

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Dicembre 2011

Indice

Scenario 2012 compromesso dalla crisi europea del debito 2

Materie prime: volatilità e rischi geopolitici 6

Energia 7

Metalli Industriali 8

Metalli Preziosi 10

Agricoli 11

Stati Uniti – Il migliore dei mondi possibili: crescita fra il 2% e il 2,5% 14

A questa ripresa manca sempre una ruota, l'edilizia residenziale 15

Prezzi e politiche economiche: un mix ancora espansivo 17

Focus – Novità in arrivo dalla Fed: più trasparenza = più stimolo monetario 19

Area euro: crescita-zero nel 2012 23

Lo scenario in sintesi 23

Focus: l'impatto della politica fiscale nell'area euro 26

Focus BCE: il cigno nero 27

Inflazione: energia e tasse limitano il calo verso il 2% 31

Soltanto razioni di sussistenza ai paesi in difficoltà 34

Germania: über alles 39

Francia: molto adagio 41

Italia: la recessione è già cominciata 44

Focus: il decreto "salva-Italia", un primo passo... 45

Spagna: nessun dorma! 51

Focus Spagna: mind the gap 53

Dinamiche dalla periferia dell'Area Euro 58

Regno Unito – Male il 2011, ancora peggio il 2012 63

Asia 64

Giappone: la ripresa del 2012: fuoco fatuo 64

Cina: il focus delle Autorità si risposta verso la stabilità della crescita 69

India: verso l'inversione della stance di politica monetaria 75

Mercati valutari – 2012: sotto il segno delle crisi 80

Dicembre 2011

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Economista - Commodities

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area euro

Marco Rocchi
Economista - Area euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 20.12.2011

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

Scenario 2012 compromesso dalla crisi europea del debito

Il nostro scenario previsionale di fine anno vede un nuovo drastico taglio alle stime di crescita del PIL mondiale, dovuto in larga misura alle peggiori aspettative sull'andamento dell'economia europea e in parte a uno scenario meno favorevole per le materie prime. Riguardo allo scenario europeo, la revisione è dovuta alla deludente gestione della crisi del debito. L'accelerazione della correzione fiscale accentua la contrazione del PIL, mentre la persistente carenza dei meccanismi di salvaguardia crea condizioni finanziarie restrittive in molti paesi dell'Eurozona.

Luca Mezzomo

Mese dopo mese, la disastrosa gestione della crisi da parte dei vertici dell'Eurozona accresce i rischi recessivi per il continente europeo, offuscando indirettamente le prospettive macroeconomiche globali. Come spieghiamo in maggior dettaglio a pag. 34, infatti, anche il vertice di dicembre ha partorito un accordo insoddisfacente: il pacchetto contiene interventi sul regime di disciplina fiscale sostanzialmente irrilevanti per la fiducia degli investitori internazionali, sebbene fortemente voluti dal governo tedesco, qualche tardivo passo indietro rispetto ad errori commessi in passato, ma poco o nulla sul fronte di quei meccanismi di sostegno che dovrebbero contrastare i rischi di rifinanziamento del debito pubblico nei paesi sotto pressione. La strategia ufficiale rimane imperniata pressoché esclusivamente su una rapida (probabilmente troppo rapida) implementazione di misure di austerità per avviare un processo di riduzione del debito, con implicazioni pesanti per le prospettive di crescita dell'Eurozona (v. pag. 26). A tutt'oggi, non è ancora chiaro se i fondi europei (EFSF, ESM) saranno in grado di operare a una scala adeguata e nei tempi necessari, mentre le risorse fornite dal FMI possono offrire un contributo a un programma più ampio ma non rappresentano la soluzione del problema. In tale contesto, sempre più paesi dell'Eurozona si trovano ad operare in un contesto di condizioni finanziarie e politiche fiscali restrittive, mentre la Germania beneficia di condizioni finanziarie espansive e politiche fiscali accomodanti (anche per il calo dei costi di rifinanziamento garantito dal *flight to quality*). Se le prospettive non sono totalmente cupe è perché sono disponibili misure di sostegno gestite dalla BCE, nella forma del Securities Markets Programme (SMP) e delle operazioni straordinarie di creazione di liquidità, che potrebbero stimolare le banche ad assorbire maggiori quantitativi di titoli di stato. Ambedue i programmi sono ampiamente giustificati dalla distruzione dei canali di trasmissione della politica monetaria nell'Eurozona.

La crescita economica per area geografica					
	2008	2009	2010	2011	2012
Stati Uniti	-0.3	-3.5	3.0	1.7	2.2
Giappone	-1.1	-5.5	4.5	-0.6	2.2
Area euro	0.3	-4.2	1.8	1.6	0.0
Europa Orientale	4.8	-5.6	0.9	3.8	3.6
America Latina	3.8	-2.3	8.4	3.9	3.5
OPEC	5.7	1.0	3.7	4.2	5.5
Asia Orientale	6.1	5.4	9.1	7.0	6.9
Africa	5.0	1.8	3.7	3.5	3.6
Crescita mondiale	2.8	-0.7	5.1	3.6	2.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Qual è il rischio che la crisi si riveli alla fine incontrollabile? Nonostante tutto, a meno di colossali errori di valutazione da parte della BCE, **il mix di misure pare sufficiente a garantire la tenuta del sistema nel 2012**. Come spieghiamo nell'approfondimento di pag. 27, lo SMP può essere intensificato in caso di bisogno, così come gli incentivi economici possono consentire di sfruttare le operazioni di creazione di base monetaria per assorbire più titoli di stato nei bilanci bancari. Tuttavia, la mancanza di un *commitment* inequivocabile e credibile a garantire il rifinanziamento dei paesi in difficoltà non consente di ritenere del tutto eliminato il rischio di inceppamento del sistema e, perciò, scoraggia la ripresa dei flussi esteri di investimento. I costi macroeconomici del

risanamento diventano più alti, la fase di tensione sui premi al rischio si protrae e il rischio di recessione cresce.

Un secondo fattore peggiorativo per lo scenario è costituito dall'andamento prospettico delle materie prime energetiche. A nostro giudizio, le quotazioni saranno sostenute dal rischio geopolitico in Medio Oriente e dagli elevati prezzi di *budget break-even*, che controbilanceranno gli effetti calmieranti della più bassa crescita economica mondiale (v. pag. 7). Appare cioè meno probabile che i mercati delle materie prime possano agire da stabilizzatori automatici, migliorando le ragioni di scambio dei paesi avanzati in questa fase di crisi. In Europa, al contrario, il potere di acquisto delle famiglie sarà penalizzato dagli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, che manterranno l'inflazione su livelli relativamente elevati anche nel 2012.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2008	2009	2010	2011	2012
Petrolio (Brent, \$/barile)	97.2	61.6	79.8	112.9	111.6
	+34.0	-36.6	+29.6	+41.4	-1.1
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	151.2	127.4	161.0	190.0	175.0
	+7.5	-15.7	+26.4	+18.0	-7.9
Metalli (1990=100)	169.0	136.5	202.3	231.4	221.5
	-7.8	-19.2	+48.2	+14.4	-4.3
Agricole (1990=100)	113.3	94.1	125.3	154.3	123.9
	-0.8	-17.0	+33.2	+23.1	-19.7

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo

Viene da chiedersi come sia possibile che in questo contesto di estrema fragilità dell'Eurozona non si verifichi un deprezzamento più marcato della moneta europea sui mercati valutari. In termini di flussi, le vendite nette di titoli di debito dell'Eurozona degli ultimi quattro mesi sono state compensate da un miglior saldo degli investimenti diretti e dalla liquidazione di titoli esteri detenuti da residenti nell'Eurozona. Tuttavia, ciò non spiega pienamente perché il ricorrente accumulo di posizioni speculative corte di euro non sia riuscito a tradursi in movimenti più significativi del cambio con il dollaro. Le conseguenze più importanti della crisi sembrano essere state interne all'Eurozona, con una riallocazione di fondi verso la Germania, ritenuta sicura dal punto di vista valutario anche in scenari estremi di rottura dell'unione monetaria. La possibilità di nuova debolezza del cambio non va esclusa a breve termine, in coincidenza con la fase di massima incertezza per i mercati dei titoli di stato dell'Eurozona, anche se la dimensione delle posizioni corte di euro potrebbe rappresentare ora un serio ostacolo (v. pag. 80 per l'analisi delle prospettive).

Il quadro per area in sintesi

La crescita del PIL negli Stati Uniti si manterrà fra il 2% e il 2,5% nel prossimo biennio (prev. 2012: 2,2%). La velocità di crociera di questa ripresa è vincolata dall'assenza di crescita degli investimenti residenziali e dal processo di riduzione del debito delle famiglie. La crescita per ora è "sana", determinata dalla domanda finale del settore privato domestico, ma il tasso di disoccupazione è previsto fra l'8,5% e il 9% nel 2012. L'inflazione dovrebbe rallentare dal picco ciclico visto quest'anno. Di rilievo per la politica monetaria sarà la stabilizzazione dell'inflazione *core* intorno al 2%, dopo avere toccato il 2,2% a/a fra fine 2011 e inizio 2012. La politica monetaria dovrebbe restare eccezionalmente espansiva con tassi fermi ancora a lungo: a inizio 2012 la Fed dovrebbe annunciare ampie modifiche alla strategia di comunicazione con probabili effetti espansivi. La correzione strutturale dei conti federali, come previsto, è ancora rimandata e non avverrà prima delle elezioni presidenziali del 2012. La politica fiscale federale dovrebbe essere solo modestamente restrittiva, con il deficit previsto a 1,2 trilioni di dollari (7,8% del PIL) nel 2012.

Stati Uniti

Le prospettive del ciclo economico nell'area euro sono ormai legate a doppio filo all'evoluzione della crisi del debito, che persisterà nel 2012. Le misure di stabilizzazione sono state finora lente, poco credibili e talora perfino controproducenti: difficilmente potranno ripristinare in tempi rapidi la fiducia degli investitori. Inoltre, la correzione fiscale a politiche invariate, misurata sul saldo primario corretto per il ciclo, è stata pari a ben il 2% del PIL nel 2011 ed è vista continuare nel prossimo biennio (per un ammontare a politiche invariate pari all'1,3% del PIL nel 2012 e allo 0,5% nel 2013), e non sono da escludere ulteriori manovre correttive a valere sul 2013. La politica fiscale ha il massimo impatto restrittivo sul ciclo nel biennio 2011-12, quando incide per un punto e mezzo di PIL, ma potrebbe continuare a frenare la crescita sino al 2013. Se il quadro internazionale rimarrà espansivo, la maggiore economia dell'area, quella tedesca, dovrebbe continuare a beneficiare del forte impulso derivante dalla politica monetaria, consentendo perciò all'intera Eurozona di evitare una recessione vera e propria; questa colpirà invece Italia e Spagna, oltre ad altri paesi più piccoli (Grecia, Portogallo). Il **PIL** dell'Eurozona rimarrà stabile nel 2012: il contributo negativo della domanda interna sarà bilanciato dal contributo positivo delle esportazioni nette. Sul fronte dei prezzi, la stima di **inflazione** per il 2012 è stata rivista al rialzo, al 2,2% a/a: il persistere dell'incremento dei prezzi sopra il 2% dipende dall'andamento dei prezzi delle materie prime e dai rialzi di prezzi amministrati e imposte indirette. L'effetto base favorirà però un ampio calo dal 2013.

Area euro

Le misure adottate a inizio dicembre dalla **BCE** per riattivare la trasmissione della politica monetaria sono senza precedenti ed è improbabile che arrivino ulteriori mosse nei prossimi mesi. La BCE potrebbe portare i tassi sotto l'1,0%, se i "sostanziali rischi verso il basso" per le stime di crescita (0,3%) dovessero materializzarsi; però ci sembra difficile che ciò avvenga prima di febbraio, e in ogni caso i benefici sarebbero limitati ai paesi *core* dell'Eurozona. Riguardo al programma di acquisto titoli, l'impegno rimarrà informale, senza target quantitativi prefissati.

Dopo un 2011 negativo, nel 2012 l'economia giapponese sarà in ripresa, con **una crescita prevista al 2,2%**, sostenuta dall'attività di ricostruzione. L'apprezzamento dello yen e il rallentamento dell'economia mondiale freneranno il ritmo della crescita, con un effetto complessivo di circa 0,6-0,8pp. La domanda domestica rimarrà positiva, spinta dal recupero post-terremoto. L'inflazione è tornata in territorio negativo; una modesta deflazione rimane parte dello scenario di più lungo termine. Il deficit resterà vicino all'8% del PIL nel 2012. La politica monetaria dovrebbe dare ulteriore stimolo, aumentando ancora la dimensione del programma di acquisto titoli.

**Asia:
Giappone**

La prospettiva di un calo dei prezzi degli immobili e le difficoltà di finanziamento degli immobiliare prefigurano una decelerazione più marcata degli investimenti in sviluppo immobiliare nei prossimi mesi. Dato l'andamento degli ordini dall'estero il rallentamento delle esportazioni, che si è finora concentrato soprattutto verso l'Unione Europea e nel comparto dei beni assemblati, è destinato a continuare nei prossimi mesi. La **crescita del PIL** è prevista rallentare all'8,2% a/a. L'**inflazione** è scesa fino al 4,2% a/a in novembre dal picco del 6,5% di luglio. Il calo dell'inflazione dovrebbe influire positivamente sulla fiducia dei consumatori nei prossimi mesi compensando l'effetto negativo di un deterioramento sul mercato del lavoro e continuando a sostenere i consumi. Inoltre, le priorità della politica economica si vanno spostando dal controllo dell'inflazione al mantenimento di un tasso di crescita sufficientemente elevato, che nel breve termine non potrà che concretizzarsi attraverso l'allentamento del credito e il sostegno agli investimenti. Dato il calo degli indici di attività, il rallentamento del credito e il calo dell'inflazione, riteniamo probabile un altro ribasso del CRR di 50pb entro fine anno (o all'inizio di gennaio), seguito da altri tre ribassi di 50pb ciascuno entro il 1° trimestre. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario.

Cina

In India, l'andamento degli ordini e degli indici anticipatori prefigurano un ulteriore rallentamento del settore manifatturiero nei prossimi mesi; nei servizi si attende una dinamica migliore, ma nel 2012 la **crescita del PIL** rallenterà ulteriormente (6,8%). L'inflazione dei prodotti manifatturieri continua ad essere elevata (7,7%) a causa del costo delle materie prime, ma le variazioni congiunturali destagionalizzate dei prezzi all'ingrosso danno ancora segnali di moderazione che dovrebbero riflettersi in una prosecuzione del **calo dell'inflazione** tendenziale nel corso del 2012 (6,5%). Riteniamo probabile che la **RBI** manterrà i tassi fermi anche al meeting di gennaio e procederà a un taglio dei tassi di 25pb al successivo meeting di marzo. La rupia si è deprezzata del 6% contro dollaro nel solo mese di novembre, con un deprezzamento complessivo del 21% tra l'inizio di agosto e metà dicembre e di circa il 7% in termini di cambio effettivo sia reale sia nominale. La situazione sui mercati finanziari internazionali rimane tesa e nel breve termine le pressioni al ribasso sul cambio rimarranno inalterate.

India

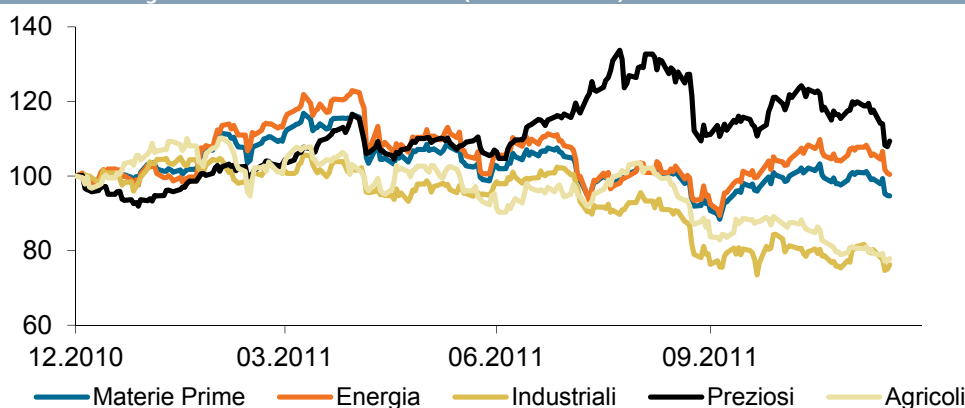
Materie prime: volatilità e rischi geopolitici

Le materie prime resteranno molto volatili nel 2012, conseguenza diretta dell'incertezza riguardo l'evoluzione della crisi europea e le sue profonde conseguenze su crescita mondiale e fiducia degli investitori. Soprattutto per i primi mesi dell'anno, ci attendiamo che i prezzi continuino ad essere guidati da dati macro e revisioni delle stime di crescita. In momenti di estrema tensione potrebbero ripetersi forti movimenti di prezzo guidati da fenomeni speculativi e ricerca di liquidità. Per tutte le materie prime un importante rischio al ribasso resta un sostenuto rafforzamento del dollaro americano.

Daniela Corsini

Anche nell'ultimo trimestre 2011 le materie prime sono rimaste molto volatili, divise fra dati macroeconomici americani abbastanza robusti e il timore che i governi dei vari stati europei non riescano a intraprendere misure efficaci per combattere la crisi. A livello settoriale, il guadagno più robusto si è avuto nel comparto energetico. In particolare, il prezzo del petrolio è stato guidato al rialzo da crescenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente, a seguito della pubblicazione del report delle Nazioni Unite dove si denunciava lo sviluppo di armi atomiche da parte dell'Iran e a seguito dell'espulsione della Siria dalla Lega Araba, motivata dalle continue violente repressioni delle contestazioni contro il Governo di Assad. Il peggior rendimento nel trimestre è stato quello delle materie prime agricole, a causa di numerose revisioni al rialzo nelle stime di produzione.

Rendimenti degli Indici S&P GSCI Total Return (dic. 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prospettive di breve e di lungo periodo

A causa delle grandi incertezze che velano i prossimi mesi, è particolarmente importante distinguere fra trend di lungo periodo e prospettive di breve periodo.

Domanda, offerta e costi di produzione saranno il driver prevalente **nel lungo periodo**, poiché ci aspettiamo che su lunghi orizzonti temporali i mercati continuino a premiare le materie prime sostenute da fondamentali più solidi. Nei prossimi anni, le materie prime dovrebbero beneficiare dei processi di crescita economica, urbanizzazione e crescita demografica nei paesi emergenti, che continueranno a richiedere sempre maggiori quantità di materie prime. In particolare, il comparto energetico dovrà soddisfare le crescenti richieste del settore dei trasporti, previsto in forte espansione. L'offerta nel lungo periodo dovrebbe espandersi rispetto alla produzione attuale, grazie ai miglioramenti tecnologici che renderanno economicamente sfruttabili nuove risorse, tuttavia ciò avverrà a più alti costi di produzione.

Nel lungo periodo, i paesi emergenti continueranno a sostenere la domanda di materie prime.

Nel breve periodo, le prospettive sono più instabili. I mercati delle materie prime resteranno molto volatili nei primi mesi del 2012, conseguenza diretta dell'incertezza riguardo l'evoluzione della crisi europea e le sue profonde conseguenze su crescita mondiale e fiducia degli investitori. Su brevi orizzonti temporali, il mercato dovrebbe restare particolarmente nervoso e ci attendiamo che i prezzi continuino a essere guidati soprattutto da dati macroeconomici, revisioni delle stime di crescita mondiale e annunci di manovre in Europa. Sinché le prospettive di crescita economica non diventeranno più definite, momenti di estrema tensione potrebbero generare forti movimenti di prezzo non giustificati dai fondamentali, durante i quali è sospesa ogni distinzione fra le varie materie prime. Inoltre, per tutte le materie prime, un importante rischio al ribasso resta un sostenuto rafforzamento del dollaro americano. Ci attendiamo che i bassi tassi di interesse nei paesi avanzati sostengano l'oro e continuino a bloccare scorte di metalli industriali in *inventory financial deals*, mantenendo la disponibilità di metalli sul mercato abbastanza limitata. Inoltre, l'offerta è esposta a crescenti incertezze legate a rischi geopolitici e a blocchi inattesi della produzione a seguito di rischi climatici, contrattazioni sindacali e rischi di nazionalizzazione, soprattutto nei paesi emergenti.

Energia

Per quanto riguarda il comparto energetico, nel lungo periodo ci attendiamo crescita sia della domanda che dell'offerta, quest'ultima sempre più legata a metodi non convenzionali di estrazione, caratterizzati da costi elevati. Nel comparto, **il petrolio dovrebbe evidenziare dinamiche di prezzo più robuste** sia nel breve periodo, per il forte supporto di prezzo fornito dal cartello dell'OPEC, sia nel lungo periodo, per il suo ancora limitato consumo pro capite nei paesi emergenti, che lascia ampi spazi di crescita nella domanda.

Per il 2012 vediamo poco probabile un allontanamento significativo del prezzo del petrolio dai livelli attuali dato l'**elevato rischio geopolitico** in Medio Oriente, sostenuto dalle tensioni in Iran e Siria. Inoltre, vari membri dell'OPEC hanno dichiarato di ritenere appropriati i prezzi attuali e la riunione semestrale dell'organizzazione, tenutasi il 14 dicembre, ha confermato la volontà unanime di mantenere i livelli di produzione correnti, alzando la quota totale per i dodici paesi membri a 30 milioni di barili al giorno, includendo l'output iracheno per la prima volta dal 1998.

Un **importante livello di supporto** per il prezzo del petrolio è rappresentato dai prezzi di *budget break-even*, ovvero i prezzi necessari perché la bilancia fiscale sia in pareggio, lievitati a seguito della "primavera araba" esplosa nei primi mesi del 2011. Per placare le forti tensioni sociali che hanno generato questi tumulti, tutti i paesi dell'area hanno annunciato forti misure di stimolo fiscale. Ad esempio, l'Arabia Saudita ha annunciato fra febbraio e marzo piani di spesa pubblica pari al 19% del PIL 2011 che saranno implementati su più anni. Per il 2011 la spesa annunciata è pari al 5,5% del PIL, mentre per il 2012 è l'1,7%. A seguito di queste misure straordinarie, l'International Institute of Finance (IIF) stima che il prezzo medio di *budget break-even* abbia raggiunto gli 80 dollari al barile per il 2011, in forte aumento rispetto ai 55 dollari del 2008. Anche le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e dell'International Energy Agency (IEA) confermano questo trend. Addirittura l'IEA stima prezzi di *budget break-even* superiori agli 80 dollari al barile per la maggior parte dei produttori mediorientali. Inoltre, rispetto a pochi anni fa, le economie della regione sono ancora più dipendenti da alti prezzi del petrolio a causa della maggiore vulnerabilità fiscale, siccome il prezzo del petrolio di *break-even* è più vicino al prezzo di mercato, sono aumentati i rischi al ribasso delle stime di crescita mondiale, direttamente legate alle esportazioni ed i flussi di capitali verso la regione sono fortemente diminuiti.

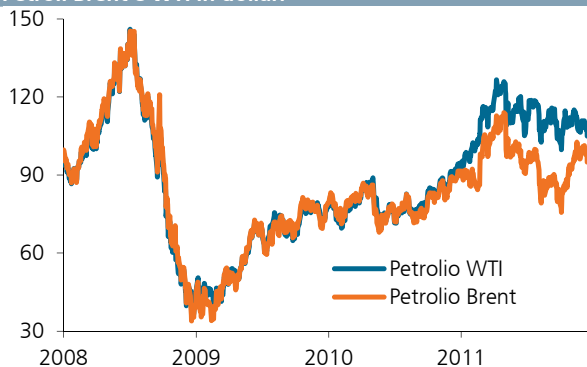
Per il petrolio Brent, prevediamo un prezzo medio di 111,8 dollari al barile per il 2012. Ci attendiamo pressioni al rialzo nella prima metà dell'anno. I rischi più significativi sono legati alle tensioni in Iran, con il possibile blocco alle importazioni europee motivato sia dalla denuncia delle Nazioni Unite riguardo lo sviluppo di armi nucleari, sia dalla proposta di legge passata

Nel 2012, le prospettive del comparto sono legate al tasso di crescita mondiale.

Il comparto energetico, guidato dal petrolio, beneficia di rischi geopolitici e elevati livelli di stimolo fiscale in Medio Oriente.

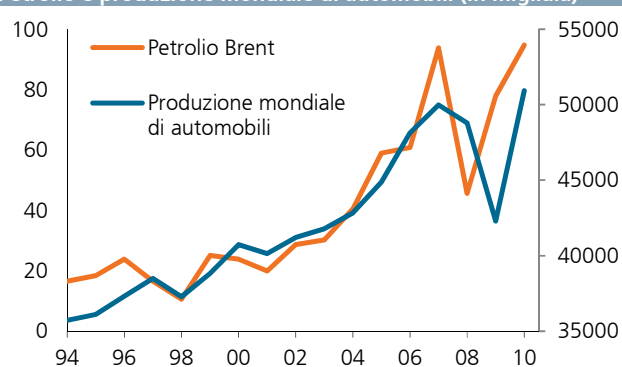
all'unanimità al Senato americano il 7 dicembre che, se diventasse legge, a partire da luglio darebbe al Presidente il potere di impedire a istituzioni finanziarie straniere con relazioni finanziarie con la Banca centrale iraniana di possedere conti negli USA. Anche la Siria desta preoccupazioni, dato il delicato ruolo del Paese sugli equilibri geopolitici della regione. Inoltre, il ritiro delle truppe americane dall'Iraq conclusosi il 18 dicembre 2011 potrebbe ravvivare i contrasti fra la maggioranza sciita sostenuta dall'Iran e la minoranza sunnita appoggiata dall'Arabia Saudita. A causa di queste criticità, non escludiamo la possibilità di vedere picchi nel prezzo del petrolio sino a 140 dollari al barile nella prima metà dell'anno. Tuttavia, riteniamo che tali livelli siano insostenibili per periodi prolungati e ci attendiamo che le attese di un conseguente declino nella domanda mondiale siano sufficienti per riportare i prezzi a livelli più contenuti. Nella seconda metà dell'anno, ci attendiamo che il prezzo del petrolio sia più moderato, principalmente guidato da una diminuzione nella domanda a seguito degli alti prezzi nel 1° semestre e da maggiori preoccupazioni riguardo lo scenario macro. Ci attendiamo infatti che l'attenzione dei mercati si sposti progressivamente dalle tensioni geopolitiche al rischio di deterioramento del ciclo macroeconomico.

Petroli Brent e WTI in dollari



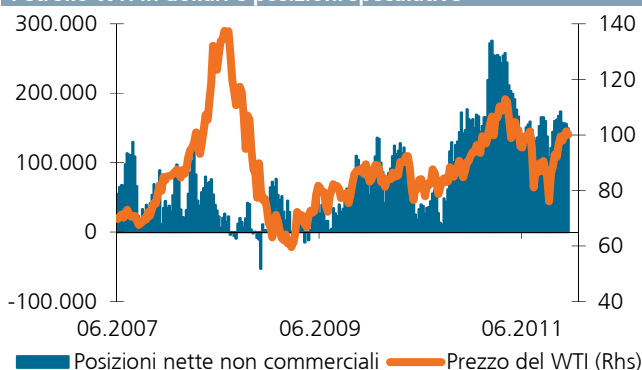
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio e produzione mondiale di automobili (in migliaia)



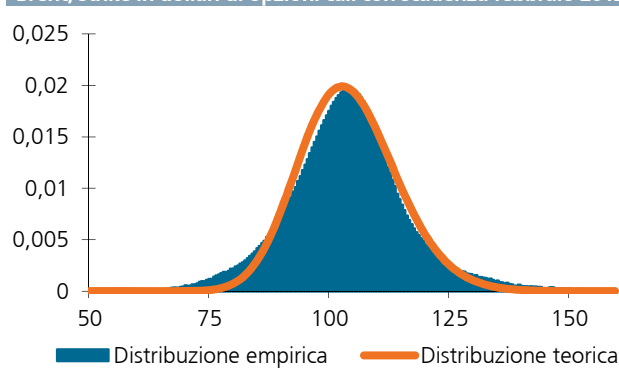
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio WTI in dollari e posizioni speculative



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent, strike in dollari di opzioni call con scadenza febbraio 2012



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Metalli Industriali

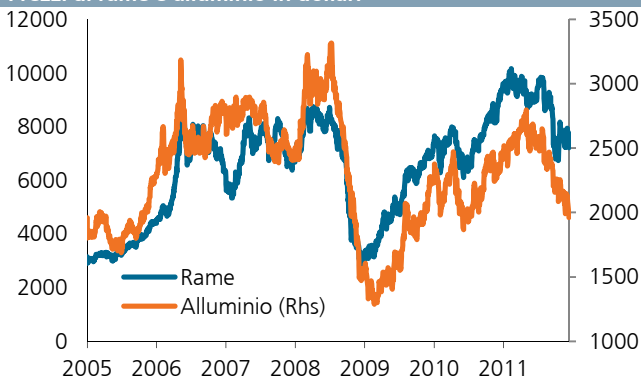
Per quanto riguarda le prospettive dei metalli industriali per il 2012, il ciclo economico sarà determinante nel guidare la domanda. Tuttavia, mentre per il petrolio vediamo un forte supporto nel prezzo di *budget break-even* nel caso in cui il rallentamento dell'economia globale fosse molto peggiore delle attese, per i metalli industriali non vediamo grossi livelli di supporto nel caso di una discesa sostenuta dei prezzi. **L'unico sollievo potrebbe venire dalla Cina** che,

L'incertezza riguardo le conseguenze mondiali della crisi europea penalizzerà soprattutto il comparto industriale.

come nel 2011, potrebbe continuare a comprare strategicamente riserve a ogni storno significativo dei prezzi. Riteniamo che le importazioni cinesi di materie prime continueranno a essere aidate dalla volontà politica di ridurre il deficit di bilancia commerciale, per contenere le pressioni internazionali per la rivalutazione dello Yuan. L'offerta sarà esposta al rischio di blocchi inattesi della produzione a seguito di rischi climatici, contrattazioni sindacali e rischi di nazionalizzazione, soprattutto nei paesi emergenti.

In generale, favoriamo metalli esposti alla crescita dei paesi emergenti, e in particolare **preferiamo alluminio e rame**. Nel caso dell'alluminio, fonti industriali stimano che attualmente circa il 25% della capacità globale sarebbe in perdita, quindi anche in caso di un rallentamento ulteriore dell'economia globale l'alluminio sarebbe il metallo con un miglior supporto di prezzo perché i livelli attuali sono i più vicini ai costi di produzione. Per quanto riguarda il rame, le contrattazioni sindacali continueranno nei prossimi mesi e avranno come risultato un aumento dei costi produttivi. Per il 2012, **stimiamo un prezzo medio di 2600 dollari alla tonnellata per l'alluminio e di 9000 dollari alla tonnellata per il rame**. Contrariamente al petrolio, vediamo più probabili rischi al ribasso nel 1° semestre che nel 2°, siccome i metalli industriali continueranno ad essere guidati dalle prospettive di crescita globale. Riteniamo che nei primi mesi dell'anno le decisioni di investimento e consumo di materie prime potrebbero essere rimandate a causa dell'incertezza sulle conseguenze della crisi dell'area Euro. Tuttavia, l'eventuale annuncio di programmi di *quantitative easing* in America e ulteriori stimoli fiscali e monetari in Cina porterebbero ad un recupero delle quotazioni dei metalli industriali.

Prezzi di rame e alluminio in dollari



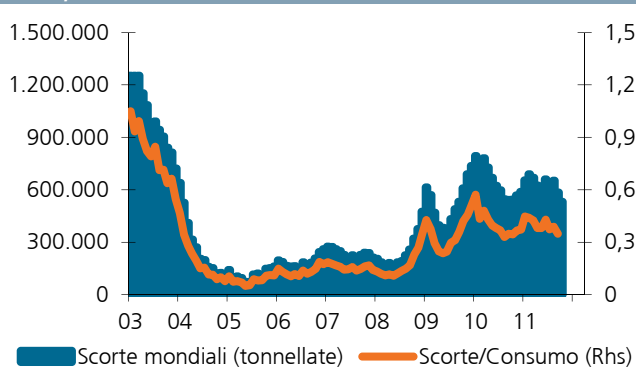
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame in dollari e posizioni speculative



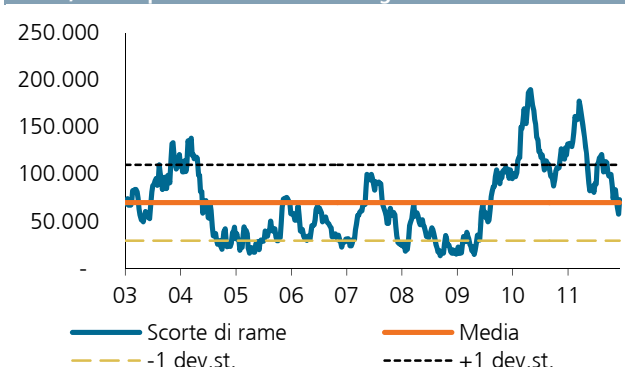
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame, scorte e consumo mondiale

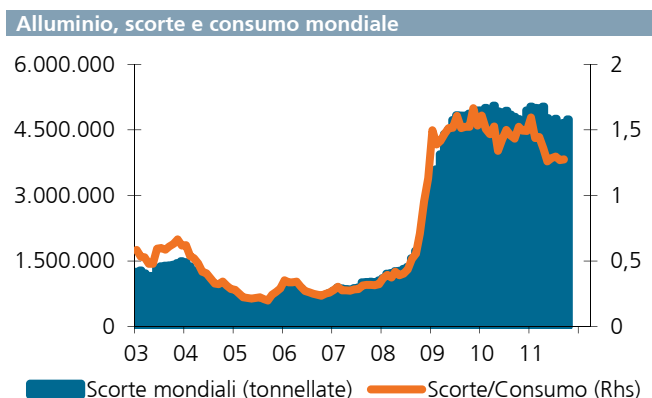


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame, scorte presso la borsa di Shanghai



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Siamo meno positivi sulle prospettive di acciaio e ferro, che vediamo rimanere vicini ai livelli attuali per il 2012. **Per l'acciaio, stimiamo un prezzo medio di 600 dollari alla tonnellata**, misurato dall'indice pubblicato da The Steel Index calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio *hot rolled coil* americano. Le nostre stime sono leggermente inferiori al prezzo medio degli ultimi cinque anni di circa 650 dollari alla tonnellata a causa del rallentamento stimato nella produzione industriale mondiale. Tuttavia, nonostante il deterioramento del ciclo globale, non riteniamo probabile un ritorno ai livelli minimi toccati nel 2009, durante il quale i prezzi sono rimasti sotto i 500 dollari di media. In quell'anno, infatti, il rallentamento economico è stato accompagnato da una forte componente speculativa sul mercato dell'acciaio, a seguito dell'eccezionalità del vertiginoso aumento dei prezzi maturato nel corso del 2008. **Per il ferro, stimiamo un prezzo medio di 140 dollari alla tonnellata**, misurato dall'indice pubblicato da The Steel Index calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni spot di materiali ferrosi a 62% di contenuto di ferro, con consegna al porto di Tianjin. Tale livello è in linea con il prezzo medio degli ultimi tre anni. Vediamo probabili rischi al rialzo in tale stima, grazie al maggiore potere contrattuale che stanno maturando le principali società produttrici data la crescente tendenza a stipulare contratti basati sui prezzi *spot*. In particolare, a partire da ottobre 2011 oltre il 50% del materiale ferroso esportato è prezzato secondo prezzi *spot* o mensili, e non più secondo contratti trimestrali o benchmark annuali. La preferenza dei produttori verso i prezzi *spot* è giustificata da un maggiore controllo sulle vendite, siccome i consumatori non potrebbero più esercitare l'opzione *call* sui prezzi implicita nei contratti trimestrali o annuali (ad esempio i consumatori erano incentivati a rifiutare un contratto quando i prezzi *spot* erano minori di quelli trimestrali).

Metalli Preziosi

Nel 2011, i preziosi hanno beneficiato della miglior performance fra tutti i comparti, grazie al ruolo di bene rifugio svolto dall'oro, sostenuto dall'avversione al rischio, da bassi tassi di interesse in America e dalla crisi in Europa. Nel breve periodo, **preferiamo l'oro**, per cui stimiamo un **prezzo medio di 1800 dollari l'oncia** per il 2012. Riteniamo che eventuali rischi al rialzo siano più probabili nel 1° semestre, legati all'incertezza dello scenario economico europeo. I metalli maggiormente esposti al ciclo industriale e alla produzione automobilistica, come platino e palladio, continueranno a sotto-performare rispetto all'oro sinché non riprenderà slancio l'economia globale.

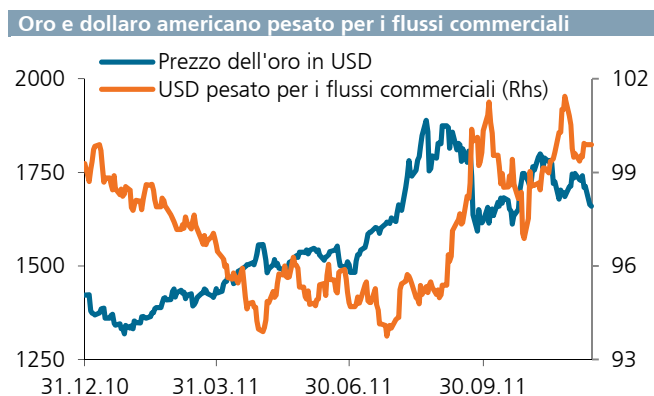
Al momento, **vediamo come rischio principale per il comparto il rafforzamento del dollaro**. Come è accaduto nel 2011, ogni volta che il dollaro americano si è rafforzato, i preziosi hanno sofferto. Questo *switch* fra oro e dollaro è dovuto a vari fattori, fra cui fenomeni di *profit-taking*, viste le alte quotazioni raggiunte dall'oro, ricerca di liquidità in dollari da parte di banche e

Crisi europea e bassi tassi di interesse dovrebbero continuare a sostenere l'oro...

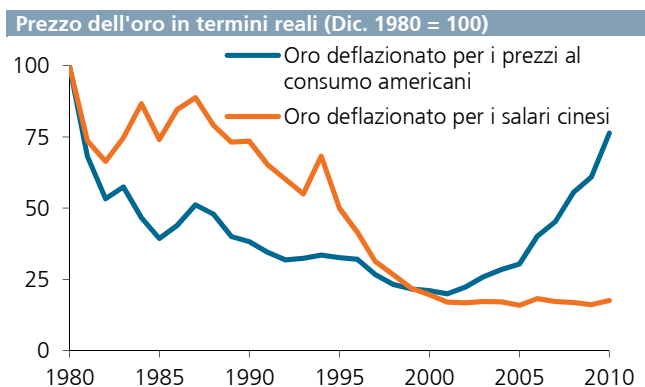
...ma l'eventuale rafforzamento del dollaro rappresenta un significativo rischio al ribasso.

investitori che hanno visto ridursi l'accesso al credito, ma anche fenomeni di *flight-to-quality*, segnale che gli investitori percepiscono ancora il dollaro come il bene rifugio più affidabile a fronte delle incertezze europee e degli interventi delle Banche centrali svizzera e giapponese.

Un'ultima nota a commento del prezzo dell'oro, che nel corso del 2011 ha raggiunto i massimi storici in termini nominali. In termini reali, se deflazioniamo il prezzo dell'oro per l'inflazione americana, come si fa abitualmente, vediamo che l'oro è vicino ai massimi raggiunti negli anni '80. Al contrario, se calcoliamo il prezzo reale dell'oro in Asia, ad esempio deflazionandolo per i salari medi dei lavoratori cinesi, vediamo che l'oro è ai minimi da 20 anni. Questo dimostra che la domanda di oro fisico da parte dei mercati emergenti dovrebbe mantenersi elevata anche a fronte di alti prezzi nominali. Inoltre, in molti paesi emergenti l'oro continua a mantenere un alto valore simbolico e rappresenta ancora la principale riserva di valore dove il sistema bancario è meno sviluppato.



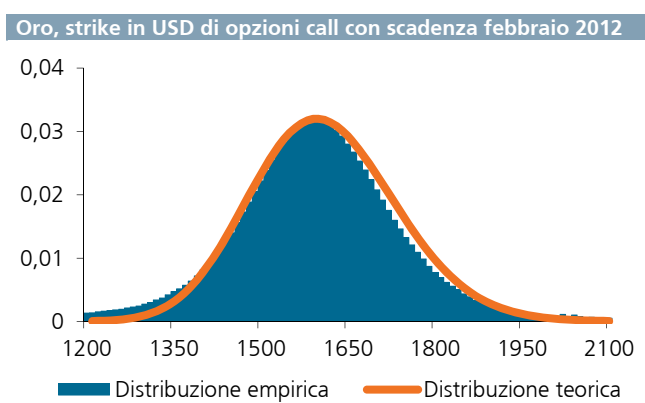
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Agricoli

Nel lungo periodo riteniamo che le prospettive degli agricoli siano meno brillanti rispetto ad altri comparti perché riteniamo che la crescita nei paesi emergenti aumenterà la domanda, ma sarà anche accompagnata da una produzione locale più efficiente. Solo per dare un'idea delle potenzialità di un futuro sviluppo nell'efficienza produttiva, citiamo il caso della Nigeria, che nell'ultimo anno ha perso il 60% della sua produzione agricola nella fase di raccolta e stoccaggio. Inoltre, non condividiamo la teoria che un aumento nel benessere corrisponderà a un aumento nel consumo di proteine, ripetendo l'esperienza dei paesi occidentali a parità di

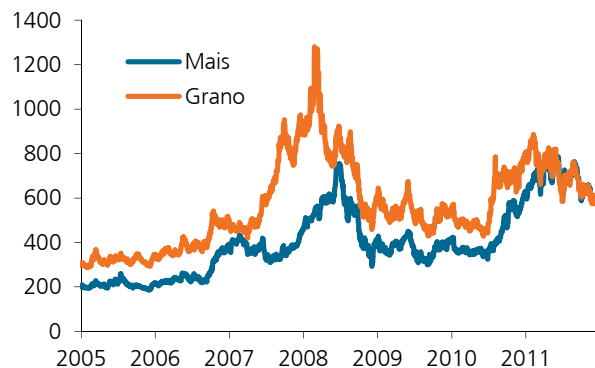
livello di sviluppo, siccome non riteniamo che le abitudini alimentari saranno stravolte. Ad esempio, la FAO stima che il consumo giornaliero di carne pro capite in India e Indonesia sia addirittura diminuito dal 1997 al 2007, nonostante la veloce crescita economica.

Nel breve periodo, i rendimenti degli agricoltori potrebbero beneficiare dalla continuazione del fenomeno della Niña che dovrebbe portare forti precipitazioni nel Sud Est Asiatico e siccità in Sud America, rischiando di compromettere i raccolti. Altri fattori che potrebbero spingere al rialzo i prezzi agricoli sono un'inefficiente allocazione dei terreni, soprattutto nei paesi emergenti, e l'aumento nella produzione di biocarburanti. In particolare, l'US Department of Agriculture stima che attualmente la produzione di etanolo assorba il 41% della produzione di mais americana. Inoltre, il grande impatto della produzione di biocarburanti sulla domanda di mais è dimostrato dai bassi livelli di scorte mondiali, stimate dall'US Department of Agriculture ai minimi da cinque anni. **Nel 2012, prevediamo per il mais un prezzo medio di 6,5 dollari per bushel**, leggermente più basso rispetto alla media da inizio anno di circa 6,8 dollari dato che le condizioni climatiche hanno spinto la produzione a livelli record. Un possibile rischio al ribasso è inoltre rappresentato dalla scadenza a fine 2011 del credito d'imposta di cui godono le raffinerie americane pari a 0,45 dollari per ogni gallone di etanolo miscelato con carburante tradizionale. **Per il grano prevediamo un prezzo di 7,1 dollari per bushel**, in linea con la media da inizio anno. Ci attendiamo quindi per il grano un migliore rendimento relativo perché il livello di prezzo competitivo rispetto al mais dovrebbe stimolarne i consumi. Inoltre, il livello relativamente alto delle scorte mondiali di grano, stimate dall'US Department of Agriculture ai massimi da dodici anni, dovrebbe favorirne la domanda nel settore dell'alimentazione animale, a scapito del meno nutriente mais.

Al contrario, siamo meno positivi sulle prospettive del **cotone**, per cui **stimiamo un prezzo medio di 80 centesimi di dollaro alla libbra per il 2012**. Le nostre stime sono relativamente basse rispetto alla media degli ultimi due anni e al consensus perché prevediamo una significativa diminuzione della domanda mondiale, che interesserà soprattutto India, Cina e Turchia. Inoltre, soprattutto nella prima metà dell'anno l'incertezza legata alle prospettive di crescita mondiale potrebbe aumentare ulteriormente la probabilità di rischi al ribasso per la domanda. Per il 2012, anche la produzione è stimata in leggera diminuzione, ma la più significativa riduzione nella domanda dovrebbe portare ad un aumento delle scorte finali. Sebbene sia probabile che la volatilità si mantenga elevata, a causa dell'incertezza legata agli sviluppi della crisi europea e del conseguente impatto sulla crescita economica mondiale, non ci attendiamo che si ripeteranno i movimenti estremi di prezzo a cui abbiamo assistito negli ultimi due anni. Infatti, il prolungato movimento al rialzo sviluppatosi durante la seconda metà del 2010 e il 1° trimestre del 2011 è stato innescato da eccezionali bassi livelli di produzione dovuti a cause climatiche particolarmente sfavorevoli, le cui conseguenze sono state amplificate da una forte speculazione. Per il 2012, date le stime su domanda e offerta, riteniamo che i prezzi possano essere maggiormente esposti a possibili rischi al ribasso, piuttosto che a rischi al rialzo. In tal caso, acquisti speculativi da parte dei principali paesi asiatici contribuiranno a contenere le pressioni al ribasso sui prezzi. Non riteniamo probabile che i prezzi si mantengano per periodi prolungati sotto la media di lungo periodo di 73 centesimi alla libbra.

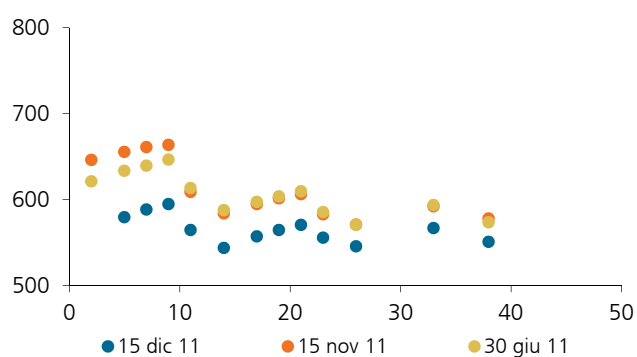
Le previsioni sul comparto agricolo dipendono principalmente da condizioni meteorologiche, allocazione dei terreni e domanda di biocarburanti.

Prezzi di mais e grano in centesimi di USD



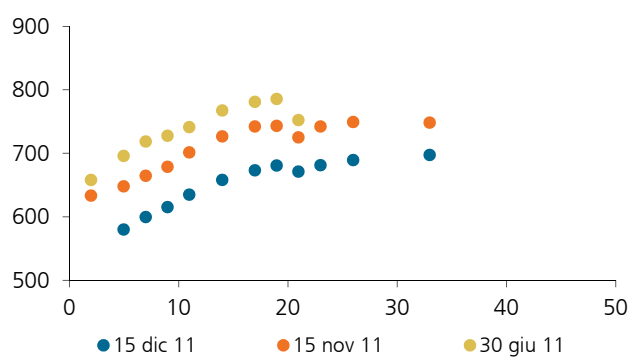
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Mais, evoluzione delle curve forward negli ultimi mesi



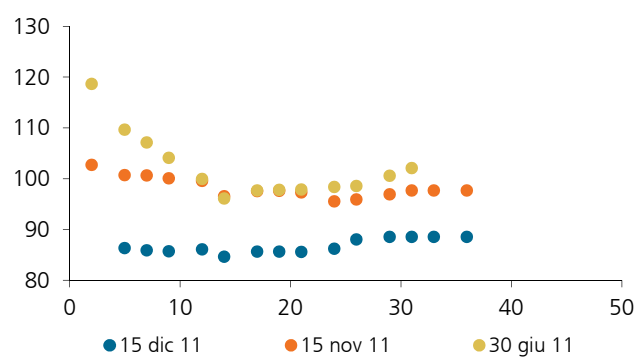
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Grano, evoluzione delle curve forward negli ultimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Cotone, evoluzione delle curve forward negli ultimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti – Il migliore dei mondi possibili: crescita fra il 2% e il 2,5%

- La **crescita negli Stati Uniti si manterrà fra il 2% e il 2,5%** nel prossimo biennio. La velocità di crociera di questa ripresa è vincolata dall'assenza di crescita degli investimenti residenziali e dalla riduzione del debito delle famiglie. Nel 2012 la crescita dovrebbe attestarsi al 2,2%. Giovanna Mossetti
- La crescita per ora è "sana", determinata dalla domanda finale del settore privato domestico. I consumi sono previsti in aumento del 2,2%, spinti anche dalla domanda compressa degli anni precedenti, soprattutto nel comparto dei beni durevoli e in particolare delle auto. Gli investimenti dovrebbero crescere nel 2012 vicino all'8%. I bilanci delle imprese sono in ottima salute, le condizioni del credito restano espansive. I prestiti crescono a ritmi sostenuti.
- La crescita sotto il 2,5% non dovrebbe permettere una significativa accelerazione della dinamica occupazionale. Pertanto il mercato del lavoro dovrebbe continuare ad avere ampie risorse inutilizzate, con il tasso di disoccupazione compreso fra l'8,5% e il 9% nel 2012.
- **L'inflazione dovrebbe rallentare dal picco ciclico visto quest'anno.** Di rilievo per la politica monetaria sarà la stabilizzazione dell'inflazione *core* intorno al 2%, dopo avere toccato il 2,2% a/a fra fine 2011 e inizio 2012.
- La **politica monetaria** dovrebbe restare eccezionalmente espansiva con tassi fermi ancora a lungo. La Fed ha segnalato che ci sono "significativi" rischi verso il basso sulla crescita, legati non solo ai freni domestici, ma anche alle tensioni sui mercati finanziari globali. A gennaio dovrebbe esserci l'annuncio di un profondo cambiamento nella comunicazione che dovrebbe implicare tassi fermi anche oltre il 2013.
- La correzione strutturale dei conti federali, come previsto, è ancora rimandata e non avverrà prima delle elezioni presidenziali del 2012. La **politica fiscale federale** dovrebbe essere solo moderatamente restrittiva, con il deficit previsto a 1,2 trilioni di dollari (7,8% del PIL) nel 2012, dopo 1,3 trilioni di dollari nel 2011. Il debito/PIL continuerà ad aumentare: nell'a.f. 2011 il debito detenuto dal pubblico era pari a 10,1 trilioni (67% del PIL) e il debito detenuto da altre agenzie governative (enti previdenziali) era pari a 4,6 trilioni, per un totale pari al 104% del PIL. La politica fiscale statale e locale rimarrà ampiamente restrittiva.

Previsioni macro	2010	2011	2012	2011				2012			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996,a/a)	3.0	1.7	2.2	2.2	1.6	1.5	1.5	2.0	2.2	2.3	2.4
- trim./trim. annualizzato				0.4	1.3	2.0	2.4	2.3	2.3	2.3	2.7
Consumi privati	2.0	2.2	2.3	2.1	0.7	2.3	2.1	2.4	2.6	2.5	2.5
IFL - privati non residenziali	4.4	8.8	7.5	2.1	10.3	14.8	7.0	5.5	6.0	6.5	6.5
IFL - privati residenziali	-4.3	-1.9	3.1	-2.5	4.2	1.6	1.5	2.5	4.0	5.2	5.5
Consumi e inv. pubblici	0.7	-1.8	0.0	-5.9	-0.9	-0.1	0.5	0.2	-0.3	-0.1	-0.2
Esportazioni	11.3	6.9	7.1	7.9	3.6	4.3	6.9	8.1	7.4	8.6	9.1
Importazioni	12.5	4.9	5.7	8.3	1.4	0.5	5.2	7.9	7.5	6.3	6.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.6	-0.3	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.2	-3.1	-2.9	-3.2	-3.2	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0	-2.8	-2.7
Deficit Federale (% PIL)	-9.8	-8.8	-7.5								
Debito pubblico (% PIL)	94.5	97.4	101.4								
CPI (a/a)	1.6	3.2	2.0	2.1	3.4	3.8	3.3	2.4	1.6	1.9	2.2
Produzione Industriale	5.3	4.0	2.4	4.9	0.4	5.3	2.8	1.3	1.7	2.5	3.1
Disoccupazione (%)	9.6	9.0	8.9	8.9	9.1	9.1	8.8	9.0	8.9	8.9	8.6
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	75.4	70.8	72.5	71.9	69.6	69.8	72.0	74.0	72.4	71.9	71.9

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

A questa ripresa manca sempre una ruota, l'edilizia residenziale

I dati recenti sono stati migliori delle attese ed hanno escluso il *double dip*. Consumi e investimenti stanno crescendo a ritmi coerenti con un andamento relativamente positivo della congiuntura nel 2012, spinti anche dalla domanda compressa degli ultimi anni. Ma **non si può prevedere un'accelerazione rispetto all'intervallo 2-2,5% nei prossimi tre-quattro anni.**

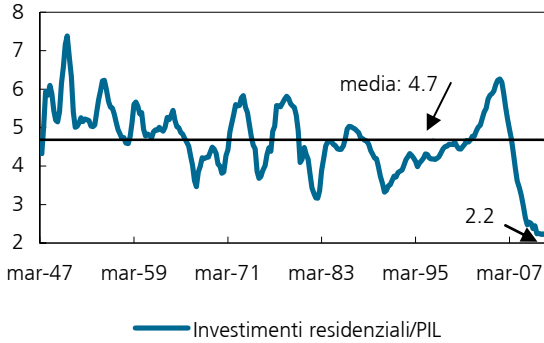
La **crescita** americana non può riprodurre gli standard dei cicli precedenti e si dovrebbe attestare poco sopra il 2% (2,2% previsto nel 2012): continua a mancare una componente cruciale della domanda, gli **investimenti residenziali**. Questa voce nel 3° trimestre 2011 era pari al 2,2% del PIL, contro una media del 4,7% dal 1947 al 2011. Se gli investimenti residenziali fossero sulla media storica in termini di quota del PIL, il PIL sarebbe più alto di circa il 2,5% (Fig. 1). La spesa in costruzioni si è stabilizzata (Fig.2), ma rimane insufficiente a contribuire alla crescita. Anche nel 2012-13 il PIL sarà sostenuto solo dai consumi e dagli investimenti delle imprese.

I **consumi** nel 2012 dovrebbero crescere a un ritmo vicino a quello del 2011 (2,3% nel 2012, 2,2% nel 2011). La spesa delle famiglie sarà ancora spinta da un recupero "normale" per la fase ciclica nel comparto dei beni (soprattutto durevoli, e in particolare auto), mentre i servizi resteranno deboli rispetto alle riprese del passato (Fig. 3). Le prospettive per i consumi sono ancora soggette a pesante incertezza derivante dalla politica fiscale di breve termine. A fine anno scadranno molte misure espansive temporanee, in particolare il taglio della *payroll tax* e l'estensione dei sussidi di disoccupazione di emergenza (si veda sezione su politica fiscale più sotto). Manteniamo la nostra previsione che tali misure vengano estese con un accordo dell'ultimo minuto entro fine 2011.

Il graduale ma **lento miglioramento del mercato del lavoro** e la costante riduzione del debito, che hanno caratterizzato il 2011, resteranno gli elementi principali dello scenario anche nel 2012. L'*employment report* di novembre ha visto un calo del tasso di disoccupazione a 8,6% da 9%. I disoccupati a novembre erano 13,3 milioni, i percettori di sussidi estesi complessivamente 7 milioni (Fig. 5), i sotto-occupati circa 8,5 milioni. Il 43% dei disoccupati, 5,7 milioni, è senza lavoro da più di 27 settimane. La forza lavoro è circa invariata nei 12 mesi a novembre 2011, il tasso di partecipazione è ancora in calo e l'occupazione è in aumento di 1,2% a/a sia con l'indagine presso le famiglie sia con l'indagine presso le imprese (Fig. 6). Anche tenendo conto del rallentamento della partecipazione per motivi demografici, la crescita della forza lavoro è prevista dal CBO in aumento di almeno 0,8-1,0% a/a. In questo scenario, una ripresa della forza lavoro collegata a fattori ciclici modererà il calo della disoccupazione associato a una dinamica occupazionale compresa fra l'1% e l'1,5% a/a prevista per il 2012. A meno di una netta accelerazione della crescita del PIL e quindi dell'occupazione, per ora improbabile, non ci sono le condizioni per un rapido e duraturo calo della disoccupazione nei prossimi anni. Il PIL reale è tornato a metà 2011 sui livelli pre-recessivi, ma **l'occupazione è ancora sui livelli del 2004**, circa 6,2 milioni inferiore al picco del 2007 per gli occupati privati e 6,7 milioni per gli occupati totali.

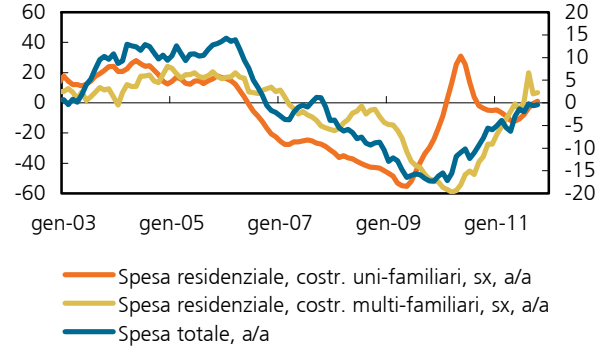
Gli **investimenti fissi** delle imprese sono cresciuti molto nella parte centrale dell'anno e stanno ora rallentando. Il settore manifatturiero rimane in espansione costante, al netto degli effetti temporanei legati al terremoto giapponese. La situazione finanziaria delle imprese è estremamente favorevole, con i profitti/PIL su nuovi massimi storici (21,5% nel 3° trimestre, dopo 21% nel 2° trimestre). Anche i prestiti I&C continuano a crescere a ritmi solidi, 9,5% a/a a novembre 2011 e i fondi interni eccedono la spesa per 261 miliardi di dollari nel 3° trimestre (Fig. 4), vicino al massimo storico toccato nel 2009. Nel 2012, gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero crescere poco sotto i ritmi del 2011 (7,5% nel 2012, 8,8% nel 2011).

Fig. 1 - Investimenti residenziali in % del PIL sui minimi storici



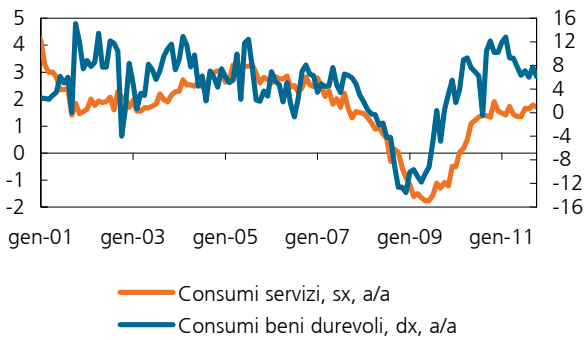
Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

Fig. 2 - Ci vorrà tempo per vedere un contributo positivo alla crescita complessiva



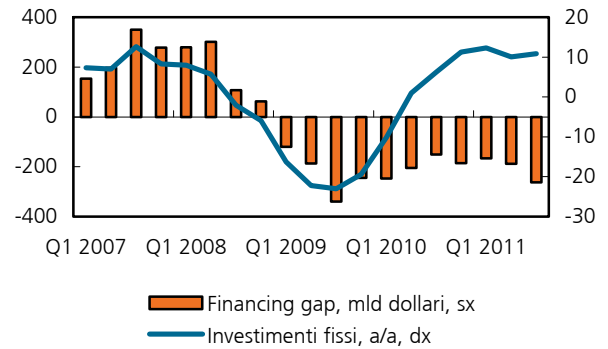
Fonte: EcoWin

Fig. 3 - I consumi crescono "normalmente" nel segmento dei beni ma restano indietro nei servizi



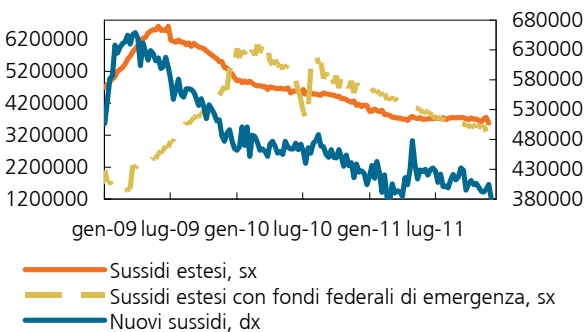
Fonte: EcoWin

Fig. 4 - Le imprese investono, ma continuano ad accumulare fondi interni



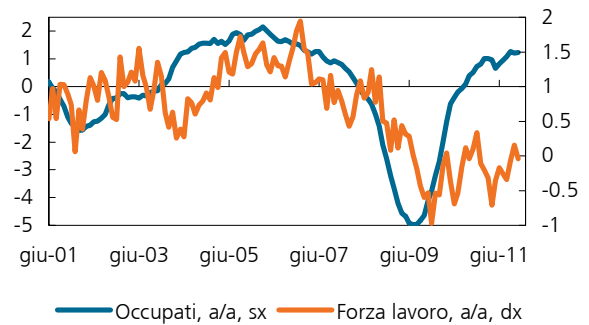
Fonte: EcoWin

Fig. 5 - Il mercato del lavoro assorbe i nuovi entranti, ma i disoccupati sono ancora rimangono molto indietro



Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

Fig. 6 - Occupati e forza lavoro: una normalizzazione della forza lavoro farebbe risalire il tasso di disoccupazione



Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

Prezzi e politiche economiche: un mix ancora espansivo

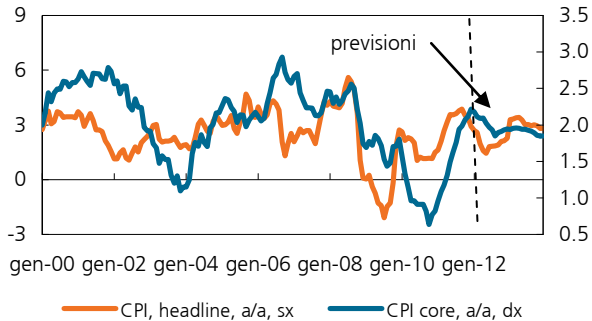
Il picco ciclico dell'**inflazione** dovrebbe essere alle spalle, a meno di shock inattesi dai prezzi delle materie prime. L'inflazione annua totale dovrebbe calare al 2% nel 2012 (Fig. 7), dal 3,2% del 2011. L'inflazione *core* è prevista in graduale calo nel 2012, dal picco atteso a 2,2% a/a a inizio anno. Il fattore principale di aumento del CPI *core* è stata la normalizzazione del comparto abitazione (Fig. 8). Nel prossimo biennio ci sarà ancora un effetto rialzo derivante dal forte aumento atteso degli affitti, ma la voce principale, gli affitti figurativi, dovrebbero rimanere in aumento contenuto, alla luce della stagnazione del settore immobiliare residenziale. La graduale ma lenta chiusura dell'*output gap* e le ampie risorse inutilizzate sul mercato del lavoro contribuiranno a limitare i rialzi dei prezzi finali. L'inflazione dovrebbe quindi mantenersi, come atteso dalla Fed, marginalmente al di sotto della definizione della stabilità dei prezzi.

La Fed ha il dito sul grilletto - La riunione del FOMC di dicembre si è conclusa senza novità. La valutazione macroeconomica lascia aperta la porta per un aumento dello stimolo monetario nei primi mesi del 2012. L'espansione dovrebbe proseguire su ritmi moderati, ma persistono **significativi rischi verso il basso**, e il tasso di disoccupazione rimane elevato. Poiché la Fed mantiene una previsione di inflazione potenzialmente al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi, lo scenario di crescita e mercato del lavoro rimane dominante per la determinazione della politica monetaria. Manteniamo la previsione che, con una crescita inferiore al 2,5%, il tasso di disoccupazione non possa scendere dall'intervallo 8,5%-9% nel 2012: pertanto resta **probabile, a nostro avviso, l'annuncio il 25 gennaio di un ampio cambiamento della comunicazione, con effetti di ulteriore stimolo monetario** (si veda Focus Fed).

Politica fiscale: incerta fino all'ultimo - L'a.f. 2011 si è chiuso con un deficit di 1,3 trilioni di dollari, pari all'8,7% del PIL, il terzo più ampio disavanzo degli ultimi 40 anni. La spesa ha superato il 24% del PIL, contro entrate pari al 15% del PIL. Il 2012 dovrebbe vedere una chiusura del deficit, per via della fine di diverse misure temporanee attuate in passato: secondo il CBO il deficit federale dovrebbe ridursi a 970 miliardi, pari al 6,8% del PIL, con spese invariate a 3,6 trilioni ed entrate in aumento a 2,6 trilioni da 2,3 trilioni del 2011. Tuttavia, le proiezioni del CBO sono a legislazione invariata, quindi vanno aggiornate con le variazioni attese per il prossimo anno, anche se non ancora approvate. Inoltre, la proiezione di crescita al 2,6% per il 2012 risulta chiaramente troppo ottimistica. Una previsione più realistica al momento, anche se incerta (v. sotto), è un **deficit federale di circa 1,2 trilioni di dollari**, pari al 7,7% del PIL.

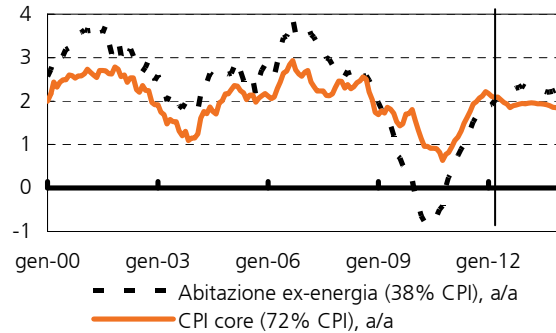
La questione più urgente è **l'estensione delle misure in scadenza a fine anno**. Nelle nostre previsioni abbiamo sempre mantenuto come scenario centrale un'estensione del taglio della *payroll tax* e dei sussidi di emergenza. Le indicazioni da Washington sono coerenti con questo scenario. È stato trovato un accordo per estendere la riduzione della *payroll tax* per ora per due mesi, in attesa di continuare i negoziati. La Camera aveva approvato estensione del taglio della payroll tax, dell'ammortamento accelerato degli investimenti, dei sussidi di emergenza fino a 59 settimane (invece delle attuali 99), e blocco del taglio delle tariffe dei medici convenzionati con Medicare. L'effetto delle misure stimato dal CBO è di **167 miliardi nel 2012 e di 71,5 miliardi nel 2013**. La copertura attraverso i tagli automatici previsti dal meccanismo *Pay-go* avverrebbe dal 2015 in poi e lascerebbe un allargamento netto del deficit di 25 miliardi nel periodo 2012-21. La discussione nel prossimo mese riguarderà l'estensione dei sussidi. I disoccupati da più di 99 settimane sono circa 2 milioni, il 15% del totale. I disoccupati da più di 52 settimane sono 4 milioni. Se l'estensione dei sussidi fosse solo per 59 settimane, nel 2012 ci sarebbero circa 2 milioni di individui senza reddito con un effetto negativo sul PIL di almeno -0,2pp. In passato i sussidi di emergenza non sono mai stati eliminati con il tasso di disoccupazione sopra il 7,2%. La politica fiscale statale e locale resterà ampiamente restrittiva, mentre quella federale sarà solo marginalmente restrittiva. Come prevediamo da tempo, **la correzione vera è rimandata al 2013 e manterrà la crescita nel medio termine ancora al di sotto del 2,5%**.

Fig. 7 - L'inflazione dovrebbe stabilizzarsi vicino al 2% nel 2012



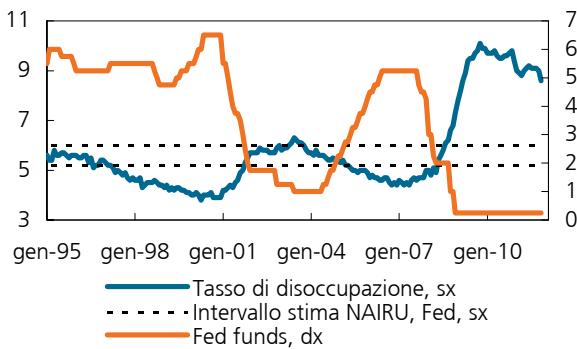
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - CPI core e abitazione



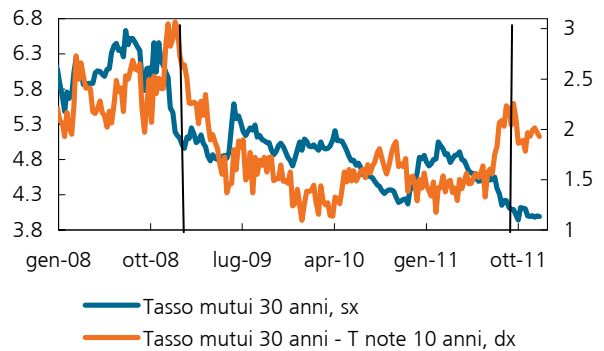
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 - La Fed rimane molto lontana dal raggiungere l'obiettivo della massima occupazione



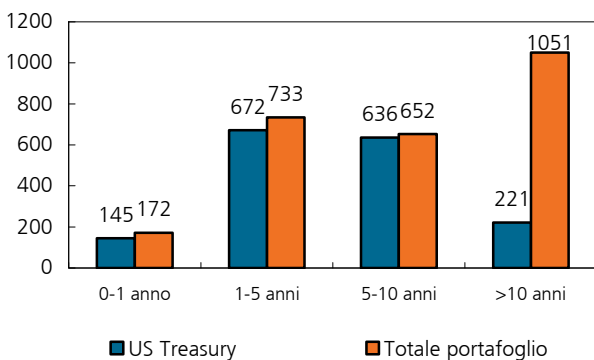
Fonte: EcoWin

Fig. 10 - Un programma QE3 mirerebbe a ridurre i tassi sui mutui attraverso acquisti di MBS



Fonte: Bloomberg

Fig. 11 - Portafoglio della Fed: 7 dicembre 2011



Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 12 - Conti federali: ancora profondo rosso

	Mld dollari	% PIL	Mld dollari	% PIL
Spesa primaria	3368	22.4	Entrate	2311
Spesa programmatica	2022	13.4	- Previdenza	819
- Social security	725	4.8	- Imprese	181
- Medicaid	272	1.8	- Famiglie	1100
- Medicare	480	3.2	- Altro	211
- Altro	545	3.6		
Spesa discrezionale	1346	9		
- Ex- difesa	646	4.3		
- Difesa	700	4.7		
Interessi netti	227	1.5		
Totale spese	3595	23.9	Totale entrate	2311

Fonte: CBO. Dati relativi all'a.f. 2011

Focus – Novità in arrivo dalla Fed: più trasparenza = più stimolo monetario

I due temi al centro del dibattito nel FOMC negli ultimi mesi sono stati 1) la **comunicazione** e 2) le **condizioni per un eventuale nuovo stimolo**, da attuare probabilmente attraverso un programma a sostegno del mercato immobiliare residenziale tramite acquisti di MBS. La discussione emersa dai verbali di novembre segnalava una sequenza preferita per nuovi interventi: prima sarebbe opportuna maggiore chiarezza riguardo all'azione del FOMC attraverso una comunicazione più trasparente sulla funzione di reazione della Fed. Poi, con un terreno meglio preparato, se opportuno, si sarebbe potuto procedere a nuovi interventi espansivi. Il punto cruciale per la strategia di politica monetaria dei prossimi trimestri rimane lo **scenario congiunturale**, gravato secondo il FOMC da significativi e crescenti rischi verso il basso, su cui pesa anche il grande punto interrogativo della politica fiscale nel 2012.

1. Comunicazione: la Fed vuole chiarire le condizioni che guidano la sua azione

La Fed sta preparando una "rivoluzione" nella sua strategia di comunicazione, per aumentare la trasparenza e l'efficacia della politica monetaria. E' probabile che i cambiamenti vengano annunciati a gennaio, con la pubblicazione delle prossime proiezioni macroeconomiche. L'effetto dovrebbe essere una riduzione delle aspettative sui tassi a breve fra il 2013 e il 2014 e la preparazione per un eventuale programma QE3.

La **comunicazione** potrebbe essere modificata lungo tre linee di innovazione: 1) indicazioni con intervalli numerici per gli obiettivi della politica monetaria su inflazione e disoccupazione; 2) pubblicazione del sentiero dei fed funds sottostante le proiezioni macro, come fa per esempio la Riksbank; 3) indicazioni degli strumenti da utilizzare per raggiungere gli obiettivi.

Il punto 1) darebbe informazioni sulla funzione di reazione della Fed in termini del suo doppio mandato su inflazione e occupazione, definendolo in modo esplicito all'interno di intervalli numerici. La pubblicazione del sentiero atteso dei tassi di intervento, come fa già la Riksbank, chiarirebbe meglio le proiezioni macro. Le **informazioni verrebbero diffuse attraverso la pubblicazione di un comunicato** in cui si evidenziano i due obiettivi della politica monetaria, con l'inflazione vicina al 2% e il tasso di disoccupazione in un intervallo compreso fra il 5% e il 6%. La pubblicazione sarebbe collegata al rilascio delle proiezioni macroeconomiche, su base trimestrale. Pertanto, le informazioni diffuse con le proiezioni macroeconomiche potrebbero essere ampliate, con il sentiero dei tassi ufficiali sottostante lo scenario macroeconomico. Il comunicato potrebbe anche includere informazioni riguardo agli strumenti che la Fed potrebbe utilizzare per raggiungere gli obiettivi indicati. Come ha affermato Yellen (Board), l'obiettivo è fornire "ulteriore stimolo attraverso una migliore guida sul sentiero del tasso sui fed funds". I verbali di novembre riportavano che una "maggioranza" dei partecipanti era favorevole a pubblicare un comunicato in cui venga chiarito "l'approccio di policy del Comitato". Inoltre "i partecipanti" erano interessati a dare ulteriori informazioni sul sentiero futuro del tasso sui Fed funds. Se il nuovo comunicato dovesse essere pubblicato a gennaio, si avrebbero due conseguenze. Prima di tutto, le **aspettative sui tassi a breve incorporerebbero tassi fermi almeno fino a fine 2014; la seconda implicazione è la preparazione per un eventuale nuovo programma di acquisto titoli**.

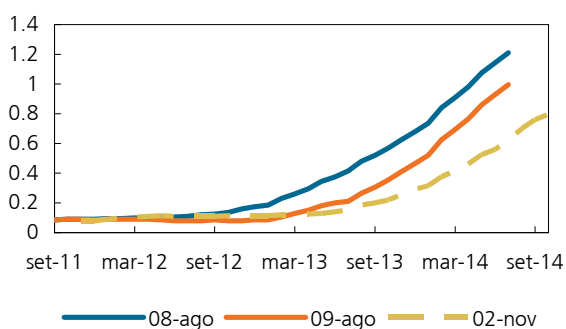
Il terreno è ormai pronto per maggiore trasparenza della comunicazione. L'introduzione ad agosto di un orizzonte temporale preciso per ancorare i tassi di intervento ("fino almeno a metà 2013") è stato un passo molto anomalo e vi è un consenso diffuso per rendere esplicita la condizionalità dell'azione della Fed. Il nuovo formato di comunicazione potrebbe "chiarificare la condizionalità della traiettoria del tasso sui fed funds attraverso la definizione di soglie numeriche per disoccupazione e inflazione che giustificerebbero livelli eccezionalmente bassi per il tasso di *policy*". Queste indicazioni richiederebbero però anche "un'espressione chiara"

degli obiettivi di lungo termine del Comitato, resa difficile dall'incertezza riguardo alla stima del tasso di disoccupazione "normale". La difficoltà insita nel tema degli obiettivi espliciti rimane un freno che rallenta il processo di aumento della trasparenza nella comunicazione della Fed.

Se si troverà un compromesso riguardo agli obiettivi di lungo termine, un'opzione concreta potrebbe ricalcare la proposta avanzata da C. Evans, presidente della Chicago Fed. In questa proposta si indicherebbero le condizioni per tassi eccezionalmente bassi in base alla distanza del tasso di disoccupazione da un livello (6,5-7%) comunque chiaramente al di sopra della stima di equilibrio, sempre che l'inflazione rimanga all'interno di un *range* anch'esso vicino al mandato della Fed sulla stabilità dei prezzi. Questa specificazione implicherebbe quindi tassi fermi fino a quando il tasso di disoccupazione non si avvicinerà al livello fissato (6,5-7%, a fronte di stime del NAIRU fra 5,2 e 6%) purché il tasso di inflazione resti al di sotto del 3%. Con una regola definita all'incirca così, **il sentiero del tasso sui fed funds sarebbe fermo a zero più a lungo** di quanto specificato ora dal comunicato del FOMC: il tasso di disoccupazione nelle proiezioni della Fed non si avvicinerà al 7% prima di fine 2014 (proiezioni Fed: per fine 2014: 6,8-7,7%). In un discorso del 1° dicembre, Bullard (St Louis Fed) ha detto che non è opportuno determinare la politica monetaria in base al calendario e la Fed deve affrontare il nodo dell'impegno sulle date in futuro.

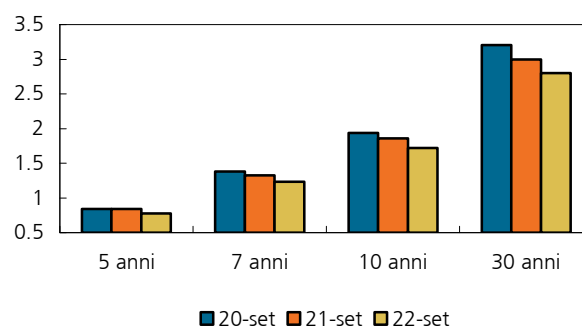
La modifica alla comunicazione quindi è solo questione di tempo e potrebbe essere affrontata esplicitamente già a gennaio. Un comunicato che lega il sentiero di politica monetaria al livello di disoccupazione e inflazione porterebbe a **un ulteriore abbassamento del tratto breve della curva ancorando i tassi di intervento a zero fino a fine 2014.**

Potere della comunicazione: tassi impliciti nei future sui Fed funds prima e dopo il comunicato dell'8 agosto ...



Fonte: Bloomberg

... e rendimenti sui Treasuries dopo l'annuncio dell'"operazione twist" (21 settembre)



Fonte: Bloomberg

2. Nuovo stimolo monetario: "it's the economy, stupid!"

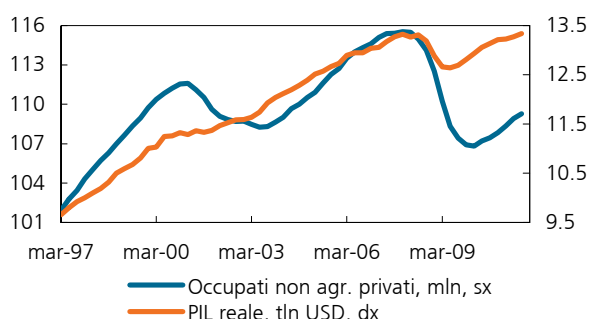
Al di là della strategia di comunicazione, quello che conta davvero per il comportamento della Fed resta fondamentalmente **l'evoluzione congiunturale**. Il miglioramento dei dati economici visto nell'ultimo mese è tornato a spingere i "falchi" verso posizioni più rigide riguardo alla necessità di ulteriore stimolo monetario, mentre le colombe restano inclini a sostenere nuovi interventi.

Riteniamo però che lo scenario sia invariato: la crescita attesa per il 2012, di poco superiore al 2%, è coerente con una crescita di occupati intorno a 100-150 mila al mese. Una dinamica dell'occupazione su questi livelli non è sufficiente a determinare un calo significativo della disoccupazione, e implica un persistente peggioramento della disoccupazione a lungo termine. Questo è il focus su cui verrà impostata la politica monetaria nel 2012: con il tasso di

disoccupazione compreso fra l'8% e il 9% rimane probabile che la Fed introduca un programma QE3 su MBS nel 2012.

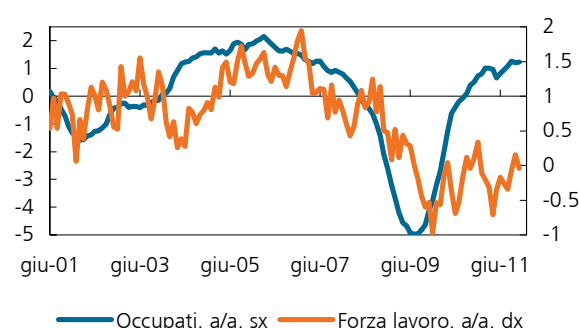
I dati recenti sono stati migliori delle attese ed hanno confermato le previsioni di chi, come noi, riteneva improbabile un *double dip*. Consumi e investimenti stanno già crescendo a ritmi coerenti con un andamento relativamente positivo della congiuntura nel 2012, spinti dalla domanda compressa degli ultimi anni (per esempio, settore auto per le famiglie, macchinari e software per le imprese). Questo graduale "scongelo" della domanda si vede nei dati congiunturali, che da settembre hanno sorpreso verso l'alto in tutti i comparti. In particolare, l'*employment report* di novembre ha visto un calo del tasso di disoccupazione all'8,6% dal 9%: è un segnale di accelerazione del miglioramento del mercato del lavoro, che potrebbe modificare le previsioni di politica monetaria? Le informazioni complessive del rapporto **segnalano ancora graduale crescita, non accelerazione** (vedi grafici qui sotto). La forza lavoro è circa invariata nei 12 mesi a novembre 2011, il tasso di partecipazione è sceso di 2 decimi su base mensile e l'occupazione è in aumento di 1,2% a/a sia con l'indagine presso le famiglie sia con l'indagine presso le imprese. Anche tenendo conto del rallentamento della partecipazione per i noti motivi demografici, la crescita della forza lavoro è prevista dal CBO in aumento di almeno 0,8-1,0% a/a. In questo scenario, una ripresa della forza lavoro collegata a fattori ciclici modererà il calo della disoccupazione associato a una dinamica occupazionale compresa fra l'1% e l'1,5% a/a prevista per il 2012. A meno di una netta accelerazione della crescita dell'occupazione, per ora improbabile, non ci sono le condizioni per un rapido e duraturo calo della disoccupazione nei prossimi anni, come appare anche dalle proiezioni macroeconomiche della Fed, che vede la disoccupazione intorno all'8% ancora a fine 2014.

Il mercato del lavoro rimane molto indietro



Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

Occupati e forza lavoro



Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

Per avere incrementi degli occupati più rapidi, occorrerebbe una crescita del PIL al di sopra del *range* previsto, compreso fra il 2% e il 2,5%. In questa ripresa manca una componente cruciale della domanda, gli investimenti residenziali. Questa voce è chiaramente la ruota mancante per fare viaggiare l'economia americana ai ritmi "normali": gli investimenti residenziali a metà 2011 erano pari al 2,2% del PIL, contro una media del 4,7% dal 1947 al 2011. Se gli investimenti residenziali fossero sulla media storica in termini di PIL, il PIL sarebbe più alto di circa il 2,5%. La politica fiscale sta cercando di sbloccare il settore con una revisione del programma HARP (Home Affordable Refinancing Program) aperto nel 2009 per ridurre i pignoramenti attraverso un sostegno ai rifinanziamenti dei mutui, ma gli effetti attesi dal programma sono modesti. Manteniamo pertanto una previsione di crescita vicina al 2,2%, anche per via di una probabile moderata restrizione fiscale della domanda finale domestica.

Il trend dell'inflazione è previsto in rallentamento dal FOMC e le indicazioni attuali sono coerenti con uno scenario di stabilità dei prezzi nel prossimo biennio: in assenza di accelerazione significativa della crescita, l'inflazione non sarebbe un freno a un programma QE3.

3. Conclusioni

Le condizioni macroeconomiche nel prossimo biennio, pur essendo in miglioramento soprattutto rispetto alla prima metà del 2011, non dovrebbero ridurre rapidamente la disoccupazione. Rimane pertanto **aperta la porta per un programma QE3, con misure mirate a spingere il settore immobiliare, da attuare attraverso acquisti di MBS**. La nuova strategia di comunicazione del FOMC dovrebbe comunque portare ad aspettative di **tasso sui fed funds ferme almeno fino a fine 2014**.

Area euro: crescita-zero nel 2012

Lo scenario in sintesi

- **Ipotesi fondamentali dello scenario** - Le prospettive del ciclo economico nell'area dell'euro sono ormai legate a doppio filo all'evoluzione della crisi del debito. Lo scenario centrale che adottiamo nelle nostre previsioni è quello del **persistere delle attuali condizioni di mercato**; non sposiamo perciò uno scenario di rapido rientro delle tensioni (peraltro, possibile in caso di interventi decisivi da parte delle Autorità e in particolare nel caso in cui la Banca centrale accetti di assumersi il ruolo di "prestatore di ultima istanza"), ma nemmeno scenari "catastrofici" (che riteniamo assai improbabili) di *default* (al di fuori del PSI tuttora in discussione per la Grecia) o uscita dall'area euro di qualche Paese membro (per non parlare di ipotesi a nostro avviso totalmente irrealistiche di "conflagrazione" dell'Eurozona).
- **Contrazione del PIL tra fine 2011 e inizio 2012** - In base alle indagini di fiducia (già da fine estate in territorio recessivo), l'area dell'euro potrebbe sperimentare una recessione "tecnica" (due trimestri consecutivi di lieve calo del PIL su base trimestrale) già tra fine 2011 e inizio 2012. Se ciò dovesse tramutarsi in una recessione profonda dipenderà da eventuali recrudescenze della crisi finanziaria. Ad oggi riteniamo che, se il quadro internazionale rimarrà espansivo (quale è oggi, soprattutto in Asia e America), **la maggiore economia dell'area**, quella tedesca, **dovrebbe continuare a beneficiare del forte impulso** derivante dalla politica monetaria (e anche fiscale, nel caso della Germania), consentendo perciò all'intera Eurozona di evitare una recessione "vera e propria" (che colpirà invece Italia e Spagna, mentre la Francia, pur meno brillante della Germania, dovrebbe anch'essa restare in territorio lievemente positivo).

Paolo Mameli

Previsioni macro	2010	2011	2012	2011				2012			
				1	2	3	4	1	2	3	4
				Pil (prezzi costanti, a/a)	1.8	1.6	0.0	2.4	1.7	1.4	1.0
- t/t				0.8	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2
Consumi privati	0.9	0.3	-0.2	0.1	-0.5	0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.1
Investimenti fissi	-0.9	2.1	-0.7	1.9	0.0	0.1	-0.5	-0.4	-0.2	0.0	0.2
Consumi pubblici	0.4	0.0	-0.3	0.0	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1
Esportazioni	10.9	6.5	3.1	1.6	1.1	1.5	0.5	0.4	0.6	1.0	1.3
Importazioni	9.1	4.6	2.1	1.1	0.3	1.1	0.1	0.3	0.5	0.9	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	0.1	-0.2	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.5	-1.0	-0.8	-0.7	-0.8	-0.9	-1.8	-0.5	-0.5	-0.8	-1.3
Deficit pubblico (% PIL)	-6.2	-4.1	-3.1								
Debito pubblico (% PIL)	85.6	89.1	90.7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	2.7	2.2	2.5	2.8	2.7	2.9	2.6	2.2	2.1	2.0
Produzione industriale (a/a)	7.4	4.1	0.8	1.0	0.4	0.9	-0.7	0.2	0.5	0.6	-0.1
Disoccupazione (ILO, %)	10.1	10.1	10.9	10.0	10.0	10.1	10.4	10.7	10.8	11.0	11.0
Euribor 3 mesi	0.8	1.4	0.9	1.1	1.4	1.6	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8

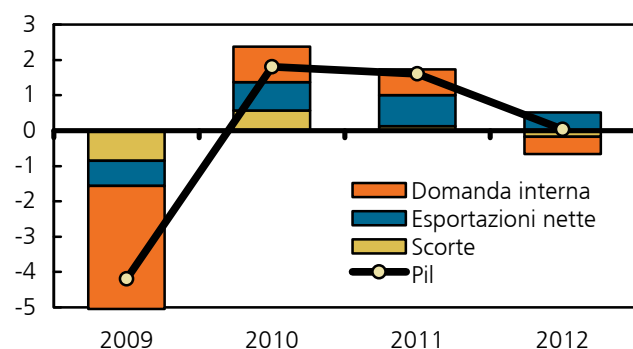
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: Intesa Sanpaolo

- **COMPONENTI DELLA DOMANDA** - Nelle nostre stime il PIL area euro vedrà una **crescita zero** nel 2012, dopo due anni di ripresa tra l'1,5% e il 2%.
- Nel quadro internazionale espansivo descritto, la **domanda estera** dovrebbe continuare a dare un contributo positivo al ciclo (pur meno brillante che nell'anno in corso, ma comunque significativo, attorno al mezzo punto percentuale). Viceversa, sarà la domanda interna a pagare il conto più salato alla crisi (che, diversamente che nel 2009, ha **cause tutte "interne"** all'Eurozona).

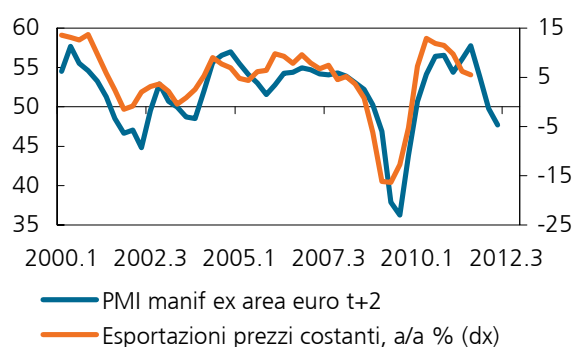
- Di conseguenza, tutte le principali componenti domestiche vedranno a nostro avviso una contrazione l'anno prossimo. Se la **spesa pubblica** sarà frenata dall'esigenza di aggiustamento dei conti pubblici (nostra stima: -0,3% dopo la stabilità di quest'anno), anche i **consumi** privati si contrarranno, stimiamo di almeno due decimi. Infatti, molte delle manovre correttive, essendo incentrate più su aumenti di entrate che su tagli di spesa, gravano in misura significativa sul reddito disponibile delle famiglie (peraltro già penalizzato quest'anno dall'aumento dell'inflazione).
- Anche gli **investimenti**, penalizzati dall'aumento del costo del capitale, nonché dalla forte incertezza gravante sullo scenario (e da una possibile restrizione del credito), andranno incontro inevitabilmente ad una flessione, stimiamo più accentuata di quella dei consumi (nostra stima: -0,7%).
- **MERCATO DEL LAVORO** - In questo scenario, il tasso di disoccupazione, che è già tornato ad aumentare negli ultimi mesi (dal minimo di 9,9% dello scorso aprile fino al 10,3% di ottobre), dovrebbe proseguire in questo trend, visto che la Germania non sembra avere spazi per incrementare ulteriormente l'occupazione, mentre **nei Paesi periferici** permangono ampi rischi di taglio degli organici. Il tasso dei senza-lavoro potrebbe toccare un picco attorno all'11% verso fine 2012. L'aumento della disoccupazione (oltre al calo del reddito disponibile reale) è un altro fattore che peserà sulla spesa per consumi finali delle famiglie.
- **RISCHI PER LO SCENARIO** – I rischi sullo scenario restano prevalentemente verso il basso, e si materializzerebbero in caso di *escalation* delle tensioni sui mercati eventualmente innescata dal pesante calendario di emissioni governative previsto per la **prima metà dell'anno** (superato il quale, il 2° semestre potrebbe riservare minori rischi). D'altra parte, un intervento delle Autorità che fosse percepito come "risolutivo" (ad esempio nel caso di una Banca centrale che si decidesse ad annunciare un programma "trasparente" con una quantità pre-determinata di adeguati acquisti di titoli in un determinato arco di tempo) potrebbe attenuare di molto le tensioni di mercato e di conseguenza l'impatto sulla fiducia degli operatori economici. Ciò renderebbe meno duraturi gli effetti sul ciclo della crisi finanziaria; permarranno però quelli legati all'aggiustamento fiscale, dunque **anche in caso di veloce rientro della crisi** finanziaria l'**Eurozona ben difficilmente potrà crescere** nel 2012.

Domanda interna in frenata



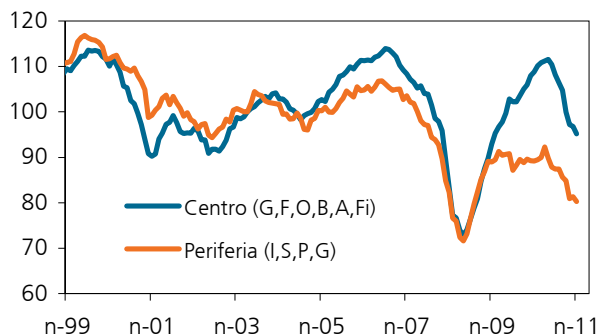
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Ma anche l'export rallenterà



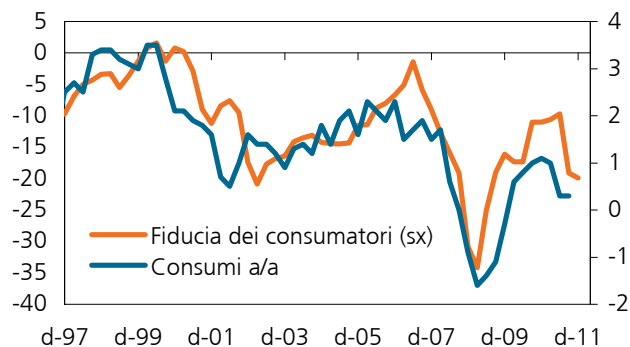
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Persiste il divario ciclico fra centro e periferia (indici nazionali Commissione UE)



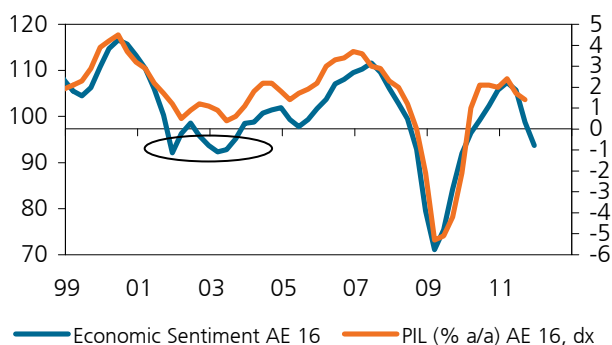
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi sono attesi rallentare, ma non crollare



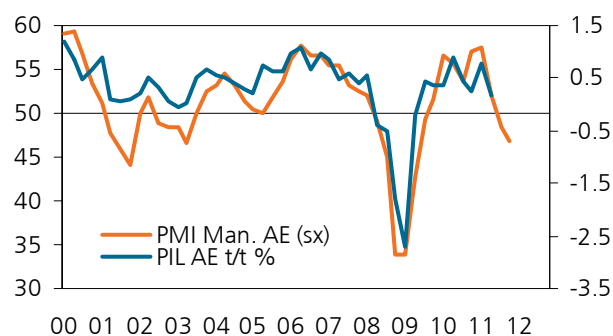
Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici di fiducia in caduta libera...



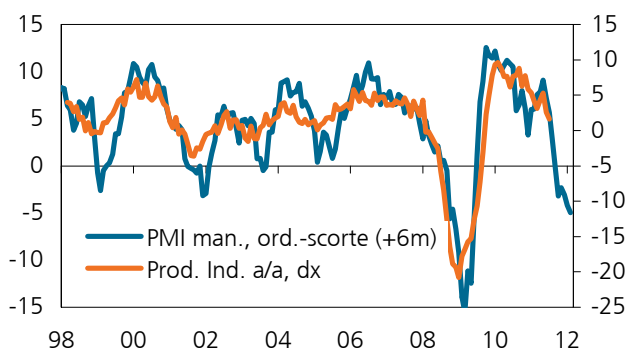
Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... in particolare nel manifatturiero



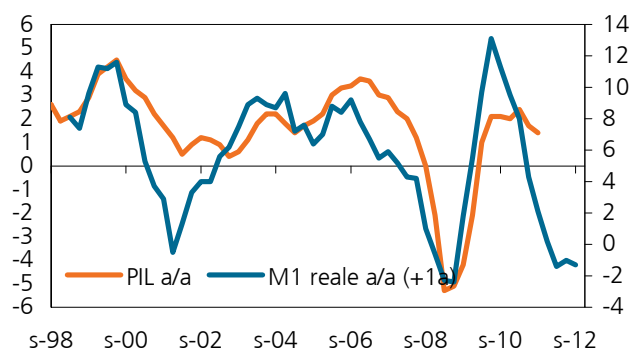
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rischi recessivi nell'industria



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

M1 reale (indicatore dei punti di svolta del ciclo) segnala che il rallentamento durerà almeno per tutto il 2012



Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus: l'impatto della politica fiscale nell'area euro

Paolo Mameli

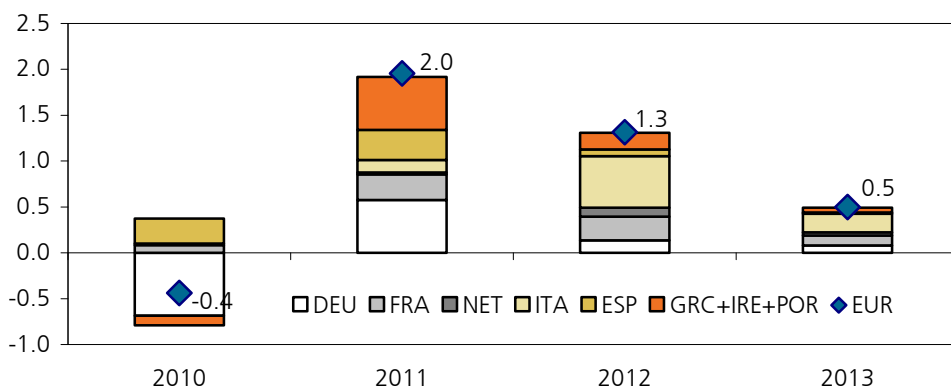
La correzione fiscale a politiche invariate, misurata sul saldo primario corretto per il ciclo, è stata pari a ben il 2% del PIL nel 2011 e continuerà nel prossimo biennio: a politiche invariate, sarà di 1,3% del PIL nel 2012 e 0,5% nel 2013. Non sono da escludere ulteriori manovre correttive, in particolare a valere sul 2013, nel caso in cui crescita e/o tassi di interesse avessero un andamento più sfavorevole di quanto implicito nelle proiezioni dei Governi. La politica fiscale è stimata avere un impatto restrittivo sul ciclo massimo di un punto e mezzo di PIL sul biennio 2011-12, ma potrebbe continuare a frenare la crescita sino al 2013.

Un modo per valutare l'entità delle correzioni fiscali adottate nei vari Paesi in merito al loro impatto sulla crescita è guardare alla **variazione del saldo primario corretto per il ciclo**. Abbiamo a tal fine considerato i dati (a politiche invariate, aggiornati a fine ottobre) contenuti nelle *Autumn Economic Forecasts* della Commissione Europea, cui abbiamo aggiunto l'impatto delle manovre annunciate a inizio novembre in Francia (che agisce per lo 0,8% del PIL sul biennio 2012-13) e a inizio dicembre in Italia (per un ammontare pari all'1,4% del PIL sullo stesso periodo). **Dopo un 2010 in cui la politica fiscale nell'area euro è risultata ancora espansiva** (particolarmente in Germania, mentre in Grecia e Spagna si era già avviato un consolidamento), **già dal 2011 è stata messa in campo per il complesso dell'Eurozona una stretta fiscale importante, e anzi il 2011 è proprio l'anno su cui la stretta fiscale agisce maggiormente** (due punti di PIL, di cui quasi un punto giunto dalle manovre correttive decise in Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo e oltre mezzo punto dall'esaurirsi delle misure di stimolo in Germania). **Un aggiustamento ancora molto significativo** (pari nelle nostre stime all'1,3% del PIL) **è atteso per il 2012**, mentre più lieve (mezzo punto) è la correzione prevista per il 2013. Da notare che **nel 2012 il maggior contributo alla restrizione** (quasi la metà dell'aggiustamento nell'insieme dell'area euro) **viene dall'Italia**.

Le misure discrezionali di politica fiscale nei principali Paesi dell'area euro					
Variazioni saldi primari corretti per il ciclo	2010	2011	2012	2013	CUMULATO 2010-13
Germania	-2.5	2.1	0.5	0.3	0.4
Francia	0.4	1.3	1.2	0.5	3.4
Italia	0.1	0.8	3.3	1.2	5.4
Spagna	2.3	2.8	0.6	0.1	5.8
Olanda	0.0	0.3	1.5	0.5	2.3
Grecia	6.9	4.6	3.6	0.4	15.5
Irlanda	-16.4	20.7	1.8	1.5	7.6
Portogallo	-0.1	5.8	3.2	1.0	9.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE (Autumn Economic Forecasts), cui si è aggiunto l'impatto delle manovre di inizio novembre in Francia e di inizio dicembre in Italia

Variazioni saldi primari corretti per il ciclo: area euro e contributi per Paese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE (Autumn Economic Forecasts), cui si è aggiunto l'impatto delle manovre di inizio novembre in Francia e di inizio dicembre in Italia

Ora, considerando l'elasticità media del ciclo alla politica fiscale risultante dai principali modelli utilizzati in sede internazionale (ad esempio il modello Interlink dell'OCSE), pari a 0,4-0,5%, se ne ottiene che **l'impatto sul ciclo è massimo** (pari a circa un punto e mezzo di PIL) **nel biennio 2011-12**. Tuttavia, tenendo conto del ritardo (che può arrivare anche a 4-5 trimestri) con cui la politica fiscale agisce sul ciclo, questo fattore potrebbe pesare sull'attività economica almeno sino al 2013.

Impatto della politica fiscale sul ciclo				
	2010	2011	2012	2013
Eurozona	0.2	-0.9	-0.6	-0.2
Germania	1.1	-0.9	-0.2	-0.1
Francia	-0.2	-0.6	-0.5	-0.2
Italia	0.0	-0.4	-1.5	-0.5
Spagna	-1.0	-1.3	-0.3	0.0
Olanda	0.0	-0.1	-0.7	-0.2
Grecia	-3.1	-2.1	-1.6	-0.2
Irlanda	7.4	-9.3	-0.8	-0.7
Portogallo	0.0	-2.6	-1.4	-0.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE (Autumn Economic Forecasts), cui si è aggiunto l'impatto delle manovre di inizio novembre in Francia e di inizio dicembre in Italia. Nota: stima Intesa Sanpaolo applicando i moltiplicatori della politica fiscale dal modello OCSE Interlink alle variazioni dei saldi primari corretti per il ciclo

Focus BCE: il cigno nero

Le misure adottate a inizio dicembre dalla BCE per compensare gli effetti della crisi finanziaria sul canale di trasmissione della politica monetaria sono già notevoli, ed è quindi improbabile che arrivino ulteriori mosse nei prossimi mesi. La BCE potrebbe portare i tassi sotto l'1,0% se i "sostanziali rischi verso il basso" per le stime di crescita (0,3%) dovessero materializzarsi, ma ci sembra difficile che una mossa possa vedere la luce prima di febbraio.

Anna Maria Grimaldi

La BCE rimarrà attiva sul SMP ma non modificherà la sua "strategia" di azione

L'esito del Summit europeo del 9 dicembre non ha prodotto avanzamenti adeguati per dare una svolta significativa alla crisi sul debito nell'area euro, tuttavia, "il nuovo contratto fiscale" dovrebbe essere sufficiente a mantenere la BCE attiva sul SMP. Draghi si è detto molto soddisfatto dell'accordo, ma ciò non significa che la BCE cambierà le modalità con cui interviene sui titoli pubblici né la strategia di comunicazione. Le motivazioni rimangono sostanzialmente ideologiche: spettro dell'iperinflazione legato alla monetizzazione del debito. Draghi, durante la conferenza stampa dell'8 dicembre ha riaffermato in modo categorico la determinazione della BCE ad agire in piena ottemperanza dei limiti legali imposti dall'art. 123 del Trattato di Maastricht. Draghi si è spinto nel dire che lo spirito del Trattato va rispettato a pieno e dunque artifici che cerchino di aggirarlo non incontrano il consenso della BCE. In quest'ottica, anche il coinvolgimento del FMI tramite prestiti bilaterali potrebbe incontrare difficoltà.

La BCE, quindi, continuerà ad intervenire sul mercato secondario nella forma seguita da quando l'SMP è stato riattivato lo scorso 12 agosto, una forma poco trasparente (per quel che concerne i titoli acquistati ed il Paese d'origine). Da agosto ad oggi la BCE ha acquistato titoli per circa 135 miliardi di euro portando i titoli detenuti in portafoglio a 207 miliardi di euro nell'ottava chiusasi il 9 dicembre scorso. Se la BCE continuasse ad acquistare titoli per 30-35 miliardi di euro al mese di qui a giugno aumenterebbe il proprio bilancio di altri 210 miliardi di euro; tale somma coprirebbe la necessità di rifinanziamento di carta a breve e titoli a medio-lungo termine di Italia e Spagna nella prima metà del prossimo anno (150 miliardi in Italia e 63 miliardi in Spagna), anche se trattandosi di acquisti sul mercato secondario non esiste alcun legame diretto con le aste. Se la BCE annunciasse esplicitamente un programma di acquisti strutturato per 210 miliardi di euro l'effetto sul bilancio sarebbe lo stesso, ma l'impatto sul mercato e sulla fiducia molto più

efficace dal momento che con una comunicazione esplicita la BCE dissiperebbe i dubbi sulla capacità di finanziamento di Italia e Spagna. Oltretutto, un programma di acquisti strutturato sarebbe facilmente giustificabile, visto che nel contesto attuale la trasmissione della politica monetaria è quasi del tutto inceppata ed il rischio di severe ripercussioni sistemiche è tutt'altro che trascurabile.

È possibile che Draghi, in questa delicata fase di negoziati politici per introdurre modifiche ai Trattati, non abbia voluto alienarsi il fronte tedesco, approfittando peraltro del fatto che dicembre vede un calendario di emissioni piuttosto scarso. Tuttavia, dati i nodi che permangono sulla capacità di finanziamento dell'EFSS II (in particolare nel caso di un downgrade di Francia e Austria) non è affatto escluso che il meccanismo in essere sia in grado di arginare le tensioni a ridosso delle aste di rifinanziamento di Italia e Spagna nel 1° trimestre del 2012. La BCE, a quel punto, si troverebbe costretta dagli eventi ad adottare un'azione più strutturata e una comunicazione più esplicita.

Il SMP non ha limiti e la sterilizzazione è solo questione di forma

Da un punto di vista tecnico non vi sono limiti a un potenziamento del SMP. A fronte dell'acquisto di titoli (aumento delle attività) vi è un aumento della liquidità nel sistema (aumento delle riserve presso la Banca centrale). Al momento, la liquidità è poi sterilizzata tramite il collocamento di certificati di deposito. La sterilizzazione è solo un esercizio di stile dal momento che il sistema determina endogenamente la liquidità di cui necessita con il meccanismo d'asta ad assegnazione piena. Il mancato assorbimento all'asta di drenaggio del 28/11 non segnala problemi di assorbimento, ma piuttosto scarsa domanda probabilmente dovuta al fatto che le istituzioni finanziarie hanno preferito detenere liquidità in vista dell'asta annuale del 7 dicembre. La liquidità in eccesso negli ultimi mesi si è aggirata nell'intorno di 220 miliardi di euro: non ci sembra, dunque, che si pongano al momento problemi per l'assorbimento dei certificati di deposito. Eventuali segnali di tensione si renderebbero palesi con un aumento del tasso cui vengono collocati; attualmente il limite superiore è dato dal refi, ma non è mai stato raggiunto. Se dovessero emergere difficoltà, la BCE potrebbe sempre decidere di optare per uno stimolo quantitativo esplicito, evitando di sterilizzare gli acquisti di titoli come già fa per i *covered bond*. Nel caso dei *covered bond* la giustificazione (per la non sterilizzazione) è che questi titoli sono stanziabili come garanzia nelle operazioni di mercato aperto e che quindi la BCE si aspetta che le banche chiedano meno alle aste ordinarie e straordinarie. Una giustificazione simile potrebbe essere usata per gli acquisti di titoli governativi.

Ulteriori misure per le banche improbabili nei primi mesi del 2012

Se la BCE rimane ingessata nell'adozione di misure più efficaci a sostegno dei titoli pubblici, lo stesso non può dirsi circa le misure straordinarie adottate per alleviare i problemi di funding delle banche alla riunione di dicembre. Riteniamo che le misure siano di ampio supporto e riducano il rischio di contrazione degli impieghi, posto che gli istituti di credito non utilizzino i fondi presi a prestito in BCE solo per aumentare l'esposizione ai titoli governativi. Quindi, è assai probabile che la BCE vorrà quanto meno verificare l'efficacia delle misure adottate prima di fare ulteriori mosse. Di seguito sono descritte in maggior dettaglio le misure adottate.

1. Per alleviare i problemi di finanziamento delle banche a medio termine ha introdotto **due aste straordinarie a 36 mesi**. La prima si è tenuta il 21 dicembre, erogando complessivamente 489 miliardi di euro, ed ha sostituito l'asta annuale annunciata lo scorso 6 ottobre; la seconda si terrà il 28 febbraio. Le aste saranno ad assegnazione piena ed è previsto che le banche possano ripagare i fondi dopo un anno, ove lo dovessero ritenere opportuno. La massiccia iniezione di liquidità solleverà significativamente le banche dai problemi di funding (a inizio 2012 vengono a scadenza circa 230 mld di euro di titoli bancari) e libererà risorse anche presso gli investitori privati. Le operazioni, inoltre, offrono una discreta opportunità di carry dal momento che le banche prendono a prestito all'1,0% e possono lucrare sulla carta governativa a breve (non soggetta ai vincoli posti dai nuovi requisiti di capitale come la carta a lungo). La misura dunque indirettamente aiuta anche le emissioni governative e potrebbe incentivare le emissioni nette a breve che entro certi limiti è ragionevole in una fase in cui i rendimenti a lunga sono particolarmente onerosi.
2. **La BCE ha ampliato il pool di garanzie stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento**. In particolare, saranno ammessi anche gli ABS con un rating di credito minimo di A- da parte di almeno due agenzie (finora era richiesta la tripla A) e anche i titoli che hanno come sottostanti mutui e prestiti a piccole e medie imprese. I titoli che fanno da garanzie negli ABS devono essere della stessa tipologia mutui o prestiti a piccole e medie imprese. Non sono ammessi, tra i titoli sottostanti, crediti dubbi o prodotti strutturati. Sarà concesso alle Banche centrali nazionali di accettare come garanzia crediti che soddisfino criteri di eleggibilità armonizzati. La BCE ha espressamente invitato a stanziare titoli di credito come garanzia e a tal fine intende potenziare le risorse interne per la valutazione del merito di credito¹.
3. **La BCE ha inoltre ridotto il coefficiente di riserva all'1%** con il periodo di riserva che avrà inizio il prossimo 18 gennaio, dal momento che con il meccanismo ad assegnazione piena non vi è la stessa necessità che in tempi normali. Inoltre, per evitare colli di bottiglia sulla liquidità, la BCE **ha sospeso le operazioni di fine tuning a ridosso della fine di ciascun periodo di mantenimento di riserva**, a partire da quello che inizia dal 14 dicembre.

Tassi al di sotto dell'1,0% nella prima metà del 2012

Tra novembre e dicembre la BCE ha rimosso i rialzi dei tassi effettuati nella prima metà di quest'anno e riportato il refi all'1,0%. La decisione è ampiamente giustificata, alla luce dei crescenti rischi per lo scenario macro e del permanere dell'eccezionale grado di incertezza, come incorporato nelle nuove previsioni dello staff per il 2012 e il 2013. La crescita nel 2012 è stata significativamente rivista al ribasso a 0,3%, da un precedente 1,6%. La BCE, inoltre, valuta **"sostanziali rischi verso il basso per la crescita"** (nel comunicato di novembre si leggeva solo di rischi verso il basso). I rischi derivano dalle tensioni sui mercati finanziari e dalle possibili ripercussioni sull'economia reale. Inoltre, un ulteriore elemento di rischio è rappresentato da un quadro globale (novità rispetto al comunicato di novembre) che potrebbe rivelarsi più debole delle attese. **La BCE valuta, invece, ancora come bilanciati i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo, nonostante la revisione al rialzo delle stime per il 2012. Ci sembra, quindi, che la BCE non abbia chiuso del tutto la porta a ulteriori ritocchi sui tassi al di sotto dell'1,0%.** Oltretutto Draghi, nella conferenza stampa, ha indicato che il sentiero dei tassi dipende anche dall'andamento della politica fiscale. Si spera quindi che a fronte di massicce manovre restrittive in quasi tutta la zona euro, la BCE possa cedere sui tassi e spingersi sotto l'1,0%. **E' difficile tuttavia che la prossima mossa possa vedere la luce già a gennaio, poichè** Draghi, nella conferenza stampa di dicembre ha indicato che il taglio non è stato unanime, dal momento che

¹ In Italia, un ulteriore contributo all'allentamento delle pressioni sulla raccolta attraverso il canale del rifinanziamento presso l'Eurosistema è arrivato grazie all'emissione di obbligazioni con garanzia statale, finora realizzata per 50 miliardi di euro. Tali obbligazioni possono essere utilizzate dalle banche come garanzia nelle operazioni BCE di rifinanziamento, generando raccolta netta.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2011

alcuni Membri del Consiglio non concordavano sulla tempistica. Inoltre, la BCE ha già sostanzialmente rivisto al ribasso lo scenario macro ed è quindi improbabile che vi siano ritocchi significativi nell'immediato, a meno di dati disastrosi. La BCE potrebbe portare i tassi a 0,5% per maggio/giugno, ma non è escluso che si possa fermare a 0,75%, dal momento che tassi a 0,50% non necessariamente farebbero la differenza. Con il refi a 0,75%, l'Eonia scenderebbe a zero dal momento che, con l'allocazione piena, il tasso overnight rimane schiacciato sulla parte bassa del corridoio.

Anche se la BCE non dovesse portare i tassi sotto l'1,0% ci sembra assai improbabile che possa intraprendere un sentiero di normalizzazione della politica monetaria prima di fine 2013-inizio 2014. Nella migliore delle ipotesi la crescita tornerà appena al potenziale nel 2013, dal momento che le crisi finanziarie tendono ad avere un effetto piuttosto persistente sulla dinamica di risparmio e investimenti. In un tale contesto l'*output gap* è atteso rimanere ampiamente negativo e contribuirà a tenere sotto controllo le pressioni su costi, salari e prezzi. La BCE, difatti, vede l'inflazione all'1,6% nel 2013.

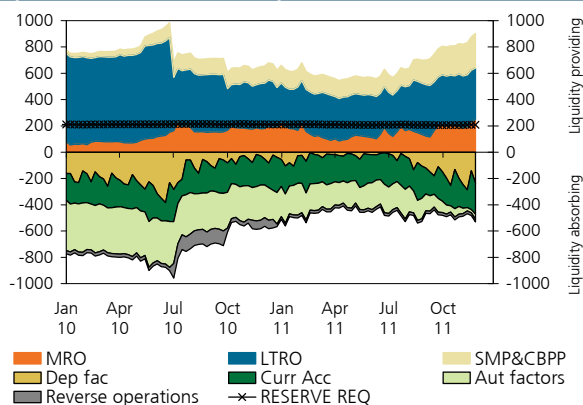
In **conclusione**: non ci aspettiamo rivoluzioni nella comunicazione da Francoforte sul SMP a meno di eventi catastrofici a ridosso delle aste di rifinanziamento di Italia e Spagna. Le misure adottate per sostenere le banche e il sistema bancario sono di una portata senza precedenti ed è quindi poco probabile che la BCE faccia ulteriori passi nell'immediato. È possibile che la BCE valichi la soglia dell'1,0% nella prima metà del 2012 per scongiurare che si materializzino i "sostanziali rischi verso il basso" per uno scenario di crescita già molto fragile.

Proiezioni macroeconomiche BCE <i>vis-à-vis</i> Consensus e Intesa Sanpaolo								
Data previsione	Anno	BCE		Consensus		Intesa Sanpaolo		
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL	
Mar-11	2011	2.0/2.6 (2.3) ↑	1.3/2.1 (1.7) ↑	2.0	1.6	2.3	1.9	
Mar-11	2012	1.0/2.4 (1.7) ↑	0.8/2.8 (1.8) ↑	1.8	1.7	1.5	1.2	
Giu-11	2011	2.5/2.7 (2.6) ↑	1.5/2.3 (1.9) ↑	2.6	2.0	2.6	2.1	
Giu-11	2012	1.1/2.3 (1.7) ↑	0.6/2.8 (1.7) ↑	1.9	1.7	1.8	1.4	
Set-11	2011	2.4/2.6 (2.5) ↓	1.5/2.0 (1.8) ↓	2.6	1.7	2.5	1.9	
Set-11	2012	1.1/2.1 (1.6) ↓	0.6/2.1 (1.4) ↓	1.8	1.0	1.6	1.1	
Dic-11	2011	2.6/2.8 (2.7) ↑	1.5/1.7 (1.6) ↑	2.5	1.7	2.6	1.8	
Dic-11	2012	1.5/2.5 (2.0) ↑	-0.4/1.0 (0.3) ↓	1.8	0.4	2.2	0.0	
Dic-11	2013	1.2/2.0 (1.6)	0.8/2.2 (1.3)	ND	ND	1.7	0.8	

Note: BCE, tra parentesi il valore medio dell'intervallo di stima; ND = non disponibile

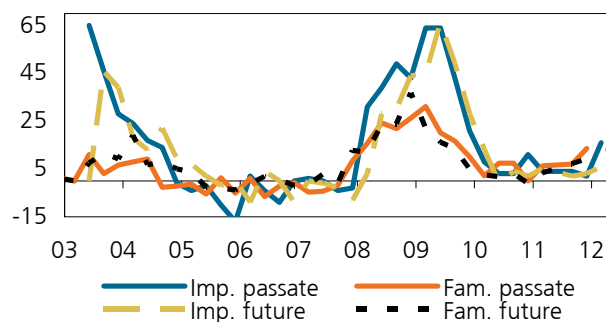
Fonte: BCE, previsioni di consenso, Intesa Sanpaolo

La BCE aumenterà le aste lunghe per cercare di contenere le ripercussioni della crisi di liquidità



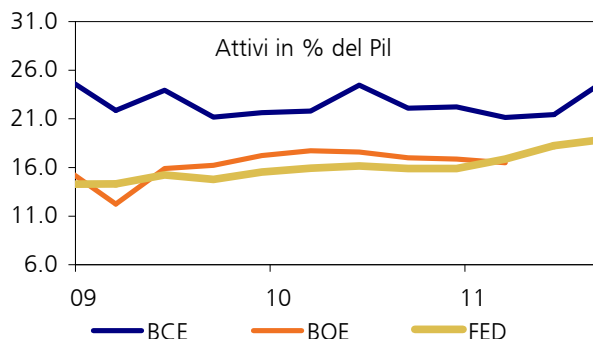
Fonte: BCE e Intesa Sanpaolo

Per ora gli effetti sul credito sono limitati, ma i rischi stanno salendo



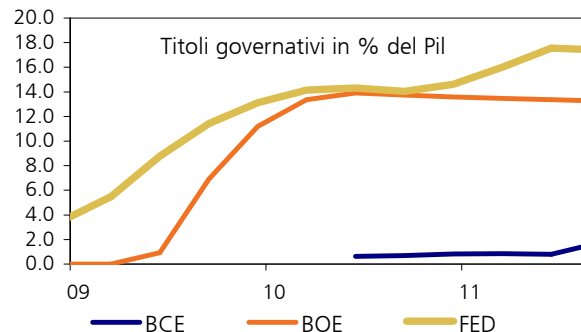
Fonte: BCE indagine sul credito e Intesa Sanpaolo

La BCE può ancora espandere il proprio bilancio...



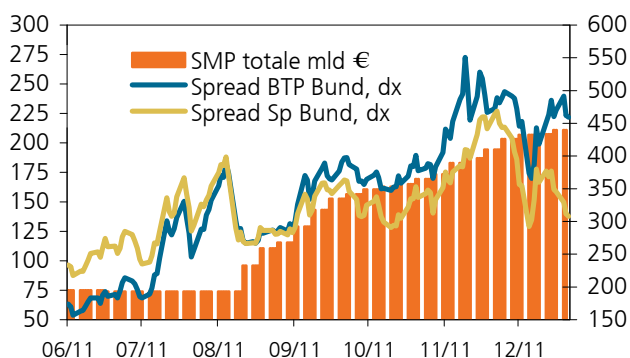
Fonte: BCE, Fed, BOE e Intesa Sanpaolo

... ma potenziando l'acquisto di titoli governativi



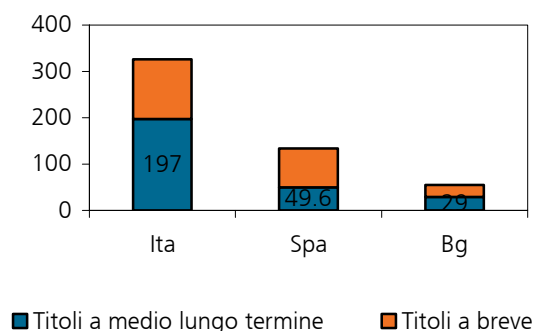
Fonte: BCE, Fed, BOE e Intesa Sanpaolo

Se la BCE continuasse ad acquistare titoli al passo degli ultimi quattro mesi nel 2012 arriverebbe a coprire...



Fonte: BCE, Bloomberg e Intesa Sanpaolo

... le emissioni lorde di Italia, Spagna e Belgio per il 2012



Fonte: BCE, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Inflazione: energia e tasse limitano il calo verso il 2%

Abbiamo rivisto al rialzo la stima d'inflazione per il 2012 di circa tre decimi, al 2,2%. La revisione incorpora un prezzo del petrolio più elevato, dato il permanere di forti tensioni geopolitiche e i rialzi di tassazione indiretta e prezzi amministrati per circa un punto di PIL. Nel 2013 ci aspettiamo che l'inflazione cali all'1,6% a/a, grazie ad un effetto base favorevole dall'energia e al permanere di un ampio slack nell'economia.

Anna Maria Grimaldi

L'inflazione area euro è salita al 3% circa tra settembre e novembre, dal 2,6% a/a medio osservato tra gennaio e agosto. Il rialzo, più forte delle attese, riflette l'ulteriore accelerazione dei prezzi delle materie prime energetiche e fattori transitori legati al nuovo trattamento della stagionalità e l'aumento dell'IVA di un punto percentuale in Italia.

Le indicazioni più recenti dalle indagini congiunturali (in particolare l'indice PMI prezzi pagati) sono coerenti con un netto rientro delle pressioni a monte sui prezzi nei prossimi tre/sei mesi. La dinamica dei prezzi al consumo dovrebbe frenare rapidamente già nella prima metà del 2012 fino al 2,2% a/a ad aprile, per lo più al venir meno dal confronto annuale dei rialzi del prezzo del greggio avutosi a fine 2010-inizio 2011. Tuttavia, **rispetto allo scenario di settembre, non vediamo un ritorno dell'inflazione al 2,0% a/a a giugno prossimo, ma solo a fine estate 2012,**

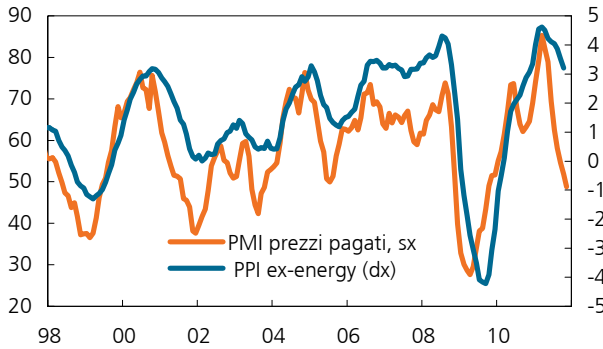
dal momento che il **prezzo del petrolio rimarrà in media circa sul livello del 2011** (112 dollari al barile), a fronte di un cambio euro/dollaro che è atteso a 1,34, dall'1,41 del 2011, penalizzato dalla crisi sul debito sovrano. I *future* sul greggio incorporano, invece, un calo in area 107,0 dollari al barile. Il contributo degli alimentari all'inflazione complessiva dovrebbe essere invariato (0,4%) nel corso del 2012, dal momento che i *future* sulle materie prime agricole suggeriscono prezzi circa stabili. **Nel 2012, in media l'inflazione area euro dovrebbe aggirarsi al 2,2% a/a, circa tre decimi in più rispetto alle stime di fine settembre.**

La dinamica sottostante, al netto di energia ed alimentari freschi, ha toccato il 2,0% a/a a ottobre, dall'1,5% a/a medio dei primi otto mesi dell'anno, ciò riflette con ritardo l'aumento delle pressioni a monte della catena produttiva e i fenomeni transitori che hanno spinto anche l'indice generale verso l'alto a settembre. Nel corso del 2012, l'inflazione sottostante è vista in media all'1,9% a/a, dall'1,6% a/a del 2011. È possibile che nei primi mesi del 2012 vi siano ancora pressioni residuali che dovranno essere assorbite a valle, ma il grosso dei rialzi dei prezzi domestici sarà spiegato dai rialzi di tassazione **indiretta e prezzi amministrati che dovrebbero pesare per poco meno di un punto, a fronte dello 0,4 del 2011.** Gli aumenti dell'IVA in Francia (dal 5,5% al 7%) e in Italia del 2% (da settembre 2012) aggiungeranno circa sette decimi alla dinamica dell'inflazione area euro. Non possono escludersi ritocchi delle aliquote anche in Spagna, Portogallo e Belgio data l'urgenza del consolidamento fiscale.

Come anche indicato dalla BCE, il rallentamento del ciclo e la probabile stagnazione della domanda interna contribuiranno, invece, a frenare la dinamica di costi, salari e prezzi domestici nel corso del 2012. **L'elevato tasso di disoccupazione (10,3% in ottobre) e gli aumenti attesi nel 2012-13, dovrebbero limitare lo spazio per ulteriori aumenti salariali dopo il forte incremento del 2° trimestre 2011.** A giugno, il costo del lavoro orario nell'area euro cresceva del 3,6% a/a per effetto di un'accelerazione dei salari al 3,5% a/a, da un precedente 2,7% a/a, sulla scia degli aumenti accordati in Germania (dal 2,2% a/a al 4,8% a/a), Belgio (dall'8,1% a/a al 12,1% a/a, per effetto dell'ancora elevato grado di indicizzazione), e Austria (dal 3,1% a/a al 4,1% a/a). I salari negoziati, stando ai dati della BCE, crescevano a giugno dell'1,9% a/a, dall'1,6% a/a di marzo 2011. **Al netto di energia, alimentari, prezzi amministrati e tassazione indiretta, l'inflazione sottostante dovrebbe frenare dall'1,4% a/a da noi stimato per ottobre verso l'1,0% a/a a giugno 2012.** Nel 2013 l'inflazione è vista all'1,6% a/a, grazie ad un effetto base favorevole proveniente dalla componente energia e dall'impatto ritardato del ciclo, ma non escludiamo che possano ancora aversi pressioni da tassazione indiretta e prezzi amministrati soprattutto se la crescita dovesse frenare di più di quanto non incorporato nelle stime governative.

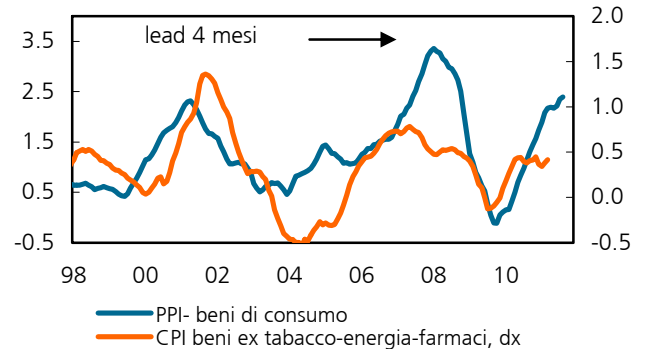
Nel complesso, i rischi per la dinamica inflazionistica sono circa bilanciati dal momento che la crescita farà da freno, mentre energia, tasse e prezzi amministrati potrebbero spingere verso l'alto. Lo scenario d'inflazione 2012-13 non pone, quindi, ostacoli significativi per un'azione più decisa della BCE nei prossimi mesi.

PMI prezzi pagati: pressioni sui prezzi in linea con la norma storica



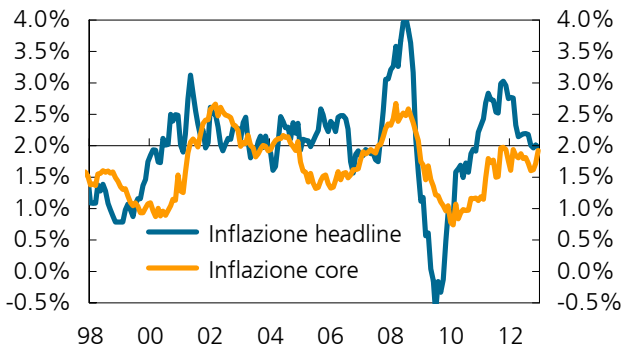
Fonte: Markit, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Nei primi mesi del 2012 saranno presenti pressioni residuali al rialzo



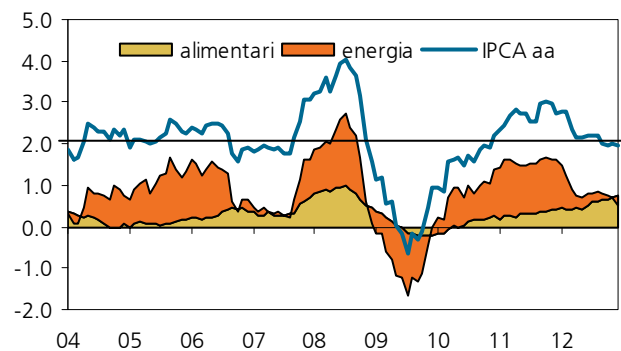
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

L'inflazione tornerà al 2% solo a settembre prossimo al...



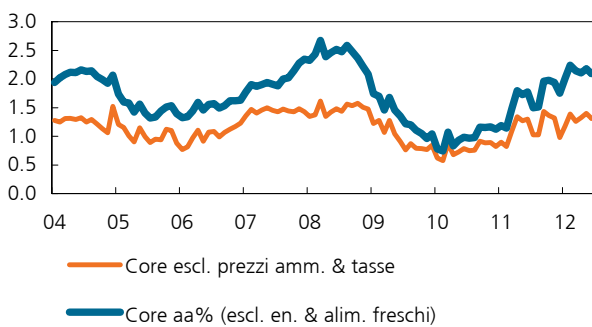
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

... permanere di pressioni su energia ed alimentari



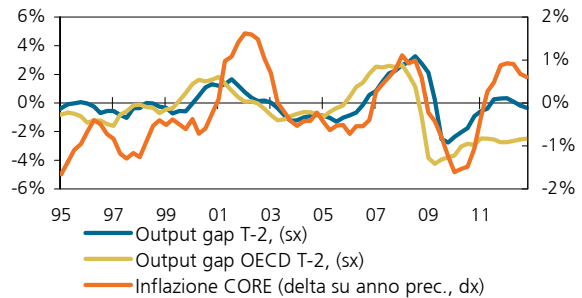
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

In arrivo ulteriori aumenti di tasse e prezzi amministrati



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Ma il ciclo farà da freno



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Focus: soltanto razioni di sussistenza ai paesi in difficoltà

Al di là della cortina fumogena data dal proliferare di ipotetici meccanismi di sostegno e di nuove regole fiscali, il Consiglio Europeo dell'8 e 9 dicembre ha confermato che l'unica strategia politicamente percorribile per gestire la crisi è quella di offrire ai paesi in difficoltà aiuti razionati, oltre che condizionati, e che un ruolo attivo della BCE rimane imprescindibile. Uno scenario che non offre conforto riguardo ai tempi di ripresa della fiducia, ma che allo stesso tempo non giustifica ipotesi catastrofiche sugli sviluppi dei prossimi mesi.

Luca Mezzomo

Dall'inizio della crisi, le Autorità europee sembrano comportarsi come insetti bloccati dietro un vetro. Tra molte specie di insetti con ali atte al volo, le vespe ad esempio, la naturale reazione di fuga da un ambiente chiuso li porta a spostarsi verso la parte più luminosa; sicché, se una vespa ha la sfortuna di rimanere bloccata dietro una finestra, continuerà a sbattere con il capo contro il vetro. Una possibile variante comportamentale è che l'insetto si posi sul vetro stesso, saggiandone la superficie con le antenne alla vana ricerca di un pertugio. Un comportamento normalmente valido in natura, purtroppo si rivela fallimentare negli ambienti modificati dall'uomo. Come la vespa dietro il vetro, da mesi Consiglio Europeo e BCE continuano a riproporre la stessa ricetta contro la crisi del debito, basata sull'aumento della disciplina fiscale e sulla realizzazione di programmi accelerati di austerità nei paesi sotto pressione. Poiché ogni volta tornano a sbattere contro il vetro – cioè scoprono che le loro mosse non hanno per nulla migliorato il clima di fiducia e, anzi, lo deteriorano sempre più – esplorano con le loro antenne la superficie del vetro – cioè introducono piccole varianti alla strategia senza però mai rimetterla davvero in discussione.

Neppure l'ultimo vertice europeo dell'8 e 9 dicembre ha smentito la regola. Prima del vertice abbiamo assistito all'usuale flagellazione penitenziale dei cattivi. L'Italia, ad esempio, ha presentato il terzo pacchetto correttivo del 2011, per compensare il peggioramento delle prospettive macroeconomiche e raggiungere ugualmente il pareggio del bilancio nel 2013. Il Consiglio ha responsabilmente apprezzato gli sforzi di espiatione e, confortato dai segnali di pentimento dei debitori, ha preso una serie di decisioni che ora descriveremo. Le possiamo dividere in due parti: misure per rafforzare la disciplina fiscale e misure per gestire la crisi.

Il rafforzamento della disciplina fiscale

La fobia del Governo tedesco e dell'Eurosistema per il problema dell'azzardo morale (in gran parte non giustificato, in quanto i problemi attuali hanno assunto una dimensione fiscale soltanto con la recessione del 2009) hanno condotto a un nuovo intervento sul regime di disciplina nell'Eurozona. Rispetto al quadro definito dai sei regolamenti già approvati nei mesi scorsi ed entrato in vigore il 13 dicembre, si preannunciano altre due ondate di riforma: la prima mediante regolamenti proposti dalla Commissione e la seconda mediante la ratifica di un trattato intergovernativo². Il regime in vigore già prevede l'applicazione di depositi cauzionali fruttiferi in caso di mancato rispetto delle regole fiscali di medio termine, a cui segue l'imposizione di un deposito infruttifero all'apertura di una procedura contro i disavanzi eccessivi (EDP) e, in caso di mancato rispetto delle raccomandazioni, l'applicazione di multe. Inoltre, il criterio sul debito era già stato reso più restrittivo, imponendo che l'eccesso rispetto al 60% sia ridotto di 1/20 annuo in media nell'arco di tre anni. Per un paese ad alto debito come l'Italia, il requisito impone di costruire un saldo primario attivo nell'ordine di 5-5,5 punti percentuali del PIL.

² La descrizione che segue è basata sulla presentazione del commissario Rehn del 12/12/2011, *Reinforcing EU Economic Governance: the Six-Pack and the new Fiscal Compact*.

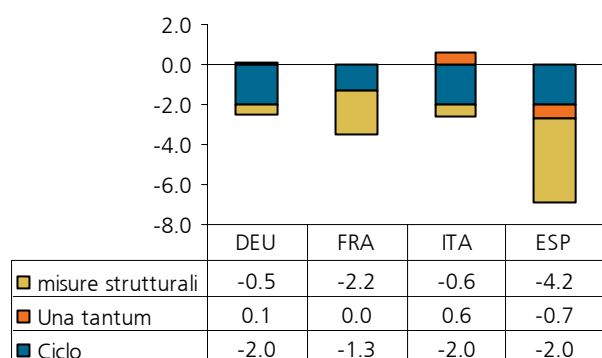
I regolamenti della Commissione Europea introdurranno le seguenti innovazioni:

1. Obbligo di inserire regole nazionali sull'equilibrio di bilancio, preferibilmente a livello costituzionale, monitorate da organismi indipendenti. Diversi paesi, fra i quali anche l'Italia, hanno già avviato processi legislativi in tal senso. Difetti di applicazione della regola potrebbero essere sottoposti all'attenzione della Corte Europea di Giustizia.
2. Utilizzo di previsioni indipendenti per la redazione dei budget nazionali.
3. Invio contestuale dei budget alla Commissione e al Parlamento nazionale. La Commissione può richiedere modifiche in caso di grave inadempienza delle regole comunitarie.
4. Sono previste procedure speciali di monitoraggio per i paesi soggetti alla procedura contro i disavanzi eccessivi e per i paesi assistiti da programmi EFSF ed ESM.

L'ulteriore stretta voluta dalla Germania come parte di un trattato intergovernativo (la strada dell'emendamento dal Trattato sull'UE appariva impraticabile) rafforza l'automaticità del processo decisionale nell'ambito del Patto di Stabilità e Crescita, oltre a rendere più stringente la regola di pareggio del bilancio. Nello specifico:

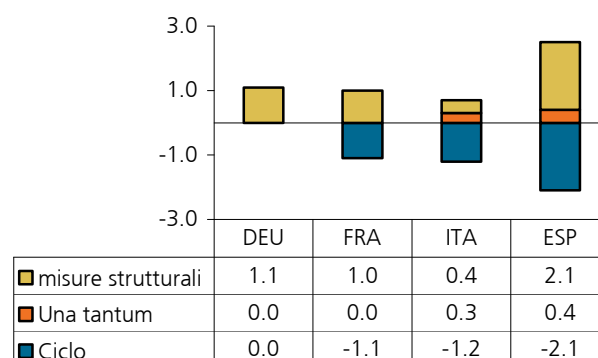
1. Gli Stati Membri si impegnano a scrivere in una legge costituzionale o equivalente una "regola aurea" che li obbliga a mantenere il saldo strutturale di bilancio in pareggio, e a prevedere un meccanismo correttivo automatico in caso di deviazione. Il saldo strutturale è dato dal saldo di bilancio corretto per il ciclo al netto delle misure una tantum e di altre misure temporanee. La difettosa trasposizione del Trattato potrebbe essere impugnata di fronte alla Corte Europea di Giustizia.
2. Gli Stati Membri soggetti a EDP saranno obbligati a sottoporre alla Commissione e al Consiglio un Programma di Cooperazione Economica (Economic Partnership Programme), con un elenco dettagliato di misure in grado di assicurare una durevole correzione dei disavanzi eccessivi.
3. Infine, viene introdotto un principio di maggioranza rovesciata per il vaglio politico delle raccomandazioni inviate dalla Commissione: si intendono automaticamente approvate se non respinte da un maggioranza qualificata del Consiglio.

Scomposizione del deficit - 2009



Dati in % del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati Commissione Europea (Previsioni Autunnali 2011)

Scomposizione del deficit - 2009



Dati in % del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati Commissione Europea (Previsioni Autunnali 2011)

L'accordo, alla cui trasposizione si sono impegnati con variabile convinzione 26 paesi su 27 dell'Unione Europea, è stato applaudito dalla BCE: secondo Draghi rappresenta una buona base per un contratto fiscale nella regione, anche se dovrà essere integrato nei prossimi giorni. Anche

il presidente della Bundesbank, Weidmann, ha visto progressi nei risultati del summit³. Come è evidente, nulla di quanto è stato deciso rappresenta un passo verso l'integrazione fiscale. Semplicemente, **vengono ristretti sempre di più i margini per un uso anticiclico della politica fiscale**, in quanto lo spazio di manovra risulta limitato all'azione degli stabilizzatori automatici (ammesso che venga adeguatamente catturata dalle procedure di correzione degli effetti ciclici) e di eventuali misure una tantum. Quanto ampio è tale spazio? Durante la pesante recessione del 2009, la quota del disavanzo spiegata da fattori ciclici è risultata pari a circa 2 punti in Italia, Germania e Spagna e a 1,3 punti in Francia; il contributo delle misure una tantum, invece, è stato nullo o positivo in Italia, Germania e Francia, mentre ha aggiunto 0,7 punti al deficit totale in Spagna. In assenza di forte ripresa economica, peraltro, la regola è compatibile con una certa persistenza del deficit negli anni seguenti: la componente ciclica del deficit stimata dalla Commissione Europea per il 2011, secondo anno di ripresa, è infatti pari a oltre un punto percentuale per Italia e Francia e a oltre 2 punti per la Spagna. In generale, la regola non consentirà che un modestissimo uso attivo della politica fiscale nel caso di recessioni di bassa intensità.

Per l'Italia, però, l'applicazione della "regola aurea" condurrebbe a un obiettivo di deficit nel 2013 meno severo del pareggio di bilancio oggi richiesto, tenuto conto della probabile nuova contrazione del PIL reale che avverrà nel prossimo biennio del modesto recupero di prodotto verificatosi durante l'ultima fase di ripresa. Molto più stringente sarà il requisito di riduzione del rapporto debito/PIL di circa tre punti percentuali all'anno nell'arco del primo triennio di osservazione, che imporrà il mantenimento di un avanzo primario superiore a cinque punti di PIL.

I meccanismi di gestione della crisi

Ancora nel dicembre 2011, nonostante la numerosa evidenza contraria già accumulatasi, secondo il primo ministro della Germania "la soluzione della crisi non sta nel rendere più risorse disponibili"⁴. Riguardo al meccanismo di gestione della crisi, gli sforzi del Governo tedesco e dei banchieri centrali sembrano piuttosto orientati a imporre limitazioni agli sforzi di risoluzione della crisi che ad agevolare il superamento delle difficoltà. Ad esempio, molti esponenti del Governo tedesco e banchieri centrali considerano l'art. 123 del Trattato sull'Unione Europea⁵ in forma molto estensiva, considerando anche una massiccia attività di stimolo quantitativo imperniata su acquisti di titoli di stato come una violazione della norma, nonostante essa proibisca soltanto "l'acquisto diretto" presso gli enti pubblici e non l'acquisto indiretto presso altri intermediari finanziari.

Le novità introdotte nel meccanismo di gestione della crisi dal Consiglio Europeo, che ha **confermato l'avvio dell'operatività EFSF secondo le modalità già note**, sono di due tipi.

Primo, è stata anticipata al 2012 l'entrata in vigore dello European Stabilisation Mechanism, già prevista per il gennaio 2013. Gli Stati Membri dovranno iniziare a versarne il capitale, e l'avvio operativo è previsto quando un gruppo di Stati pari ad almeno il 90% del capitale avrà ratificato il relativo trattato (obiettivo: luglio 2012). Fino al giugno 2013, opererà in parallelo alla EFSF,

³ Intervista alla Frankfurter Allgemeine Sonntagzeitung del 10/12. Le dichiarazioni del Presidente BCE sono state raccolte dalle agenzie di stampa all'uscita dal Consiglio Europeo il 9/12.

⁴ Dichiarazioni rese a Bruxelles il 9/12 dopo il vertice europeo.

⁵ "Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate "banche centrali nazionali"), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali."

In conclusione, si farà soltanto il minimo indispensabile

La metafora della vespa che sbatte sul vetro, per quanto allettante e forse non lontana dal vero ancora fino a pochi mesi fa, offre un'interpretazione forse troppo naif della situazione attuale: la vespa della metafora non riesce a immaginare soluzioni alternative, mentre qui è probabile che le soluzioni alternative non le si voglia proprio adottare. Infatti, è plausibile che oggi tutti gli attori si rendano perfettamente conto che l'attuale strategia di gestione della crisi aumenta il costo macroeconomico sia per i paesi periferici, sia per l'Eurozona nel suo complesso, e che esistono alternative migliori. Ma **forse l'obiettivo del Governo tedesco e della BCE è proprio quello di tenere tutti i paesi in difficoltà in una sorta di vita sospesa**, con l'idea di obbligarli a realizzare un consolidamento fiscale accelerato. Ciò significa offrire il sostegno necessario ad evitare che la crisi divenga irreversibile, ma allo stesso tempo non essere indotti ad agire così aggressivamente da eliminare la pressione di mercato. Così, in assenza di alternative ragionevoli attivabili a brevissimo termine, la BCE continuerà a garantire condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti alle banche e a comprare titoli per volumi considerevoli; tuttavia, rinuncerà ai benefici che offrirebbe, in termini di miglioramento del clima di fiducia, l'annuncio formale di un programma di medio termine con obiettivi determinati. Se questa interpretazione benevola è corretta, la tensione può durare ancora diversi mesi, almeno fino al superamento della fase critica per il rifinanziamento del debito italiano (gennaio-aprile 2012), ma lo scenario è destinato a migliorare.

Germania: über alles

Crescita al trend nei prossimi due anni. Manteniamo invariate le stime di crescita della Germania all'1,0% per il prossimo anno. Nel 2013, vediamo un'accelerazione della crescita all'1,7%. Il tasso di crescita potenziale è stimato intorno all'1,4% dalla Bundesbank: la Germania è l'unico Paese all'interno dell'area euro che crescerà in media al trend nei prossimi due anni. La netta miglior performance della Germania è spiegata dal fatto che in parte il Paese beneficia maggiormente della domanda da economie dinamiche al di fuori dalla zona euro, da una stance di politica fiscale nel 2012 che sarà circa neutrale, se non al margine di sostegno al ciclo e dal recupero dopo anni di crescita *sub par* anche di consumi privati e investimenti in costruzioni residenziali. In maggior dettaglio, nel corso del 2012, il contributo delle esportazioni nette calerà a 0,3% dall'1,2% medio dei due anni precedenti, dal momento che il Paese non è comunque immune dal rallentamento della domanda dal resto della zona euro.

Anna Maria Grimaldi

Consumi e investimenti in costruzioni in testa. La domanda interna contribuirà alla crescita per l'1,2% nel 2012 e per circa l'1,7% nel 2013. Gli investimenti aziendali rallenteranno dall'8,4% osservato in medi negli ultimi due anni, ma rimarranno comunque in territorio positivo, dal momento che l'economia opererà circa in linea con il trend, e quindi si renderanno necessari almeno investimenti di sostituzione, e dati i bassi tassi d'interesse. Gli investimenti in costruzioni continueranno a crescere, anche se su ritmi più modesti nei prossimi due anni, ciò riflette i bassi costi di finanziamento e probabilmente l'aumento dell'incertezza su altre forme di investimento. I consumi privati sono attesi in crescita di 1,1% nel 2012 e 1,4% nel 2013, circa due volte la media osservata nei dieci anni precedenti. Il recupero della spesa delle famiglie è ascrivibile ad una dinamica del reddito disponibile solo in modesto rallentamento nei prossimi due anni al 2,5% a/a, dal 3,2% stimato per il 2011. La dinamica dei salari rimarrà sostenuta grazie ad un *wage drift* positivo dal 2011, quando gli stipendi hanno goduto di parte del successo aziendale del 2010 e di un compenso (in particolare nell'industria metalmeccanica) di anni di crescita stagnate dei salari. Un modesto *wage drift* positivo potrebbe vedersi anche nel 2012. La dinamica del reddito disponibile beneficerà inoltre di una discreta tenuta del mercato del lavoro, di sgravi fiscali e del rientro delle pressioni inflative.

Disoccupazione circa stabile sui livelli di fine 2011. Il mercato del lavoro risentirà del rallentamento ciclico, ma la crescita dell'occupazione rimarrà positiva (+0,4%). Con la ripresa del 2010-11 le ore lavorate sono tornate su livelli normali e quindi la frenata potrà essere gestita con gli accordi che prevedono orari flessibili. In assenza di espulsione di forza lavoro, a partire dalla seconda metà del 2012, non ci aspettiamo un aumento della disoccupazione dai livelli di fine 2011 (7,0%) che corrisponde a circa 3 milioni di disoccupati in media. E' probabile che la disoccupazione cali marginalmente nel 2013.

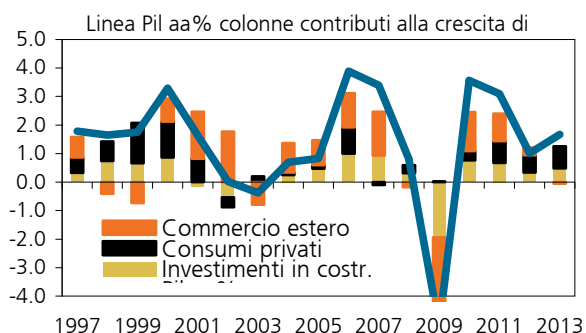
L'inflazione tedesca è attesa tornare all'1,7% a/a nel 2012, dal 2,5% a/a del 2011 per effetto del rientro delle pressioni dalla componente energia. E' possibile che i passati aumenti salariali saranno traslati in parte ai prezzi domestici, ma l'inflazione sottostante (in aumento dall'1,4% all'1,5% a/a) rimarrebbe comunque bassa.

Finanze pubbliche: ben meglio di quanto promesso. La brillante performance economica nel 2011 contribuirà a riportare il deficit al di sotto dell'1,0% nel 2011, circa un punto al di sotto del target indicato nei Programmi di stabilità 2011-14, nel contempo il debito potrebbe calare all'81,4%. Nei prossimi anni, il deficit si aggirerà nell'intorno dell'1,0% dal momento che il consolidamento fiscale è meno urgente a fronte di un ciclo in rallentamento il prossimo anno. Il debito tuttavia è atteso calare sotto l'80% del PIL, poichè il saldo primario dovrebbe rimanere in surplus e la spesa per interessi risultare inferiore alla crescita nominale.

Scenario Macroeconomico

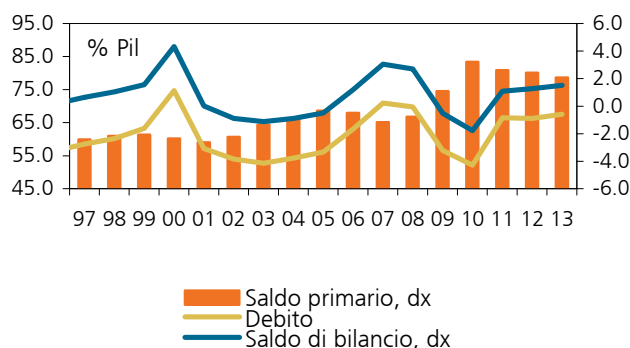
Dicembre 2011

La domanda interna controbilancia il rallentamento dell'export



Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Il debito tornerà sotto l'80% del PIL nel 2013



Fonte: Ameco e stime Intesa Sanpaolo

Previsioni Macro

	2010	2011	2012	1	2011	3	4	1	2012	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	3.6	3.1	1.0	4.6	2.9	2.6	2.2	1.1	1.0	0.8	1.1	
t/t				1.3	0.3	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	
Consumi privati	0.6	1.4	1.1	0.5	-0.6	0.8	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	
Investimenti fissi lordi	5.4	6.8	2.8	3.8	0.4	1.1	-1.0	1.1	1.3	1.2	1.1	
Consumi pubblici	1.7	1.2	0.4	0.2	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Esportazioni	13.4	8.9	5.2	1.6	2.8	2.5	1.0	1.0	0.6	1.2	1.5	
Importazioni	11.5	7.8	5.4	1.0	2.9	2.6	1.0	0.3	1.6	1.3	1.4	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	-0.1	-0.4	0.0	0.3	-0.4	0.1	-0.5	0.2	-0.1	-0.1	
Partite correnti (%PIL)	5.6	4.9	5.1	5.2	5.0	5.4	4.0	4.9	5.1	5.4	5.1	
Deficit (%PIL)	-0.9	-0.9	-0.7									
Debito (% PIL)	80.9	80.1	78.6									
CPI (a/a)	1.2	2.6	1.7	2.4	2.7	2.6	2.7	2.4	1.7	1.6	1.2	
Produzione Industriale	10.1	8.2	0.8	2.3	1.4	2.8	-2.8	-0.1	1.1	1.1	-0.2	
Disoccupazione (%)	7.7	7.1	7.1	7.3	7.1	7.0	7.0	7.0	7.0	7.1	7.1	

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia: molto adagio

Anna Maria Grimaldi

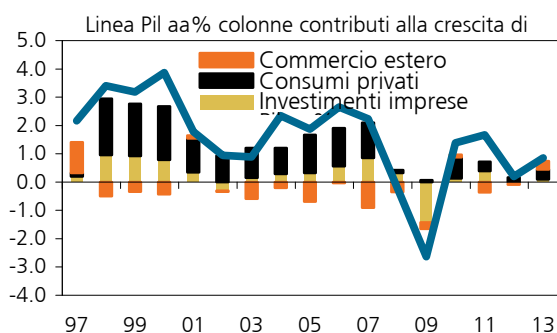
- **Il 2012 sarà un anno determinante per il Paese** che dovrà decidere se rinnovare il mandato di Sarkozy per altri cinque anni o eleggere il candidato socialista Hollande. Qualunque sia l'esito delle presidenziali, la Francia dovrà procedere con il processo di consolidamento dei conti pubblici e ripensamento del modello economico. I principali rischi per il Paese derivano dal grado di rallentamento dell'economia internazionale e del resto della zona euro e dalla misura in cui la crisi di fiducia e l'aumento delle tensioni sui mercati si trasferirà all'economia reale.
- **Abbiamo rivisto le nostre stime di crescita nel 2012 a 0,2%** da un precedente 0,7%. La revisione incorpora un contesto internazionale meno favorevole e chiare indicazioni di un rallentamento della domanda interna associato al perdurare del clima di incertezza e a politiche fiscali al margine più restrittive. Le indagini congiunturali INSEE e PMI hanno perso quota da metà estate e a novembre si sono assestate su livelli coerenti con una lieve contrazione del PIL a cavallo del nuovo anno. Nel 2013, la Francia dovrebbe crescere a ritmi più sostenuti (0,9%) ma farà ancora peggio che negli ultimi due anni (1,5%) dal momento che gli effetti della crisi continueranno a pesare sull'economia reale e sulle scelte di politica fiscale.
- **Consumi striscianti e investimenti in calo.** La domanda interna è attesa contribuire ancora positivamente alla crescita nel 2012, ma risentirà del clima di fiducia incerto, almeno nella prima metà dell'anno, e della stretta di politica fiscale (variazione del saldo primario strutturale) di 1,3 punti di PIL. I consumi cresceranno poco al di sopra dello zero nel 2012 dallo 0,6% di quest'anno in parte per l'aumento dell'IVA e l'eliminazione di esenzioni e deduzioni sul reddito imponibile annunciati a novembre scorso, ma soprattutto per effetto del clima di incertezza e delle ripercussioni del ciclo sul mercato del lavoro. La crisi peserà sulle decisioni di spesa delle imprese già frenate in estate dal calo di utilizzo della capacità produttiva e da segnali di inversione delle scorte. Rischi verso il basso per la domanda interna e in particolare per le imprese derivano da una possibile stretta sugli impieghi data la necessità degli istituti bancari di risanare i bilanci e aumentare i requisiti di capitale. L'ultima indagine sul credito della Banca di Francia segnala un netto peggioramento delle condizioni al credito nei prossimi tre mesi su livelli ormai non lontani da quelli raggiunti nel 2008.
- **Il rallentamento della domanda interna non sarà compensato dal commercio estero** dal momento che la Francia beneficia meno della Germania della domanda dalle economie dinamiche al di fuori dell'UE. Le esportazioni nette daranno un contributo nullo alla crescita nel 2012 e di 0,3% nel 2013 quando il rallentamento dell'export sarà in parte compensato dalla frenata dell'import associata alla minor domanda interna.
- **Disoccupazione al 9,5% nel 2012 e 2013.** Data la rigidità della dinamica salariale in Francia le imprese aggiusteranno il costo del lavoro principalmente tramite minori assunzioni. Ci aspettiamo una crescita dell'occupazione di solo 0,3% nel 2012 e un modesto recupero nel 2013. La disoccupazione dovrebbe arrivare a toccare il 9,5%, cali nel 2013 saranno limitati dall'aumento della popolazione attiva generato dalla recente riforma pensionistica.
- **L'inflazione francese potrebbe rimanere nel 2012 al 2,2% a/a** per effetto del rialzo di 1,5 punti dell'aliquota IVA ridotta al 7% che potrebbe aggiungere circa uno 0,7 alla dinamica annua. Nel corso del 2013, prevediamo un ritorno dell'inflazione al di sotto del 3%, a meno di ulteriori rialzi di tassazione indiretta e prezzi amministrati.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2011

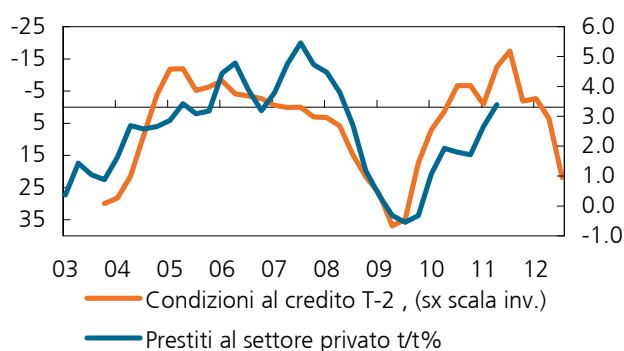
- Politica fiscale: ulteriori sforzi saranno necessari nel dopo elezioni.** A inizio novembre è stata annunciata una manovra aggiuntiva per 7 miliardi di euro (0,3% di PIL) sul 2012 e per 11,6 miliardi di euro (0,5% di PIL) sul 2013, per cercare di arginare l'effetto sui saldi della minor crescita e di riaffermare la credibilità del Paese sulla solvibilità del debito sovrano. La correzione fiscale in atto (valutata come variazione del saldo primario strutturale) è di circa 1,2% di PIL nel 2012 e di 0,5% nel 2013. Tuttavia, riteniamo che a fronte di una crescita sensibilmente più debole di quelle del Governo (1,0% nel 2012 e 2,0% 2013) gli sforzi potrebbero comunque risultare insufficienti per centrare sia il target 2012 e in particolare ritorno del deficit al 3% nel 2013.

Semi stagnazione nel 2012, il calo di domanda interna non sarà compensato dal commercio estero



Fonte: Insee e Intesa Sanpaolo

Rischio di una frenata più brusca della domanda interna se le banche dovessero stringere ancora le condizioni al credito



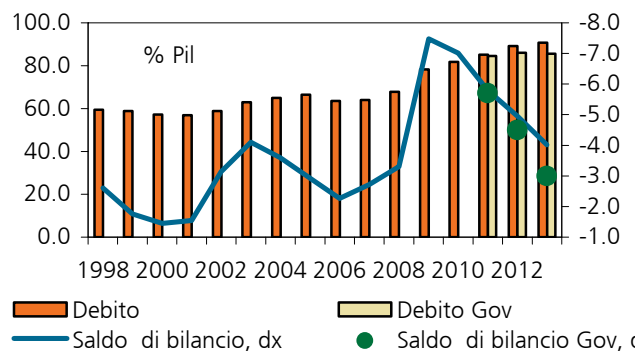
Fonte: Banca di Francia e Intesa Sanpaolo

Manovre 2011 à la carte

	Impatto sul 2012 delle misure di agosto 2011	2012	2013
IVA		1.8	1.8
Riduzione delle agevolazioni fiscali		0	1
Non indicizzazione scaglioni fiscali		1.7	3.4
Aumento della tassazione su rendite finanziarie		0.6	0.6
Tassa del 5% su redditi societari > 250 mln euro		1.1	1.1
Totale entrate	10	5.2	7.9
Minori spese sanitarie e per budget dello stato		1.2	2.7
Acc. Riforma pensionistica		0.1	0.5
Tetto ai sussidi		0.4	0.5
Totale uscite	1	1.7	3.7
Totale	11	6.9	11.6
Totale in % del PIL	0.50%	0.30%	0.50%

Fonte: <http://www.gouvernement.fr/gouvernement/le-plan-d-equilibre-des-finances-publicques>

Nonostante le manovre il gap di crescita rispetto alle stime del Governo lascerà il deficit al di sopra del 3% nel 2013



Fonte: France Trésor, AMECO database d elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Macro											
	2010	2011	2012	2011				2012			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	1.4	1.7	0.2	2.2	1.6	1.6	1.3	0.2	0.3	0.0	0.3
Consumi privati	1.4	0.6	0.3	0.3	-0.7	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Investimenti fissi lordi	-1.3	2.9	-0.1	1.2	0.6	0.3	0.1	-0.4	-0.2	0.0	0.0
Consumi pubblici	1.2	0.8	0.2	0.4	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
Esportazioni	9.3	4.2	1.9	1.3	0.5	0.7	0.2	0.2	0.6	0.6	1.2
Importazioni	8.2	5.2	1.9	3.1	-1.2	0.3	0.6	0.4	0.4	1.0	1.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	0.9	0.0	1.0	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.3
Partite correnti (%PIL)	-1.8	-2.4	-3.3	-2.4	-2.4	-2.1	-2.7	-3.2	-3.2	-3.4	-3.6
Deficit (%PIL)	-5.3	-5.0	-4.0								
Debito (%PIL)	85.2	89.1	90.8								
CPI (a/a)	1.5	2.1	2.2	1.8	2.1	2.1	2.2	2.5	2.2	2.1	1.9
Produzione Industriale	4.6	2.4	0.9	1.7	-0.7	0.5	-1.3	1.1	0.3	0.6	0.6
Disoccupazione (%)	9.4	9.3	9.5	9.2	9.1	9.3	9.4	9.4	9.5	9.6	9.6

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

Italia: la recessione è già cominciata

L'economia italiana è già entrata in una fase sostanzialmente recessiva. Il PIL dovrebbe essersi contratto per tutta la seconda metà del 2011, ed è molto probabile un'ulteriore flessione nella prima metà del 2012. Per la media del prossimo anno, stimiamo una contrazione del PIL di almeno l'1%. A pesare, oltre a un contesto internazionale meno vivace che negli anni scorsi, saranno le conseguenze della crisi del debito sovrano in termini di: 1) effetti della stretta fiscale; 2) perdurare di condizioni finanziarie quantomeno "anomale".

Paolo Mameli

EFFETTI DELLA CRISI DEL DEBITO - Quanto alla **stretta fiscale**, tenendo conto degli effetti di tutte le manovre correttive approvate quest'anno e l'anno scorso, si tratta di una restrizione importante, di ammontare pari al 3,6% del PIL sul 2012, con un impatto sulla crescita che stimiamo in oltre un punto percentuale e mezzo. La stretta prosegue, anche se di entità minore (1,6%, con un impatto di circa un punto sul PIL) nel 2013, e diventa quasi trascurabile (appena tre decimi di PIL) a valere sul 2014.

Agli **effetti** per così dire "diretti" della crisi del debito (attraverso la stretta fiscale resasi necessaria), occorre poi aggiungere gli effetti per così dire "indiretti" **derivanti dal protrarsi della crisi finanziaria**: 1) effetto-ricchezza negativo derivante dal calo dei prezzi delle attività; 2) aumento del costo del debito per le famiglie, oltre che sia del costo del capitale di debito che del capitale proprio per le imprese, assieme al rischio di una restrizione delle condizioni di credito per famiglie e imprese; 3) impatto negativo sulla fiducia degli operatori economici (in particolare delle famiglie), che può avere effetti di breve termine ad esempio sulle scelte intertemporali di consumo di beni durevoli; 4) effetto-incertezza (sui ritorni attesi e sul costo del capitale, che può frenare significativamente le decisioni di investimento delle imprese). Alcuni di questi effetti sono di difficile quantificazione, ma segnalano che gli effetti della crisi del debito sul ciclo saranno con ogni probabilità maggiori di quelli desumibili dal semplice impatto diretto della correzione fiscale.

IL 2012-13 SARA' UN BIENNIO MOLTO DIFFICILE - Tenendo conto di tutti questi effetti, stimiamo per la media del 2012 una flessione del PIL di almeno un punto percentuale (dopo un +0,4% stimato per l'anno in corso). Quel che è peggio è che anche per il 2013 (stante l'ulteriore restrizione fiscale programmata e in caso di non rapida risoluzione della crisi finanziaria) difficilmente c'è da attendersi una ripresa dell'attività economica (che nel nostro scenario potrebbe risultare circa piatta).

COMPONENTI DELLA CRESCITA - L'anno prossimo, il **commercio con l'estero** potrebbe continuare a dare un contributo positivo al PIL (sia pur inferiore a quello di quest'anno, di circa mezzo punto percentuale), in quanto la stretta fiscale colpirà principalmente la domanda interna determinando un ampliamento del ritardo di crescita rispetto al resto del mondo (il differenziale rispetto alla media dell'area euro dovrebbe attestarsi ad almeno un punto percentuale). Il contributo positivo degli scambi con l'estero tuttavia avverrà all'interno di un quadro di rallentamento per entrambi i flussi commerciali; l'import dovrebbe contrarsi (stimiamo di -1,8% in media d'anno nel 2012) mentre l'export potrebbe evitare un segno negativo (0,3%).

Saranno colpiti innanzitutto i **consumi** delle famiglie, che subiranno una flessione prossima a quella del PIL (-0,8%). Infatti, il 2012 dovrebbe essere il quinto anno consecutivo di flessione del reddito disponibile delle famiglie in termini reali (atteso anzi accelerare al ribasso a -2,4% da -0,5% di quest'anno), e non è da escludere che si possa vedere un segno meno anche nel 2013. Pertanto, solo un ulteriore calo del tasso di risparmio (stimiamo a 9,7% nel 2012) impedirà una flessione ancor più accentuata della spesa delle famiglie. A differenza degli investimenti però, i consumi dovrebbero crescere anche nel 2012 (stimiamo dell'1,7%) in termini nominali (grazie all'elevata inflazione) - con ciò che ne consegue quanto alla correlazione con il fatturato delle

imprese - il che potrebbe consentire al PIL nominale (ciò che rileva ai fini del calcolo del criterio di Maastricht per l'indebitamento netto) di crescere anch'esso nel 2012 (stimiamo dello 0,5%).

Gli **investimenti** potrebbero subire una contrazione più accentuata dei consumi, stimiamo di -2,8% nel 2012 (per le costruzioni sarebbe il quinto anno consecutivo di calo). Tuttavia la ripresa per gli investimenti potrebbe essere più ravvicinata (verosimilmente a partire dalla seconda metà del 2013). Per inciso, le difficoltà per l'industria sono evidenziate anche dal fatto che la **produzione industriale** potrebbe tornare a contrarsi significativamente l'anno prossimo, stimiamo di -3,4% dopo una sostanziale stabilità quest'anno.

Infine, la **spesa pubblica** non potrà non essere calmierata dalla necessità di raggiungere l'obiettivo concordato in sede europea di pareggio del bilancio nel 2013. Ne deriverebbe un calo dei consumi pubblici di -1% nel 2012 (e -0,4% nel 2013).

INFLAZIONE - In relazione agli effetti degli ulteriori rincari dell'IVA, rivediamo anche il profilo di inflazione, che non vediamo sostanzialmente scendere dai livelli (elevati) di quest'anno. La media per il 2012 dovrebbe vedere un CPI al 2,6% dal 2,8% di quest'anno. Il profilo mensile potrebbe vedere un calo verso la metà del 2012 (non tale comunque da portare l'inflazione sotto il 2%) e successivamente una nuova risalita proprio in relazione ai nuovi rincari delle imposte indirette (previsti dal 1° settembre 2012).

Previsioni macro - Italia	2010	2011	2012	2011				2012			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	1.4	0.4	-1.0	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.9	-1.4	-1.1	-0.6
t/t				0.1	0.3	-0.2	-0.6	-0.5	-0.2	0.1	0.0
Consumi delle famiglie	1.1	0.4	-0.8	0.0	0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.2	0.2	-0.4
Consumi collettivi	-0.5	-0.3	-1.0	0.4	0.0	-0.6	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1
Investimenti fissi	2.3	-0.9	-2.8	-0.5	0.1	-0.8	-1.2	-1.0	-0.6	-0.1	0.0
Importazioni	12.4	1.2	-1.8	-2.6	-1.2	-1.1	0.5	-0.5	-1.0	0.0	-0.5
Esportazioni	12.0	6.3	0.3	0.4	1.0	1.6	0.1	-0.5	-0.5	0.0	0.5
Var. scorte (contrib., %PIL)	0.7	-1.0	-0.4	-0.8	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.4	-3.5	-2.7								
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-4.6	-4.2	-1.6								
Debito (% PIL)	118.4	120.8	121.5								
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	2.8	2.6	2.4	2.6	2.8	3.3	2.8	2.4	2.4	2.7
Produzione Industriale	6.5	0.1	-3.4	-0.7	0.7	-0.4	-3.1	-1.0	-0.2	0.4	-0.2
Disoccupazione (%)	8.4	8.2	8.8	8.1	8.0	8.1	8.5	8.6	8.7	8.8	8.9

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus: il decreto "salva-Italia", un primo passo...

Il pacchetto fiscale presentato da Monti non scioglie certamente tutti i "nodi" dell'economia italiana e presenta dei punti di criticità, ma rappresenta un fondamentale passo per assicurare i mercati. Sono prevedibili nuove misure legate a una revisione complessiva delle spese pubbliche (*spending review*) e riforme "strutturali" a iniziare da quella del mercato del lavoro. Peraltro, il "convitato di pietra" affinché l'Italia esca dalla crisi resta l'evolversi delle decisioni prese in ambito europeo.

Paolo Mameli

Il Presidente del Consiglio Monti ha presentato il 4 dicembre la manovra definita "decreto salva-Italia". La manovra agisce su un arco di tempo pluriennale (anche molto lungo ove si considerino gli effetti della riforma pensionistica). Limitandoci al periodo 2012-14, **il totale della manovra lorda si commisura** (per l'anno "medio" del triennio) a **poco più di 30 miliardi**, ma, al netto di interventi sullo sviluppo, spese indifferibili e sconti fiscali, la correzione sui saldi (ovvero **la manovra netta**) è pari (sempre per l'anno medio del triennio 2012-14) a oltre **21 miliardi**. È

importante sottolineare che **quasi tutto l'aggiustamento grava sul 2012**. All'interno del pacchetto è incluso un aumento dell'IVA a copertura della "clausola di salvaguardia" prevista nella manovra del precedente Governo, ma di entità ridotta rispetto alla formulazione originaria (16,4 miliardi a regime, dai 20 previsti dal Governo precedente).

I punti di criticità sono fondamentalmente due: 1) il rischio di considerevoli effetti recessivi sul 2012, che potrebbero richiedere nuove manovre correttive per raggiungere l'obiettivo di pareggio del bilancio nel 2013; 2) il fatto che si sia agito principalmente dal lato delle entrate e non con tagli "strutturali" di spesa, se non per la componente pensioni.

In ogni caso, il decreto si compone di tre parti: riequilibrio fiscale e consolidamento dei conti pubblici, rafforzamento del sistema finanziario e sviluppo economico.

Lo schema del decreto "salva-Italia"			
Mld di euro	2012	2013	2014
MANOVRA LORDA	26.3	31.0	33.1
- INTERVENTI PER LO SVILUPPO (+spese indifferibili)	5.3	6.8	8.1
= MANOVRA NETTA (a)	21.0	24.2	25.0
+			
AUMENTO IVA	3.3	13.1	16.4
- clausola di salvaguardia prevista dal precedente Governo	4.0	16.0	20.0
= SALDO (b)	-0.7	-2.9	-3.6
=>			
SALDO TOTALE NETTO MANOVRA (a+b)	20.2	21.3	21.4

Fonte: stime Intesa Sanpaolo sulla Relazione Tecnica al decreto "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici" (con emendamenti)

Consolidamento dei conti pubblici

Dal lato delle **entrate** si agisce su: 1) **la tassazione sugli immobili**, che nel 2012 dovrebbe portare quasi 11 miliardi di euro degli oltre 18 previsti come maggiori entrate, con un anticipo dell'entrata in vigore dell'IMUP (Imposta Municipale Propria): l'aliquota dell'imposta sarà dello 0,4% per l'abitazione principale (con una franchigia crescente in base al numero di componenti il nucleo familiare) con una discrezionalità di +/- 0,2% a livello comunale, e dello 0,76% sulle altre (comprese quelle all'estero), con una discrezionalità di +/- 0,3% a livello comunale; a questo si aggiungerà una rivalutazione della base imponibile, con il moltiplicatore utilizzato per passare dalla rendita al valore catastale che potrebbe essere aumentato sensibilmente per la maggior parte delle tipologie di immobili; 2) un **allargamento dell'imposta di bollo** a tutti i prodotti e gli strumenti finanziari, anche non soggetti ad obbligo di deposito, con l'esclusione dei fondi pensione e dei fondi sanitari (con un'aliquota pari allo 0,1% dal 2012 e allo 0,15% dal 2013 sul valore di mercato degli strumenti; quest'imposta si applica anche alle attività finanziarie detenute all'estero); eliminato il bollo da 34,2 sugli estratti conto annuali per i conti con giacenze inferiori a 5 mila euro, aumentato da 73,8 a 100 euro quello sulle persone giuridiche; 3) un **contributo** ulteriore sui capitali rientrati in Italia con lo **scudo fiscale** (in totale, considerando tutti i condoni dal 2001, la base imponibile sarebbe di 182 miliardi), che nell'ultima versione del decreto comprende un'imposta ordinaria (con aliquota dell'1% nel 2012, dell'1,35% nel 2013 e dello 0,4% dal 2014), oltre a un prelievo "una tantum" dell'1% sulle somme rientrate e poi prelevate dai conti di deposito; 4) un inasprimento della tassazione sui **beni di lusso**; 5) l'aumento dell'**addizionale regionale IRPEF** (dallo 0,9% all'1,23%) e dell'**accisa sui carburanti** (queste due poste dovrebbero fruttare in totale ben 7 miliardi); 6) l'istituzione del tributo comunale su rifiuti e servizi, che sostituirà TARSU e TIA, e infine 7) misure per l'emersione della base imponibile e della trasparenza fiscale attraverso un regime premiale e la riduzione del limite per la tracciabilità dei pagamenti fino a 1.000 euro e contrasto all'uso del contante (prudenzialmente la Relazione Tecnica al decreto non fornisce stime sul gettito da questa misura).

A ciò va aggiunto un aumento dal 21% al 23% e dal 10% al 12% delle aliquote IVA dal 1° settembre 2012 (e di un ulteriore mezzo punto dal 1° gennaio 2014 per entrambe le aliquote) come **clausola di salvaguardia** qualora non dovessero verificarsi gli introiti legati all'esercizio della delega fiscale prevista dal Governo precedente (in realtà la clausola di salvaguardia prevista dal precedente Governo non è coperta interamente dall'aumento dell'IVA – il divario è pari a regime a 3,6 miliardi – e viene perciò ridotta di conseguenza).

Dal lato delle **spese** si agisce su: 1) **pensioni**, con estensione a tutti del metodo contributivo, aumento dell'età pensionabile (dal 2012 a 62 anni per le donne e a 66 per gli uomini, con adeguamento per le donne all'età maschile nel 2018 e uscita flessibile) e degli anni di contributi (a 42 anni e 1 mese), deindicizzazione per due anni delle pensioni al di sopra di tre volte la minima (circa 1.400 euro mensili), un contributo di solidarietà del 15% sulla parte eccedente 200 mila euro lordi annui, un aumento dei contributi dei lavoratori autonomi; le misure sulla previdenza sono attese generare un risparmio di oltre 7 miliardi cumulati nel triennio; 2) **tagli dei trasferimenti agli enti locali** (già colpiti dalle precedenti manovre del 2011 e del 2010) per altri 2,8 mld (concentrati su regioni a statuto speciale, province autonome e comuni ad esse appartenenti), mentre le regioni vengono "reintegrate" con 2,2 mld di addizionale regionale IRPEF e 0,8 mld di finanziamento del trasporto pubblico locale; 3) **tagli ad enti e organismi**, con riorganizzazione delle agenzie e soppressione di INPDAP ed ENPALS (e attribuzione delle funzioni dei due enti all'INPS) e di altre agenzie statali; riduzione dei costi di funzionamento di province e autorità competenti (con un'importante riduzione dei componenti eletti e abolizione delle giunte provinciali); peraltro, questo capitolo è atteso generare risparmi di appena 100 milioni dal 2013.

Si conferma inoltre la linea di intervento delineata dal precedente Governo circa le **dismissioni del patrimonio immobiliare**: promozione di iniziative idonee alla costituzione di fondi in cui conferire i beni da gestire, valorizzare e dismettere (non sono incluse dismissioni delle partecipazioni azionarie, che comunque potrebbero essere deliberate in seguito con la semplice decisione dell'azionista, ossia il Ministero dell'Economia).

Il decreto "salva-Italia": entrate e uscite						
	In miliardi di euro			In % del totale		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Totale entrate	18.2	15.6	13.3	89.9	73.2	62.2
Totale spese	-2.0	-5.7	-8.1	10.1	26.8	37.8
Saldo	20.2	21.3	21.4			

Fonte: Relazione Tecnica al decreto "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici" (con emendamenti)

Rafforzamento del sistema finanziario

Il Ministero dell'Economia viene autorizzato, fino a giugno 2012, a concedere la **garanzia** dello Stato **sulle passività delle banche** italiane con scadenza da 3 mesi fino a 5 anni o, a partire dal 1° gennaio 2012, a sette anni per le obbligazioni bancarie previste dalla legge sulle cartolarizzazioni e di emissione successiva alla data del decreto. La concessione della garanzia è effettuata sulla base della valutazione da parte della Banca d'Italia dell'adeguatezza della patrimonializzazione della banca richiedente e della sua capacità di far fronte alle obbligazioni assunte. Vengono così incluse nella manovra le misure che danno attuazione al pacchetto per il sostegno al sistema finanziario definite nel Consiglio Europeo del 26 ottobre scorso.

Sviluppo economico

Gli interventi per lo sviluppo (che valgono a regime poco più di 7 miliardi) includono la **deduzione** da IRES, IRPEF della quota **IRAP** riferita al costo del lavoro (più uno sconto IRAP mirato specificamente a favorire la partecipazione al mercato del lavoro di **donne e giovani**), incentivi per la patrimonializzazione delle imprese (cosiddetto **ACE**, Aiuto alla Crescita Economica), il finanziamento di un **fondo di garanzia** per le piccole e medie imprese (con l'obiettivo di una

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2011

lending capacity di 20-25 mld), di un fondo per la spesa dei programmi regionali cofinanziati dai fondi strutturali della UE e di un fondo per l'export. E' prevista inoltre un'accelerazione delle spese in **infrastrutture** e la ricostituzione, in forma più snella, dell'Istituto per il Commercio Estero (ICE) per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane. Quanto alle **liberalizzazioni** entrano nella manovra la deregolamentazione di professioni, farmacie, gestori al dettaglio di carburanti e negozi, abolendo le limitazioni sugli orari di apertura e soprattutto stabilendo il principio della libertà di apertura di nuovi esercizi commerciali sul territorio senza vincoli.

Il decreto "salva-Italia": il dettaglio delle misure			
Miliardi di euro	2012	2013	2014
ENTRATE (al lordo di interventi per lo sviluppo)	21.0	23.4	22.9
IMPOSTE SUL PATRIMONIO	13.9	14.7	13.2
Immobili	10.8	11.0	11.4
Imposta di bollo sugli strumenti finanziari	1.2	1.2	0.8
Maggior prelievo su attività scudate	1.5	2.0	0.6
Beni di lusso	0.5	0.4	0.4
ACCISE	4.8	4.6	4.6
RIALLINEAMENTO PARTECIPAZIONI	0.0	0.9	1.9
ADDIZIONALE REGIONALE IRPEF	2.2	2.2	2.2
TASSA RIFIUTI	0.0	1.0	1.0
TASSAZIONE TFR>1 mln di euro	0.0	0.0	0.0
SPESE (al lordo di interventi per lo sviluppo, spese indifferibili)	-5.3	-7.6	-10.2
TRASFERIMENTI AGLI ENTI LOCALI	-2.8	-2.8	-2.8
Regioni a statuto speciale	-0.9	-0.9	-0.9
Province	-0.4	-0.4	-0.4
Comuni	-1.5	-1.5	-1.5
PREVIDENZA	-2.5	-4.8	-7.3
TAGLI A ENTI	0.0	-0.1	-0.1
INTERVENTI PER LO SVILUPPO	3.8	6.0	7.3
DEDUCIBILITA' IRAP	1.5	1.9	2.0
INCENTIVI FISCALI PER ASSUNZIONE DONNE/GIOVANI	0.1	1.7	1.0
INCENTIVI ALLA PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE IMPRESE (ACE)	1.0	1.4	2.9
RIFINANZIAMENTO FONDO DI GARANZIA PMI	0.1	0.1	0.2
FONDO COMPENSAZIONE INTERVENTI PER LO SVILUPPO	1.0	1.0	1.0
FONDO EXPORT	0.1	0.1	0.1
DETRAZIONI PER RISTRUTTURAZIONI, EFFICIENTAMENTO ENERGETICO E CALAMITA' NATURALI	-0.1	-0.4	0.0
ALTRI INTERVENTI	0.2	0.1	0.1
SPESE INDIFFERIBILI	1.5	0.8	0.8
PROROGA MISSIONI DI PACE	0.7	0.0	0.0
FONDO TRASPORTO PUBBLICO LOCALE	0.8	0.8	0.8
ALTRE SPESE	0.0	0.0	0.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo sulla Relazione Tecnica al decreto "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici" (con emendamenti)

Una valutazione di sintesi

Il Governo ha basato le proprie proiezioni in termini di consolidamento fiscale su una **previsione di variazione del PIL** pari a -0,4% per il prossimo anno e +0,3% per il 2013 (secondo le stime contenute nella Relazione al Parlamento, che tuttavia non esplicita se lo scenario previsivo assorba anche gli effetti della manovra stessa). Le stime governative sono circa in linea con quelle dell'OCSE di fine novembre (-0,5% nel 2012 e +0,5% nel 2013). Le nuove stime del Governo sono comunque per il 2012 più ottimistiche delle nostre attuali previsioni (rispetto alle quali, se ci sono rischi, sono verso il basso).

La manovra agisce sul 2012 per oltre 20 miliardi di euro, ovvero l'1,3% del PIL; **l'impatto restrittivo sulla crescita** può essere valutato in mezzo punto di PIL per l'anno prossimo (cui si aggiungerebbe un altro decimo all'anno nel 2013-14). È importante sottolineare che la stretta fiscale sul 2012 va ad aggiungersi a quella già decisa sia nella manovra 2010 che nelle precedenti manovre di quest'anno. Tenendo conto di ciò, la restrizione fiscale totale sul 2012 è pari al 3,6% del PIL (con effetto sulla crescita di -1,6%).

Il decreto "salva-Italia" e le manovre correttive precedenti: effetti sui saldi di finanza pubblica e sulla crescita (in % del PIL)			
	2012	2013	2014
DECRETO "SALVA-ITALIA"	1.3	0.1	0.0
IMPATTO SULLA CRESCITA	-0.5	-0.1	-0.1
Tenendo conto delle manovre precedenti:			
TOTALE MANOVRA	3.6	1.6	0.3
IMPATTO SULLA CRESCITA	-1.6	-1.0	-0.2

Fonte: stime Intesa Sanpaolo sulla Relazione Tecnica al decreto "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici"

La manovra non avrà solo un impatto sulla crescita ma anche sull'inflazione, attraverso i rincari dell'IVA oltre che delle accise. La stessa esperienza dell'aumento dello scorso settembre dell'aliquota ordinaria IVA insegna che questa misura verrà trasferita in buona parte sui prezzi di vendita. Ai fini di quantificare l'impatto di questa singola misura contenuta nella manovra, abbiamo inserito l'aumento di due punti delle aliquote che potrebbe entrare in vigore dal 1° settembre 2012 nel modello ad equazioni simultanee *Oxford Economic Forecasting* (tenendo conto del fatto che l'aliquota al 4% resterebbe invariata, e dell'esistenza di deduzioni e detrazioni). Il risultato è per il primo anno di applicazione un impatto di -0,4% sul PIL, di -0,5% sui consumi delle famiglie e di +0,9% sull'inflazione. L'impatto va scemando negli anni successivi.

Impatto dell'aumento dell'IVA incluso nel decreto "salva-Italia" (in % del PIL)			
	1° anno	2° anno	3° anno
PIL	-0.4	0.0	-0.2
Consumi privati	-0.5	-0.1	-0.3
CPI	0.9	0.4	0.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su Oxford Economics Forecasting Model

In conclusione, è senz'altro **positivo** il fatto che la manovra sia stata definita e presentata in tempi rapidi. Altro punto di forza è che oltre alle misure correttive vi siano interventi per lo sviluppo (tra le quali benvenute in particolare le misure dall'effetto più "strutturale" come gli incentivi all'aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro e all'aumento della dimensione delle imprese). Anche sul fronte delle entrate si segnala la novità di interventi sulla ricchezza (prevalentemente immobiliare) invece che sul reddito, con un impatto sul ciclo potenzialmente inferiore. Inoltre, il fatto che si sia scelto di concentrare la correzione sull'anno prossimo consentirà di valutare con un anno di anticipo l'eventuale necessità di altre correzioni e quindi rende più credibile, agli occhi severi dei mercati, il raggiungimento del target nel 2013.

D'altra parte, come detto i punti di **criticità** sono due: da una parte, l'incertezza sull'andamento di crescita e tassi; dall'altra, l'incompletezza delle misure strutturali.

1. Per quanto riguarda i rischi connessi all'andamento dello scenario, la manovra è sufficiente a raggiungere il pareggio di bilancio nel 2013 nelle ipotesi governative sulla crescita del PIL e al livello corrente dei tassi di interesse. Nel caso in cui la **crescita** fosse inferiore alle ipotesi governative o i tassi tornassero a salire significativamente dai livelli attuali, l'obiettivo di pareggio di bilancio sarebbe a rischio; per ipotesi, se il PIL calasse nel 2012 di -1,5%, ne deriverebbe l'esigenza di un'ulteriore correzione pari a oltre mezzo punto di PIL, da attuare probabilmente l'anno prossimo. Ma occorre domandarsi se abbia senso inseguire il pareggio di bilancio a fronte di ogni congiuntura economica, rischiando in tal modo di ritrovarsi in una spirale depressiva di tipo greco. A questo punto, l'ingrediente mancante dovrebbe essere fornito dall'Eurozona, attraverso la costituzione di un convincente meccanismo di salvaguardia contro il rischio di liquidità. Un'azione decisa a livello continentale, peraltro, potrebbe anche accelerare la normalizzazione dei costi di rifinanziamento del debito e introdurre un elemento di rischio positivo in questo scenario.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2011

2. D'altro lato è auspicabile attendersi per le prossime settimane **interventi "strutturali" di *spending review* e riforme** in grado di aumentare il potenziale di crescita dell'economia italiana; il Governo ha infatti annunciato l'intenzione di realizzare interventi sui seguenti temi: una riforma del mercato del lavoro (che risulti, come dalle parole del Ministro Fornero, complementare alla riforma delle pensioni), più ampie liberalizzazioni, rafforzamento della competitività delle imprese, più incisive misure nella lotta all'evasione e nella riduzione dei costi della politica.

Il nuovo quadro di finanza pubblica in caso di piena efficacia del decreto "salva-Italia" (e nelle ipotesi governative su crescita e tassi di interesse)					
	2010	2011	2012	2013	2014
Spese (mld)	793.5	793.3	789.9	792.1	807.2
Spese (% PIL)	51.0	50.2	49.7	48.6	48.2
Entrate (mld)	721.5	728.0	764.3	790.8	813.1
Entrate (% PIL)	46.4	46.1	48.0	48.6	48.6
Saldo (mld)	-72.0	-65.3	-25.6	-1.2	5.8
Saldo (% PIL)	-4.6	-4.1	-1.6	-0.1	0.3
Saldo primario (mld)	-1.8	11.7	67.3	98.9	110.2
Saldo primario (% PIL)	-0.1	0.7	4.2	6.1	6.6
Debito (mld)	1842.8	1908.1	1928.7	1924.9	1914.1
Debito (% PIL)	118.4	120.9	121.3	118.2	114.4
IPOTESI:					
Interessi (mld)	70.2	77.3	94.2	101.3	105.6
Interessi (% PIL)	4.5	4.9	5.8	6.1	6.2
PIL reale (crescita %)	1.3	0.6	-0.4	0.3	1.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo sui documenti di finanza pubblica

Spagna: nessun dorma!

Anna Maria Grimaldi

Di nuovo in recessione nel 2012. Il perdurare della crisi finanziaria, l'urgenza del consolidamento fiscale, l'ulteriore correzione della bolla immobiliare e la probabile stretta sul credito spingeranno la Spagna nuovamente in recessione nel corso del 2012. Il contesto internazionale farà ancora da supporto, ma la dinamica dell'esportazioni non sarà tale da controbilanciare la debolezza interna. In media ci aspettiamo un calo del PIL di 0,2% il prossimo anno. Vediamo una contrazione del PIL già a cavallo del nuovo anno ed un ritorno a tassi di crescita positivi solo a fine 2012. Le indagini congiunturali ed in particolare i PMI manifatturiero (43,7) e servizi (38,8) sono su livelli coerenti con un calo di attività piuttosto pronunciato. Nel 2013, la Spagna dovrebbe tornare a crescere, tuttavia dati i forti squilibri interni farà (+0,5%) ancora peggio della media area euro. **Soffre la domanda interna ed in particolare consumi e costruzioni** Le nostre stime incorporano una contrazione della domanda interna di circa 1,7 punti nel 2012 ed ancora un calo di 0,3% nel 2013. In particolare sulla spesa delle famiglie peserà la correzione di politica fiscale e un probabile effetto ricchezza negativo legato alla perdita dei valori immobiliari. Un limitato supporto alla dinamica del reddito dovrebbe venire da una contrazione dell'occupazione meno severa e da un modesto recupero salariale e dal calo dell'inflazione. In media, i consumi privati dopo una contrazione di 0,5% nel 2012 saranno circa stagnanti nel 2013. La spesa per investimenti sarà penalizzata dall'incertezza sulle prospettive di domanda e da condizioni al credito, al margine meno favorevoli. La contrazione degli investimenti sarà in parte limitata dai bassi tassi d'interesse e dal netto miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese che per la prima volta nel 2011 hanno raggiunto un saldo finanziario positivo dopo dieci anni in deficit. Prevediamo, invece, ancora una correzione degli investimenti in costruzioni e in particolare nel comparto residenziale. La correzione della bolla immobiliare non è ancora conclusa e potrebbe accentuarsi nel 2012. ⁷

Disoccupazione ancora in salita. Il rallentamento ciclico spingerà la disoccupazione fino al 23,5% nel 2012. L'aumento della disoccupazione dovrebbe essere in parte limitato da calo della popolazione attiva generato dall'uscita degli immigrati.

Inflazione in calo, salari in modesto recupero. L'inflazione spagnola è attesa tornare appena al di sotto del 2%, in media nel 2012 dall'3,1% di quest'anno. Il rallentamento ciclico dovrebbe contribuire a frenare la dinamica di prezzi e salari. Nonostante le riforme recenti per sganciare i salari dalla dinamica inflazionistica rimane una significativa rigidità. Nel 2012, ci attendiamo modesti recuperi (legati in parte al venire meno dell'impatto dei tagli agli stipendi pubblici) anche se al di sotto della media storica.

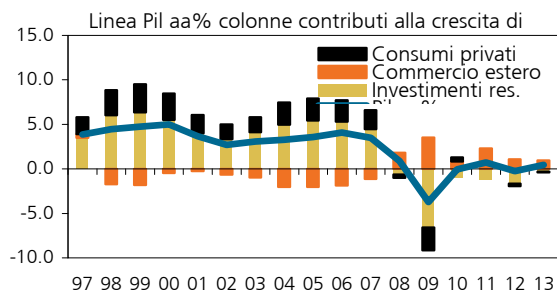
Politica fiscale: urgente manovra straordinaria a inizio 2012 Nonostante le misure adottate a fine estate per 0,4 punti di PIL sul 2011 e 0,3 sul 2012, stimiamo che il deficit 2011 chiuderà al 7,6% del PIL, in eccesso del target del 6,0% **indicato nel PS 2011-14**. A politiche invariate (il cambio di Governo ha ritardato l'approvazione del Budget 2012) un calo del deficit al 4,4% nel 2012 e il ritorno al 3% nel 2013 sono assai improbabili e al meglio si arriverà al 6% nel 2012 ed al 5,4% nel 2013. Il nuovo Governo ha preso atto che sarà necessaria una manovra per almeno 16,5 miliardi di euro sul 2012. Nel contempo rimane urgente procedere con le riforme strutturali per riassorbire gli squilibri sull'estero e per ricondurre i saldi di bilancio su di un sentiero sostenibile nel medio periodo se vorrà difendere la Spagna dal severo giudizio dei mercati. I primi test dal mercato sono nei primi mesi del 2012 come argomentiamo nel Focus che segue. Che nessun dorma!

⁷ Per maggiori dettagli sulla correzione del mercato immobiliare si veda *Il tempo stringe* Weekly Economic Monitor del 18 novembre 2011.

Scenario Macroeconomico

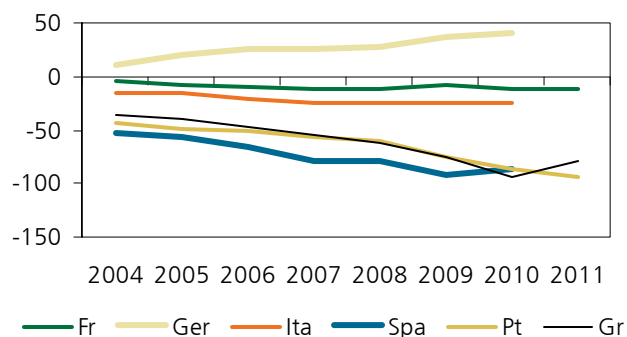
Dicembre 2011

Di nuovo in recessione nel 2012, caleranno consumi e ancora gli investimenti residenziali



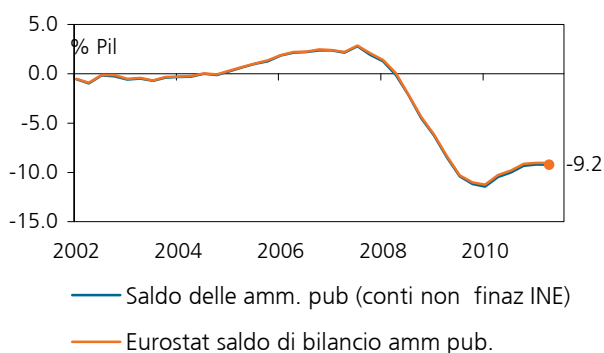
Fonte: INE e Intesa Sanpaolo

L'alto debito verso l'estero rende il Paese particolarmente fragile a shock esterni



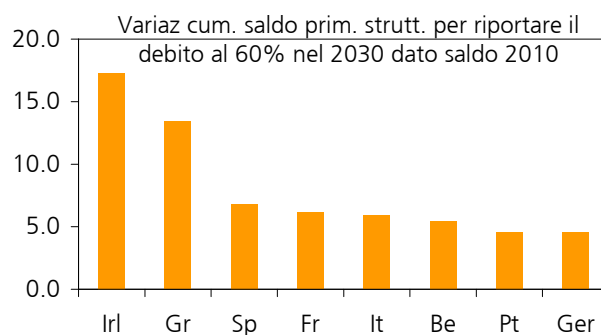
Fonte: INE e Intesa Sanpaolo

Il deficit 2011 chiuderà a oltre il 6%



Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La stretta fiscale diventerà più stringente nel 2012



Fonte: Commissione UE Public Finances in EMU 2011 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Macro

	2010	2011	2012	2011				2012			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.1	0.7	-0.3	0.9	0.8	0.8	0.4	-0.1	-0.4	-0.4	-0.2
t/t				0.4	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.1
Consumi delle famiglie	0.8	0.0	-0.5	-0.4	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	-0.1
Investimenti fissi lordi	-6.3	-4.7	-4.7	-0.4	-1.2	-0.6	-1.8	-1.7	-0.9	-0.6	-0.3
Deficit (% PIL)	-7.6	-6.5	-5.4								
Debito (%PIL)	85.2	84.0	83.0								
CPI (a/a)	1.8	3.2	1.8	3.5	3.5	3.1	2.8	1.9	1.7	1.6	1.8
Disoccupazione (%)	20.3	25.4	25.6	21.3	20.9	21.5	25.4	27.2	27.2	26.2	25.6
Tasso a 10 anni	4.25	5.65	6.28	5.30	5.38	5.43	6.50	5.93	5.86	6.68	6.66
Cambio effett. (1990=100)	102.6	102.6	102.0	102.3	103.4	102.7	102.1	101.5	102.4	102.3	102.0

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

Focus: Spagna, mind the gap

Anna Maria Grimaldi

Negli ultimi mesi, i mercati sono stati a tratti più benevoli con la Spagna che non con l'Italia, i fondamentali giustificano solo in parte la disparità di trattamento. Il calendario delle emissioni in Spagna è meno fitto che in Italia ma non è escluso che vi possano essere difficoltà soprattutto se dovesse essere confermato il minor appetito degli investitori internazionali. In un'ipotesi di rollover dall'estero dell'80% stimiamo la Spagna potrebbe trovarsi in deficit di fondi per 42 mld. E' possibile che il Tesoro aumenti le emissioni nette sul breve, più facilmente digeribile dagli investitori domestici ma non è escluso che i rendimenti a medio a lungo termine si trovino nuovamente sotto pressione. La presenza attiva della BCE rimane fondamentale.

Lo spread Spagna sul Bund si è mosso in tandem con lo spread Italia fino a inizio estate, anche se negli ultimi mesi la Spagna ha fatto, a tratti, meglio dell'Italia soprattutto sul tratto 2-5 anni. Da novembre la miglior performance della Spagna si è accentuata soprattutto sui T-Bills, ma il peggioramento è stato ampio anche sul tratto 2-5 anni. Sulla migliore performance spagnola a breve ha inciso il calo delle emissioni nel corso del 2011 rispetto all'anno precedente, ma in parte ha pesato anche la maggiore stabilità politica e un cambio di Governo fluido, mentre l'Italia veniva penalizzata dalla crisi politica sfociata nell'insediamento dell'esecutivo tecnico presieduto da Monti.

Sebbene i mercati siano stati più benevoli anche sulle scadenze più lunghe va detto che i **fondamentali macro rimangono decisamente preoccupanti** (si veda per maggiori dettagli a riguardo il *Weekly Economic Monitor* del 18 novembre 2011 "*Spagna: il tempo stringe*"):

- 1) il **deficit chiuderà ben in eccesso del 6%** fissato nell'ultimo programma di stabilità e il nuovo Governo dovrà varare misure per almeno 2 punti di PIL a inizio 2012 come già annunciato dal Primo Ministro Rajoy;
- 2) al di là delle dinamiche di breve, **la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio termine rimane un problema**. La Spagna è tra i paesi che devono affrontare una pesante correzione fiscale (variazione del saldo primario strutturale di 6 punti di PIL) nei prossimi anni se vuole riportare il debito verso il 60% nel 2030. Stando alle stime dell'ultimo report della Commissione Europea sulle Finanze Pubbliche⁸. Anche tenendo conto della riforma pensionistica varata nella primavera del 2011⁹, la Spagna si troverà, secondo le stime della Commissione UE, a dover gestire un aumento della spesa per invecchiamento tra i più elevati della zona euro;
- 3) **gli squilibri sull'estero sono in parte rientrati**. La crisi ha innescato un graduale processo di riassorbimento degli squilibri e un calo del saldo verso l'estero fino al 4,5% del PIL nel 2010. Tuttavia, la Spagna continua a esibire una posizione debitoria sull'estero intorno all'88% del PIL e rimane, quindi, particolarmente vulnerabile a shock esterni;
- 4) **la bolla immobiliare non è ancora riassorbita del tutto** e potrebbe accentuarsi nel 2012 se la crisi dovesse causare ulteriori aumenti della disoccupazione. Le banche vedrebbero un aumento delle sofferenze e si troverebbero costrette a ridimensionare gli impieghi a famiglie e imprese, con ulteriori ripercussioni negative sull'economia. Fitch, nella nota di accompagnamento al declassamento dello scorso 7 ottobre, stimava che le banche potrebbero necessitare di aumenti di capitale per ulteriori 30 miliardi di euro a fronte dei 17

⁸ Si veda Public Finances in EMU 2011.

⁹ La Riforma ha introdotto un progressivo innalzamento dell'età pensionabile da 65 a 67 anni e un innalzamento degli oneri contributivi da 35 a 38,5 anni.

miliardi che il FROB avrà sborsato per fine 2011, tali stime sono in linea con gli ultimi stress test dell'EBA (26 miliardi di euro);

- 5) **L'indebitamento del settore privato e in particolare delle imprese rimane ben in eccesso rispetto alla media europea** e alla maggior parte dei paesi membri, fatta eccezione per Irlanda e Portogallo. Il debito delle famiglie in rapporto al PIL è salito fino all'87% a giugno del 2010 e nell'ultimo anno è calato di 3 punti. Il debito delle imprese (in larga misura concentrato nel comparto delle costruzioni) è calato di 6 punti al 137% del PIL a giugno di quest'anno da settembre del 2010;
- 6) **la ricchezza delle famiglie spagnole è fortemente legata all'andamento dei valori immobiliari dal momento che è spiegata per circa l'87% dalla ricchezza immobiliare a fronte del 68% in Italia, 69% in Germania e del 75% in Francia;**
- 7) **il risparmio delle famiglie al netto dell'onere sul debito è tornato a zero a metà 2011 e non vi è dunque margine per assorbire eventuali shock.**

Punti positivi

Nonostante il quadro poco incoraggiante tracciato sopra, vanno evidenziati una serie di motivi per rimanere moderatamente ottimisti sulla Spagna in relazione agli altri Paesi periferici al centro della crisi:

- 1) la crescita potenziale in Spagna rimane più elevata che in altri Paesi periferici, stando alle ultime stime OCSE e potrebbe aumentare con il procedere delle riforme volte ad aumentare la produttività e rendere più flessibile il mercato del lavoro;
- 2) vi è ancora margine per riformare sanità e pensioni;
- 3) la posizione competitiva del paese può essere ulteriormente migliorata, ma va notato che il bilanciamento del saldo corrente e in particolare del deficit commerciale sarà facilitato dal fatto che il Paese ha mantenuto quote di mercato;
- 4) il debito spagnolo ha una vita media piuttosto lunga (6,2 anni), sebbene inferiore a quella italiana;
- 5) infine la Spagna presenta un profilo di scadenze del debito meno pesante che in Italia nei prossimi sei mesi.

La Spagna vede un profilo di scadenze per 127,9 miliardi di euro nel 2012

Dato il quadro delineato sopra è evidente che la Spagna, come l'Italia, continuerà a essere nel mirino dei mercati. Nel 2012 vengono a scadenza 127,87 miliardi di euro (di cui 78,3 di Letras e 49,6 miliardi di euro di Bonos) di cui circa la metà, 63 miliardi di euro, a scadenza nei primi sei mesi dell'anno. L'Italia vede un profilo di scadenze ben più pesante, 326 miliardi di euro di cui 197 miliardi di titoli a medio-lungo concentrati per metà nei primi 4 mesi del 2012. Il grosso del debito spagnolo che viene in scadenza è rappresentato da Letras (48,5 miliardi di euro) e quindi in linea di principio non dovrebbero esservi problemi per assorbire l'ammontare in scadenza. Tuttavia, qualche difficoltà potrebbe emergere se dovesse essere confermato il deflusso netto degli investitori esteri già emerso tra giugno e ottobre stando ai dati del Tesoro spagnolo.

Il debito è per oltre il 60% all'interno, a causa dell'uscita degli investitori stranieri nel 2011

Dalle statistiche sulla distribuzione del debito spagnolo per scadenza e soggetto detentore, come da dati del Tesoro spagnolo¹⁰, **emerge che solo il 38,5 del debito è detenuto all'estero, contro il 46% di fine 2010**. Il grosso del debito detenuto all'interno è presso le banche e altri istituti di credito (33,2%), che hanno aumentato l'esposizione dal 28,7% del 2010. I fondi pensione e assicurativi detengono il 9% dal 7% di fine 2010. I fondi comuni detengono il 4,3%. Le famiglie e le imprese rispettivamente l'1% e l'1,8%, la restante parte è detenuta da altri enti governativi.

Il deflusso degli investitori internazionali dalla carta a breve termine è stato particolarmente massiccio, abbassando la quota dal 50% del totale nel 2010 al 36,4% a settembre 2011. Tale tendenza ragionevolmente si accentuerà nel corso del 2012, dal momento che la carta a breve spagnola rende circa la metà di quella italiana. L'uscita degli investitori esteri è stata compensata dagli acquisti di titoli da parte delle banche e fondi pensione e assicurativi. Sui titoli a lungo termine, il deflusso di investitori esteri è stato meno massiccio dal 44% al 38,9%; anche in questo caso banche e fondi pensione e assicurativi hanno compensato il deflusso. L'apporto delle famiglie da negativo è diventato positivo in estate.

Cosa succederebbe se gli investitori esteri rinnovassero solo l'80% del debito in scadenza?

Abbiamo cercato di simulare cosa succederebbe se gli investitori internazionali rinnovassero solo l'80% dei titoli detenuti in portafoglio. Va notato che ipotizzare percentuali più basse potrebbe essere fuorviante dal momento che l'uscita è già stata piuttosto massiccia nei mesi estivi. Se ipotizziamo che gli investitori stranieri rinnovino solo l'80% di quanto va a scadere **verrebbero meno 40 miliardi di euro che dovrebbero essere assorbiti domesticamente**.

L'eventuale contributo delle famiglie spagnole dovrebbe derivare dalla liquidazione di altre attività finanziarie, dal momento che il risparmio al netto dell'onere sul debito è pari circa a zero secondo gli ultimi dati della Banca di Spagna (giugno 2011). **Le imprese non finanziarie non hanno la disponibilità** per investire in titoli, anche se il saldo di finanziamento è tornato lievemente in surplus dopo circa dieci anni in deficit. Ipotizziamo quindi che famiglie e imprese al massimo assorbano rispettivamente soltanto l'1,5% del *gap* derivante dal deflusso degli investitori esteri.

Le banche e in particolare fondi pensione e assicurativi dovrebbero fare la parte del leone. Le banche spagnole detengono il 33% dei titoli di Stato in circolazione ma non è escluso che non possano aumentare ulteriormente la loro esposizione quanto meno sulla parte a breve, beneficiando dell'opportunità di finanziamento a basso costo in BCE. Le banche spagnole sono molto diversificate sull'estero e quindi posso incrementare l'esposizione al rischio domestico. Inoltre la carta a breve non pesa in modo significativo sul calcolo dei nuovi requisiti di capitale a differenza di quella a medio lungo termine. Assumiamo quindi che **le banche assorbano un 10% in più di carta a breve ma che coprano solo un 5% dei titoli a lunga non rinnovati dagli esteri**. I fondi pensione e assicurativi sono meglio posizionati e assumiamo che assorbano circa un 15% del gap di fondi dall'estero. Manteniamo, ed è un'ipotesi piuttosto conservativa, ferma la quota dei fondi *mutual*. Le nostre ipotesi sembrano coerenti con i dati sui flussi finanziari, anche se forse sono un po' sbilanciati sul possibile aumento dell'esposizione dei fondi assicurativi e pensione.

La nostra simulazione ci porta a concludere che è assai probabile che il mercato riesca a digerire circa 128 mld di euro dei 133,5 mld di euro che vengono a scadenza il prossimo anno a questi va aggiunto il fabbisogno del settore statale da finanziare che stimiamo intorno ai 38 mld di

¹⁰ <http://www.tesoro.es/en/home/estadistica.asp>

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2011

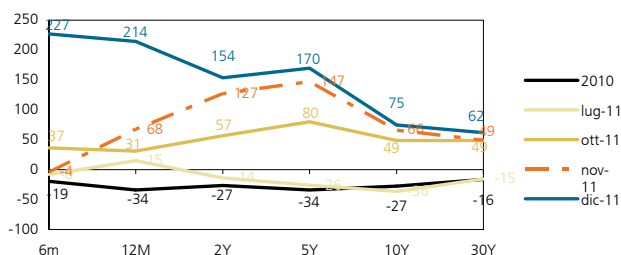
euro. Nel complesso, la Spagna potrebbe trovarsi in deficit di fondi per 42 mld di euro. La copertura dovrebbe arrivare o dal programma BCE, o da una partecipazione più aggressiva rispetto a quanto ipotizzato da parte delle istituzioni finanziarie spagnole, in attesa che si riprenda la domanda estera.

Gap di finanziamento Spagna nell'ipotesi di rollover estero dell'80%

	% del Totale		Rollover		Mld di euro		Totale
	Letras	Obligaciones	Letras	Obligaciones	Letras	Obligaciones	
Scadenze:					83.9	49.6	133.5
Fabbisogno di finanziamento							38.0
Non residenti	36%	39%	80%	80%	24	15	39.9
Imprese non finanziarie	2.2%	1.7%	102%	102%	2	1	2.8
Famiglie	2.3%	0.8%	102%	102%	2	0	2.3
Fondi pens. e ass.	7%	10%	115%	115%	7	6	12.3
MFIs	40%	32%	110%	105%	37	17	53.2
Mutual funds	9.0%	3.4%	100.0%	100.0%	8	2	9.3
Gov	3.5%	13.5%	100.0%	100.0%	3	7	9.6
Gap da finanziare							42.2

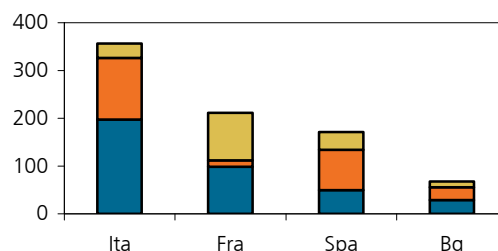
Fonte: <http://www.tesoro.es/en/home/estadistica.asp> ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spagna meglio dell'Italia soprattutto sul tratto 6-24 mesi



Fonte: Bloomberg e Intesa Sanpaolo

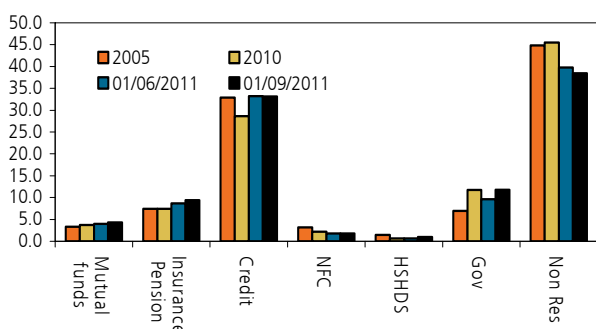
La Spagna deve emettere meno dell'Italia nel 2012



■ Fabbisogno sett. statale
■ Titoli a breve
■ Titoli a medio lungo termine

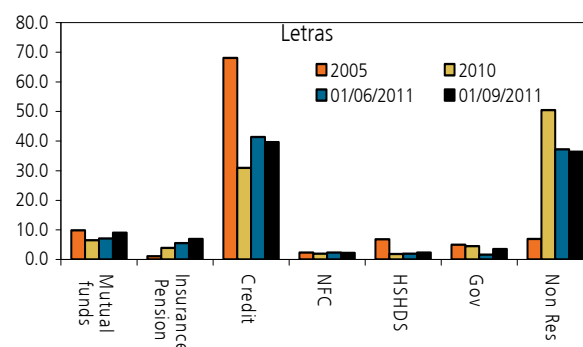
Fonte: Bloomberg, tesori nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'estero ha significativamente ridotto l'esposizione nel 2011



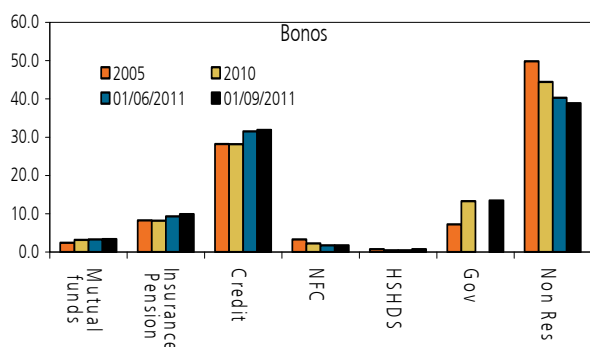
Fonte: <http://www.tesoro.es/en/home/estadistica.asp> ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In particolare sulle Letras



Fonte: <http://www.tesoro.es/en/home/estadistica.asp> ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'uscita dai titoli a lunga dell'estero è meno pesante



Fonte: <http://www.tesoro.es/en/home/estadistica.asp> ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I conti finanziari suggeriscono un deflusso meno massiccio degli investitori esteri ma includono gli acquisti tramite SMP

	2005	2008	2009	2010	2011Q1	2011Q2
Titoli	3.3	30.9	37.5	28.4	35.1	17.6
Imprese	2.1	2.2	0.0	-0.3	1.1	-0.6
Istituzioni finanziarie	-2.3	23.6	16.8	11.7	13.1	19.6
Banche	-1.5	22.9	12.1	9.1	4.9	15.2
Fondi	-0.8	0.8	4.7	2.6	8.2	4.4
Stato	0.0	1.3	0.1	2.3	3.1	1.0
Famiglie	0.4	0.8	-0.6	6.9	1.8	3.4
Estero	3.2	2.9	21.2	7.8	16.0	-5.7

Fonte: Banco de Espana ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Grecia, Portogallo, Irlanda e Belgio

Grecia: futuro incerto, nonostante la ristrutturazione del debito

Marco Rocchi

Il processo di risanamento fiscale beneficia del *know-how* portato in dote dai nuovi attori che si affiancano alla Troika nel processo di supporto e monitoraggio delle finanze pubbliche: il Governo tecnico guidato dall'ex vice-presidente BCE Papademos e la *task force* creata dalla Commissione con lo scopo di "identificare e coordinare l'assistenza tecnica necessaria al paese per conseguire il programma di aggiustamento". La pubblicazione della *fifth review* del FMI, propedeutica allo sblocco della sesta tranche di aiuti messa in pagamento a inizio mese, mette in luce molte difficoltà attuative nel processo di riduzione del debito/PIL, e il raggiungimento del target del 120% per il 2016 dovrà confrontarsi con dinamiche macroeconomiche deboli e con un quadro finanziario difficile, stante la perdurante crisi del sistema bancario ellenico.

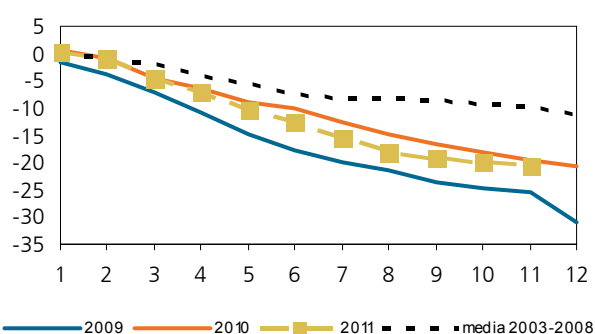
Il 2011 dovrebbe chiudersi con un rapporto deficit/PIL prossimo al 10%, in virtù di un netto incremento della spesa per interessi che stiamo raggiungendo il 7,5% del PIL, alimentata in parte dagli effetti negativi legati al procrastinamento del pagamento della quinta tranche del pacchetto di aiuti, inizialmente prevista per settembre, che ha comportato un maggiore ricorso all'emissione di T-Bills sul mercato primario (a un tasso superiore di circa 50pb rispetto ai prestiti concessi da EFSF e FMI). Secondo i dati forniti dal Ministero delle Finanze (che contabilizzano i flussi al momento dell'esborso e non per pertinenza, a differenza delle statistiche Eurostat), nel periodo gennaio-novembre le entrate hanno evidenziato un declino del 3,1% rispetto all'analogo periodo del 2010, mentre la spesa primaria è cresciuta del 3,0% (+20,4% per gli interessi sul debito). Il saldo di bilancio così calcolato è pari a -20,52 miliardi, ovvero circa il 9,4% del PIL. Le prospettive per il 2012 rimangono difficili a causa della debolezza ciclica, mentre le ultime manovre correttive pongono rischi al ribasso per gli incassi fiscali, già frenati dal calo di consumi, ricchezza disponibile e livelli occupazionali. Il 2012 sarà il quinto anno consecutivo di recessione per il Paese (il FMI stima un calo del 2,75%-3,00% per il PIL); durante questo periodo si stima che la domanda aggregata si sia contratta del 15%, a fronte di misure cumulate di correzione fiscale pari a circa il 20% del PIL nominale. Una ripresa dell'*output* è attesa solo a partire dal 2013, favorita dalla ritrovata competitività (il CLUP diminuirà di circa il 2,5% quest'anno dopo il -0,4% evidenziato nel 2010), dal recupero delle esportazioni e dal buon andamento del settore turistico.

In questo contesto, al supporto finanziario garantito da UE e FMI (comprensivo degli aiuti diretti al Paese, del coinvolgimento nel piano di rinegoziazione del debito con il settore privato e della ricapitalizzazione delle banche in difficoltà), sarà necessario affiancare una serie di riforme ampie e sostenibili, in grado di incrementare la crescita potenziale, di favorire la creazione di nuovi posti di lavoro e di garantire la stabilità del sistema finanziario. Il fondo di valorizzazione degli attivi statali (HRADF) ha avviato recentemente il processo di privatizzazioni e cessioni di partecipazioni, ma il ritmo tenuto è molto blando, che rende gli obiettivi d'incasso di difficile realizzazione. Il Governo prevede, infatti, di collezionare 35 miliardi entro il 2014, di cui 1,7 entro fine anno (a oggi l'effettivo si ferma a 1,34), e 9,3 per il 2012; stante il quadro difficile per i mercati finanziari e il lento processo di *due diligence* operata dallo stesso HRADF (che attualmente sta curando la cessione di solo 5 tra concessioni ed entità statali) un obiettivo più realistico è individuabile a 5-6 miliardi per la fine del prossimo anno. Tra le altre fonti una-tantum di entrate, è auspicabile l'attuazione di un più incisivo piano di recupero delle imposte dovute, stimabili in 60 miliardi (di cui solo 30 appaiono però esigibili in tempi rapidi). Il problema è stato affrontato dal Ministro delle Finanze Venizelos, che ha lanciato a fine novembre un piano composito di riorganizzazione degli uffici tributari, volto a garantire una ripresa degli incassi fiscali e alla creazione di un più efficiente sistema di auditing pubblico. Un recente studio della LBS stima in 15-20 miliardi annui il minor gettito causato dall'evasione fiscale relativamente a IVA e imposte dirette.

Rimangono nel frattempo in fase di implementazione le misure di riduzione della spesa lanciate nei mesi scorsi, concentrate sul taglio dei salari pubblici (in media pari al 17% nominale), sulla

razionalizzazione degli enti governativi (con la chiusura di 11 enti e 35 pubblici uffici), e sulla diminuzione nella spesa generale del Governo, pari a 1 miliardo nel 2012. Dal lato delle entrate, l'obiettivo di 5,4 miliardi di extra-ricavi per il prossimo anno si incentra ancora in larga parte nella nuova tassazione sui valori immobiliari lanciata lo scorso settembre. L'intenzione dell'esecutivo è di lanciare nel 2012 una riforma con impatto nullo sui conti pubblici, volta a semplificare il sistema impositivo, allargare la base imponibile e bilanciare l'onere fiscale in modo da sostenere la crescita e accrescere la competitività.

Grecia: saldo di cassa cumulato



Fonte: Hellenic General Accounting Office

Grecia: principali variabili macroeconomiche

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIL	3.0	-0.2	-3.2	-3.5	-6.0	-3.0	0.3
Consumi privati	3.7	4.0	-1.3	-3.6	-7.0	-4.7	-1.4
Consumi pubblici	7.6	-2.1	4.8	-7.2	-8.5	-9.2	-6.0
Investimenti	5.4	-6.7	-15.2	-15.0	-16.0	-3.5	4.0
Esportazioni	6.9	3.0	-19.5	4.2	5.0	6.5	6.5
Importazioni	14.6	3.3	-20.2	-7.2	-6.5	-3.2	0.3
Deflatore del PIL	3.5	4.7	2.8	1.7	1.6	0.2	0.3
Saldo di bilancio	-6.8	-9.9	-15.8	-10.8	-9.0	-4.7	-3.9
Saldo di parte corrente	-14.6	-14.9	-11.1	-10.1	-8.4	-6.4	-5.5

Fonte: OECD economic outlook, novembre 2011; stime 2011-2013=IMF 5° review

Portogallo: confermati gli obiettivi fiscali

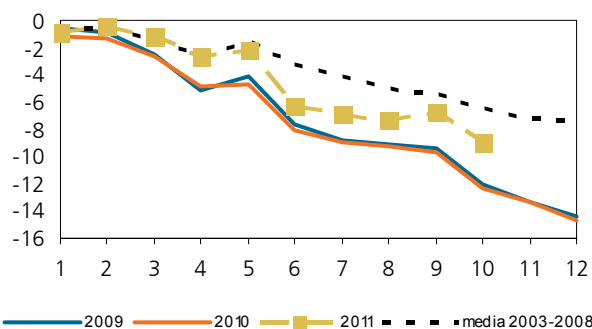
Il programma di risanamento fiscale concordato con la Troika lo scorso aprile rimane sfidante, ma attuabile, anche a dispetto di un quadro macroeconomico peggiore nel prossimo biennio rispetto alle stime contenute nella *first review* del FMI rilasciata lo scorso settembre. Secondo quanto descritto nel documento, il 2011 vedrà un calo del PIL nell'ordine dell'1,5-2,0%, mentre il 2012 sarà caratterizzato da una recrudescenza della recessione, e il calo dell'attività economica raggiungerà il 3,0%, con ulteriori rischi al ribasso legati in larga parte al rallentamento ciclico dell'intera area, che potrebbe indebolire il profilo di crescita attesa delle esportazioni. La volontà dell'*establishment* politico è, infatti, di favorire un processo di transizione economica verso una minore dipendenza dalla domanda interna, a favore di un'economia più competitiva ed *export-oriented*, in modo da rendere le dinamiche cicliche meno sensibili al processo di riduzione degli squilibri del settore privato (in particolare dell'elevato debito di famiglie e imprese finanziarie).

Le dinamiche recenti dei conti pubblici rimangono contrastate: a fronte di una stretta aderenza dei saldi progressivi sulle entrate rispetto agli obiettivi intermedi, un insufficiente controllo della spesa generale ha provocato un allargamento del deficit di cassa a partire dai mesi estivi, rendendo più difficile il perseguimento di un rapporto deficit/PIL al 5,9% per l'anno in corso, come concordato con la Troika. Il Governo è così corso ai ripari con due misure *una-tantum*: il trasferimento di 6 miliardi dal fondo pensione del sistema bancario (una misura analoga è stata varata nel 2010 sul fondo dei dipendenti di Portugal Telecom, dal valore di 2,6 miliardi), e l'innalzamento temporaneo della tassazione sui redditi per la tredicesima mensilità, in pagamento a dicembre. Queste misure dovrebbero quindi garantire un rientro delle dinamiche andamentali entro i target della Troika, che vedono il rapporto deficit/PIL scendere al di sotto del 3,0% già a partire dal 2013, quando il debito/PIL raggiungerà un picco al 106,8%.

Le misure annunciate per il 2012 rappresentano un impegno importante e decisivo, come sottolineato dalla Troika al termine della *second review*, la cui conclusione ha favorito il sostanziale via libera al pagamento della terza tranche di aiuti da complessivi 8 miliardi (la *third review* è schedulata per febbraio). Ai 4,4 punti percentuali di PIL di tagli alla spesa (soprattutto assistenziale e previdenziale, oltre alla decurtazione della tredicesima mensilità per i dipendenti

statali che guadagnano oltre 1.100 euro al mese) si aggiungeranno 1,7 punti di maggiori entrate (con un ulteriore incremento dell'IVA per alcune categorie di prodotti), per una manovra che si prospetta decisamente pesante per il settore privato. Gli elementi di maggiore criticità per le dinamiche future dei conti pubblici risiedono nelle dinamiche di spesa degli enti regionali e delle imprese a carattere pubblicistico, unitamente al processo di consolidamento del settore bancario, che potrebbe portare in dote aggravii difficilmente stimabili (il Governo ha un programma di garanzia sulle emissioni obbligazionarie attivabile a richiesta, per un importo massimo di 35 miliardi, e un piano di sostegno patrimoniale per complessivi 12 miliardi). Sullo sfondo di questi interventi, la necessità di ulteriori riforme per il mercato del lavoro, volte a ridurre i salari medi del settore privato in linea con quanto già fatto per quelli del pubblico, scesi del 27% circa in termini nominali rispetto al 2010, secondo i calcoli del principale sindacato nazionale CGTP, in modo da guadagnare competitività. Inoltre, sono auspicabili un'estensione del programma di privatizzazioni e liberalizzazioni in modo da favorire la concorrenza, maggiore efficienza dell'amministrazione pubblica, e una revisione della normativa su utilities e ordini professionali.

Portogallo: saldo di bilancio cumulato



Fonte: Direcção General do Orçamento

Portogallo: principali variabili macroeconomiche

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIL	2.4	0	-2.5	1.4	-1.6	-3.2	0.5
Consumi privati	2.5	1.3	-1.1	2.3	-3.7	-5.5	-1.3
Consumi pubblici	0.5	0.4	3.7	1.3	-4.3	-4.7	-3.4
Investimenti	2.6	-0.3	-11.3	-4.9	-11.0	-11.9	-0.3
Esportazioni	7.6	-0.1	-11.6	8.8	7.2	4.0	6.1
Importazioni	5.5	2.3	-10.6	5.1	-4.9	-5.2	0.5
Deflatore del PIL	3.2	1.6	0.5	1.1	1.2	0.8	1.0
Saldo di bilancio	-3.2	-3.7	-10.2	-9.8	-5.9	-4.5	-3.0
Saldo di parte corrente	-10.1	-12.6	-10.9	-9.9	-8.0	-3.8	-1.7

Fonte: OECD economic outlook, novembre 2011

Irlanda: tornano in attivo le partite correnti con l'estero, ma il deficit pubblico rimane elevato

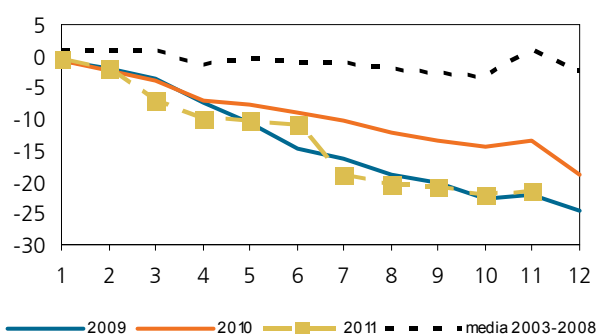
Il processo di aggiustamento dei conti pubblici prosegue spedito, e il Paese ha onorato i propri impegni nonostante uno scenario economico avverso, come esplicitamente dichiarato dal FMI e come evidenziato dalle dinamiche di mercato, e in particolare dal netto calo dei rendimenti dei titoli di Stato. La *fourth review* del FMI si è conclusa a inizio dicembre con un giudizio positivo, dando il via libera alla concessione di ulteriori prestiti per 3,9 miliardi (per un totale di 13,1 miliardi concessi dal FMI). Le Autorità dovranno continuare a perseguire gli obiettivi indicati nel Medium Term Fiscal Framework, riportando il deficit al di sotto del 3,0% per il 2015, anche nel caso di un ulteriore indebolimento delle dinamiche macroeconomiche globali. Le stime di crescita per il biennio sono state riviste recentemente al ribasso, a +1,0% e +1,3%, ma il Governo si è impegnato a confermare gli obiettivi più ambiziosi in tema di debito, che dovrebbe raggiungere un picco al 119% del PIL nel 2014, e disoccupazione, attesa ridursi a partire dal 2013.

Il budget 2012 racchiude molti interventi correttivi, necessari per perseguire il target di deficit/PIL concordato con la Troika (8,6%), con misure complessive per 3,8 miliardi (circa il 2,7% del PIL), di cui 2,2 dal lato della spesa e 1,6 dal lato delle entrate; un mix che appare in linea con la necessità di allineare gli aggregati fiscali alle *best practice*, rimuovendo alcuni squilibri precedentemente in auge. I due principali fattori di correzione riguardano, infatti, gli squilibri tra le macro componenti di entrate e spese: da un lato un eccessivo sbilanciamento a favore delle imposte indirette, dall'altro un'elevata concentrazione verso il finanziamento di educazione, sanità e welfare, che assorbe l'80% delle spese governative.

Degli 1,6 miliardi di correzione dal lato delle entrate, una parte considerevole è riveniente dagli interventi già delineati nel corso del 2011, mentre il budget 2012 introduce una serie di misure dal valore prossimo al miliardo. La parte più importante deriva dall'incremento dell'aliquota ordinaria IVA (al 23% dal 21%), per la quale il gettito atteso è di 560 milioni. Interventi significativi riguarderanno anche l'incremento delle accise su carburanti e tabacco (178 milioni) e la rimodulazione dell'imposta sulle abitazioni (160 milioni). La riduzione della spesa come detto è più corposa, e in larga parte (1,45 miliardi) riverrà dalla riduzione della spesa corrente, mentre quella in conto capitale avrà un profilo di abbattimento più lieve, in modo da garantire comunque un supporto alla crescita e controbilanciare parzialmente gli effetti negativi degli interventi dal lato delle entrate (i fondi stanziati a favore delle attività R&D vengono confermati a 514 milioni). Il grosso dell'aggiustamento sarà a carico dei dipendenti pubblici, che verranno gravati da una riduzione nello stipendio lordo di 400 euro all'anno, mentre proseguirà il processo di riduzione della forza lavoro, con ulteriori 6.000 licenziamenti programmati. Dal 2008 la forza lavoro della Pubblica Amministrazione è stata diminuita del 12%, permettendo una riduzione del relativo capitolo di spesa del 7%. Da queste due misure si attende una riduzione di 400 milioni per le uscite nel 2012. L'altro intervento rilevante riguarda la sanità, con 543 milioni di risparmi programmati, principalmente tramite la riduzione della spesa per attrezzature e medicinali. Dal sistema scolastico si prevede un risparmio di 132 milioni.

La necessità di salvaguardare due settori chiave dell'economia, come il sistema bancario e il mercato immobiliare, è assolutamente chiara ai *policy maker* irlandesi, e difatti il budget 2012 è accompagnato da importanti provvedimenti legislativi di sostegno per gli istituti di credito e i mutuatari. In particolare, relativamente a quest'ultimi vengono reintrodotti sgravi fiscali per i mutui legati all'acquisto della prima abitazione stipulati nel 2012 e per quelli già in essere e stipulati tra il 2004 e il 2008.

Irlanda: saldo di bilancio cumulato



Fonte: Central Bank of Ireland

Irlanda: principali variabili macroeconomiche

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIL	5.2	-3.0	-7.0	-0.4	1.2	1.0	2.4
Consumi privati	6.3	-1.3	-7.3	-0.9	-2.5	-0.5	0.5
Consumi pubblici	7.0	1.2	-3.7	-3.1	-3.1	-2.1	-2.2
Investimenti	2.0	-10.4	-28.7	-24.9	-6.3	-2.7	2.7
Esportazioni	8.4	-1.1	-4.2	6.3	4.2	3.3	5.8
Importazioni	8.0	-2.9	-9.3	2.7	0.8	1.2	4.7
Deflatore del PIL	1.3	-2.3	-4.1	-2.4	-0.7	0.9	1.0
Saldo di bilancio	0.1	-7.3	-14.2	-31.3	-10.3	-8.7	-7.6
Saldo di parte corrente	-5.3	-5.6	-2.9	0.5	0.5	1.7	2.2

Fonte: OECD economic outlook, novembre 2011

Belgio: fondamentali ancora relativamente solidi

Dopo 541 giorni contrassegnati da un sostanziale immobilismo politico, il Parlamento ha dato la fiducia a un nuovo Governo, sostituito di quello ad-interim di interesse nazionale, grazie al faticoso lavoro di Elio di Rupo, che è culminato con la sua nomina a Primo Ministro. Il nuovo esecutivo avrà il compito gravoso di avviare le riforme auspicate in più sedi (Unione Europea, Banca centrale belga, PNR), necessarie per garantire una completa aderenza delle dinamiche fiscali con i target contenuti nell'ultimo Programma di Stabilità, e in particolare con un ritorno sotto il 3,0% nel rapporto deficit/PIL già a partire dal prossimo anno, per poi raggiungere un bilancio in pareggio nel 2014.

La necessità più impellente è quindi l'implementazione delle misure correttive recentemente annunciate (11,3 miliardi), necessarie per correggere la traiettoria dei conti pubblici, che negli

Scenario Macroeconomico

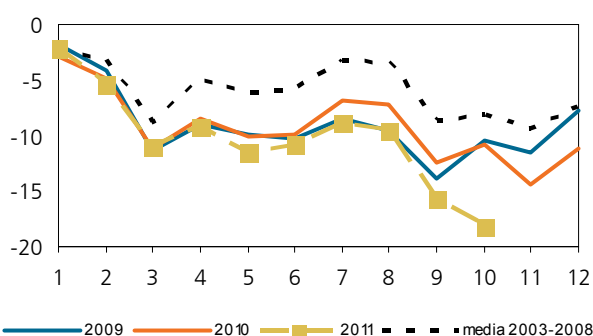
Dicembre 2011

ultimi mesi ha subito un sensibile deterioramento, anche in virtù delle spese sostenute per il sostegno del sistema bancario. Per il 2011 stimiamo un deficit intorno al 4,5% del PIL, su livelli superiori di circa un punto percentuale rispetto alle stime delle istituzioni europee e internazionali rilasciate a fine estate, derivante essenzialmente dal costo diretto del salvataggio di Dexia (4 miliardi per l'acquisizione della divisione belga), a cui prospetticamente potrà aggiungersi un ulteriore onere legato al meccanismo di garanzia sugli attivi. A oggi sono in circolazione bond bancari garantiti dallo Stato per 23 miliardi, a cui bisogna sommare i 54,4 miliardi di supporto annunciato in occasione del piano di salvataggio di Dexia dello scorso settembre.

Gli interventi di correzione fiscale elaborati dal nuovo esecutivo si concentrano in larga parte dal lato della spesa (42% del totale), con l'intento di non gravare sulla domanda privata, attesa in indebolimento nel prossimo biennio in scia al rallentamento dei principali *trading partners* (Francia, Germania e Olanda). Sul fronte dei ricavi, che pesano per il 34% dell'intervento, le principali misure riguardano l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie, un incremento delle imposte sui redditi di capitale e un contributo di solidarietà del 5% per i più abbienti (coloro che detengono un patrimonio individuale superiore a 400.000 euro e dal quale ricavano un reddito annuo di oltre 20.000). Il rimanente 24% della correzione non è ancora stato definito. Il budget 2012 verrà presentato al Comitato Finanziario del Parlamento il prossimo 23 dicembre, mentre la votazione finale è attesa per la sessione plenaria di fine gennaio; nel frattempo una serie di provvedimenti attuativi garantirà una transizione ordinata dei vari passaggi parlamentari per gli interventi già delineati.

Da un punto di vista strutturale, il Paese presenta alcuni punti di forza che rendono il quadro sistemico relativamente più stabile rispetto agli altri paesi UE in tensione finanziaria: un elevato tasso di risparmio del settore privato, una resilienza dei saldi strutturali, un equilibrio nei conti con l'estero (il recente calo nel saldo di parte corrente è derivato essenzialmente dal peggioramento del saldo commerciale, mentre rimangono stabili su livelli elevati i flussi di investimento). Tra i fattori di rischio vale la pena di citare il livello elevato del debito pubblico (e quindi il relativo aumento nella spesa per interessi, anche in virtù di una vita media residua di soli 6,5 anni) e la tendenza esplosiva delle spese legate all'invecchiamento della popolazione: un recente rapporto commissionato dal Governo stima tale misura nell'ordine del 5% del PIL per il 2030 in assenza di interventi correttivi.

Belgio: saldo di bilancio cumulato



Fonte: Belgostat

Belgio: principali variabili macroeconomiche

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIL	2.8	0.9	-2.7	2.3	2.0	0.5	1.6
Consumi privati	1.7	1.9	0.8	2.3	1.0	0.5	1.2
Consumi pubblici	2.0	2.4	0.8	0.2	0.5	1.2	0.9
Investimenti	6.1	2.2	-8.1	-0.9	4.6	0.0	1.9
Esportazioni	5.2	1.8	-11.3	9.9	6.1	3.1	5.7
Importazioni	5.2	2.9	-10.6	8.7	6.5	3.2	5.4
Deflatore del PIL	2.3	2.1	1.2	1.8	2.4	2.1	1.7
Saldo di bilancio	-0.3	-1.3	-5.9	-4.2	-3.5	-3.2	-2.2
Saldo di parte corrente	1.6	-1.6	-1.7	1.5	-0.5	-0.3	-0.2

Fonte: OECD economic outlook, novembre 2011

Regno Unito – abbastanza male il 2011, peggio il 2012

Il 2011 si chiude peggio del previsto per l'economia britannica, principalmente a causa degli sviluppi sfavorevoli della crisi del debito nell'area euro. Nel 4° trimestre si rischia una leggera contrazione (-0,1% t/t), che ridurrebbe la crescita complessiva 2011 allo 0,9%. Questa è anche l'ultima stima fornita dall'OBR (Office for Budget Responsibility) nella revisione - al ribasso - di novembre. **Ma ancora peggiore del 2011 rischia di essere il 2012.** Sull'anno prossimo il taglio delle previsioni dell'OBR è stato drastico: a 0,7% dall'1,7% di marzo. Le nostre aspettative sono molto simili: a 0,6% dall'1,6% precedente. Rispetto allo scorso numero dello Scenario Macroeconomico **la novità è dunque che nel 2012 l'economia rallenterebbe ulteriormente invece di riaccelerare.** Come conseguenza del drastico taglio delle previsioni di crescita da parte dell'OBR, il Tesoro ha annunciato **altri 23 miliardi di tagli di spesa**, che vanno ad aggiungersi agli 80 già decisi a marzo, e ha **esteso di due anni il programma di austerità**, dandosi tempo fino al 2017 per eliminare il disavanzo strutturale di bilancio.

Asmara Jamaleh

La dilazione temporale al programma di consolidamento fiscale sarà una delle due "fonti" principali della crescita, che attualmente non può attingere alle componenti tradizionali della domanda. I consumi privati sono infatti ancora schiacciati da (1) divaricazione tra dinamica retributiva e inflativa, (2) aumento della disoccupazione, (3) condizioni finanziarie sfavorevoli, e (4) stagnazione dei prezzi immobiliari. L'ampio calo atteso dell'inflazione nel 2012 – dopo 21 mesi di fila sopra il limite superiore (3,0%) della fascia obiettivo (media dei 21 mesi a 3,9%) – dovrebbe rappresentare il principale aiuto per i consumi. L'effetto disinflazionistico dovrebbe provenire dal minor contributo di prezzi amministrati, energia e prezzi importati. **La seconda "fonte" di crescita sarà rappresentata dal mantenimento di una politica monetaria fortemente espansiva.** Dopo aver ripristinato l'Asset Purchase Facility a ottobre, la Bank of England potrebbe lasciare i tassi fermi a 0,50% per tutto il 2012. Tra gennaio e febbraio, inoltre, dovrebbe aumentare ulteriormente l'APF, portando l'ammontare di titoli da acquistare da 275 ad almeno 300 miliardi di sterline. Condizioni monetarie così accomodanti contribuiranno a rimettere gradualmente in moto gli investimenti, mentre la sostanziale stabilizzazione della sterlina quest'anno rispetto all'anno scorso dopo l'ampio deprezzamento del biennio 2008-2009 darà una mano al settore *export-oriented*, compensando in parte la diminuzione di domanda dall'estero causata dal rallentamento globale e dell'area euro. In termini di cambio effettivo nominale la sterlina si trova ai minimi dal 1996 e in calo del 23% in media annua nel 2011 rispetto al picco del 2007. Un recupero è atteso nella parte finale del 2012, ma dovrebbe essere di entità modesta (v. "Mercati valutari").

Previsioni macro	2010	2011	2012	2011				2012			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	1.8	0.9	0.6	1.6	0.6	0.5	0.9	0.6	0.7	0.5	0.8
Consumi privati	1.0	-1.3	0.1	-0.6	-0.8	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
Investimenti fissi	2.6	-2.0	0.6	-2.8	1.7	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.3	0.2
Consumi pubblici	1.5	2.2	0.1	0.8	1.1	0.9	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
Esportazioni	6.2	3.8	0.9	1.5	-1.3	-1.0	-0.5	0.5	0.9	1.0	1.5
Importazioni	8.5	0.1	1.6	-2.9	-0.3	0.3	-0.1	0.5	0.6	0.8	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.3	0.1	0.6	-0.5	0.2	0.7	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.5	-1.4	-2.0	-1.1	-0.5	-1.9	-1.9	-2.1	-2.0	-2.0	-1.8
Deficit pubblico (% PIL)	-10.3	-8.1	-5.6								
RPIX (a/a)	3.3	4.5	2.5	4.1	4.4	4.7	4.9	3.4	2.7	2.3	1.6
Produzione Industriale	1.9	-0.8	-0.3	-0.3	-1.4	0.2	-0.3	0.1	-0.1	0.2	0.3
Disoccupazione (%)	4.7	4.8	5.2	4.5	4.7	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.3
Eurosterlina a 3 mesi	0.70	0.87	0.79	0.79	0.82	0.87	1.00	0.90	0.80	0.70	0.75
Sterlina/dollaro	1.55	1.60	1.56	1.60	1.63	1.61	1.57	1.52	1.54	1.58	1.61
Cambio effett. (1990=100)	80.4	79.9	80.8	80.8	79.4	79.2	80.1	80.4	79.2	80.8	82.8

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Asia

Giappone: la ripresa del 2012: fuoco fatuo

- Dopo un 2011 negativo, nel 2012 l'economia giapponese sarà in ripresa, con **una crescita prevista al 2,2%**, sostenuta dall'attività di ricostruzione. L'apprezzamento dello yen e il rallentamento dell'economia mondiale freneranno il ritmo della crescita nella prima metà dell'anno. Giovanna Mossetti
- La domanda domestica rimarrà positiva, spinta dal recupero post-terremoto, ma il canale estero e il settore manifatturiero daranno contributi modesti o negativi. L'inflazione è tornata in territorio negativo; una modesta deflazione rimane parte dello scenario di più lungo termine.
- Lo scenario del 2011-12 è influenzato dagli effetti del terremoto e maschera in parte i trend di più lungo termine. L'invecchiamento della popolazione sta già determinando un significativo calo della forza lavoro, e non ci sono interventi per sostenere un aumento della crescita potenziale, stimata dalla BoJ "intorno allo 0,5%". Resta irrisolto, e cresce costantemente, il problema dell'insostenibilità dei conti pubblici. Nel 2012 il debito/PIL supererà il 220%, mentre sono ancora rimandati interventi di riduzione del deficit almeno al 2013. L'obiettivo dei recenti Governi è stato di mantenere invariati i saldi di bilancio. A fronte di un deficit estero che potrebbe diventare strutturale, i tempi della correzione potrebbero non essere più molto lunghi.
- La politica monetaria è intervenuta con misure non convenzionali da aprile in poi, attraverso acquisti di titoli di entità inferiore a quelle del ciclo precedente. Prevediamo che nel 2012 la BoJ intervenga ancora, probabilmente con un'ulteriore espansione dell'ammontare di acquisti di JGB. Deflazione e apprezzamento del cambio saranno i fattori determinanti per il nuovo stimolo monetario nel 2012.

Previsioni macro	Previsioni macro											
	2010	2011	2012	2011				2012				
				1	2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	4.5	-0.6	2.2	0.0	-1.7	-0.8	-0.1	2.2	3.1	2.0	1.6	
- trim/trim annualizzato				-6.6	-2.0	5.6	3.2	2.2	1.4	1.2	1.5	
Consumi privati	2.6	-0.2	0.8	-4.9	1.1	3.0	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	
IFL - priv. non residenziali	0.8	-0.7	0.6	-3.5	-2.1	-1.6	-1.5	1.5	2.0	2.8	2.0	
IFL - priv. residenziali	-4.6	5.7	3.2	7.3	-7.8	22.4	0.0	1.4	2.1	2.8	0.6	
Investim. pubblici	-0.2	-1.6	5.4	-7.2	29.8	-3.9	12.6	6.1	2.0	0.7	0.7	
Consumi pubblici	2.1	2.2	1.3	1.9	2.9	0.9	3.6	0.8	0.8	-1.2	2.8	
Esportazioni	24.4	0.2	1.9	-0.2	-21.7	32.7	-6.0	0.5	2.0	2.5	5.0	
Importazioni	11.1	5.9	3.7	4.5	1.7	14.9	2.8	1.5	2.0	2.5	3.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.3	1.0	-0.8	0.1	0.2	0.7	0.2	0.0	0.2	0.0	
Partite correnti (% PIL)	3.6	1.5	-1.1	2.7	1.6	2.2	-0.6	-1.3	-1.2	-1.1	-0.8	
Deficit (% PIL)	-7.8	-9.8	-12.2									
Debito/PIL (% PIL)	191.8	209.5	224.9									
CPI (a/a)	-0.7	-0.3	-0.2	-0.5	-0.4	0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	
Produzione Industriale	16.6	-3.7	-1.5	-7.8	-15.0	18.1	-6.0	-5.1	-1.5	0.6	2.4	
Disoccupazione (%)	5.0	4.5	4.4	4.7	4.6	4.4	4.5	4.6	4.5	4.3	4.3	
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.23	0.20	0.32	0.19	0.20	0.19	0.21	0.21	0.87	0.10	0.07	
Dollaro/Yen (Yen)	87.8	79.7	82.7	82.3	81.6	77.7	77.4	80.0	82.3	83.7	84.7	
Cambio effettivo (1990=100)	162.8	174.2	170.8	169.9	167.8	177.4	181.6	178.6	171.2	167.7	165.8	

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Crescita frenata dal rallentamento globale e dallo yen forte

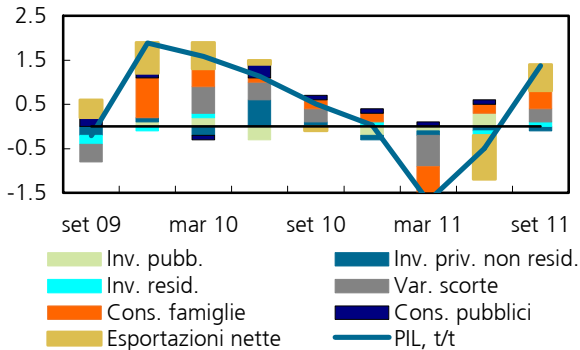
La ripresa dell'economia giapponese dopo il terremoto ha seguito finora il sentiero atteso, con livelli di attività in ripresa, ma ancora al di sotto di quelli precedenti lo shock di marzo. Nella parte centrale dell'anno il recupero dell'offerta è stato rapido e ha portato a un'espansione significativa della crescita. Tuttavia, il rallentamento della crescita globale e l'apprezzamento dello yen, stanno determinando un indebolimento degli indicatori anticipatori congiunturali e inducono a **rivedere verso il basso le previsioni di crescita per il 2012, a 2,2% da 2,9%**.

La **produzione industriale** è cresciuta rapidamente da maggio in poi. Il settore auto ha recuperato i livelli pre-terremoto (v. fig.3), mentre sull'aggregato totale l'output resterà ancora inferiore a quello di inizio anno. La riduzione della capacità produttiva del settore energetico pesa sull'attività corrente, ma resterà un freno significativo anche nel medio termine. Dopo mesi di espansione, le indagini di novembre segnalano un peggioramento dei trend positivi in atto fino all'inizio dell'autunno. Il PMI del settore manifatturiero è tornato sotto 50 (componente output in calo di 5 punti, a 47,7). In parte questo riflette gli effetti delle alluvioni in Thailandia, ma la flessione delle indagini è generalizzata (anche se particolarmente marcata per le imprese del settore manifatturiero) e persiste anche nei primi dati di dicembre, ed emerge anche dagli indici di aspettativa. Sulla base del Tankan di dicembre, la dinamica della domanda domestica per il 4° trimestre rimane positiva e circa in linea con le nostre previsioni di settembre. Per il 2012, invece, si segnala una dinamica più contenuta: i piani di investimento per l'a.f. 2011 nel Tankan hanno subito due correzioni consecutive. Rivediamo verso il basso il sentiero di crescita degli **investimenti fissi delle imprese a +0,6%, dalla nostra precedente previsione di +3%**. Nel 2012 potrebbe esserci un contributo significativo dalle **scorte**. Con l'ultima revisione del PIL del 3° trimestre il sentiero delle scorte dopo il terremoto è più negativo di quanto visto in precedenza e prelude a un riaccumulo nei prossimi trimestri. Per quanto riguarda gli **investimenti in costruzioni**, dopo il boom del 3° trimestre legato a incentivi fiscali, seguiranno trimestri più deboli, ma ancora sostenuti dall'estensione degli incentivi. I dati di ottobre indicano una nuova ripresa dei cantieri. Il 2012 dovrebbe vedere un impatto positivo dalla ricostruzione.

I **consumi** sono stati spinti soprattutto dai beni durevoli, in particolare auto (v. figg. 5 e 6) e elettronica. Le auto hanno beneficiato della normalizzazione dell'offerta, mentre l'elettronica aveva forti incentivi fiscali in scadenza ad agosto. L'aumento della fiducia riflette il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, l'aumento delle posizioni aperte, la stabilizzazione del reddito nominale e reale nella seconda metà dell'anno. Gli occupati sono in aumento su base tendenziale, sia nel comparto a tempo pieno sia in quello part-time. Nel 2012, i consumi dovrebbero crescere a un ritmo moderato, 0,8%, dopo la contrazione di -0,1% del 2011. Dal 2013 in poi il ritmo di crescita dei consumi dovrebbe essere più modesto, vicino allo 0,5%, ma il sentiero sarà determinato dall'applicazione di rialzi alla tassa sui consumi (v. sotto).

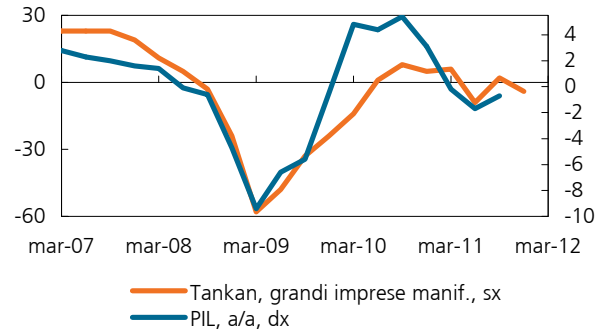
Un punto cruciale per lo scenario giapponese riguarda il **canale estero**. Da aprile il **saldo commerciale è stato sempre negativo** (v. fig. 4). L'aumento delle importazioni registrato nel 2° trimestre si è ridimensionato, ma nel settore energetico la dipendenza dell'economia giapponese dall'estero persisterà, con effetti negativi sul deficit, nonostante l'apprezzamento del cambio. Dal lato delle esportazioni, lo yen forte e il rallentamento dell'economia internazionale esercitano un freno visibile e duraturo. I dati dei primi 20 giorni di novembre confermano il calo dell'export visto anche a ottobre, sia in termini reali che nominali, a fronte di un significativo aumento dell'import. La correzione delle esportazioni riguarda tutte le aree. I rischi per la crescita dal canale estero nel breve derivano in gran parte dall'atteso **deterioramento della crescita dell'area euro** e dall'apprezzamento del cambio. Il primo effetto peserebbe **per circa 0,2-0,3 nel 2012** (con le nostre nuove previsioni di crescita AE a 0). Nel 2011, il cambio effettivo si è apprezzato del 13%; fra agosto e ottobre, l'apprezzamento è stato del 5%. **L'effetto sulla crescita del 2012 dal rafforzamento del cambio è stimabile intorno a 0,5 pp.**

Fig. 1 - PIL: un 3° trimestre scoppiettante...



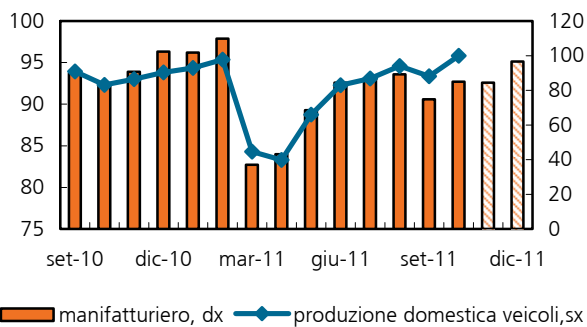
Fonte: EcoWin

Fig. 2 - ... ma il futuro è meno brillante



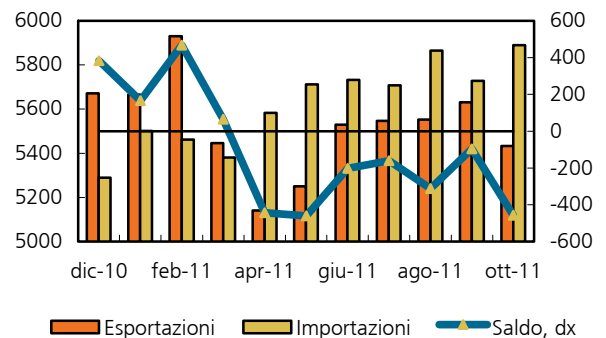
Fonte: EcoWin

Fig. 3 - La produzione ha quasi recuperate i livelli pre-terremoto



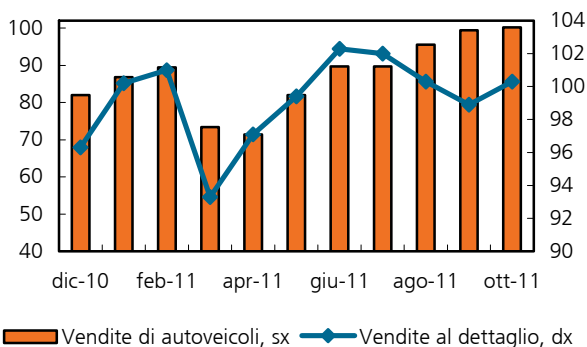
Fonte: EcoWin, METI, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Colonne tratteggiate: proiezioni METI.

Fig. 4 - Deficit commerciale: un preludio a futuri problemi di finanziamento del deficit pubblico?



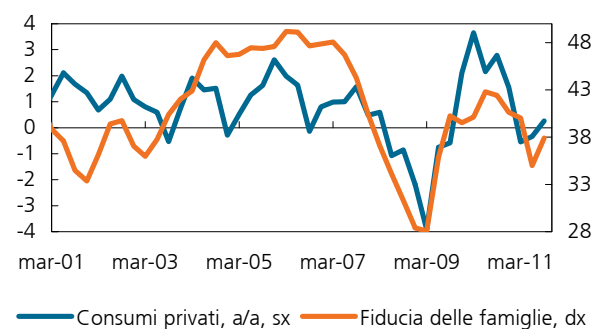
Fonte: EcoWin, mld di yen.

Fig. 5 - Vendite al dettaglio e vendite di auto



Fonte: EcoWin, 2005=100.

Fig. 6 - Fiducia e consumi in ripresa



Fonte: EcoWin

La politica fiscale spinge il 2012 e frena il 2013. BoJ più espansiva

La politica fiscale è al 4° budget supplementare – La ripresa nel 2012 sarà sostenuta dall'attività di ricostruzione finanziata dal Governo, con un effetto di sostegno alla crescita compreso fra 0,5 e 0,8 pp. Dal 2013 in poi la politica fiscale eserciterà un considerevole effetto di freno. Il Governo sta discutendo il 4° budget supplementare che negli obiettivi attuali dovrebbe essere finanziato utilizzando ancora fondi disponibili, senza richiedere un aumento delle emissioni nette previste stabili a 44 tln di yen. Il budget 2012 non è ancora stato presentato dal Governo, ma sulla base delle informazioni attuali dovrebbe definire il piano di rientro del deficit attraverso riduzione delle spese e rialzi di imposte. Per ora le indicazioni propendono per ampi rialzi di imposte, prima fra tutte l'imposta sui consumi. I tagli alla spesa dovrebbero colpire programmi previdenziali e sanitari su cui non ci sarebbe supporto politico. I dettagli operativi delle riforme verranno discussi nella prima parte del 2012, ma è probabile che il rialzo dell'imposta sui consumi venga rimandato alla seconda metà del 2013, dopo le elezioni. Il programma attualmente prevede un aumento dell'aliquota dal 5 al 10% entro il 2015.

Il **deficit** dovrebbe rimanere vicino all'8% del PIL nel 2012, con il debito in ulteriore aumento dal 215% di fine 2011. La vita media del debito è di 6 anni e 9 mesi. Il debito detenuto dall'estero rimane una quota modesta, pari al 5,7% del totale (42,1 tln di yen) a metà 2011. Nell'ultimo anno tale quota è costantemente aumentata, dal 4,6% della prima metà del 2010. Il passaggio del Giappone da una situazione di creditore netto verso l'estero a una di debitore netto rappresenterebbe un importante catalizzatore di rischi di crisi del debito e/o del cambio. Questo non è un problema di breve termine, ma rimane un elemento cruciale per il medio termine.

Politica monetaria e inflazione - Lo scenario di inflazione per il prossimo biennio è di modesto calo dei prezzi al netto di energia e alimentari. Nella seconda metà del 2011 l'inflazione è tornata in territorio negativo in parte anche per via dell'apprezzamento del cambio. Lo scenario semestrale della BoJ mostra una significativa revisione verso il basso delle previsioni di inflazione per il 2011 e il 2012 rispetto a quanto pubblicato a luglio. Per il 2012 la proiezione è di CPI al netto di alimentari freschi allo 0,1% (previsioni precedenti a 0,7%). La crescita prevista per il 2012 è del 2,2%, in rallentamento a 1,5% nel 2013; per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione dovrebbe essere a 0,1% nel 2012 e in modesto aumento a 0,5% nel 2013. La Banca centrale riporta preoccupazione per l'apprezzamento del cambio segnalando che ulteriori rialzi dello yen potrebbero frenare la fiducia e la crescita. La BoJ resterà vigile di fronte alle condizioni di mercato, che potrebbero peggiorare portando a ulteriore avversione al rischio.

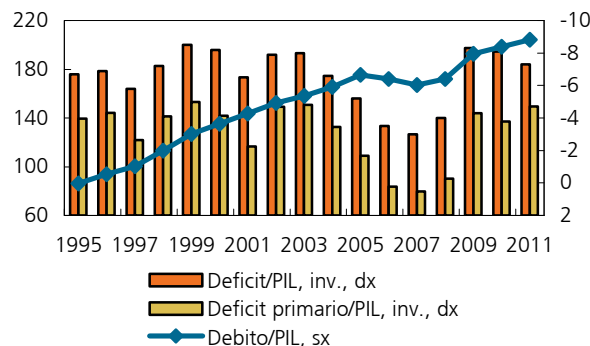
La **BoJ ha ancora aumentato lo stimolo monetario** a fine ottobre (v. fig.), aggiungendo 5 tln di yen al programma esistente di acquisto titoli, portandolo da 50 a 55 tln di yen. La Banca centrale ha capitolato sugli acquisti di JGB e aumentato di 5 tln questa voce, da 4 a 9 tln; gli altri comparti restano invariati sui livelli precedenti. L'aumento di JGB incluso nel programma si somma all'acquisto regolare di 21,6 tln di yen di JGB all'anno. La decisione di aumentare lo stimolo monetario viene presa anche se lo scenario macroeconomico domestico è relativamente positivo: la BoJ giustifica l'aumento di acquisti come "necessario per sostenere ulteriormente lo stimolo monetario per garantire una transizione sicura verso una crescita sostenibile con stabilità dei prezzi". Gli interventi della Banca centrale restano ancora contenuti rispetto a quelli di fine anni 90 e inizio anni 2000. Il persistente apprezzamento del cambio e l'indebolimento della congiuntura mondiale dovrebbero giustificare ulteriori ampliamenti del programma di acquisto titoli nei prossimi trimestri. Per ora, la Banca centrale ha ancora margini prima di raggiungere il totale annunciato del programma: gli acquisti complessivi sono al 43% del totale. Le voci su cui il progresso è più avanzato sono i T-bills (63%) e la carta commerciale (67%). **Un'espansione del programma potrebbe essere annunciata verso la fine del 1° trimestre 2012.**

Fig. 7 - Danni del terremoto e budget supplementari

	Danni del terremoto stimati	Budget supplementari
Edifici	10.4 apr-11	4.015
Utilities	1.3 lug-11	2
Infrastrutture sociali	2.2 ott-11	12
Altro	3 dic - 2011 (?)	2.5
Totale	16.9	20.51
Altre misure		2.8

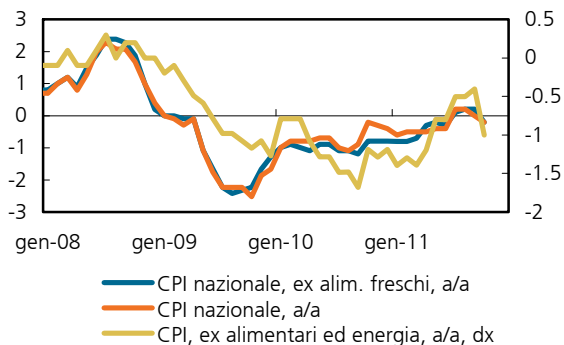
Fonte: MoF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Deficit e debito in % del PIL



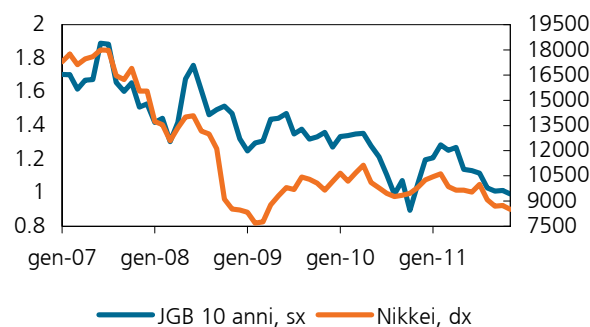
Fonte: MoF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Inflazione di nuovo negativa



Fonte: EcoWin

Fig. 10 – Mercati finanziari a rischio



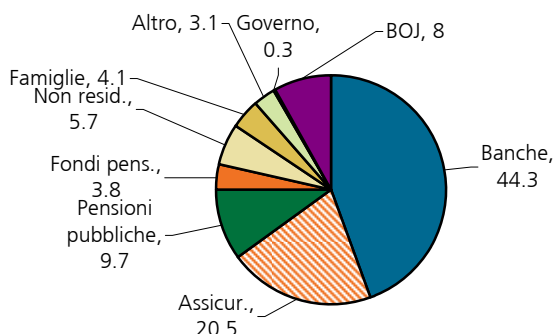
Fonte: EcoWin

Fig. 11 – Programma di acquisto attività finanziarie della BoJ

	Dimensione programma	Ammontare acquistato (fine nov.)
Acquisto attività	20	9.09
JGB	9	2.41
T bills	4.5	2.7
CP	2.1	1.7
Corporate bonds	2.9	1.4
ETF	1.4	0.78
J-REITs	0.11	0.62
Operazioni offerta fondi contro collateral	35	32
Totale	55	41.1
Per memoria:		
Attivo bilancio BoJ (30.11.11)		143.21

Fonte: BoJ, elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati fine novembre 2011.

Fig. 12 – JGB: quote per classe di detentori



Fonte: MoF, dati al 30 giugno 2011.

Cina: il focus delle Autorità si risposta verso la stabilità della crescita

Silvia Guizzo

- Il buon andamento del settore agricolo ha controbilanciato il rallentamento del settore dei servizi e dell'industria portando la crescita del PIL a 9,1% nel 3° trimestre dal 9,5% nel 2°. I recenti dati continuano ad evidenziare una dinamica debole della produzione industriale, ancora confinata all'industria pesante, e degli investimenti in infrastrutture, in particolare ferroviarie. La prospettiva di un calo dei prezzi degli immobili e le difficoltà di finanziamento degli immobiliari prefigurano una decelerazione più marcata degli investimenti in sviluppo immobiliare nei prossimi mesi. Dato l'andamento degli ordini dall'estero il rallentamento delle esportazioni, che si è finora concentrato soprattutto verso l'Unione Europea e nel comparto dei beni assemblati, è destinato a continuare nei prossimi mesi.
- L'inflazione, contrariamente alle nostre aspettative, in parte grazie all'effetto base, ma soprattutto grazie al calo sostenuto del comparto alimentari, è scesa fino al 4,2% a/a in novembre dal picco del 6,5% di luglio. L'atteso calo dell'inflazione dovrebbe influire positivamente sulla fiducia dei consumatori nei prossimi mesi compensando l'effetto negativo di un deterioramento sul mercato del lavoro e continuando a sostenere i consumi.
- Dalla recente Conferenza annuale sull'Economia è emerso uno spostamento di priorità dal controllo dell'inflazione al mantenimento di un tasso di crescita sufficientemente elevato che, nel breve termine, non potrà che concretizzarsi attraverso l'allentamento del credito e il sostegno agli investimenti, sebbene in misura molto inferiore rispetto a quella del 2008/2009. Pensiamo che la PBOC, per controbilanciare gli effetti del rallentamento dell'export e della stretta creditizia interna, procederà ad allentare il credito soprattutto nei confronti delle PMI. Dato il calo degli indici di attività, il rallentamento del credito e il calo dell'inflazione, riteniamo probabile un altro ribasso del CRR di 50pb entro fine anno (o all'inizio di gennaio), seguito da altri tre ribassi di 50pb ciascuno entro il 1° trimestre.
- In considerazione del rallentamento dell'economia internazionale e del peggioramento delle condizioni interne rivediamo al ribasso la crescita per il 2012 da 8,4% a 8,2%, che dovrebbe essere comunque ancora sostenuta dalla tenuta dei consumi e da una ripresa delle esportazioni nella seconda parte dell'anno. Il recupero degli investimenti e delle esportazioni contribuirà al ritorno della crescita a 9,1% nel 2013. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario.

Previsioni macro							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
PIL (prezzi costanti)	14.2	9.6	9.2	10.4	9	8.2	9.1
Consumi privati	11.3	9.3	9.8	11.2	8.5	9.1	9.9
Consumi pubblici	9.3	5.6	5.8	7.4	9.7	9.3	9.1
Investimenti fissi	13.2	9.1	22.9	11.8	7.9	6.9	8
Esportazioni	14.2	-1.1	-11.2	26.6	5.4	9.5	11.2
Importazioni	9	-6	5.5	18.6	6.3	7.8	7.8
Produzione industriale	15.1	9.9	9.9	12.4	10.3	8.6	7.8
Inflazione (CPI)	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.6	3.5	3
Tasso di disoccupazione	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0
Salari medi	17.9	16	10.6	12.8	15.2	14.8	14.3
Tasso sui depositi a 1 anno	3.4	4.3	1.7	2.7	5.3	5.8	5.5
Cambio USD/CNY (media)	7.61	6.95	6.83	6.77	6.46	6.2	5.96
Saldo delle partite correnti	2688	2859	1783.6	2061.6	1421.3	1542.5	2100.6
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	10.1	9.1	5.2	5.1	3.1	3.1	3.7
Saldo di bilancio in % del PIL	0.6	-0.4	-2.3	-1.7	-1.5	-2.0	-1.6

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

Economia reale e inflazione

La **produzione industriale** è salita del 12,4% a novembre, seguendo una dinamica di rallentamento (rispetto al picco del 15,1% di giugno) che ha riguardato in particolar modo l'industria a partecipazione statale, ossia sostanzialmente l'industria pesante. Gli indici di attività PMI a novembre hanno registrato un netto calo della componente ordini interni sia nella rilevazione dell'Ufficio Statistico (47,8) sia in quella di Markit-HSBS (45,7). L'andamento degli indici di attività, della produzione di elettricità e dell'indice anticipatore OCSE punta alla prosecuzione del rallentamento della produzione industriale nei prossimi mesi.

Gli **investimenti fissi urbani** sono saliti del 24,5% cum a/a, poco al di sotto del massimo di 25% a/a in agosto, anche se la variazione congiunturale non cumulata evidenzia un rallentamento più marcato (+21,3% a/a%). La crescita nulla degli investimenti del governo centrale è stata compensata dalla tenuta di quella degli investimenti dei Governi locali (29,8% a/a). Parallelamente è proseguita la lenta decelerazione degli investimenti in sviluppo immobiliare (+29,9% a/a in novembre vs 33,3% a/a in agosto, con gli investimenti in edilizia residenziale che sono saliti del 34,2% in ottobre). Quella degli investimenti in infrastrutture è stata più marcata, guidata dal calo degli investimenti nel **settore ferroviario** che continua da luglio (-21,0% a/a in novembre). L'enorme debito del Ministero delle Ferrovie (Ministry of Railways, MOR), pari a 2,09 trilioni nel 2° trimestre, il grave incidente di luglio su una linea dell'alta velocità¹⁴ e la stretta creditizia hanno reso difficile per il Ministero reperire nuovi fonti di finanziamento e molti progetti ferroviari sono stati sospesi. Il Consiglio di Stato ha dimezzato l'imposta sugli interessi (normalmente del 25%) per i titoli emessi dal MOR tra il 2011 e il 2013 per facilitarne il collocamento ed ha recentemente deciso un finanziamento extra di 200 miliardi di CNY per il Ministero.

Le **esportazioni** hanno registrato il più basso tasso di crescita (+13,8% a/a) degli ultimi due anni (escluso febbraio 2010) a novembre, soprattutto a causa del rallentamento delle esportazioni verso l'Unione Europea (+5,0%) che prosegue da settembre ed è molto più marcato rispetto a quello verso i paesi asiatici e controbilanciato in parte dall'accelerazione delle esportazioni verso gli USA (+17,2%). Le **importazioni** hanno tenuto meglio (+22,6% a/a) sostenute in particolare dalle importazioni di prodotti ordinari (+51,4% a/a in ottobre), non destinati alle riesportazioni, che includono soprattutto le materie prime agricole, bestiame, i carburanti e i metalli. Le esportazioni di prodotti assemblati e le importazioni di prodotti da assemblare (che rimangono di proprietà del fornitore estero) hanno continuato a calare anche se a ritmi meno forti rispetto a quelli di metà estate. La componente "nuovi ordini" dell'indice PMI è scesa fino a 45 a novembre da 52 a ottobre nella rilevazione Markit-HSBC ed è al di sotto di 50 anche nella rilevazione dell'ufficio statistico. Gli ordini dall'estero hanno avuto un comportamento opposto nelle due rilevazioni, rimanendo in area 52 in quella Markit-HSBC. Dato il calo generalizzato negli altri paesi asiatici e nell'area euro, anche questa componente sarà destinata a calare nel breve termine. Gli indici di attività e gli indici anticipatori puntano ad un rallentamento del commercio estero nei prossimi mesi.

La **superficie residenziale** venduta è salita del 7,5%, in netto rallentamento rispetto al 13,1% di agosto. La stessa dinamica ha caratterizzato gli acquisti di terreni (-3% a/a rispetto a tassi di crescita intorno al 30% nella prima parte dell'anno). Nella seconda parte dell'anno i prezzi delle case hanno mostrato aumenti più contenuti e, in molti casi, cali rispetto alla media della prima parte dell'anno. Ci attendiamo che questa dinamica continui almeno nella prima parte del 2012. Il Governo, infatti, seppur favorevole a un allentamento delle condizioni monetarie, ha

La **dinamica della produzione industriale e degli investimenti si indebolisce**

Il **rallentamento delle esportazioni è destinato a continuare ...**

... come quello degli investimenti in edilizia residenziale

¹⁴ Il 23 luglio un incidente sulla linea ad alta velocità vicino alla città di Wenzhou, nella provincia dello Zhejiang, ha provocato 40 morti e 210 feriti. Dopo l'incidente molti treni sono stati ritirati dalle compagnie costruttrici perché mancavano dei requisiti di sicurezza e il Governo, dopo anni di forti investimenti, ha deciso di rallentare i progetti nel campo dell'alta velocità tanto che, secondo la stampa, solo il 30% dei progetti è ancora attivo.

continuato a ribadire la mano ferma sul mercato immobiliare alla recente Conferenza annuale sull'economia (*Central Economic Work Conference*). Le misure amministrative restrittive continueranno a rimanere dunque in piedi fino al raggiungimento di un livello più accettabile dei prezzi.

L'**inflazione**, contrariamente alle nostre aspettative, in parte grazie all'effetto base, ma soprattutto grazie al calo sostenuto del comparto alimentari, è scesa fino al 4,2% a/a in novembre dal picco del 6,5% di luglio. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è stata dell'1,9% ed ha beneficiato del rallentamento dei prezzi delle medicine e dell'istruzione, mentre il comparto abbigliamento continua ad essere in controtendenza. In novembre è scesa molto anche l'inflazione dei prezzi alla produzione (+2,7% a/a) guidata dal calo dei prezzi delle materie prime che è destinato a continuare nei prossimi mesi.

Il calo atteso dell'inflazione dovrebbe sostenere la fiducia e fornire supporto ai consumi

Le **vendite al dettaglio** a novembre hanno mostrato un leggero miglioramento in termini nominali (+17,3% a/a) e più marcato in termini reali. Le vendite di auto continuano invece ad essere deboli con un calo del 2,4% a/a. La media mobile a tre mesi della componente occupazione del PMI si colloca intorno a 50 e le intenzioni di assunzione rilevate dall'indagine Manpower relative al 1° trimestre del 2012 rimangono positive seppur in calo a 17% rispetto al 25% del 4° trimestre. Nonostante i salari medi siano cresciuti intorno al 15% a/a in ciascuno dei primi tre trimestri del 2011, i salari reali sono saliti tra l'8,5% e il 9,5%, erosi dall'inflazione, e la fiducia dei consumatori è scesa a novembre ai minimi storici al di sotto del minimo raggiunto a fine 2008. I dati sul reddito disponibile mostrano una situazione migliore grazie al forte aumento del reddito disponibile rurale che ha permesso un'accelerazione dei consumi delle famiglie nel 3° trimestre, ma che sarà ora negativamente influenzato dal calo dei prezzi delle materie prime agricole. L'atteso calo dell'inflazione dovrebbe influire positivamente sulla fiducia dei consumatori nei prossimi mesi compensando l'effetto negativo di un deterioramento sul mercato del lavoro, molto più limitato rispetto al 2009, ma inevitabile data la forte dipendenza dall'export del settore manifatturiero che impiega il 28% dei lavoratori dell'industria.

Politica monetaria ed economica

La PBOC ha continuato a fornire liquidità al mercato attraverso operazioni di mercato aperto con emissioni nette negative di titoli a breve termine nel corso di tutto il 2011, accentuate durante l'estate. Nonostante ciò i tassi sul mercato interbancario sono rimasti su livelli elevati e il credito ha continuato a rallentare, in particolare nel comparto a medio e lungo termine. Il credito a novembre ha registrato il tasso di crescita (15,6% a/a) più basso dalla fine del 2008. Nel 3° trimestre mentre il nuovo credito è sceso del 9,5% cum a/a, il nuovo credito totale (inclusa la misura di *finanza sociale*¹⁵) è sceso di più, del'11,4%. Le uniche categorie di credito in aumento sono state quelle dei prestiti in valuta estera (+63,3% a/a cum) e dei prestiti tra imprese (*entrusted loans*, +110,8%).

Il rallentamento del credito ha colpito soprattutto le piccole e medie imprese favorendo il settore finanziario informale

Il rallentamento del credito bancario ha colpito soprattutto le piccole e medie imprese (PMI) che si sono rivolte, oltre che ai prestiti tra imprese (che compaiono nei dati della finanza sociale, ma che per le banche restano voci fuori bilancio), soprattutto al credito informale. Esso si sostanzia di prestiti tra privati, a volte garantiti da piccoli intermediari finanziari non bancari e per questo estremamente difficili da monitorare e da regolamentare. I tassi di prestito di questo tipo di finanziamenti sono molto più elevati di quelli dei prestiti bancari, secondo notizie di stampa con livelli dal 30 al 70%. Il ricorso a questo tipo di credito ha recentemente messo in forte difficoltà le piccole e medie imprese ed ha fatto emergere preoccupazioni sulla vulnerabilità del sistema bancario in Cina, come dimostrano i recenti episodi di crisi e di intervento statale nella città di Wenzhou nello Zhejiang a cui ha dato ampia copertura la stampa.

¹⁵ Vedi Scenario Macroeconomico di giugno 2011.

Le difficoltà delle PMI dovute alla stretta creditizia e al ricorso al credito informale in un momento di rallentamento dell'export hanno indotto la PBOC, contrariamente alle nostre aspettative di settembre, a tagliare il coefficiente di riserva obbligatoria (Cash Reserve Ratio, CRR) di 50pb, inizialmente solo per le banche agricole cooperative in ottobre, e successivamente per tutti i tipi di Istituti finanziari a fine novembre, portandolo al 21% per le grandi banche e al 19% per le banche più piccole. Alla recente Conferenza Economica le Autorità hanno ribadito il sostegno a una crescita "stabile e relativamente veloce" (*stable and relatively fast growth*), a una politica monetaria prudente, e una politica fiscale "proattiva" con azioni di *fine tuning* a seconda delle condizioni economiche. La crescita del credito sarà ragionevole (*reasonable*) e per gli investimenti sarà data ampia priorità al completamento dei progetti in corso. Dal comunicato della Conferenza sembra emergere quindi uno spostamento di priorità dal controllo dell'inflazione al mantenimento di un tasso di crescita sufficientemente elevato che, date le condizioni economiche attuali, nel breve termine non potrà che concretizzarsi attraverso l'allentamento del credito e il sostegno agli investimenti, sebbene in misura molto inferiore a quella del 2008/2009.

Pensiamo che la PBOC, per controbilanciare gli effetti del rallentamento dell'export che si innestano su un rallentamento interno già in atto, procederà ad allentare il credito soprattutto nei confronti delle PMI sia attraverso la *moral suasion* sia con un aumento delle quote di credito e con ulteriori tagli del tasso di riserva obbligatoria. Dato il calo degli indici di attività, il rallentamento del credito e il calo dell'inflazione, riteniamo probabile un altro ribasso del CRR di 50pb entro fine anno (o all'inizio di gennaio), seguito da altri tre ribassi di 50pb ciascuno entro il 1° trimestre, senza ritocchi ai tassi. I tassi reali sono infatti molto bassi, in particolare quelli sui depositi addirittura negativi. Questo ha contribuito allo spostamento dei risparmi verso altri prodotti finanziari a breve termine, rendendo ancora più difficile il *fundings* delle istituzioni finanziarie. I depositi sono infatti saliti del 12,7% a/a in novembre, il tasso più basso dal 2004, in linea con il rallentamento di M2 (12,7%a/a).

Dalla Conferenza è emersa inoltre la necessità di una liberalizzazione dei tassi d'interesse e di una maggiore flessibilità del cambio, nonché di ulteriori riforme fiscali e di sostegni a edilizia popolare, ricerca e progetti infrastrutturali. Tra luglio e novembre il cambio effettivo si è apprezzato del 4,5% in termini nominali e del 7,3% in termini reali. Nello stesso periodo lo yuan si è apprezzato di appena l'1,3% contro dollaro e del 9,7% contro euro ed è rimasto, nonostante una maggiore flessibilità, quasi invariato da ottobre. Riteniamo che le Autorità manterranno il cambio vs dollaro sostanzialmente invariato nei prossimi mesi fino a che le esportazioni non torneranno ad accelerare.

In considerazione del rallentamento dell'economia internazionale e del peggioramento delle condizioni interne rivediamo al ribasso la crescita per il 2012 da 8,4% a 8,2%, che dovrebbe continuare comunque ad essere sostenuta dalla tenuta dei consumi e da una ripresa delle esportazioni nella seconda parte dell'anno. Il recupero degli investimenti e delle esportazioni contribuirà al ritorno della crescita a 9,1% nel 2013. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario. A ciò si aggiunge ora il rischio di un rallentamento della domanda internazionale in particolare dall'Unione Europea e, in misura minore, dagli Stati Uniti che potrebbe rivelarsi più marcato di quanto già incorporato dal nostro scenario.

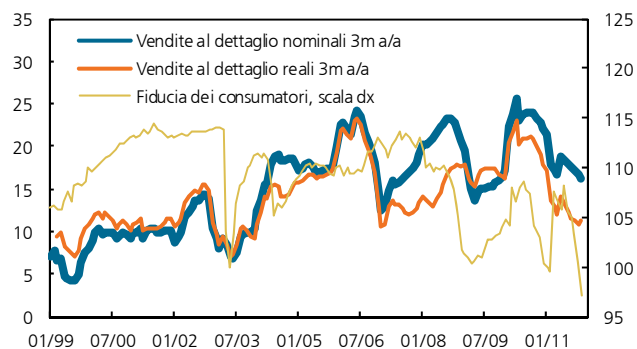
La politica monetaria rimane formalmente prudente ma il focus si sposta dal controllo dell'inflazione alla stabilità della crescita ...

... e la Banca centrale abbassa il CRR

Il cambio rimarrà stabile fino a una ripresa delle esportazioni

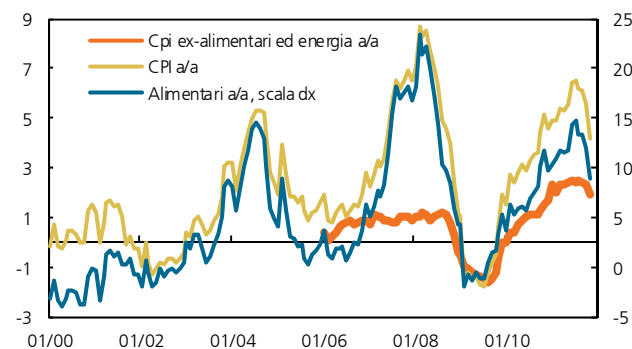
La crescita rallenta e i rischi rimangono al ribasso

Vendite al dettaglio: in rallentamento insieme alla fiducia



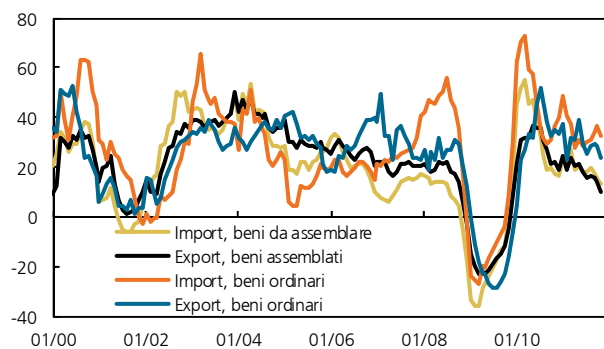
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

L'inflazione rallenta



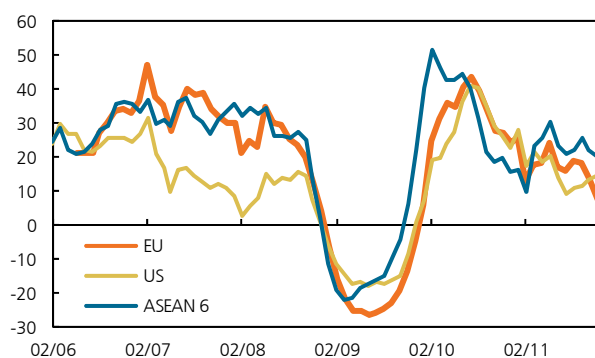
Fonte: Bloomberg

Il commercio dei beni ordinari regge meglio



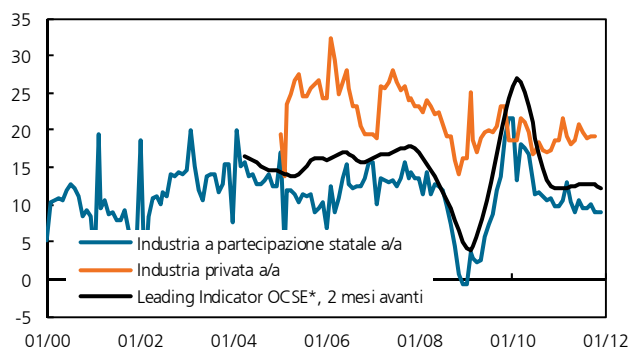
Fonte: EcoWin elaborazioni Intesa Sanpaolo, variazioni a/a delle medie mobili a 3 mesi

Esportazioni: rallentano soprattutto vs l'Europa



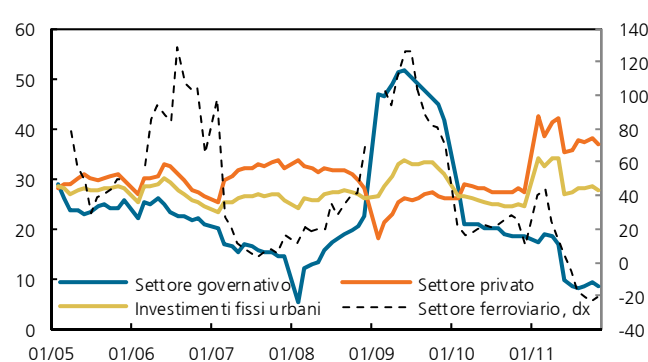
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Var. 3m a/a

Produzione industriale: rallenta soprattutto l'industria pesante



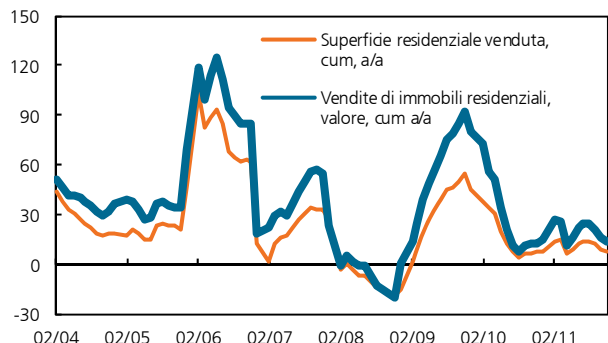
Fonte: Bloomberg

Investimenti fissi: in calo quelli del settore ferroviario



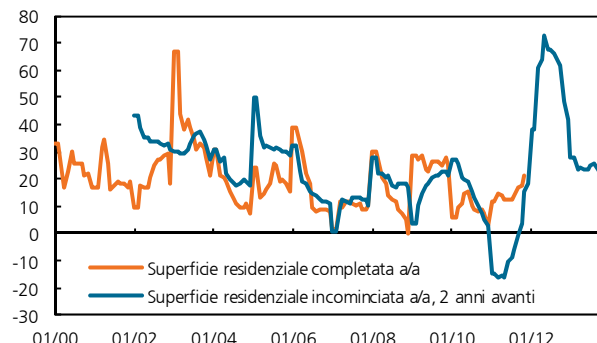
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti cum a/a ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Superficie residenziale venduta



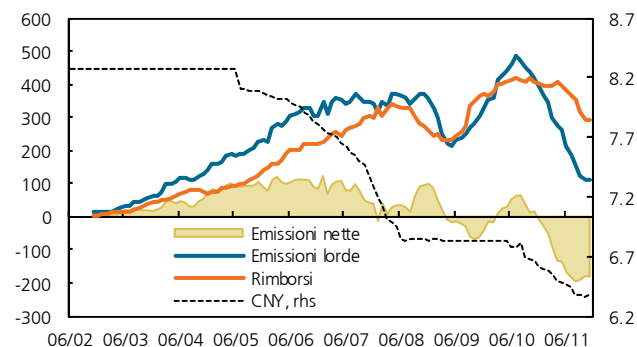
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream

La superficie residenziale completata invaderà il mercato



Fonte: CEIC

La PBOC garantisce la liquidità con le emissioni nette negative



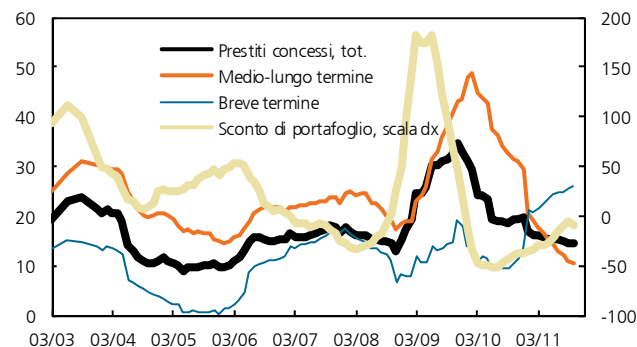
Fonte: CEIC ed Elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 12 mesi

I tassi interbancari sono storicamente elevati



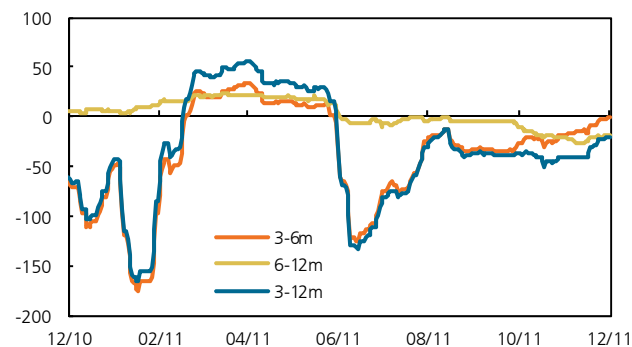
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito rallenta soprattutto nel comparto a medio-lungo



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

La curva di mercato monetario rimane invertita



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Prezzi al 15/12/2011

India: verso l'inversione della stance di politica monetaria

- Nel 3° trimestre il PIL indiano è salito del 6,9% a/a (costo dei fattori) rispetto al 7,7% del trimestre precedente a causa del rallentamento del settore minerario e manifatturiero, che si è riflesso in una ulteriore decelerazione degli investimenti rispetto al trimestre precedente.
- La produzione industriale è rallentata velocemente negli ultimi mesi fino a mostrare una diminuzione del 5,1% a/a a novembre, causata dal calo del comparto dei beni capitali (-25,5%) e dei beni intermedi. L'andamento degli ordini e degli indici anticipatori prefigura un ulteriore rallentamento del settore manifatturiero nei prossimi mesi, di entità superiore a quello del settore dei servizi. Al contrario, gli indici di attività suggeriscono una dinamica migliore.
- L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è scesa a 9,1% a novembre dal picco del 10% a settembre grazie non solo al rallentamento dei prezzi degli alimentari ma soprattutto grazie a quello del comparto non alimentari (+3,2%). L'inflazione dei prodotti manufatti continua ad essere elevata (7,7%) a causa del costo delle materie prime: il forte deprezzamento della rupia ha infatti controbilanciato i cali dei prezzi sui mercati internazionali. Le variazioni congiunturali destagionalizzate dei prezzi all'ingrosso continuano a dare segnali di moderazione che dovrebbero riflettersi in una prosecuzione del calo dell'inflazione tendenziale nel corso del 2012.
- La RBI dopo aver portato i tassi all'8,5% a fine ottobre e ha poi lasciato i tassi fermi alla riunione di metà dicembre, riconoscendo il deterioramento delle condizioni economiche sia internazionali sia interne. Riteniamo probabile che la RBI manterrà i tassi fermi anche al meeting di gennaio e procederà a un taglio dei tassi di 25pb al successivo meeting di marzo. La rupia si è deprezzata del 6% contro dollaro nel solo mese di novembre, con un deprezzamento complessivo del 21% tra l'inizio di agosto e metà dicembre e di circa il 7% in termini di cambio effettivo sia reale sia nominale. La RBI è intervenuta a sostenere il cambio e ha intrapreso diverse misure volte ad attrarre flussi di capitale quali l'aumento del tasso sui depositi dei non residenti. La situazione sui mercati finanziari internazionali rimane tesa e nel breve termine le pressioni al ribasso sul cambio rimarranno inalterate.
- Il calo atteso dell'inflazione dovrebbe fornire supporto ai redditi reali e dunque ai consumi nel corso del 2012, mentre il rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi dovrebbe essere in parte compensato dalla buona performance del settore agricolo. La revisione al ribasso delle nostre previsioni per il 2012 a 6,7% da 8,2% dipende dalla minore crescita attesa degli investimenti e delle esportazioni, la cui ripresa dovrebbe riportare la crescita a 9,3% nel 2013. I rischi sulla crescita sono al ribasso e provengono principalmente da un ulteriore deterioramento del quadro internazionale.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.7	7.5	7	8.7	7.1	6.8	9.3
Consumi privati	8.9	8.4	7	8.4	6.3	6.9	9.5
Consumi pubblici	3.8	18.3	13.7	5.1	4.5	5.7	5.6
Investimenti fissi	17.5	4.7	2.6	12.2	1.6	4.5	11.7
Esportazioni	6.9	18	-9	13.9	22.5	6.6	12.2
Importazioni	7	32.5	-7.9	11.5	13.4	2.8	14.2
Produzione industriale	15.6	7.7	0.2	9.7	4.7	3.8	10.3
Inflazione (CPI)	6.4	8.3	10.9	12	9	6.5	4.8
Tasso di disoccupazione	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.1
Salari medi	14.5	12.6	10.1	19.9	14.5	11.6	12.7
Tasso sui prestiti a 1 anno	7.7	7.9	4.8	5.6	7.7	8.3	7.5
Cambio USD/INR (media)	41.34	43.5	48.36	45.74	46.59	49.23	47.19
Saldo delle partite correnti	-311	-1394	-1235	-2371	-2277	-2782	-3115
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-0.6	-2.5	-2.0	-3.2	-2.6	-2.8	-2.7
Saldo di bilancio in % del PIL	-2.6	-4.9	-7.0	-3.7	-6.8	-6.3	-5.1

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare.
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

Nel 3° trimestre il PIL indiano è salito del 6,9% a/a (costo dei fattori) in rallentamento rispetto al 7,7% del trimestre precedente. Gli investimenti fissi, con un calo stimato dello 0,2% t/t e dello 0,6% a/a hanno eroso completamente il recupero mostrato nel 2° trimestre. Consumi e esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita pur mostrando una dinamica in rallentamento. Dal lato dell'offerta il rallentamento è stato guidato dal calo della produzione del settore minerario e dalla sensibile decelerazione del settore manifatturiero (+2,7% vs 7,2% nel 2° trimestre), del settore alberghiero e del commercio (9,9% vs 12,8% nel 2° trimestre).

Il PMI dei servizi è rimbalzato a 53,2 a novembre lasciando la media trimestrale poco al di sopra di 50, ma ben al di sotto del 57,9 della prima metà dell'anno e puntando quindi a un ulteriore rallentamento del settore anche se di entità minore rispetto al manifatturiero. La produzione industriale è rallentata velocemente da luglio fino a mostrare una diminuzione del 5,1% a/a a novembre, causata dal calo del comparto dei beni capitali (-25,5%), dei beni intermedi (-4,7%) e dal rallentamento del settore minerario. L'andamento della componente nuovi ordini dell'indice PMI rimane al di sopra di 50 (52,8 a novembre) anche se in netto calo rispetto al media del 1° semestre dell'anno (62,1). La stessa dinamica mostra la componente ordini dell'indagine *Dun&Bradstreet* e dell'indagine sulle imprese industriali condotta dalla RBI (Reserve Bank of India), prefigurando la prosecuzione del rallentamento della produzione industriale nei prossimi mesi.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo nelle diverse misurazioni si colloca tra il 9,4 e il 9,7% (ottobre). L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è scesa a 9,1% a novembre dal picco del 10% a settembre grazie non solo al rallentamento dei prezzi degli alimentari (+8,5%) ma soprattutto grazie a quello del comparto non alimentari (+3,2%) particolarmente influenzato dal brusco rallentamento delle fibre tessili grezze. L'inflazione dei prezzi dei beni manufatti rimane ancora elevata a 7,7% a/a, soprattutto quella dei manufatti non alimentari che è di fatto salita a 7,9% in novembre da 7,6% in ottobre a causa dell'aumento dei costi dei fattori produttivi. Il calo dei prezzi delle materie prime è stato infatti eroso dal forte deprezzamento della rupia. Questo fattore potrebbe continuare a pesare nel breve termine anche se le variazioni congiunturali stagionalizzate dei prezzi all'ingrosso continuano a dare segnali di moderazione che dovrebbero riflettersi in una prosecuzione del calo dell'inflazione tendenziale nel corso del 2012. La RBI ha lasciato le previsioni d'inflazione per marzo 2012 invariate al 7%. Gli aumenti dei salari sia in termini nominali sia in termini reali hanno sostenuto la crescita dei consumi negli ultimi due anni, ma la situazione del **mercato del lavoro**, anche se ancora positiva, mostra alcuni segnali, non univoci, di deterioramento. La media mobile a sei mesi della componente occupazione del PMI è in area 49 da fine novembre ed è scesa lievemente negli ultimi mesi. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 4° trimestre del 2012 è invece risalita a 41% dopo il calo del 4° trimestre.

Le **esportazioni** di soli beni sono salite del 10,8% in ottobre, in netto rallentamento rispetto ai mesi precedenti (53,35 nel 3° trimestre), mentre le **importazioni** sono salite del 21,7%. La maggiore crescita delle importazioni ha causato un forte deterioramento del deficit commerciale tra settembre ed ottobre che, insieme alla fuoriuscita dei flussi di capitale degli investitori internazionali e alla tendenza degli esportatori a rinviare il rimpatrio degli utili, ha posto forti pressioni al ribasso sul **cambio**. La rupia nel solo mese di novembre si è deprezzata del 6% rispetto al dollaro. Il deprezzamento complessivo verso il dollaro dall'inizio di agosto a metà dicembre è stato del 21,7%. Nello stesso periodo il cambio effettivo si è deprezzato di circa il 7% sia in termini nominali sia in termini reali. La RBI è intervenuta a sostenere il cambio e ha intrapreso diverse misure volte ad attrarre flussi di capitale quali l'aumento del tasso sui depositi dei non residenti. La situazione sui mercati finanziari internazionali rimane tesa e nel breve termine le pressioni al ribasso sul cambio rimarranno inalterate. Le positive prospettive di crescita

Il rallentamento del settore manifatturiero e degli investimenti pesa sulla crescita

L'inflazione rimane ancora elevata ma in un trend di rallentamento che proseguirà nel 2012

Il calo della domanda interna e internazionale pesa continuerà a far rallentare il commercio estero. Il cambio rimane sotto pressione

dell'India e l'ampio differenziale di tasso verso i paesi industrializzati ritorneranno a pesare positivamente sull'andamento del cambio nel medio periodo.

Politica monetaria ed economica

La crescita di **M3** è rallentata gradualmente fino a 15,2% a novembre dal picco di 17,1% di aprile. La stessa dinamica ha caratterizzato il **credito** al settore commerciale, salito del 17,6% a novembre, poco al di sotto delle previsioni della RBI di 18% per fine anno. La liberalizzazione dei tassi sui depositi¹⁶ in vigore da fine ottobre dovrebbe favorire la crescita di questo aggregato monetario che è stata guidata dall'accelerazione dei depositi a risparmio nel 2011, mentre i depositi a vista hanno continuato a calare. Il mercato monetario, dove la curva continua ad essere invertita, ha mostrato qualche tensione da metà novembre con un aumento dei tassi overnight. Gli importi giornalieri chiesti in prestito attraverso la LAF (Liquidity Adjustment Facility) sono aumentati in media tra novembre e dicembre (905 miliardi di rupie) rispetto al resto dell'anno (623 miliardi in media tra gennaio e ottobre), al di sopra del livello di guardia della RBI tanto che la stessa ha condotto operazioni di mercato aperto mediante l'acquisto di titoli per allentare la liquidità assicurando ulteriori operazioni in caso di necessità.

La RBI ha effettuato un altro rialzo di 25pb a fine ottobre, portando il tasso repo all'8,5%, e ha poi lasciato i tassi fermi alla riunione di metà dicembre riconoscendo il deterioramento delle condizioni economiche sia internazionali sia interne. La Banca centrale si aspetta che il miglioramento del settore agricolo dovuto ai buoni raccolti non riuscirà a compensare completamente il rallentamento in atto del settore manifatturiero guidato dalla decelerazione degli investimenti. La RBI ritiene che, mentre i rischi sull'inflazione rimangono al rialzo nel breve periodo, i rischi sulla crescita siano al ribasso e in aumento rispetto a qualche mese fa e ha pertanto segnalato tassi fermi per i prossimi mesi con possibilità di inversione del ciclo in caso di deterioramento dello scenario macro. Riteniamo probabile che la RBI manterrà i tassi fermi anche al meeting di gennaio e procederà a un taglio dei tassi di 25pb al meeting di marzo.

Il rallentamento degli investimenti preoccupa la RBI ma, come la Banca centrale ha più volte sottolineato, esso ha motivazioni che vanno al di là del livello dei tassi, che non è particolarmente restrittivo rispetto al passato. Le motivazioni del rallentamento, che riguarda anche la dinamica degli FDI, vanno ricercate nella regolamentazione ambientale più stringente in particolare per il settore minerario e per i grandi progetti di edilizia integrata e di porti, nei problemi di acquisizione dei terreni e nella mancanza di progetti di infrastrutture di qualità. A questo si aggiungono colli di bottiglia nella catena di distribuzione e delle forniture. Recentemente il Governo ha tentato di approvare una legge per una maggiore liberalizzazione degli investimenti stranieri diretti nel settore del commercio al dettaglio¹⁷ suscitando un'ondata di scioperi e proteste anche da parte di partiti della maggioranza ed è stato costretto a rinviare l'approvazione per evitare il rischio di non ricevere la fiducia.

La spesa pubblica continuerà a rimanere concentrata nel settore della sanità, dell'istruzione e delle infrastrutture rurali, ma rimarrà sotto pressione a causa degli alti sussidi ai carburanti, degli aumenti di capitale delle banche pubbliche e degli interventi di ripianamento dei debiti della compagnia aerea di bandiera Air India e della compagnia aerea Kingfisher. Il rapporto deficit/PIL è previsto elevato oltre il 6% sia nel 2011 sia nel 2012.

Il credito cresce in linea con le proiezioni della RBI ma i mercati monetari mostrano qualche tensione

La politica monetaria in fase di *wait and see* prima dell'inversione

Il rallentamento degli investimenti ha anche cause strutturali

La spesa pubblica rimarrà elevata

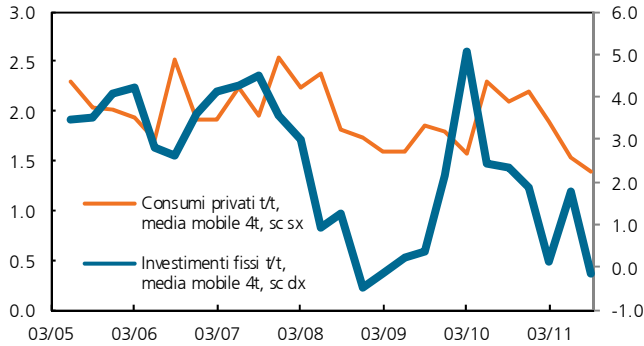
¹⁶ Vedi circolare della RBI del 25 ottobre. Le banche devono comunque offrire un tasso uniforme fino alla cifra di 100.000 rupie a tutta la clientela, indipendentemente dall'importo del conto.

¹⁷ Mentre gli investimenti stranieri diretti nel settore del commercio all'ingrosso sono liberalizzati quelli nel settore del commercio al dettaglio non sono possibili se non per il commercio di prodotti con marchio unico (single brand product) che sono comunque soggetti a un tetto massimo del 51% del capitale. Il pacchetto prevedeva l'aumento al 100% di questo tetto e la liberalizzazione degli investimenti nel settore del commercio al dettaglio di prodotti multimarca (inclusi i supermercati) con un tetto di partecipazione del 51%.

Scenario Macroeconomico

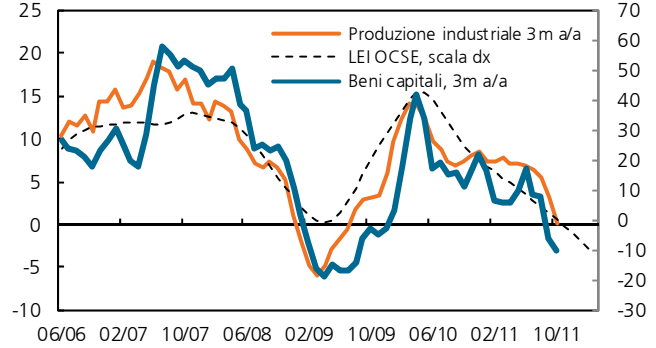
Dicembre 2011

Gli investimenti cancellano il recupero del 2° trimestre



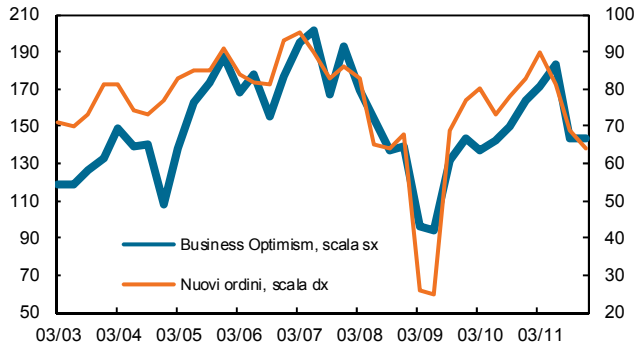
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale rallenta bruscamente



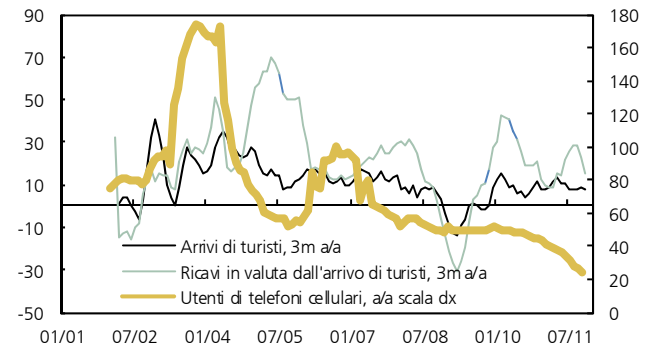
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indagine di fiducia Dun&Bradstreet: ordini ancora in calo



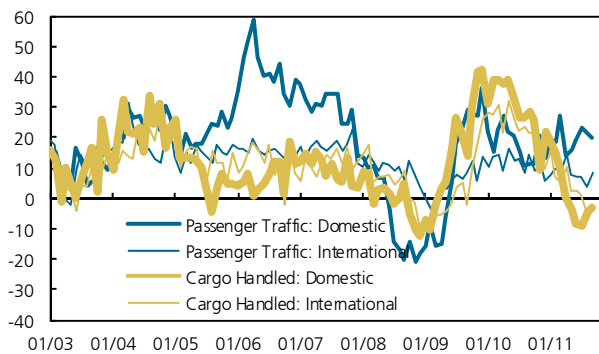
Fonte: EcoWin

Decelerano gli utenti di cellulari



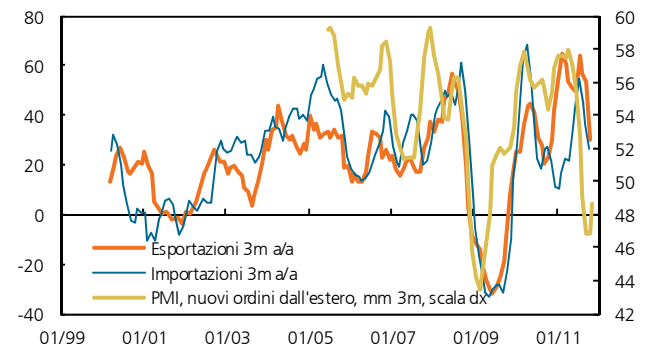
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico cargo in rallentamento



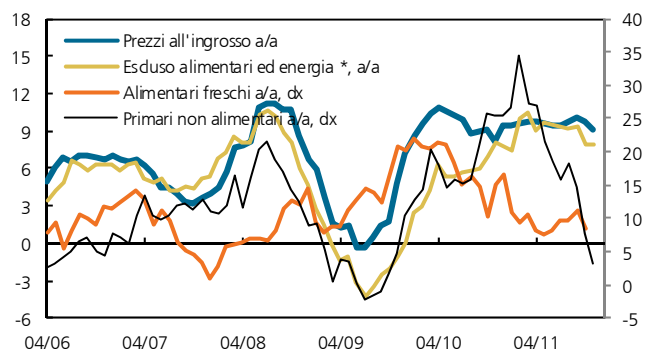
Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

Il calo del PMI segnala un rallentamento del commercio estero



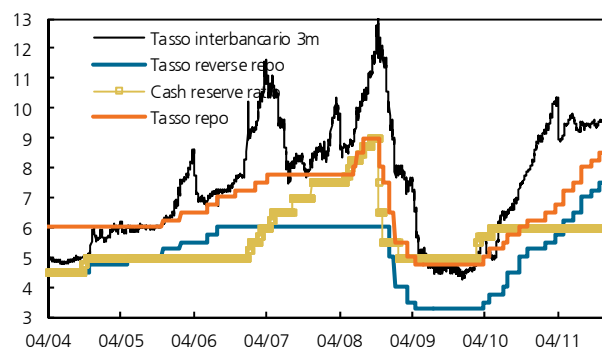
Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso rimane ancora elevata



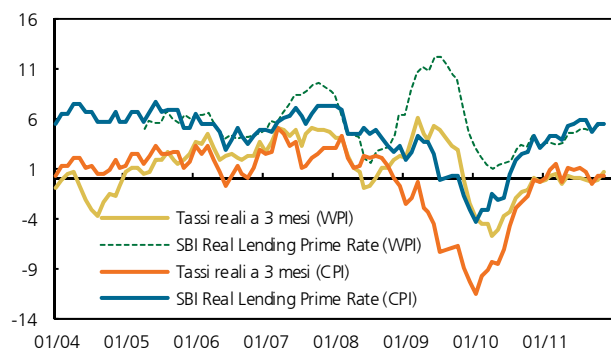
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

La RBI è arrivata alla fine dei rialzi



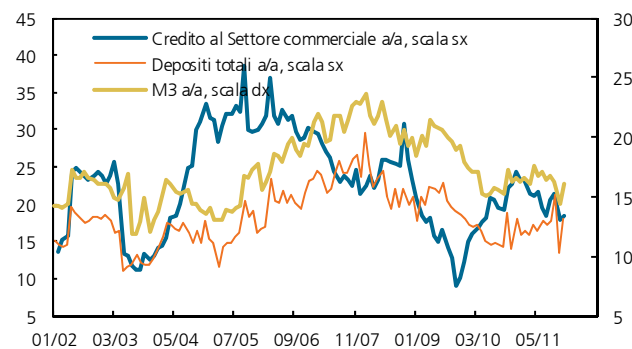
Fonte: Bloomberg

I tassi reali stanno risalendo lentamente



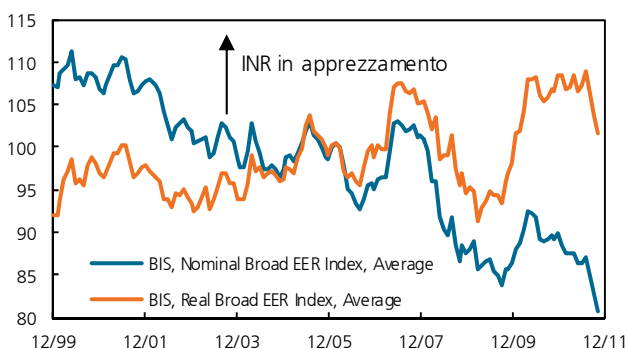
Fonte: Bloomberg

Il credito cresce ancora a tassi elevati



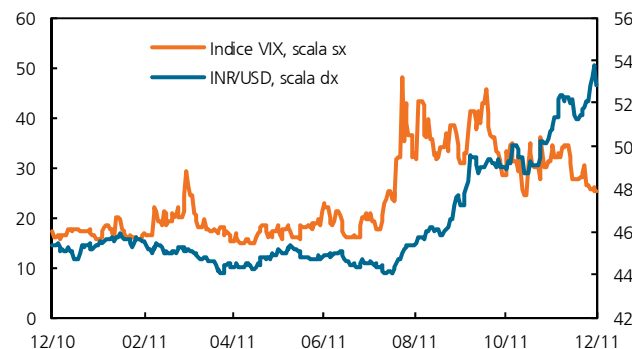
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

La rupia soffre l'aumento dell'avversione al rischio



Fonte: Bloomberg

Mercati valutari – 2012: sotto il segno delle crisi

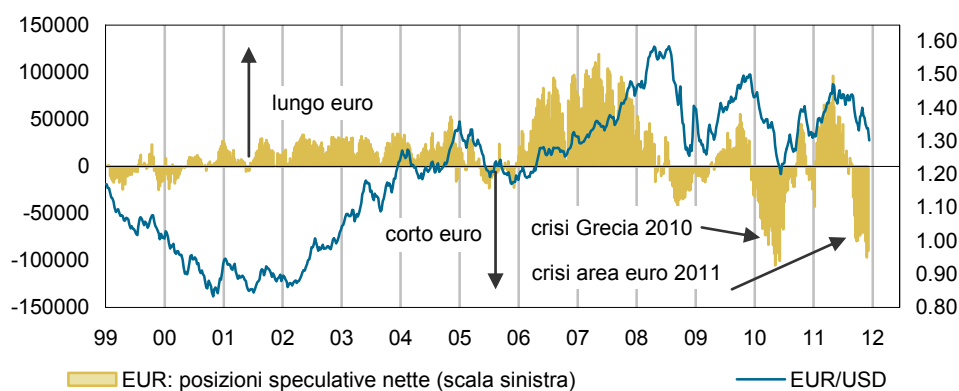
Il 2011 è stato l'anno della terza crisi dell'ultimo quinquennio: la crisi del debito sovrano nell'area euro, corollario di quella economico finanziaria-globale del 2008, discendente a propria volta da quella dei mutui *subprime* del 2007. A dodici anni dalla sua nascita, è stato messo in crisi l'euro. La moneta unica però, come valuta in senso stretto, è scesa meno di quanto ci si potesse aspettare date le premesse. Questo è potuto probabilmente accadere (1) perché la crisi dell'area euro è scoppiata prima che si risolvesse quella precedente, (2) perché di conseguenza non c'era un'alternativa valida in senso assoluto su cui puntare in un'ottica anche di lunga durata, e (3) perché la globalizzazione amplifica il contagio.

Asmara Jamaleh

La crisi dell'area euro, in quanto irrisolta, sarà un tema anche per il 2012, e non avrà rilevanza solo per il cambio EUR/USD, ma anche per quelle valute che hanno con l'area euro particolari legami o che semplicemente sono sempre esposte alle ondate di *risk aversion*. Gli altri temi saranno fondamentalmente due: nella prima parte dell'anno la crescita (o non crescita) globale, nella seconda parte dell'anno i tassi di interesse. Il 2011 è stato, infatti, anche l'anno dell'avvio mancato (o tentato, ma fallito) della normalizzazione monetaria dopo il ciclo di politiche espansive post-crisi 2008. La ricerca di rendimento si svolge sia dove si ripristina un ciclo di rialzi dei tassi, sia dove si mette fine a un ciclo di tagli (o di *quantitative easing*).

EURO

La crisi del debito sovrano nell'area euro ha messo fortemente alla prova l'euro nel 2011. Ciononostante, la moneta unica non è crollata. In termini di media annua è anzi salita da 1,33 (media 2010) a 1,40 EUR/USD (media 2011). A inizio anno è salita da 1,28 a 1,49 EUR/USD, favorita anche dai due rialzi dei tassi BCE, per quattro mesi è rimasta stabile concentrando i propri movimenti nel corridoio 1,40-1,45 EUR/USD, e solo a settembre – sotto il peso dell'*escalation* della crisi – ha iniziato a cedere tornando a dicembre verso i minimi di gennaio, a 1,29 EUR/USD. Uno dei fattori che può aver contribuito a evitare un crollo dell'EUR/USD è stato il formarsi di un **corto euro** (speculativo) estremamente ampio, dell'ordine di grandezza analogo a quello della prima crisi greca (inizio 2010). Tale corto (netto) potrebbe funzionare allo stesso modo nel futuro prossimo, prevenendo anche nel 2012 un eventuale crollo (a meno di gravi shock avversi). Questo non significa però che l'euro sia necessariamente al riparo da ulteriori ribassi.



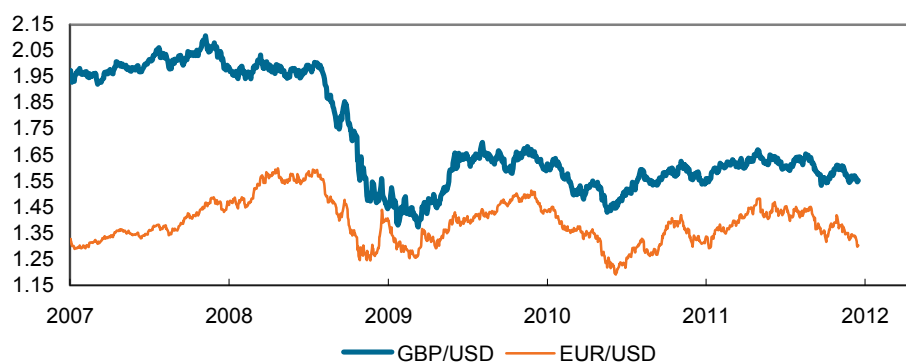
Fonte: CME e Thomson Reuters

Infatti, il fallito tentativo di trovare una soluzione pienamente soddisfacente alla crisi in occasione dell'ultimo summit UE potrebbe prolungare la fase in atto di medio/alta *risk aversion*, mantenendo pressioni ribassiste sul cambio. L'orizzonte 1m-3m dovrebbe rappresentare quello dove si addensa il maggiore *downside* (area 1,30-1,25 EUR/USD, senza escludere a priori rischi di seppur fugaci incursioni poco sotto), sia per l'incertezza sul fronte crisi, sia perché è questo il periodo in cui la **BCE** dovrebbe tagliare ulteriormente i tassi. L'ampio e rapido deterioramento delle condizioni di **crescita**, che diventa ancora più evidente nel confronto stridente con gli Stati Uniti, sta alla base delle nostre aspettative per un **cambio mediamente più basso nel 2012**, intorno a 1,33 EUR/USD, rispetto all'1,40 (cambio medio) del 2011. Il fattore "crisi", ampiamente condizionante, del resto, per la crescita, rappresenta chiaramente un fattore ribassista. Ipotizzando tuttavia che il grado di *risk aversion* non si mantenga ininterrottamente elevato per un anno intero, intorno a metà anno, una volta che la BCE abbia terminato il ciclo di tagli, l'euro potrebbe recuperare parzialmente. Lo spazio di recupero dovrebbe essere limitato entro la fascia 1,35-1,40 EUR/USD. Dopodiché, per fine anno, dovrebbe andare assestandosi, tendenzialmente verso il basso, range 1,35-1,30 EUR/USD.

L'**ipotesi sottostante** dello scenario centrale è che non vi sia quella che si potrebbe definire una deflagrazione della crisi. Il semplice affrontarla comunque, prima ancora di arrivare a risolverla, richiederà tempi lunghi, ben oltre l'anno. Le sfide in termini di politica economica e di riforme strutturali sono così grandi e gravose che almeno per il 2012 l'euro ne subisce tutto il peso. Infatti, i **rischi allo scenario centrale** sul cambio sono al ribasso, su tutto l'orizzonte previsivo. Un'**incognita** che agirebbe invece spostando verso l'alto (1,40-1,45) i massimi attesi dello scenario centrale 2012 e verso il basso i minimi, sarà la decisione della **Fed** rispettivamente di inaugurare un QE3 o di rinunciarvi.

STERLINA

La sterlina (contro dollaro) ha seguito la dinamica dell'euro (contro dollaro) con una correlazione positiva quest'anno (86%) ancora maggiore rispetto all'anno scorso (78%). Anch'essa in media annua è salita, da 1,55 (media 2010) a 1,61 GBP/USD (media 2011), ma un po' meno dell'euro: un + 4% scarso a fronte di un +5% abbondante della moneta unica.



Fonte: EcoWin

Ad avvicinare il comportamento dei due cambi è stata fondamentale la crisi dell'area euro, che ha avuto – e ancora avrà – ripercussioni negative sull'economia britannica, sia attraverso il canale estero, sia attraverso il meccanismo di trasmissione dei mercati finanziari. Il minore rialzo della sterlina rispetto all'euro si spiega con i gravi problemi che già autonomamente l'economia britannica si è trovata ad affrontare dopo la crisi economico-finanziaria globale del 2008. Quindi la crisi dell'UEM è andata a inserirsi in un **contesto** che era **già pesantemente compromesso**,

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2011

aggravandolo ulteriormente. A inizio anno vi erano, infatti, aspettative che la Bank of England potesse ripristinare il ciclo di rialzo dei tassi entro dicembre. Nel corso dei mesi però, il peggioramento della situazione ha indotto la Banca centrale a rivedere in direzione opposta le proprie intenzioni, ripristinando invece, in ottobre, l'Asset Purchase Facility - APF (si veda scheda "Regno Unito").

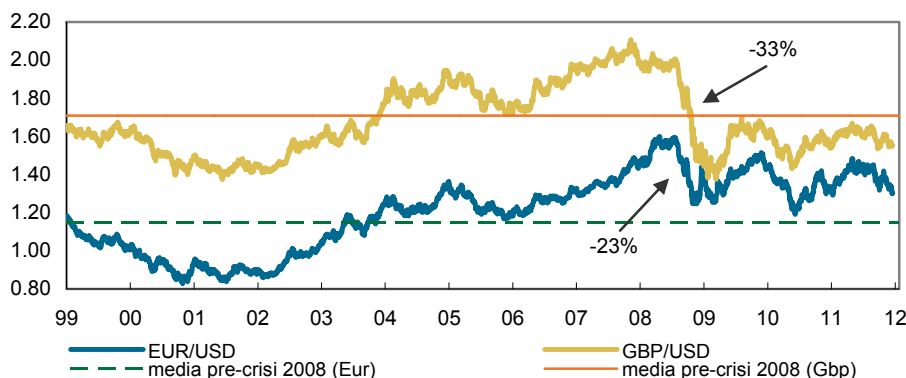
Ci attendiamo un ulteriore aumento dell'APF tra gennaio e febbraio. Questo, a fronte della decisione del FOMC a dicembre di non prendere in considerazione per ora un QE3, rende l'orizzonte a 1m-3m quello in cui la sterlina dovrebbe essere esposta al **maggior rischio di ribasso** rispetto al dollaro (tra 1,55 e 1,50 GBP/USD). Intorno a metà anno, analogamente all'euro, in vista dell'attesa chiusura del ciclo di espansione monetaria dovrebbe iniziare a riprendersi. **Contrariamente all'euro invece, per fine anno, potrebbe rafforzarsi** (sopra 1,60 GBP/USD), sulla base dell'ipotesi che, finito il ciclo espansivo, la BoE riprenda ad alzare i tassi prima della Fed.

Su tale orizzonte la sterlina dovrebbe rafforzarsi **anche contro euro** (verso 0,82-0,80 EUR/GBP), forte di una maggior crescita attesa nel Regno Unito rispetto all'area euro e di un differenziale tassi meno sfavorevole (il *bank rate* BoE è a 0,50%, mentre il *refi rate* BCE è atteso scendere sotto l'1,00% attuale). **Nella prima parte dell'anno** (eventualmente anche poco oltre la metà) **la divisa britannica potrebbe invece indebolirsi rispetto all'euro**. Infatti, pur mantenendo la correlazione positiva con l'euro rispetto al dollaro, il cambio GBP/USD in fase rialzista salirebbe meno del cambio EUR/USD e in fase ribassista scenderebbe di più, in ragione dell'**asimmetria sfavorevole** indotta dagli affetti negativi della crisi dell'area euro.

Complessivamente, **in termini di media annua**, si dovrebbe assistere a un **modesto indebolimento** della sterlina **contro dollaro** (rispetto alla media 2011) – in ragione del differenziale di crescita attesa ampiamente a favore degli Stati Uniti – **e a un moderato rafforzamento contro euro**.

Anche nel caso della sterlina pesa l'incognita QE3 della **Fed**, in termini analoghi a quelli dell'euro. Simili anche i **rischi rispetto allo scenario centrale**, ovvero verso il basso.

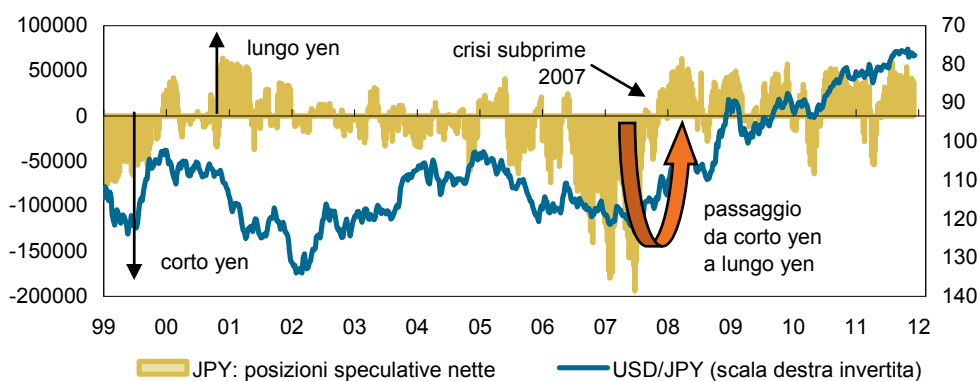
Tendenzialmente, **nel rapporto diretto tra sterlina ed euro, il potenziale di ribasso della sterlina dovrebbe essere inferiore a quello dell'euro**, non solo perché il rischio crisi dell'area euro colpisce la moneta unica in modo diretto e quindi con più forza, ma anche perché la crisi globale del 2008 ha provocato un deprezzamento della sterlina più marcato rispetto a quello dell'euro (attorno al 10% in più). Inoltre, successivamente, l'euro ha continuato a muoversi al di sopra della propria media storica pre-crisi 2008, mentre la sterlina è scesa sotto il livello della propria media pre-crisi 2008 senza più riuscire a ripristinarlo.



Fonte: EcoWin

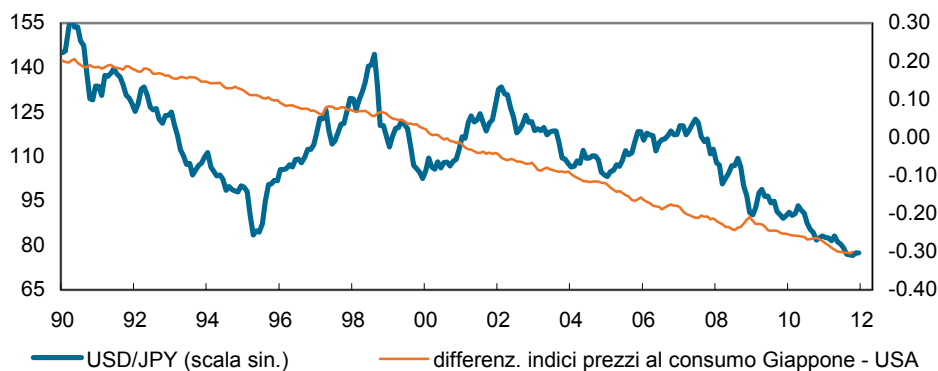
YEN

Lo yen si è apprezzato ancora quest'anno, inaugurando nuovi massimi storici in area 75 USD/JPY. Mediamente è salito del 10% rispetto all'anno scorso, passando da 88 (media 2010) a circa 80 USD/JPY (media 2011). Ma è, di fatto, dalla seconda metà del 2007, ovvero da quando scoppiò la crisi dei mutui *subprime*, che lo yen va rafforzandosi di anno in anno. Da allora si è apprezzato del 32% contro dollaro, del 39% in termini di cambio effettivo nominale e del 22% come cambio effettivo reale. Dalla crisi dei *subprime* a quella globale del 2008 a quella dell'area euro nel 2010 prima e nel 2011 poi la valuta nipponica ha fortemente beneficiato dell'aumento della *risk aversion* e il ruolo di *funding currency* è testimoniato dal passaggio "strutturale" delle posizioni speculative da un corto yen (netto) a un lungo yen (netto), che attualmente si colloca in prossimità dei massimi di esposizione long (netta) raggiunti in concomitanza con le fasi acute delle crisi menzionate.



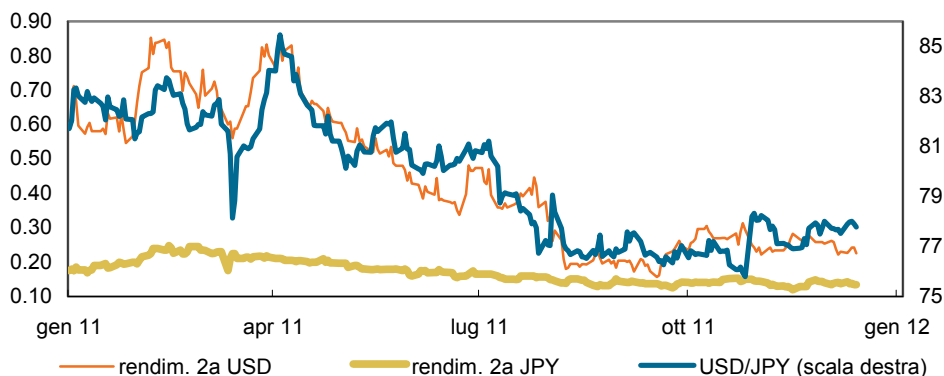
Fonte: CME e Thomson Reuters

E si tratta di livelli dai quali si può considerare più vicino – o comunque meno lontano – il momento in cui tali posizioni dovranno essere alleggerite se non proprio liquidate. **Finora**, infatti, il trend di apprezzamento (contro dollaro), giustificato dall'accresciuta avversione al rischio, è stato sostanzialmente coerente con le dinamiche fondamentali. La direzionalità del cambio USD/JPY è in linea sia con quella dei differenziali di inflazione tra Giappone e Stati Uniti sia con quella dei differenziali di rendimento (a due anni) tra USA e Giappone.



Fonte: EcoWin

Per quanto riguarda i rendimenti inoltre, il rafforzamento dello yen contro dollaro è stato esasperato dal convergere dei livelli dei rendimenti USA non solo verso quelli giapponesi, ma in termini assoluti verso lo zero.



Fonte: EcoWin

Nel futuro prossimo però, quindi **nel breve/medio termine** (non nel lungo), **un eventuale ulteriore apprezzamento potrebbe non essere più coerente** con i fondamentali. Finora, infatti, il surplus strutturale delle **partite correnti** ha "garantito" sostenibilità al rafforzamento dello yen. Tuttavia, alcuni effetti del terremoto di marzo, nonché il rallentamento globale, potrebbero rendere meno accettabile uno yen troppo forte se la situazione dei **conti pubblici** giapponesi rimane "esplosiva" come si presenta adesso. A parziale testimonianza di tali rischi si possono prendere i tre **interventi diretti sul mercato valutario** condotti quest'anno dalle Autorità domestiche per impedire un ulteriore rafforzamento dello yen contro dollaro. Gli interventi sono stati effettuati il 18 marzo, il 4 agosto e il 31 ottobre per complessivi 14.297 miliardi di yen (con ammontare di volta in volta crescente). Quasi 2.125 ne erano stati spesi il 15 settembre 2010. Gli ultimi interventi, prima di questa data, risalgono al 2004. Nei quattro interventi da settembre 2010 a ottobre 2011 il cambio USD/JPY è stato portato rispettivamente da 82 a 85, da 78 a 82, da 76 a 80, e da 75 a 79. **Si può pensare quindi che la soglia che le Autorità giapponesi considerano da salvaguardare (e – attualmente – da ripristinare) sia approssimativamente 80 USD/JPY.**

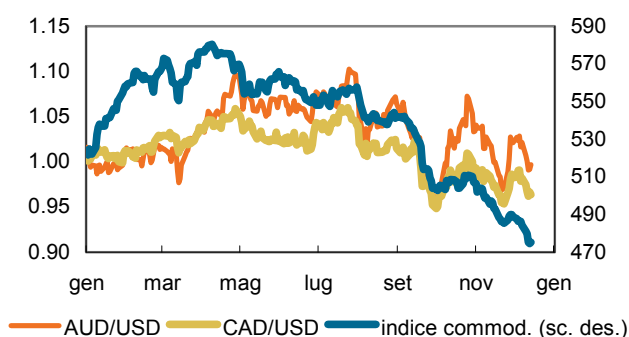
Rivediamo di conseguenza al rialzo i livelli attesi del cambio, mantenendo un profilo di **deprezzamento, ma più lento e di entità complessiva più limitata**, con rientro verso quota 85 USD/JPY nella seconda parte del 2012 e verso 90 USD/JPY nel 2013. (1) Il mantenimento protratto di una politica monetaria estremamente accomodante da parte della Fed, (2) una dinamica dei prezzi giapponesi che fa ancora fatica a risalire in territorio positivo, e – come detto sopra – (3) il permanere di una certa *risk aversion* globale almeno per alcuni mesi del 2012 rischiano, infatti, di ritardare ulteriormente l'attesa inversione ribassistica dello yen. Ma tra 2012 e 2013 la situazione dovrebbe sbloccarsi su tutti e tre i fronti menzionati.

Per quanto riguarda l'**incognita QE3** della Fed, non è detto che un suo eventuale avvio comporti un ulteriore apprezzamento dello yen contro dollaro perché, come già detto, i livelli dei rendimenti USA sono già molto vicini allo zero e perché difficilmente la BoJ ridurrebbe il grado di espansione monetaria se la Fed lo aumentasse. In ogni caso, quand'anche la reazione iniziale dovesse essere di rafforzamento, dovrebbe trattarsi di un movimento di corto respiro, perché le Autorità giapponesi – verosimilmente – interverrebbero di nuovo. Infine, a supporto del mantenimento di attese di deprezzamento dello yen, c'è da ricordare che, con tutta probabilità, **la BoJ inizierà a ritirare lo stimolo monetario solo dopo che la Fed avrà iniziato a farlo.** A questo proposito, anche nel caso dello yen il **rischio del nuovo scenario centrale potrebbe essere verso il**

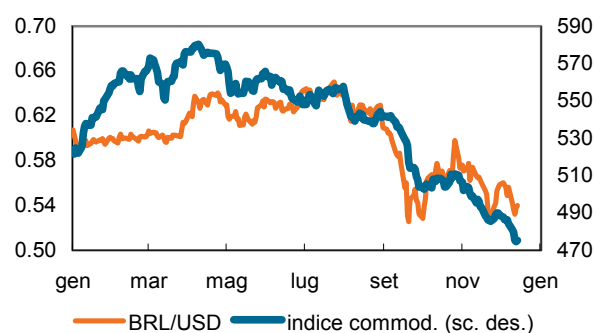
basso: se ad esempio la Fed non ricorrerà a un QE3, verranno anticipate le aspettative di avvio del ciclo di rialzi dei fed funds, uno sviluppo che avrebbe un immediato effetto ribassista sullo yen (contro dollaro) e che quindi anticiperebbe l'avvio dell'inversione ribassista.

DOLLARO AUSTRALIANO, DOLLARO CANADESE e REAL BRASILIANO

Molta importanza ha e avrà per dollaro australiano (cambio USD/AUD), dollaro canadese (cambio USD/CAD) e real brasiliano (cambio USD/BRL) la performance dell'economia mondiale. Lo si è visto molto bene quest'anno, in cui le tre valute si sono mosse in forte correlazione positiva tra di loro, e – a dimostrazione dell'elevata dipendenza dalle prospettive di crescita globale – anche in forte correlazione con la dinamica delle materie prime.

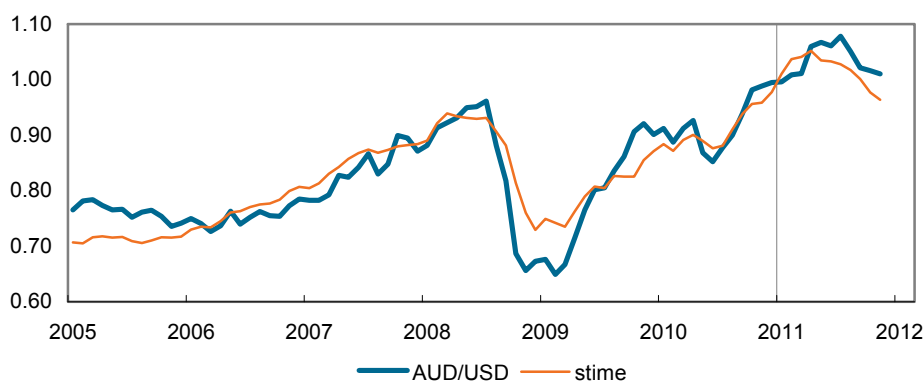


Fonte: EcoWin



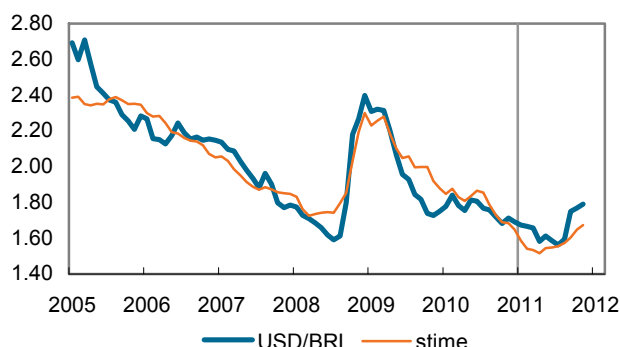
Fonte: EcoWin

Per meglio analizzare la relazione di ciascuna di esse con questo denominatore comune, ne abbiamo confrontato la dinamica rispetto a un indice generale di *commodities*. Per tutte la correlazione con questo indice è molto elevata. Abbiamo di conseguenza stimato la relazione tra ciascuna valuta e l'indice di *commodities* a partire dal 2005, con il risultato di un buon *fitting*. Lo scopo di queste stime è valutare la reattività di ciascuna valuta alle evoluzioni delle aspettative sul ciclo globale – di cui l'indice di *commodities* fornisce una buona *proxy*.

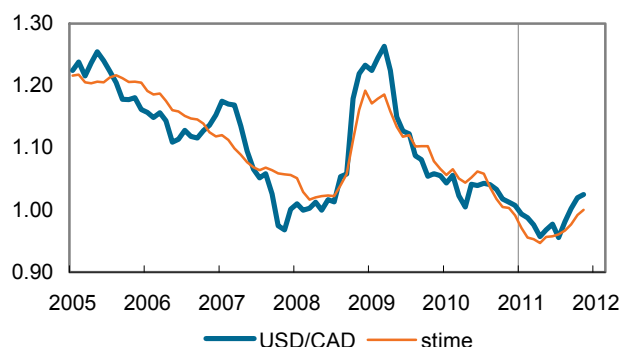


Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come mostrano i grafici, dopo il deprezzamento che le tre valute hanno subito nella seconda metà dell'anno su timori di rallentamento della crescita mondiale, l'AUD risulterebbe attualmente **sopravalutato**.



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Al contrario, CAD e BRL risulterebbero sottovalutati, e il BRL più del CAD. Queste differenze possono aiutare a comprendere quale potrà essere la reazione dei rispettivi cambi nel 2012 dato uno stesso input. Gli input rilevanti saranno (a) il rallentamento o l'accelerazione della crescita mondiale e (b) l'aumento o il calo dei prezzi delle *commodities*.

Poiché l'**AUD** è l'unico dei tre che risulta sopravvalutato, questo suggerisce che **potrebbe tendere a sotto-performare rispetto a BRL e CAD**. Tale ipotesi appare avvalorabile alla luce del sentiero di politica monetaria seguito dalla Reserve Bank of Australia (RBA). Infatti, l'economia australiana è quella che per prima ha cominciato a dare segnali di ripresa dopo l'adozione delle politiche di stimolo attuate a livello internazionale per fronteggiare la crisi del 2008. Quindi la RBA è stata la prima che ha iniziato ad alzare i tassi, nel 2009, proseguendo con i rialzi nel 2010. Nel 2011 invece li ha tagliati a novembre e dicembre, portandoli da 4,75% a 4,25%, per gli ulteriori rischi verso il basso sulla crescita derivanti dal rallentamento globale. Infatti, l'economia domestica stava già rallentando nella prima parte di quest'anno, per effetto dei passati rialzi dei tassi e a causa delle alluvioni di fine 2010/inizio 2011. L'economia australiana è particolarmente sensibile alla crescita della Cina, che assorbe il 25% delle esportazioni australiane.

Al contrario le esportazioni del Brasile sono ben diversificate (intorno a 15% verso Cina, 9% verso Stati Uniti, 9% verso Argentina) e questo deprime a favore di un potenziale di sovraperformance del BRL. Inoltre, anche in caso di rallentamento dell'economia mondiale, le Autorità brasiliane hanno spazio di manovra sulla politica fiscale, una leva che invece per almeno tutto il 2012 le altre principali economie (dagli USA all'area euro, dal Giappone al Regno Unito) non possono utilizzare, perché stanno attuando impegnativi programmi di consolidamento fiscale. Questo potrebbe consentire al **BRL di sovraperformare sia rispetto all'AUD sia rispetto al CAD**. Una situazione che dovrebbe rivelarsi particolarmente positiva per il real brasiliano sarà quando la Fed si appresterà a riprendere il ciclo di rialzi dei tassi (attualmente bloccati fino a metà 2013). In quel caso, infatti, si ridimensionerebbe il rischio della natura puramente speculativa (i tassi brasiliani sono molto elevati: Selic target rate all'11,00%) dei flussi di portafoglio che entrano in Brasile e che precedentemente avevano creato qualche preoccupazione alle Autorità domestiche inducendole a porre dei controlli sui capitali onde contenere l'apprezzamento del real.

In modo residuale, rispetto alla logica del ragionamento, **il CAD dovrebbe sotto-performare rispetto al BRL ma sovraperformare rispetto all'AUD**. In realtà, vi sono anche altri elementi che portano alla stessa conclusione. Penalizzante nel confronto con il BRL è ad esempio la forte esposizione del CAD all'economia USA: gli Stati Uniti assorbono circa il 75% delle esportazioni canadesi. E data la centralità del tema della crescita mondiale (USA e Cina in particolare) l'anno prossimo, il CAD ne viene direttamente interessato. Rispetto all'AUD ha però potenziale di sovraperformare perché, nonostante la forte dipendenza dal ciclo USA, l'economia canadese dipende anche molto dall'evoluzione dei prezzi del petrolio. Poiché questi sono attesi rimanere

relativamente elevati nel 2012, l'effetto favorevole del petrolio dovrebbe più che compensare quello sfavorevole di un eventuale rallentamento USA (purché non sia frenata o recessione). Inoltre, la Bank of Canada (BoC) dovrebbe riprendere ad alzare i tassi prima della Fed. Li aveva già alzati l'anno scorso, riportandoli da 0,25% a 1,00%. Quest'anno non ha proseguito a causa delle incertezze crescenti sulla crescita mondiale, ma una volta che questa inizi a rimettersi in moto, la BoC dovrebbe riprendere da dove aveva lasciato. Mentre non appare probabile che nel breve possa mettersi a tagliare i tassi, come hanno fatto Australia e Brasile, sia perché i tassi sono comunque bassissimi (e più bassi rispetto a AUD e BRL) sia per il surriscaldamento in atto del mercato immobiliare.

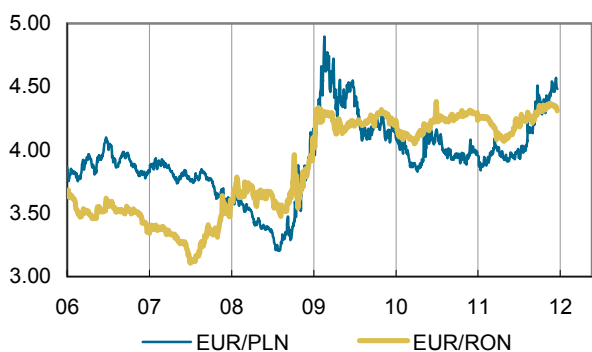
CORONA NORVEGESE e RUBLO RUSSO

La prospettiva che i prezzi del petrolio rimangano abbastanza elevati nel 2012 dovrebbe tendenzialmente fungere da supporto sia per la corona norvegese (cambio EUR/NOK) sia per il rublo russo (cambio USD/RUB) e la reattività alle variazioni di prezzo del greggio dovrebbe essere simile. Entrambe le economie sono esposte alle evoluzioni della crescita globale, con la Norvegia più esposta della Russia all'area euro. Ma entrambe, in questo frangente difficile per molte grandi economie che invece dispongono di gradi di libertà ridotti se non nulli, hanno un certo grado di manovra per contrastare gli effetti negativi in caso ad esempio di un rallentamento eccessivo della crescita globale. In Norvegia la Banca centrale può tagliare i tassi, come ha fatto a dicembre di fronte al deteriorarsi della situazione nell'area euro. In Russia, la Banca centrale può intervenire direttamente sul cambio - per garantire ad esempio un certo grado di competitività - anche se l'obiettivo è quello di portare il rublo alla piena libera fluttuazione.

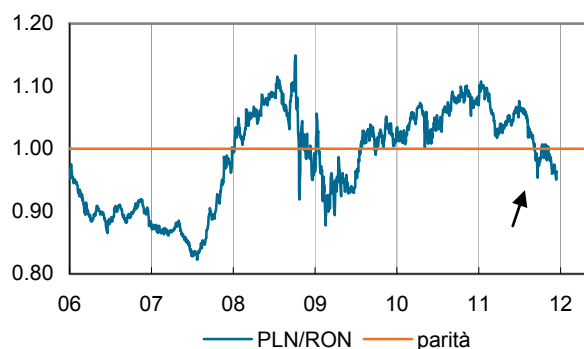
Tuttavia, a parte il regime valutario, NOK e RUB presentano alcune differenze, non tanto in termini assoluti, quanto in relazione al contesto attuale. Innanzitutto **il rublo**, in quanto emergente, **viene penalizzato più della corona in caso di aumento della *risk aversion***. Lo si è visto molto bene nella seconda metà di quest'anno, di fronte all'*escalation* della crisi nell'area euro. In secondo luogo, la corona (cambio EUR/NOK) si trova attualmente su livelli che possono essere considerati abbastanza cari, al contrario il rublo (cambio USD/RUB) si trova su livelli medio/bassi. Per quanto riguarda l'inflazione, quella norvegese è bassa e sotto *target*, mentre quella russa, per quanto sia andata scendendo, resta ancora elevata. Similmente, i tassi norvegesi sono molto più bassi di quelli russi. Per quanto riguarda le variabili che possono condizionare le dinamiche dell'economia reale o il *sentiment* di mercato, nel caso della Norvegia la più rilevante è rappresentata dagli sviluppi nell'area euro. Invece, nel caso della Russia, che tra l'altro è appena entrata nel WTO, si aggiunge anche l'appuntamento delle elezioni presidenziali in marzo e - alla luce dell'aumento atteso del deficit fiscale in funzione della campagna elettorale - l'evoluzione dei prezzi del petrolio diventa più rilevante, dal momento che il prezzo che garantisce il pareggio di bilancio nel 2012 è stato calcolato a 116 dollari al barile. Complessivamente dunque **il rublo sembra presentare un maggior numero di criticità** rispetto alla corona. Fatto salvo però il caso di un grave shock esterno che facendo aumentare la *risk aversion* penalizzerebbe immediatamente e direttamente il rublo, tali criticità, nell'attuale contesto internazionale, **potrebbero essere più fonte di volatilità** per il rublo **che fonte di maggiore *downside* rispetto alla corona**. Su un orizzonte annuale dunque EUR/NOK e USD/RUB dovrebbero equivalersi, mostrando un rafforzamento rispetto ai valori attuali. Se si guarda invece al cross EUR/RUB, allora il rublo dovrebbe sotto-performare rispetto alla corona fintantoché la valuta russa non viene lasciata fluttuare liberamente. Attualmente, infatti, la Banca centrale monitora il rublo contro un paniere di euro e dollaro, che da ottobre 2010 è stato fissato al range 32,9-36,9, per cui la direzionalità dell'EUR/RUB tenderà a essere o contraria o uguale, ma di entità inferiore.

ZLOTY POLACCO e LEU RUMENO

Le valute dell'Europa dell'Est hanno accusato fortemente il colpo della crisi dell'area euro, deprezzandosi visibilmente nella seconda metà dell'anno. Ci soffermiamo qui su zloty polacco (cambio EUR/PLN) e leu rumeno (cambio EUR/RON). Entrambi si sono indeboliti, ma lo zloty più del leu, al punto che il cross PLN/RON è tornato sotto la parità, dopo due anni di permanenza al di sopra di quota 1,00 PLN/RON. Il leu dunque è di nuovo più forte dello zloty, ma sull'orizzonte da qui a un anno, o al massimo a due anni, il rapporto di forza tra le due valute dovrebbe capovolgersi e lo zloty tornare a essere più forte.



Fonte: EcoWin



Fonte: EcoWin

Complessivamente, la situazione dell'economia rumena presenta maggiori punti problematici rispetto a quella polacca. Dopo la crisi globale del 2008 ha attraversato una recessione durata due anni, 2009-10. I tassi d'interesse sono più elevati (tasso d'intervento al 6,00% contro il 4,50% polacco) perché riflettono un'inflazione più alta (6,0% la media del tendenziale da inizio anno contro il 3,8% in Polonia). La banca centrale rumena ha tagliato i tassi una volta quest'anno, a novembre, per contrastare i rischi verso il basso sulla crescita indotti dalla crisi dell'area euro, e veniva da un ciclo di tagli, quello post-crisi globale del 2008. Al contrario la banca centrale polacca, dopo il ciclo di tagli post-crisi 2008, li aveva alzati quattro volte nella prima parte di quest'anno, per tenere sotto controllo l'inflazione. Poi, al deteriorarsi del quadro economico-finanziario dell'area euro, ha smesso di alzare.

Comune è invece lo sforzo per il risanamento dei conti pubblici, e in entrambi i paesi è in corso una politica fiscale restrittiva, dove anche l'austerità pone qualche rischio verso il basso sulla crescita domestica.

La differenza però è che la Romania porta avanti il programma di correzione del disavanzo sotto la supervisione (e con gli aiuti) del Fondo Monetario Internazionale (FMI), che a novembre ha concesso l'apertura di una nuova linea di credito cautelativa (*precautionary stand-by agreement*) di due anni alla Romania per 4,9 miliardi di dollari. A questa si aggiungono altri 1,4 miliardi di euro dell'UE e un prestito di 400 milioni di euro da parte della World Bank. Ma già dopo la crisi del 2008 la Romania aveva ricevuto gli aiuti del FMI, laddove alla Polonia non è mai andato nulla. Questo è un fattore che nel momento in cui la *risk aversion* è risalita ha contribuito a favorire il leu a discapito dello zloty. In parte questo stesso fattore potrebbe continuare ad agire nella stessa direzione. Non è escluso, infatti, che il cross PLN/RON approfondisca ulteriormente il ribasso in corso sotto quota 1,00.

Quando però l'avversione al rischio tornerà a scendere, riflettendo se non un miglioramento almeno un assetto dell'assetto economico globale e dell'area euro in particolare, lo zloty,

in fase di recupero rispetto all'euro, dovrebbe tornare a sovra-performare il leu. Un altro fattore, di carattere più strettamente fondamentale, che dovrebbe condurre nella stessa direzione è da parte della Romania l'obiettivo, a tendere, di ridurre strutturalmente i tassi di interesse. La Banca centrale rumena, infatti, ha fissato dal 2013 in avanti un *target* di inflazione più basso (2,5% ± 1%), laddove il *target* attuale per fine 2011 e fine 2013 è 3% ± 1%. Vi sono infine un paio di fattori - l'uno più transitorio, l'altro meno - di maggiore vulnerabilità dell'economia rumena l'anno prossimo rispetto a quella polacca: le elezioni (amministrative e parlamentari), che potrebbero generare nervosismo e incertezza sul mercato e mettere a rischio l'obiettivo di riduzione del disavanzo, nonché la non esigua esposizione della Romania alla Grecia.

CONCLUSIONI

La **crisi dell'area euro** resta ancora un fattore condizionante per i mercati valutari, nei termini delle evoluzioni che avrà. Tendenzialmente si può provare a ipotizzare che la prima parte dell'anno possa essere quella in cui rimane una certa avversione al rischio e che invece successivamente questa vada riassorbendosi. Tuttavia è possibile anche che vi siano fasi alterne di maggiore e minore *risk aversion*, in relazione all'emergere o meno di nuovi problemi, allo stato attuale non prevedibili.

La **crescita globale** rileva come "variabile" che consente di creare delle occasioni di sotto- o sovra-performance tra valute che solitamente sono tra loro molto correlate e che condividono la correlazione con il ciclo globale.

I **tassi d'interesse** torneranno a essere un tema soprattutto nella seconda metà del 2012 o nella parte finale di esso. Cruciali, fra tutti, saranno gli Stati Uniti. **Qualora la Fed dovesse decidere di poter fare a meno di un QE3**, inizieranno a formarsi aspettative che i Fed Funds tornino a salire prima del previsto (comunque non prima di metà 2013). **Questo offrirebbe al dollaro l'occasione per un ampio e generalizzato rafforzamento**, anche rispetto a valute con tassi elevati. Solo in un secondo tempo il biglietto verde potrebbe arretrare parzialmente, ma – diversamente dalla fase di rafforzamento – l'arretramento dovrebbe essere meno generalizzato e più selettivo.

Se la **globalizzazione**, infatti, amplifica gli effetti delle crisi omologando le reazioni di valute anche appartenenti ad aree diverse, la **tipologia delle crisi recenti** (crisi globale del 2008 e crisi dell'area euro) porta invece a galla problemi strutturali rimasti a lungo latenti. Così facendo consente però l'emergere di un numero più ampio di valute con un maggior ruolo "protagonista" nel mercato, a detrimento del ruolo di protagonista attivo tradizionalmente giocato dalle *majors*.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2011

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Marco Rocchi	055-2613674	marco.rocchi@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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