 3° trimestre, sia per quanto riguarda la valutazione economica generale sia per quella delle condizioni aziendali, con una caduta più rilevante della fiducia tra le piccole imprese e nelle province occidentali. L'andamento degli investimenti fissi conferma questo quadro. Gli **investimenti fissi** totali sono saliti del 20,3% a/a in agosto rispetto al 20,1% registrato a giugno e a luglio, grazie all'aumento degli investimenti delle imprese statali (da 17,5% a/a a giugno a 18,1% a/a in agosto) e degli investimenti in trasporti e infrastrutture (da 21,5% a/a in giugno a 24,2% a/a in agosto). Gli **investimenti immobiliari** e in edilizia residenziale sono invece marginalmente rallentati nei mesi estivi. La superficie residenziale costruita cresce a tassi elevati sebbene in diminuzione dai picchi di inizio anno, sia in valore sia in volume. I prezzi delle abitazioni sono stati in aumento nella maggior parte delle città nei mesi estivi, in particolare nelle città di prima fascia e la fiducia degli imprenditori del settore immobiliare è rimasta pressoché stabile nel corso dell'estate.

**Importazioni ed esportazioni** sono cresciute per il secondo mese consecutivo in agosto: le esportazioni (+7,2% a/a) grazie al miglioramento dell'export verso l'Unione Europea e gli USA, ma soprattutto verso i paesi ASEAN, mentre rimangono in calo quelle verso il Giappone; le importazioni (+7,0%) grazie all'import dagli Stati Uniti. È accelerato soprattutto il commercio dei beni ordinari, mentre è rimasta più debole la ripresa del commercio di beni destinati alla riesportazione e la dinamica delle importazioni di macchinari. I dati del traffico merci nei porti confermano una ripresa degli scambi internazionali, mentre i dati sul traffico domestico delle merci in agosto hanno registrato una lieve decelerazione.

La **fiducia dei consumatori** è salita solo marginalmente rispetto ai minimi toccati a giugno rimanendo ancora vicino ai minimi storici. La spesa pro-capite delle famiglie è rallentata ulteriormente nel 2° trimestre sia in termini nominali sia in termini reali, in linea con il rallentamento della dinamica del reddito disponibile. Le **vendite al dettaglio** in termini nominali sono salite del 13,4% a/a in agosto, incremento sostanzialmente stabile rispetto a giugno (13,3% a/a), ma hanno registrato una marginale decelerazione in termini di variazioni mensili stagionalizzate. Rallenta la dinamica delle vendite di elettrodomestici e apparecchi elettronici mentre rimane stabile quella delle vendite di automobili. La crescita dei consumi reali nel 3° trimestre potrebbe quindi non essere di molto superiore a quella del 2° trimestre, anche alla luce dell'aumento dell'inflazione tra i due trimestri, destinato a proseguire anche nell'ultima parte dell'anno. Il mercato del lavoro ha registrato un aumento di occupati anche nel 2° trimestre (5,8% a/a) e l'indagine Manpower mostra un aumento contenuto delle intenzioni di assunzione per il 4° trimestre ma i salari medi continuano a rallentare nonostante l'aumento dei salari minimi. La componente occupazione del PMI è ancora sotto 50 per il settore manifatturiero, migliore invece quella del settore dei servizi.

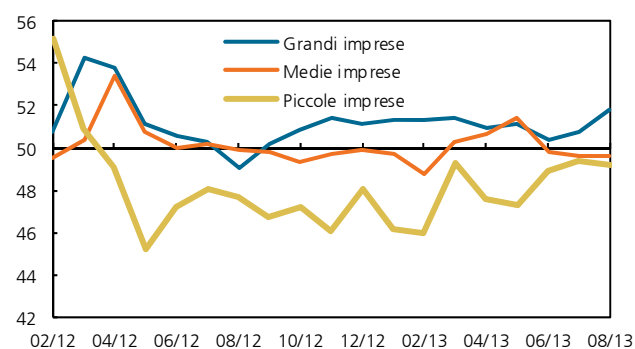
L'**inflazione** dei prezzi al consumo, dopo un minimo a 2,1% a maggio, si è stabilizzata a 2,7% a giugno e luglio, per attestarsi a 2,6% in agosto. L'aumento è stato guidato essenzialmente dalla dinamica dei prezzi degli alimentari (+1,2% m/m in agosto) e dei trasporti. L'aumento dei prezzi degli alimentari continuerà anche nel 4° trimestre per ridimensionarsi nel 2014. L'inflazione al netto degli alimentari è scesa a 1,5% a/a in agosto, e quella *core* è rimasta stabile a 1,6% segnalando la mancanza di pressione da domanda. Dal lato dell'offerta i prezzi degli input e i prezzi alla produzione continuano a mostrare variazioni tendenziali negative seppur in aumento ma con una contenuta dinamica mensile.

#### Produzione industriale: l'industria leggera rallenta



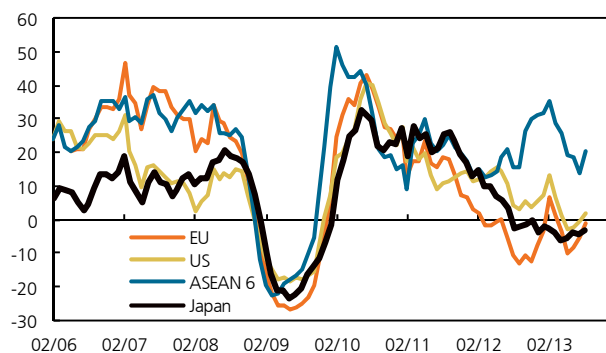
Fonte: CEIC, Markit

#### Le piccole imprese rimangono in difficoltà



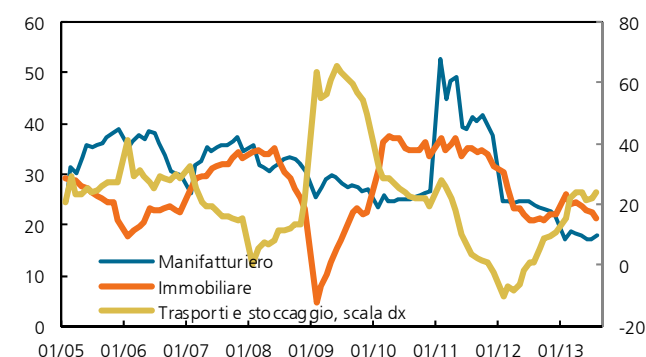
Nota: PMI manifatturiero; Fonte: CEIC

#### Le esportazioni migliorano



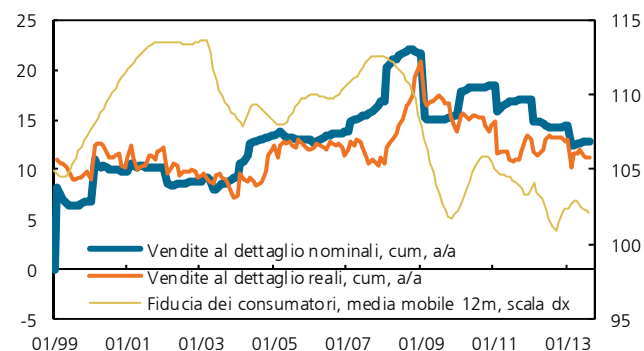
Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Trasporti e settore immobiliare guidano gli investimenti (%)



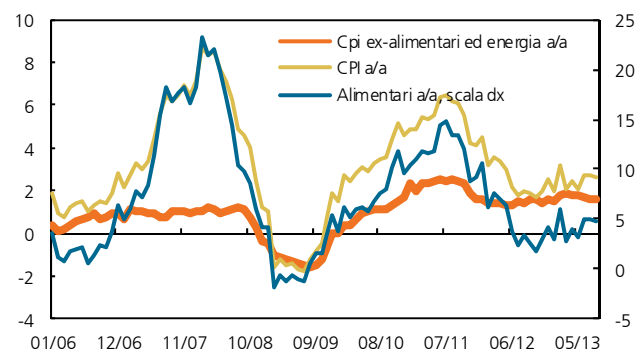
Nota: Investimenti nominali, var a/a. Fonte: Datastream

#### La fiducia dei consumatori rimane debole



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### I prezzi degli alimentari ritornano a salire



Fonte: Bloomberg

### Politica fiscale, monetaria e cambio

In aprile, le dichiarazioni del Comitato Permanente del Politburo avevano posto l'accento sulla necessità di mantenere la stabilità della crescita sostenendo i consumi, controllando l'inflazione e limitando i rischi di carattere finanziario. Nel corso dell'estate l'accento è stato spostato sulla **priorità di mantenere una crescita stabile** in uno scenario macroeconomico sempre più complicato sia sul fronte domestico sia sul fronte internazionale, ristrutturando l'economia e promuovendo le riforme necessarie a raggiungere una maggiore sostenibilità nel lungo periodo. A fine luglio è stata avviata inoltre una nuova operazione di audit sul debito dei governi locali, dopo quella del 2011 che rivelava un debito complessivo pari a 10,4 trilioni di renminbi alla fine del 2010. I fondi risparmiati attraverso le politiche di taglio dei costi pubblici, inclusa la sospensione della costruzione degli edifici governativi<sup>15</sup>, non saranno devoluti alla riduzione del deficit ma riutilizzati in aree ritenute più produttive. In particolare, secondo il Governo esiste ampio spazio per aumentare gli investimenti nelle ferrovie (reti metropolitane e ferroviarie leggere di superficie), nelle infrastrutture urbane legate alla protezione ambientale (fognature, gestione dei rifiuti), e nell'industria dell'*information technology* e della telefonia, soprattutto in software e hardware che permettano un'ulteriore espansione della logistica e del commercio e, in particolare, dei servizi online.

A fine luglio sono state annunciate misure di accorpamento ed efficientamento che riguardano più di 1400 imprese in 19 settori, volte a ridurre la **capacità produttiva** in eccesso: in particolare nel settore dell'acciaio, della ghisa (*ferroalloy*), alluminio elettrolitico, della produzione di rame, cemento e carta. A settembre sono annunciate altre misure in questa direzione. Contemporaneamente sono state alleggerite alcune procedure amministrative e imposte relative alle esportazioni di materie prime e di beni manufatti e ai servizi alle esportazioni. Dal 1° agosto sono state eliminate l'IVA e l'imposta sul reddito per le piccole imprese con ricavi mensili inferiori ai 20.000CNY e ricavi annuali inferiore ai 240.000CNY. Il Governo stima che la misura avrà impatto su più di 6 milioni di imprese che impiegano decine di milioni di lavoratori. L'estensione a 12 province del programma pilota che sostituisce l'imposta sul fatturato basata sui ricavi con l'imposta sul valore aggiunto (basata su ricavi meno costi) dovrebbe portare a una riduzione della pressione fiscale su molte aziende. Il Governo ha inoltre annunciato l'apertura dal 29 settembre della Zona di Libero Scambio (Free Trade Zone, FTZ) di Shanghai, dove saranno sperimentati diversi programmi pilota che, se funzionanti, saranno poi estesi gradualmente al resto del Paese. I programmi prevedono la graduale liberalizzazione di molti settori e in particolare una maggiore liberalizzazione dei tassi d'interesse e una più ampia convertibilità dello yuan, nel rispetto dei principi prudenziali. Maggiori dettagli verranno verosimilmente annunciati nel breve termine insieme ad altre indicazioni sulla politica economica del 2014 in occasione della riunione plenaria del partito comunista e dell'annuale conferenza sul lavoro economico (Central Economic Work Conference) che si terranno in novembre.

La crescita di **M2** è marginalmente salita nel corso dell'estate a 14,7%, rimanendo però al di sotto di maggio (+15,8%), mentre quella dello stock di credito bancario è rallentata marginalmente a 14,1% in agosto da 14,5% a maggio, a causa del rallentamento dei prestiti a breve termine. Il **nuovo credito** è salito del 6,3% a/a in termini cumulati in agosto vs 16,8% nell'agosto del 2012, ma in termini trimestrali è sceso del 10% t/t in agosto rispetto al trimestre maggio-febbraio. L'aggregato totale della finanza sociale, pur continuando a crescere a tassi elevati (24,5% a/a in termini cumulati in agosto) ha registrato una dinamica simile in termini trimestrali. Esso mantiene tuttavia un tasso di crescita superiore a quello dello stesso periodo dell'anno scorso (+7,4% a/a). Il livello dei crediti incagliati è salito ulteriormente nel 2° trimestre

---

<sup>15</sup> La misura è stata annunciata il 24 luglio in un comunicato congiunto degli uffici generali del Consiglio di Stato e del Comitato Centrale del Partito Comunista e prevede la sospensione della costruzione di nuovi edifici governativi, centri di addestramento o hotel governativi per i prossimi cinque anni.

(+18,2% a/a), in particolare nelle banche più piccole, nonostante continui a rimanere stabile in rapporto all'attivo (0,96%). A partire da fine luglio la PBOC ha ripreso le operazioni di *reverse repo* a 7 e 14 giorni, interrotte da mesi, e ha fatto scadere alcuni titoli a tre mesi senza rimetterli, iniettando così ulteriore liquidità nel sistema. I tassi sul mercato monetario sono scesi rispetto ai massimi di giugno ma rimangono ancora superiori di ca. 70pb rispetto alla media sia del 2012 sia dei primi quattro mesi del 2013. La gestione della politica monetaria continuerà ad essere prudente, con l'obiettivo di assicurare un livello adeguato di liquidità sul mercato monetario disincentivando la crescita troppo elevata del credito e favorendo ulteriori riforme in campo finanziario.

Nel corso dell'estate la PBOC ha effettuato un passo importante nell'ambito della **liberalizzazione finanziaria**. Il 19 luglio 2013 ha infatti annunciato l'eliminazione del limite inferiore per i tassi di prestito (ad eccezione di tassi sui mutui immobiliari) nonché del limite superiore per le banche di credito cooperativo rurali (230% del tasso benchmark, limite progressivamente innalzato negli anni). Il tasso di sconto (attualmente al 2,25%) non ha più validità come limite inferiore per le operazioni di sconto di fatture. La PBOC ha quindi di fatto liberalizzato i tassi sui prestiti ma non ha fatto l'equivalente sui depositi, dato il più forte impatto che una tale misura avrebbe avuto sui margini bancari. Le Autorità hanno infatti più volte ribadito di voler introdurre una tale misura in maniera graduale e solo successivamente all'introduzione di un'assicurazione sui depositi. Quest'ultima è attualmente in discussione alla PBOC con l'obiettivo di implementarla il prima possibile visto che le condizioni dei mercati sono ritenute mature<sup>16</sup>. La percentuale di banche che ha prezzato i prestiti a tassi inferiori al benchmark è stata comunque storicamente molto bassa, in media intorno al 20%, ed è ulteriormente scesa negli ultimi anni fino all'attuale 12,5%. Negli ultimi due anni oltre il 60% delle banche ha prezzato i prestiti a tassi superiori al benchmark. La liberalizzazione dei tassi sui prestiti, pertanto, nel breve termine, non dovrebbe avere un forte impatto né sulle banche né sulle imprese.

Data la non convertibilità del **cambio** e le restrizioni ai movimenti di capitale ancora in essere, lo yuan non ha subito il sell-off estivo che ha colpito gran parte delle valute emergenti, aiutato anche dai buoni fondamentali della posizione estera e fiscale del Paese nonché dal miglioramento dei dati macroeconomici. Lo yuan è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al dollaro in area 6,11 durante i mesi di agosto e settembre, con un apprezzamento dello 0,6% tra il massimo di inizio giugno (6.166) e il minimo di metà agosto (6.113). Tuttavia si è assistito comunque a una fuoriuscita di capitali. Le riserve in valuta estera, pur essendo aumentate di 54 miliardi di USD nel 2° trimestre rispetto al 1° grazie al forte aumento nel mese di marzo, sono scese di ca. 38 miliardi tra aprile e giugno, e una simile dinamica si è registrata nella posizione in valuta estera delle banche tra giugno e luglio. La ripresa della domanda estera ancora fragile, le previsioni di crescita della Cina più contenute rispetto al passato con i rischi al ribasso ancora intatti, insieme al notevole apprezzamento del cambio effettivo (ca il 15% negli ultimi due anni in termini sia nominali sia reali) prefigurano un apprezzamento solo molto graduale del cambio nel prossimo anno. Anche se è vero che il renminbi tenderà ad essere più flessibile e volatile rispetto al passato, dato il processo di internazionalizzazione e data la volontà delle Autorità che il cambio rispecchi di più i fondamentali e sia maggiormente determinato dalle forze di mercato, riteniamo improbabile un apprezzamento del cambio con la stessa velocità del passato e ci attendiamo invece periodi di relativa stabilità o ritracciamenti come si è visto durante l'estate.

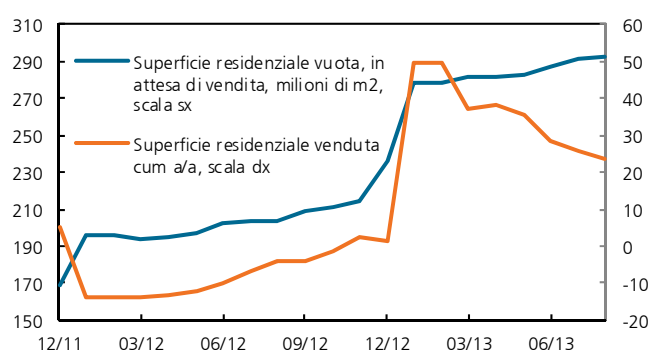
L'IMF stima, nelle recenti analisi di lungo periodo<sup>17</sup>, che il cambio effettivo sia marginalmente sottovalutato ma le Autorità cinesi si sono dichiarate in disaccordo, ritenendo il cambio effettivo

<sup>16</sup> Vedi "China PBOC warns of shadow bank risks, says time right for deposit insurance" in WSJ del 7 giugno 2013, Stability Report 2013, e ultimo rapporto dell'IMF Article IV (vedi nota successiva).

<sup>17</sup> IMF Country Report No. 13/211, People's Republic of China 2013, Article IV Consultation, luglio 2013.

vicino all'equilibrio. Esse hanno sottolineato che l'accumulo di riserve è rallentato rispetto al passato e che i recenti interventi sono stati effettuati in gran parte in risposta alle politiche monetarie non convenzionali nei Paesi industrializzati. Le Autorità cinesi hanno ribadito la necessità di un maggior ruolo delle forze di mercato nella determinazione del cambio e di una maggiore flessibilità, prefigurando un nuovo allargamento della banda di oscillazione dalla parità centrale. Il nostro scenario prevede che la Fed inizi un marginale ridimensionamento delle politiche di *quantitative easing* a partire da dicembre. In questo contesto riteniamo che un allargamento della banda di oscillazione del cambio di 0,5% sia probabile nel breve termine solo in caso di un ulteriore miglioramento dei dati macro e in particolare della domanda estera.

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



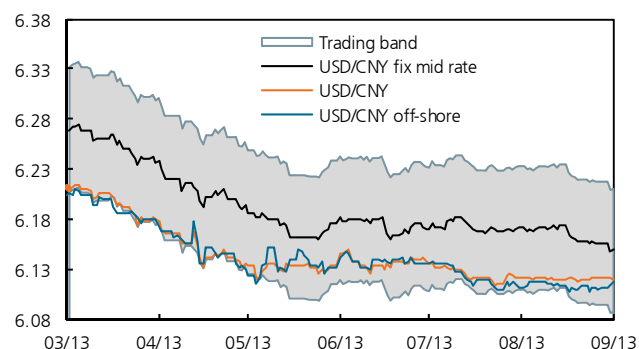
Fonte: Bloomberg, CEIC

**I prezzi degli immobili residenziali continuano ad aumentare**



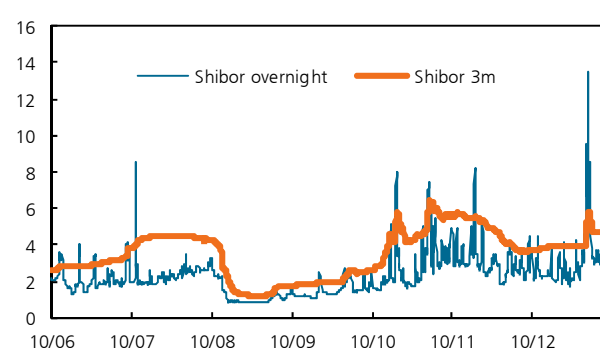
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il cambio vs USD si stabilizza dopo un rapido apprezzamento**



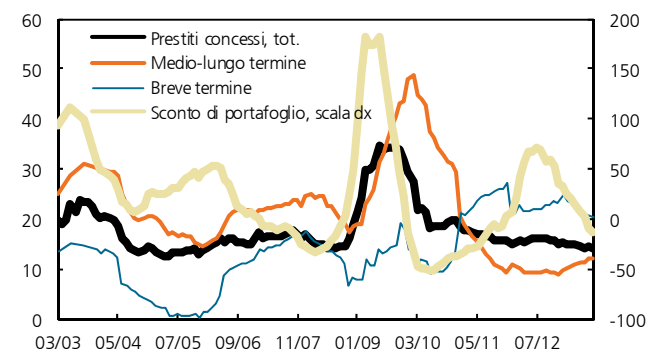
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Mercato monetario in miglioramento**



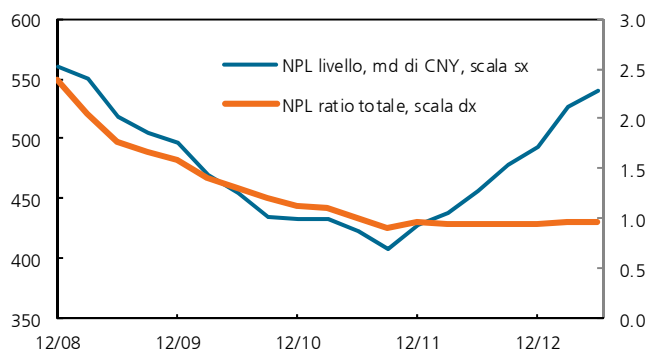
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La crescita del credito rimane stabile**



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

**I crediti incagliati continuano a salire**



Nota: NPL delle banche commerciali. Fonte: CEIC

## India: ancora in difficoltà

- La crescita del PIL ha proseguito il rallentamento anche nel 2° trimestre (4,4% a/a vs 4,8% nel 1° trimestre e 5,4% nel 2012) guidata dal calo tendenziale del settore manifatturiero e minerario. Dal lato della domanda gli investimenti fissi sono scesi sia in termini tendenziali (-1,2% a/a) sia in termini congiunturali e i consumi privati sono rallentati ulteriormente (+1,6% a/a).
- Il miglioramento registrato dalla produzione industriale a luglio appare fragile essendo legato al rimbalzo della produzione di beni capitali, ancora debole, a cui si aggiunge il costante calo della produzione di beni di consumo, in particolare di quelli durevoli. Il PMI del settore manifatturiero è sceso al di sotto di 50 in agosto insieme alla componente ordini in calo da giugno. A questo si affianca la dinamica negativa del PMI dei servizi e il calo degli investimenti pianificati per l'AF 2013-2014. L'unico dato positivo dell'estate è stato il miglioramento della bilancia commerciale dovuto alla tenuta dell'export.
- L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è tornata a salire (6,1% in agosto) sostenuta dagli aumenti dei prezzi degli alimentari e dei prezzi amministrati dell'energia e l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta elevata (9,5% in agosto) tanto da indurre la Reserve Bank of India (RBI) ad alzare i tassi, facendo marcia indietro rispetto al taglio di maggio.
- Il cambio ha ritracciato dopo l'*overshooting* estivo consentendo alla RBI di allentare parzialmente le misure estive introdotte per ridurre la liquidità in eccesso e limitare il deprezzamento del cambio. I fattori di volatilità sui mercati internazionali lasciano tuttavia intatti i rischi di finanziamento del saldo delle partite correnti, limitando lo spazio di azione della politica monetaria in un contesto di deterioramento del quadro macroeconomico con rischi al rialzo sull'inflazione. Il cambio continuerà pertanto a rimanere sotto pressione nei prossimi mesi con un impatto sui bilanci delle banche e delle imprese con conseguente effetto negativo sulla crescita economica che già presenta elementi propri di debolezza.
- La dinamica del PIL è prevista in rallentamento, solo in parte mitigato nella seconda parte dell'anno dalla buona performance attesa per il settore agricolo favorito dall'andamento del monzone estivo. Una ripresa degli investimenti è attesa invece solo nella seconda parte del 2014. L'effetto del deprezzamento del cambio insieme al recente deterioramento dei dati macro e alle deboli prospettive di consumi e investimenti, ci inducono a una revisione al ribasso delle previsioni di crescita per l'anno in corso dal 5 a 4,6% e per il successivo da 6% a 5,1%. I rischi sullo scenario continuano a essere al ribasso.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2008	2009	2010	2011	2012E	2013P	2014P
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	8.1	6.5	9.7	7.5	5.1	4.6	5.1
Consumi privati	8.4	6.9	8.6	7.3	5.3	2.5	4.1
Consumi pubblici	18	9.2	8.1	7.8	5.8	7.5	6.8
Investimenti fissi	9.4	-0.7	17.5	6.2	1.5	0.8	3.2
Esportazioni	18	-7.7	15.4	18.3	6.6	4.8	8.8
Importazioni	32.6	-8.3	18.2	18.4	11.7	2	3.6
Produzione industriale	7.7	0.2	9.7	4.8	0.7	0.7	3.5
Inflazione (CPI)	8.3	10.9	12	8.9	9.3	10.7	7.2
Tasso di disoccupazione	12.6	12.5	12.5	12.5	12.5	12.4	12.6
Salari medi	15.2	9.1	21.4	16.3	9.2	11.2	10.5
Tasso sui prestiti a 1 anno	9.9	5.5	6.3	9.5	9.5	9.4	7.7
Cambio USD/INR (media)	43.5	48.37	45.74	46.69	53.48	58.87	58.11
Saldo delle partite correnti	-1393.9201	-1247	-2396	-2958	-4894	-4592	-5668
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.5	-2.0	-3.2	-3.4	-5.0	-4.2	-4.6
Saldo di bilancio in % del PIL	-4.8	-7.0	-3.8	-6.7	-5.5	-5.2	-3.9

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

### Crescita reale e inflazione

La crescita del PIL ha proseguito il rallentamento anche nel 2° trimestre (4,4% a/a vs 4,8% nel 1° trimestre e 5,4% nel 2012) guidata dal calo tendenziale del settore manifatturiero e minerario. Dal lato della domanda gli investimenti fissi sono scesi sia in termini tendenziali (-1,2% a/a) sia in termini congiunturali e i consumi privati sono rallentati ulteriormente (+1,6% a/a).

La **produzione industriale** è salita del 2,6% a/a a luglio, dopo due mesi di variazioni tendenziali negative, grazie al balzo della produzione di beni capitali che tuttavia continua ad essere volatile e fragile. A ciò si aggiunge il costante calo della produzione di beni di consumo, in particolare di quelli durevoli. Il PMI del settore manifatturiero è sceso al di sotto di 50 in agosto, così come la componente ordini dall'estero mentre quella dei nuovi ordini totali è calata ed è al di sotto di 50 già da giugno. La fiducia delle imprese rilevata dall'Indagine sulle Imprese Industriali della RBI (*Business Sentiment Index*), ha registrato un sensibile calo della valutazione della situazione corrente nel 2° trimestre con le aspettative relative al 3° trimestre che sono rimaste sostanzialmente stabili. Nella rilevazione *Dun&Bradstreet*, esse sono invece drasticamente calate. La produzione industriale continuerà quindi a mostrare una dinamica debole nei prossimi mesi.

L'analisi degli **investimenti** delle industrie effettuata nel recente bollettino mensile della RBI<sup>18</sup> rivela che la spesa per investimenti pianificata dalle imprese per l'AF 2012-13 è stata inferiore del 20,8% rispetto a quella pianificata per il precedente anno fiscale. La spesa attualmente pianificata per l'AF 2013-14 è pari a 1620 miliardi di rupie a cui si dovrebbero aggiungere 1299 miliardi di nuovi investimenti volendo raggiungere la cifra pianificata per l'AF 2012-2013. Dato l'attuale contesto macroeconomico e l'andamento del clima imprenditoriale questo appare fuori portata. Le misure del Governo per cercare di migliorare il clima imprenditoriale, seppur positive, non avranno effetti se non nel medio e lungo termine. Ci attendiamo pertanto che anche nel corrente anno fiscale gli investimenti continuino a rallentare e che una timida ripresa degli investimenti sia possibile solo nella seconda parte del 2014. Nei prossimi mesi la dinamica degli investimenti sarà inoltre negativamente influenzata dai ritardi su alcuni grandi progetti nel settore dell'energia e delle telecomunicazioni che potrebbero portare a una riduzione degli importi di spesa già previsti.

La **fiducia dei consumatori** è rimasta stabile per quanto riguarda la situazione corrente nel 2° trimestre, mentre ha visto un sensibile aumento delle aspettative da 103,9 nel 1° trimestre a 109,8 nel 2°, con un miglioramento delle aspettative sia sul mercato del lavoro sia sulle intenzioni di spesa da qui a un anno. Gli arrivi di turisti mostrano un lieve miglioramento nei mesi estivi ma il tasso di crescita resta minore rispetto agli anni passati e i ricavi associati al turismo rallentano sia in valuta locale sia in valuta estera. Le sottoscrizioni di cellulari continuano a scendere. Il PMI dei **servizi** è in calo da maggio ed è sceso al di sotto della soglia di 50 da luglio prefigurando un rallentamento del settore dei servizi nel 3° trimestre.

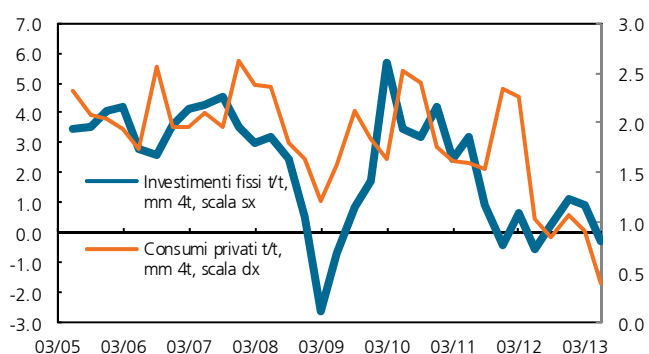
Le **esportazioni** sono accelerate nel corso dell'estate (+6,2% 3m a/a in agosto) aiutate solo in parte dall'effetto base favorevole mentre le **importazioni** continuano a scendere, guidate dal calo delle importazioni al netto del petrolio (-7,4% 3m a/a in agosto), in particolare di macchinari. La tenuta delle esportazioni totali ha causato un miglioramento del deficit commerciale tra giugno e agosto, riportandolo sui livelli del 2012, con il saldo commerciale mensile al netto del petrolio che potrebbe essere passato in territorio positivo negli ultimi due mesi. L'effetto positivo del deprezzamento della rupia sulle esportazioni è stato mitigato dal rallentamento degli ordini dall'estero. I dati sul traffico merci e passeggeri indicano un aumento del traffico internazionale di passeggeri e il traffico cargo internazionale che continua ad essere debole, mentre si registra un lieve aumento di quello domestico.

---

<sup>18</sup> Vedi in RBI Monthly Bulletin September 2013: *Corporate Investment: Growth in 2012-13 and Prospects for 2013-14*.

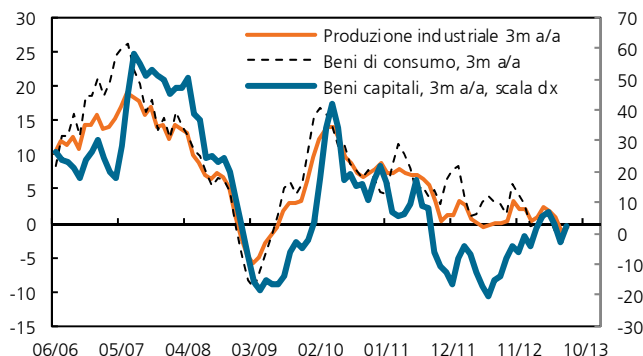
L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è risalita da un minimo di 4,6% a/a a maggio a 6,1% a/a in agosto. Essa ha risentito degli aumenti a due cifre che hanno caratterizzato la dinamica degli alimentari negli ultimi mesi (+18,2% a/a in agosto) e dei progressivi aumenti dei prezzi amministrati di carburanti ed elettricità (+11,3% in agosto). L'inflazione al netto di alimentari ed energia è invece scesa (stimiamo fino a -0,1% a/a in agosto), mentre l'inflazione dei prezzi al consumo continua a mantenersi su livelli elevati (+9,5% in agosto da un massimo di 10,9% a febbraio) anche al netto di alimentari ed energia (+8,2% a/a in agosto). Il deprezzamento del cambio, le probabili nuove revisioni al rialzo dei prezzi amministrati dell'energia e dei prezzi minimi di supporto ad alcuni prodotti agricoli, nonché gli aumenti salariali lasciano ancora le pressioni al rialzo sul profilo d'inflazione nei prossimi mesi.

#### Investimenti e consumi in rallentamento



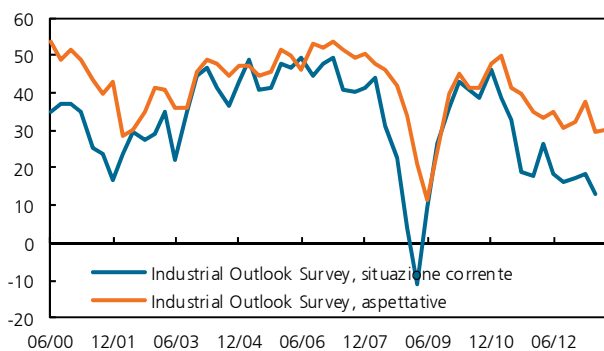
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### La produzione industriale è ancora debole



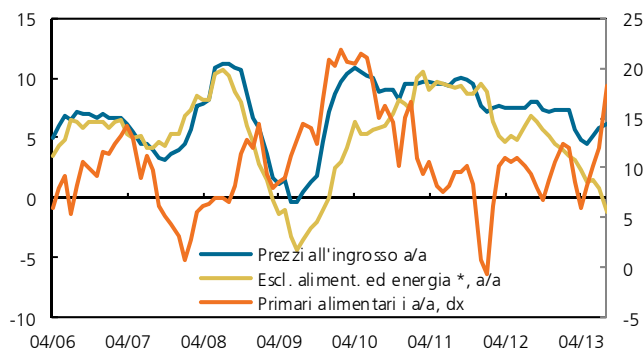
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Indici di fiducia delle imprese



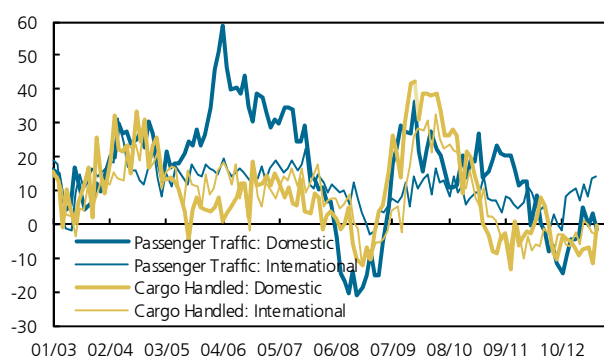
Fonte: CEIC

#### L'inflazione dei prezzi all'ingrosso risale



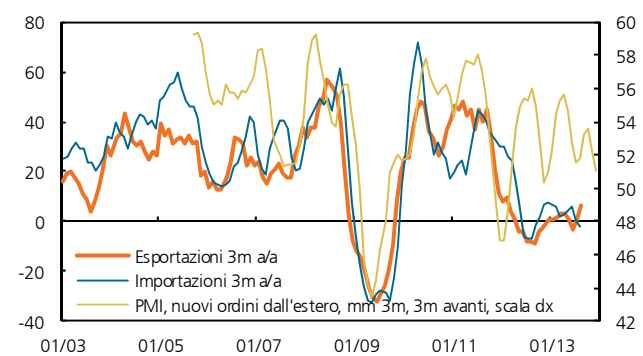
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, \* stime Intesa Sanpaolo

#### Traffico domestico e internazionale



Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

#### Commercio estero: le importazioni si indeboliscono



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo



### Politica monetaria, fiscale e cambio

Nell'ambito dell'obiettivo di medio lungo termine di consolidamento dei conti pubblici, recentemente il Ministero delle Finanze ha diramato una direttiva volta alla razionalizzazione della spesa, che va dal taglio del 10% delle spese non pianificate nell'AF 2013-2014 al blocco delle assunzioni pubbliche fino a misure di *austerità* sulle spese dei vari dipartimenti. La riforma dei prezzi dei carburanti intrapresa nella prima parte dell'anno dovrebbe portare gradualmente al risparmio di spesa sui sussidi. Ribadiamo tuttavia che la persistenza del consolidamento dei conti pubblici nel corso di un anno elettorale rimane di difficile implementazione, in particolare in un contesto di deterioramento del quadro economico. A questo si aggiunge la possibilità, non completamente remota, che si arrivi ad elezioni anticipate prima della scadenza naturale della legislatura prevista per maggio 2014. I rischi di sfioramento dell'obiettivo deficit PIL rimangono dunque invariati.

Il miglioramento del saldo commerciale nei mesi estivi e del clima dei mercati finanziari in particolare da fine agosto, ha indotto la RBI ad allentare parzialmente alcune delle misure introdotte a luglio e poi nel corso dell'estate<sup>19</sup> per ridurre la liquidità in eccesso e limitare la volatilità del cambio. Alla riunione del 20 settembre il tasso sulla Marginal Standing Facility è stato riabbassato di 75pb e portato al 9,5%, la percentuale di mantenimento della riserva obbligatoria è stata abbassata dal 99% al 95% del CRR (Cash Reserve Ratio, lasciato invariato al 4%). Contemporaneamente sono stati rialzati di 25pb i tassi di riferimento della Liquidity Adjustment Facility, lasciati invariati a luglio, portando il tasso repo al 7,5%. La Banca centrale, presieduta dal 4 settembre dal nuovo Governatore Raghuram Rajan, ha motivato il rialzo dei tassi con la volontà di contrastare il recente aumento dell'inflazione sulla cui dinamica i rischi rimangono al rialzo nonostante il sensibile rallentamento della crescita economica e il rallentamento dell'inflazione core. Gli aumenti dei prezzi amministrati dell'energia sono stati esacerbati dal deprezzamento del cambio e dall'aumento dei prezzi delle materie prime a cui si è aggiunto l'aumento dei prezzi domestici degli alimentari. Queste dinamiche sono destinate a continuare nei prossimi mesi determinando pressioni al rialzo anche su altri comparti di beni. Inoltre l'elevato livello dell'inflazione dei prezzi al consumo continua a mantenere alte le aspettative d'inflazione erodendo la fiducia di consumatori e imprese. Riteniamo quindi probabile che la RBI possa effettuare un altro rialzo di 25pb tra dicembre e gennaio. Dopo la riunione di settembre la Banca centrale ha comunque ribadito con un altro comunicato che l'allentamento delle misure di restrizione di liquidità sarà graduale e calibrato in modo da mantenere un livello di liquidità appropriato per fornire il flusso di credito necessario a sostenere l'economia. Il credito al settore commerciale non alimentare è salito dal 13,9% a/a a giugno a 16,3% a/a in agosto mentre la crescita dei depositi è marginalmente rallentata (13,1% a/a in agosto da 13,7% in giugno) così come l'andamento di M3.

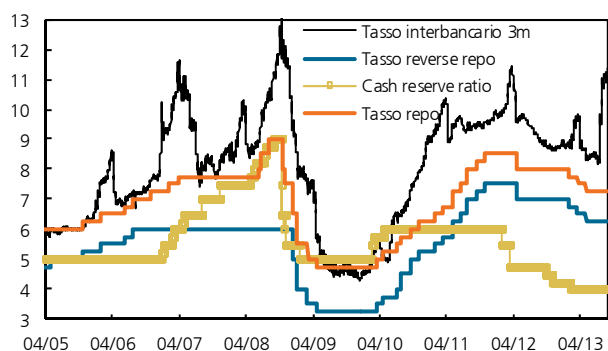
I flussi di capitali (nel mercato azionario e obbligazionario) netti in entrata degli investitori stranieri istituzionali, dopo il crollo di giugno (-442 miliardi di INR, ca 7,6 miliardi di USD) sono stati negativi anche in luglio e in agosto (-181 miliardi e -157 miliardi di INR). La situazione è migliorata in settembre con un afflusso netto nelle prime quattro settimane di 72 miliardi di rupie che ha contribuito a sostenere il cambio. Il deprezzamento della rupia rispetto al dollaro è stato del 21% dall'inizio di giugno al minimo storico di 68,82 a fine agosto ed è stato esacerbato dal deterioramento dei dati macro di agosto e dall'ulteriore aumento dell'avversione al rischio sul piano internazionale a causa della situazione sul fronte siriano. La normalizzazione della situazione sul fronte internazionale e dei mercati ha portato un successivo apprezzamento della rupia di ca. il 9,5% nel mese di settembre. Nonostante il deterioramento degli indicatori di vulnerabilità esterna, la struttura del debito estero e il livello delle riserve internazionali non

---

<sup>19</sup> Misure di restrizione della liquidità del sistema senza ritoccare i tassi della LAF (Liquidity Adjustment Facility), di acquisto di titoli governativi a lungo termine sul mercato e di restrizione parziale dei movimenti di capitali. Per maggiori dettagli vedi la nota breve "La Trappola indiana" del 4 settembre 2013.

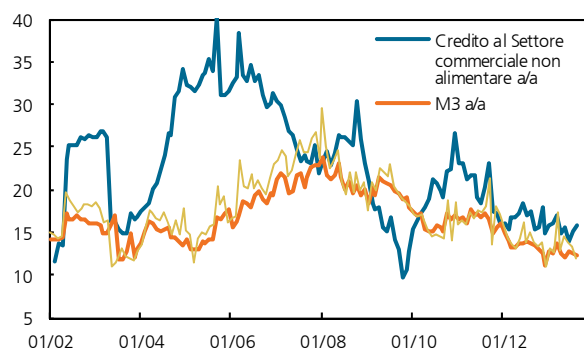
pongono elevati rischi di insolvenza a livello del debito sovrano<sup>20</sup>. I fattori di volatilità sui mercati internazionali lasciano comunque intatti i rischi di finanziamento del saldo delle partite correnti, limitando lo spazio di azione della politica monetaria in un contesto di deterioramento del quadro macroeconomico con rischi al rialzo sull'inflazione. Il cambio continuerà pertanto a rimanere sotto pressione nei prossimi mesi con un impatto sui bilanci delle banche e delle imprese e con conseguente effetto negativo sulla crescita economica che già presenta elementi propri di debolezza.

#### La RBI alza i tassi



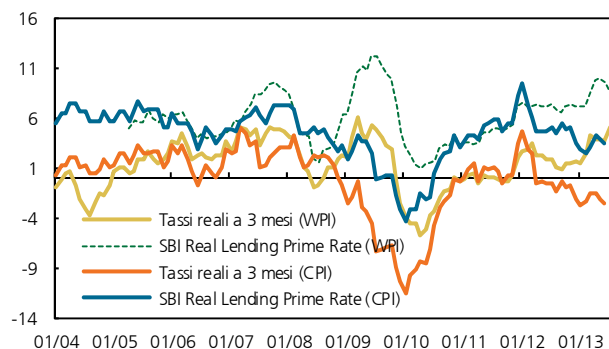
Fonte: Bloomberg

#### Andamento del credito



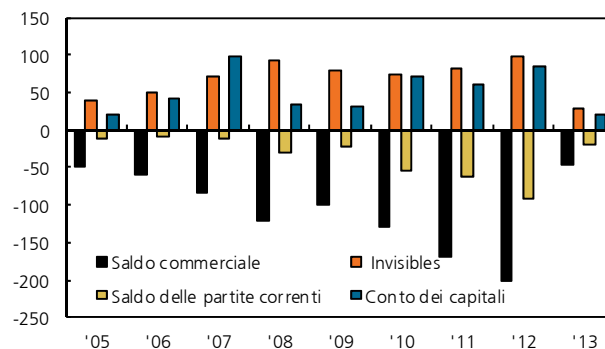
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Tassi reali



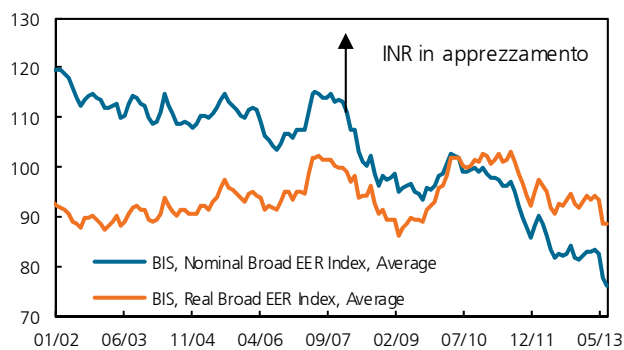
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Saldo delle partite correnti\* (miliardi di dollari)



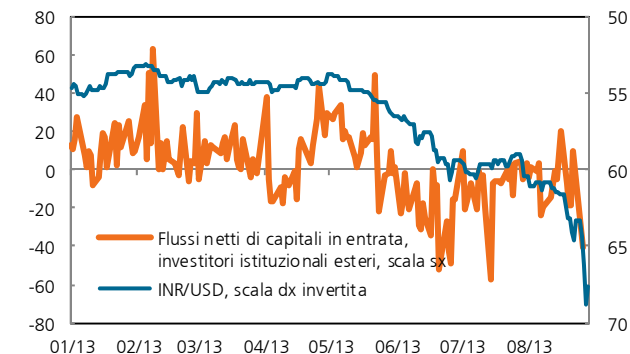
\*Per il 2013 i dati sono relativi solo al 1° trimestre. Fonte: Bloomberg

#### Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

#### Il deflusso di capitali finanziari indebolisce la rupia



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

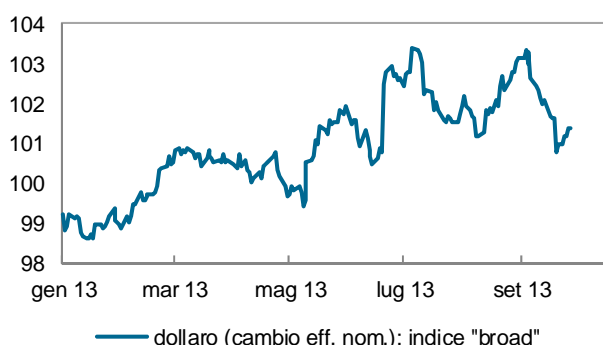
<sup>20</sup> Vedi nota 2.

## Mercati valutari – Molto ancora ruota intorno alla Fed

L'evento principale dell'ultimo mese per i mercati valutari è stato il **FOMC del 18 settembre**. Si erano formate aspettative che la Fed a questa riunione avrebbe iniziato a ridurre gli acquisti di titoli, dando finalmente avvio all'inversione di rotta della politica monetaria dopo anni di condizioni super-espansive rese necessarie dalle crisi economico-finanziarie del 2007-08, e invece la Fed ha lasciato tutto fermo. Il dollaro nell'immediato ne ha risentito e ha corretto contro tutte le valute, emergenti e non.

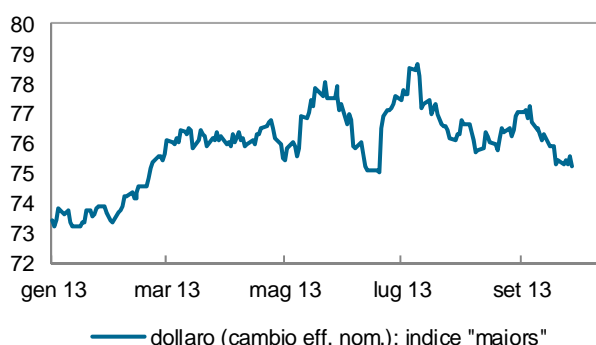
Asmara Jamaleh

Fig. 1 – Dollaro USA (in generale)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream  
Note: dollaro = cambio effettivo nominale (indice "broad". Fonte: Fed)

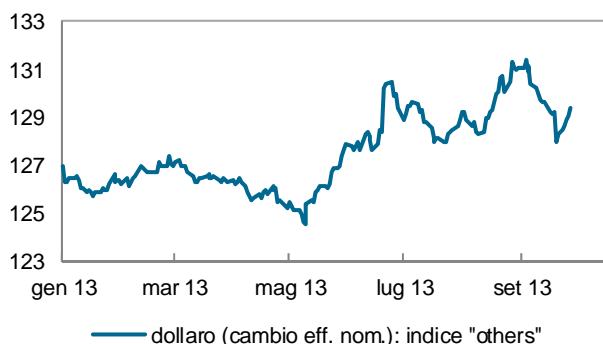
Fig. 2 – Dollaro USA (vs valute principali)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream  
Note: dollaro = cambio effettivo nominale (indice "majors". Fonte: Fed)

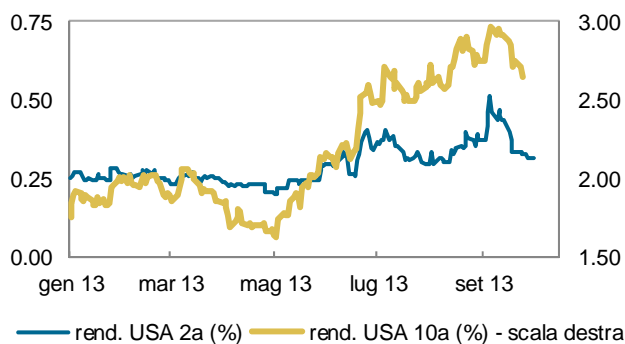
La Fed non ha ritenuto la ripresa in atto ancora sufficientemente convincente da poter iniziare a ridimensionare lo stimolo monetario in essere e questo nel breve può rappresentare un elemento sfavorevole al biglietto verde. Le prossime riunioni del FOMC saranno il 30 ottobre e il 12 dicembre. Appare poco probabile che la Fed sancisca la svolta all'incontro di ottobre, ma potrebbe invece farlo a quello di dicembre, a meno che il quadro di crescita nel frattempo non sia peggiorato. Intanto, nel brevissimo (mese di ottobre), un tema che negli Stati Uniti genera incertezza e potrebbe anch'esso penalizzare il dollaro è il riproporsi dei problemi fiscali legati anche al limite del debito. Al di fuori degli Stati Uniti, un altro fattore di preoccupazione a livello globale riguarda in generale le economie **emergenti**, dove la situazione rimane molto diversificata. A parte infatti la reazione immediata post-FOMC del 18 settembre, il dollaro è andato poi recuperando terreno rispetto a varie valute emergenti.

Fig. 3 – Dollaro USA (vs valute emergenti)



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

Fig. 4 – Rendimenti USA



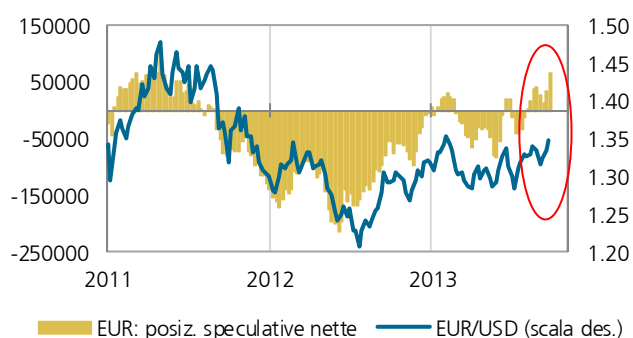
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Nel mese di ottobre il dollaro potrebbe restare ancora sotto pressione e/o indebolirsi ulteriormente per l'incertezza (i) sulle problematiche fiscali interne agli USA e (ii) sull'azione della Fed. Questo però è probabile si evidenzi soprattutto rispetto alle *major* e non rispetto alle valute emergenti. Inoltre, se i dati USA dovessero sorprendere in positivo sulla crescita il biglietto verde dovrebbe essere in grado di risalire, anche contro le *major*, in particolare contro l'euro. Infine, questa fase di vulnerabilità del dollaro dovrebbe essere comunque transitoria: continuiamo ad aspettarci un rimbalzo generalizzato della divisa statunitense all'approssimarsi dell'attesa svolta Fed.

## EUR – Euro

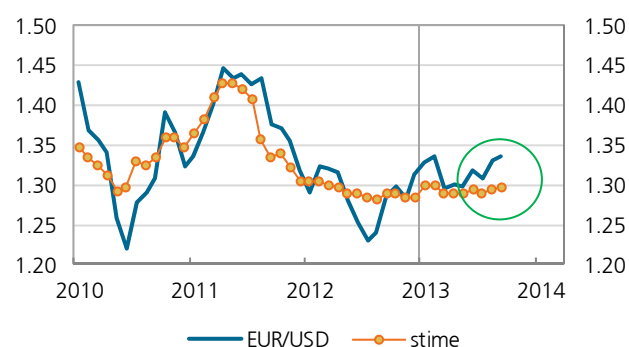
**Il mancato avvio della riduzione dello stimolo da parte della Fed alla riunione del 18 settembre ha fatto salire in un colpo l'euro da 1,33 a 1,35 EUR/USD** – livello che era stato abbandonato a inizio febbraio. La gestione della politica monetaria della Fed resta dunque un fattore chiave nella dinamica del cambio, unitamente al confronto di performance tra economia USA ed economia dell'area euro. Le incertezze che gravano sulla ripresa, seppur incipiente, dell'area euro e la presa d'atto da parte della BCE della lentezza di tale ripresa dovrebbero contribuire a limitare lo spazio di rialzo della moneta unica. Il livello di lungo-euro a cui sono andate ri-assestandosi le posizioni speculative (fig. 5) suggerisce che potrebbe esservi un po' di difficoltà a sfondare al rialzo quota 1,35 EUR/USD, a meno di sviluppi eclatanti inattesi.

Fig. 5 – EUR: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – EUR: stime basate sulla relazione con i rendimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

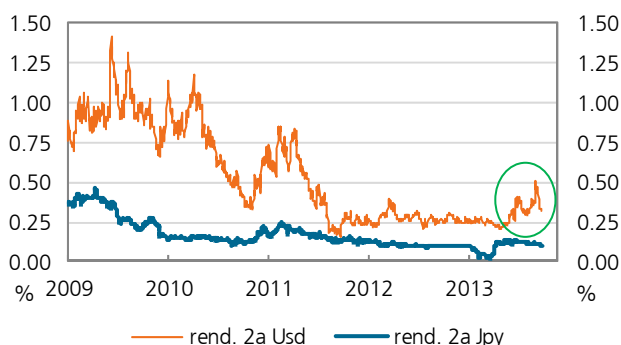
Nel breve termine, comunque, l'euro potrebbe portarsi verso i massimi di inizio anno a 1,36-1,37 EUR/USD. In tal caso però si tratterebbe presumibilmente di uno sviluppo transitorio, a meno di un effettivo (poco probabile) *decoupling* tra area euro e Stati Uniti. In base alle stime del nostro modello che mette in relazione il cambio con i rendimenti a breve area euro e USA il *fair value* teorico si colloca ancora a 1,29-1,30 EUR/USD (fig. 6), ovvero un 4% abbondante sotto i massimi recenti a 1,35. Un calo verso 1,26 EUR/USD sull'orizzonte 3m è possibile nell'ambito del nuovo scenario centrale secondo il quale la Fed potrebbe iniziare a ridurre lo stimolo monetario in essere non già al prossimo FOMC del 30 ottobre ma a quello successivo del 18 dicembre. Il livello di 1,26 vuole suggerire il punto di minimo atteso di una eventuale fase discendente del cambio, dove la proiezione ribassista di range sarebbe 1,28-1,26 EUR/USD. Non ipotizziamo al momento un deprezzamento più ampio al di sotto di 1,26-1,25 EUR/USD perché tali livelli del cambio sarebbero più coerenti con uno scenario di significativo peggioramento del quadro economico dell'area euro e/o di altrettanto importante quanto rapido miglioramento del quadro USA.

### JPY – Yen

Tra agosto e settembre **lo yen ha fatto marcia indietro, ma di poco**. Da 95 si è riportato a quota 100 USD/JPY, stabilizzandosi in un range stretto tra 97 e 99 USD/JPY. Il principale *driver* del seppur modesto cedimento è stato ancora di fonte USA: l'aumentare delle attese che la Fed iniziasse a ridurre lo stimolo monetario già al FOMC del 18 settembre e associata salita dei rendimenti USA sia a breve (fig. 7) sia a lungo. Sul nulla di fatto della Fed però i rendimenti statunitensi hanno corretto e la tendenza discendente dello yen si è interrotta. Nel breve gli sviluppi sul fronte USA potrebbero ancora restare la determinante principale della dinamica del cambio USD/JPY. Fatti salvi dati USA straordinariamente positivi, lo yen dovrebbe continuare a trarre vantaggio dall'incertezza sulla forza della ripresa USA e sull'azione della Fed, nonché, soprattutto nel brevissimo, anche dal riaffacciarsi – negli USA – delle preoccupazioni per i problemi relativi al limite del debito. Interessante per comprendere il comportamento dello yen sarà continuare a seguire per qualche tempo la dinamica delle transazioni internazionali di attività finanziarie, in particolare con riferimento agli acquisti/ vendite di attività estere da parte degli investitori giapponesi. I massicci acquisti (netti) di obbligazionario estero registrati in luglio si sono sostanzialmente azzerati in agosto (fig. 8): il rinvio dell'azione di *policy* della Fed e le incertezze sugli emergenti potrebbe prevenire ulteriore "shopping" all'estero e condurre eventualmente a dei "realizzi". Questo sarebbe un altro elemento a favore dello yen nel breve, in particolare nei confronti del dollaro.

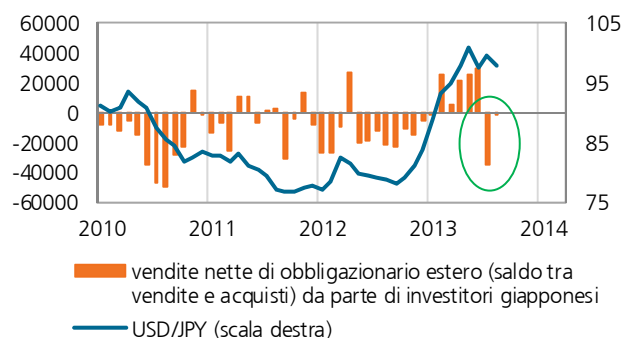
Per quanto riguarda invece l'orizzonte più lungo, confidiamo ancora in un indebolimento dello yen con ritorno sopra quota 100 (verso 103 USD/JPY), data la nuova ipotesi sulla politica monetaria americana. Al momento rimane ancora un certo grado di incertezza in merito alla reale efficacia delle nuove politiche economiche inaugurate a inizio anno per far salire crescita e inflazione, obiettivo che, se venisse centrato, innalzerebbe il livello di equilibrio dello yen, rafforzandolo. Manteniamo pertanto il profilo delle proiezioni precedenti sul medio-lungo termine, con possibilità di discesa dello yen verso nuovi minimi poco oltre 105 USD/JPY a 6m-12m sotto ipotesi che il consolidarsi della ripresa avvenga più rapidamente negli USA che in Giappone, con conseguente allargamento dei differenziali attesi di tasso-rendimento a favore del dollaro. Come detto in precedenza, però, il rischio su tale orizzonte è abbastanza elevato ed è verso l'alto, ovvero di uno yen che possa risultare più forte delle attese se le nuove politiche economiche domestiche acquistassero credibilità. Sul più lungo termine infatti (24m) manteniamo attese di recupero dello yen.

Fig. 7 – Rendimenti USA e giapponesi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Yen e transazioni internazionali di attività finanziarie



Fonte: Ministry of Finance Japan e Thomson Reuters-Datastream

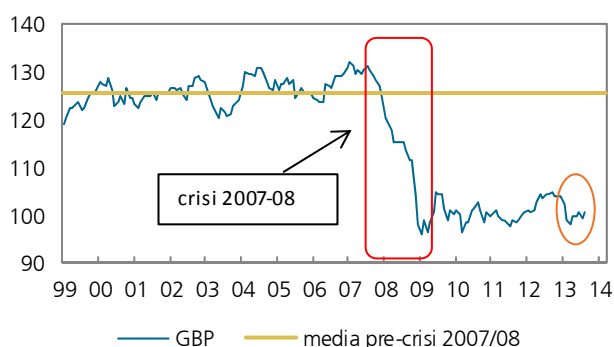
Nota: un livello negativo dell'istogramma indica "acquisti netti"

### GBP – Sterlina

La sterlina è andata rafforzandosi tra agosto e settembre, tornando a rivedere livelli che erano stati abbandonati a gennaio, sia contro dollaro (da 1,55 a 1,62 GBP/USD) sia contro euro (da

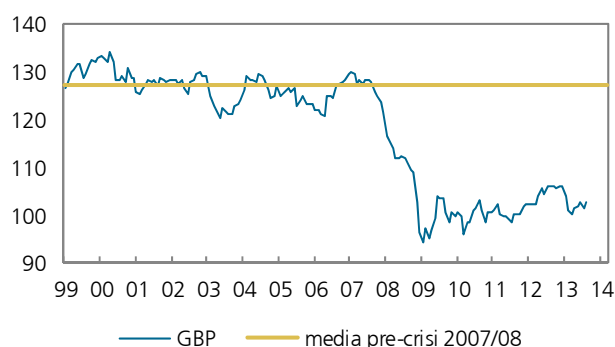
0,86 a 0,83 EUR/GBP). Tale rafforzamento è fondamentalmente imputabile a due fattori tra loro collegati: (i) il miglioramento del quadro congiunturale dell'economia britannica, sia in termini assoluti sia in termini relativi, ovvero rispetto a Stati Uniti e area euro, (ii) l'aumento di credibilità della Banca d'Inghilterra (BoE) con l'inaugurazione del nuovo corso di politica monetaria (introduzione della *forward guidance* condizionale a inizio agosto). È la stessa BoE a prendere atto del miglioramento dell'economia domestica. Nei verbali della riunione di settembre rileva infatti che **"sono aumentati i segnali che la ripresa si sta consolidando"** e che i positivi dati recenti "pongono un rischio verso l'alto sul profilo di crescita descritto nell'Inflation Report di agosto", nel quale la crescita era già stata rivista al rialzo rispetto all'IR precedente di maggio. Simultaneamente, il recente apprezzamento della sterlina viene letto come uno sviluppo che potrebbe contribuire a ridurre le pressioni inflazionistiche nel medio termine, elemento positivo sia perché nell'IR di agosto la BoE aveva rivisto leggermente al rialzo le proiezioni di inflazione nel medio termine, sia perché al rafforzamento del cambio non viene associata nel contesto attuale una connotazione negativa, come potrebbe essere un eventuale effetto restrittivo sulle esportazioni nette. Concordiamo con questa *view*, anche perché, nonostante il recente apprezzamento, il livello del cambio effettivo della sterlina sia nominale che reale rimane estremamente basso (figg. 9 e 10). I fattori che hanno favorito il recente rafforzamento della sterlina dovrebbero tendenzialmente restare in essere nel breve: in caso di ulteriori segnali di consolidamento della ripresa economica, il cambio GBP/USD potrebbe quindi rivedere i massimi di inizio anno (1,63 GBP/USD). Quando la Fed metterà mano alla svolta di *policy*, iniziando a ridurre lo stimolo in essere, la sterlina potrebbe moderatamente e temporaneamente fare marcia indietro (verso la parte centrale del range 1,60-1,55 GBP/USD), per effetto dell'atteso generalizzato rafforzamento del dollaro che seguirebbe alla svolta Fed. Successivamente però dovrebbe reimmettersi sul sentiero di recupero recentemente intrapreso, in direzione di 1,64-1,65 GBP/USD, che rimane approssimativamente la nostra proiezione centrale di livello atteso nel medio termine. Il principale rischio di tale scenario proviene dall'ipotesi di mancato consolidamento della ripresa: nei verbali della riunione di settembre la BoE comunica infatti che **"se la ripresa dovesse vacillare" riprenderebbe in esame l'opportunità di aumentare ulteriormente l'APF**. In questo caso la sterlina ne verrebbe penalizzata, ma si tratterebbe presumibilmente di un indebolimento moderato e transitorio.

Fig. 9 – Cambio effettivo nominale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Scenario Macroeconomico

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

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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