

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Dicembre 2012

Indice

Scenario 2013: crescita globale moderata, all'insegna di una maggiore propensione al rischio	2
Il quadro per area in sintesi	5
Commodity: attendendo la crescita	8
Petrolio	11
Stati Uniti – Superato il <i>fiscal cliff</i>, e il 2013, pronti a riaccelerare	14
L'incertezza riguarda più i dettagli che la restrizione fiscale complessiva attesa nel prossimo decennio: circa 200 miliardi di dollari all'anno	15
Inflazione ancora in calo: non ci sono ostacoli allo stimolo della Fed	17
Politica fiscale: <i>fiscal cliff</i> e dintorni	17
Politica monetaria: buon 2013 dalla Fed!	18
Area euro - La "quiete" dopo la tempesta?	20
Lo scenario in sintesi	20
Il quadro congiunturale: un anno di transizione	21
Focus: l'impatto della politica fiscale nell'area euro	24
Inflazione sotto il 2% nel 2013, con rischi verso il basso	26
Politica monetaria: non c'è da aspettarsi un granché dalla BCE nel corso del 2013	29
Focus: potenziale rimborso per 180 miliardi, dei 972 presi a prestito con le aste triennali	31
Germania: gelata invernale	32
Francia: la perdita di competitività pesa sulle previsioni di crescita	36
Focus - La proposta del Governo Hollande per recuperare competitività	38
Italia: la recessione allunga la sua ombra sul 2013	39
Focus – L'ottovolante dello spread e i suoi effetti "reali"	41
Spagna: <i>Lacrimosa</i>	44
Focus: quanto ancora può salire la disoccupazione spagnola?	48
Grecia: risposta soddisfacente dall'Europa per rendere il debito sostenibile, e non sono da escludere ulteriori interventi	53
Irlanda: la manovra 2013 pone le basi per raggiungere i target fiscali	57
Portogallo: il rischio crescita potrebbe rendere insufficiente la manovra 2013	59
Regno Unito – 2013: crescita avanti adagio, ma bene	61
Asia	62
Giappone: fino a quando abuserà della pazienza dei mercati?	62
Cina: il punto di minimo è superato ma la ripresa non vola	67
Focus: la composizione del nuovo Comitato Permanente del Partito Comunista Cinese	72
India: la crescita rimane debole	77
 Mercati valutari: nel 2013 la crisi area euro "peserà" di meno	82

Dicembre 2012

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area euro

Sara Molinari
Economista - Area euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

Le informazioni del presente documento sono aggiornate al 13.12.2012

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

Scenario 2013: crescita globale moderata, all'insegna di una maggiore propensione al rischio

Lo scenario 2013 manterrà grande continuità con il 2012: tassi di crescita moderati, orientamento restrittivo delle politiche fiscali e fortemente espansivo di quelle monetarie, pressioni inflazionistiche generalmente trascurabili. Nell'Eurozona, occorrerà tempo perché i progressi nella gestione della crisi del debito si traducano in ripresa economica. Le principali novità potrebbero arrivare dall'Estremo Oriente, dove il cambio di governo in Giappone condurrà all'adozione di politiche economiche aggressive. Nel complesso, ci attendiamo maggiore propensione al rischio.

Luca Mezzomo

La scansione annuale delle proiezioni macroeconomiche spesso introduce cesure arbitrarie nel continuo dello scenario, distraendo l'attenzione dai veri elementi di discontinuità, che spesso si verificano durante l'anno. Il passaggio fra 2012 e 2013 non fa eccezione, anche se questa volta alcuni eventi di rilevanza sistemica (le elezioni politiche giapponesi, ad esempio) sono effettivamente collocati intorno al cambio di calendario. Nel complesso, ci attendiamo che l'evoluzione economica dei prossimi trimestri presenti forti elementi in comune con gli ultimi mesi del 2012, inclusa una cauta ripresa della propensione al rischio.

Iniziamo dal contesto geopolitico. Un elemento di continuità (la rielezione di Obama a presidente degli Stati Uniti) dovrebbe favorire negli Stati Uniti uno scenario di graduale restrizione fiscale, senza strappi e clamorosi cambi di strategia; inoltre, ci pare anche meno probabile che gli Stati Uniti tornino ad essere un fattore di instabilità per lo scenario globale, come in passato, invece, è accaduto piuttosto frequentemente con le amministrazioni repubblicane. Sullo sfondo, persistono fattori potenziali di crisi (Iran, Corea del Nord, rivoluzioni sociali nel Medio Oriente arabo) dal potenziale destabilizzante, ma ad esse gli investitori sono ormai assuefatti e sarà necessaria una *escalation* esplosiva per far aumentare l'avversione al rischio.

Contesto geopolitico: molti i fattori di rischio

La conferma di Obama riduce i rischi di shock fiscale e militare

Fra gli elementi di discontinuità, uno deve considerarsi inequivocabilmente positivo: la svolta nella gestione della crisi finanziaria dell'Eurozona, che sta conducendo a una ripresa del clima di fiducia fra gli investitori. Il cambiamento è partito nel giugno 2012, con l'impegno politico a incrementare l'integrazione economica; tuttavia, è stato soltanto con l'annuncio del programma OMT da parte della BCE (agosto-settembre 2012), il lancio del Meccanismo Europeo di Stabilità (*European Stabilisation mechanism*, ESM, 8 ottobre), l'accordo sull'avvio dell'unione bancaria (11 dicembre) e l'avvio di un processo di ristrutturazione del debito greco verso organismi ufficiali (nella prima metà di dicembre) che la strategia di gestione della crisi ha compiuto un vero salto di qualità. Ovviamente, lo scenario dell'Eurozona rimane complesso: oltre ai rischi connessi alle elezioni politiche in Italia (febbraio 2013), dobbiamo ricordare la difficoltà per la Spagna di realizzare il risanamento dei conti pubblici in un contesto di riduzione della leva finanziaria e di recessione nel settore privato, e i crescenti ostacoli al rispetto degli obiettivi fiscali che incontra il Portogallo. Tuttavia, il nuovo orientamento della Germania e la potenziale mobilitazione del bilancio della Banca centrale hanno fortemente ridimensionato la probabilità di scenari estremi, evidenziando già i primi importanti benefici, nella forma di un parziale ripristino dei flussi di capitale fra i paesi dell'Eurozona e di un netto ridimensionamento dei premi per il rischio. Questi due processi, se confermati, possono ridurre il divario fra le condizioni del credito di centro e periferia, migliorando la trasmissione degli impulsi di politica monetaria e favorendo nel tempo la ripresa economica.

I benefici della svolta nella gestione della crisi europea avvenuta nel 2012 cominceranno a farsi sentire nel corso del prossimo anno

La seconda novità dello scenario è il ritorno al potere dei liberal-democratici in Giappone, ampiamente preannunciata dai sondaggi. Il cambio di governo spiana la via a un uso aggressivo in funzione anti-deflazionistica della politica monetaria, con probabili ripercussioni sul cambio dello yen, e della politica fiscale. Il sostegno alla bilancia dei pagamenti potrebbe essere

La svolta politica in Giappone agiterà ancora i mercati valutari

completato dal rilancio dell'industria nucleare, congelata dopo il disastro di Fukushima. Meno chiare sono le implicazioni per le crescenti tensioni internazionali con la Cina, potenzialmente devastanti per l'economia dell'Estremo Oriente: da una parte, il partito di Abe ha caricato di toni nazionalistici la propria piattaforma elettorale, facendo temere una gestione ancora più aggressiva del contrasto; dall'altra, però, Abe ha recentemente rilasciato alcune dichiarazioni concilianti e, nel passato, si è dimostrato alquanto pragmatico nei suoi rapporti con il potente vicino.

L'orientamento delle politiche economiche non è destinato a mutare significativamente rispetto al 2012. A giudicare dalle proiezioni del FMI per il saldo primario corretto per il ciclo, le politiche fiscali avranno un orientamento ancora restrittivo. Nei paesi avanzati, il saldo primario corretto per il ciclo dovrebbe migliorare di 1,0% del PIL, con una variazione più marcata negli Stati Uniti che nell'Eurozona e in Giappone. In quest'ultimo paese, peraltro, il cambio di governo potrebbe portare a un atteggiamento più accomodante di quanto previsto dal FMI. Sebbene il FMI stimi per l'Eurozona una variazione inferiore a quella del 2011 e del 2012, la probabile presenza di effetti ritardati delle misure passate non consente di essere ottimisti riguardo all'impatto sul tasso di crescita del PIL. Nei paesi emergenti, invece, l'orientamento rimarrà sostanzialmente neutrale.

Molta continuità nelle politiche fiscali

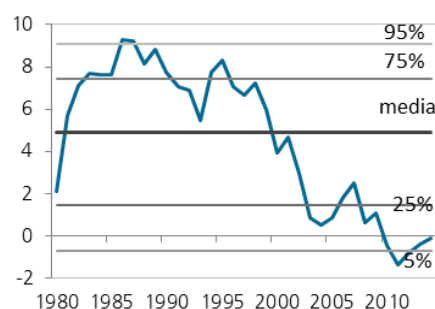
L'orientamento delle politiche fiscali rimane restrittivo nei paesi avanzati, neutrale in quelli emergenti

Tab. 1 - Variazione del saldo primario corretto per il ciclo (% del PIL)

	2011	2012	2013
Avanzati	1.0	0.6	1.0
- Eurozona	1.4	1.5	0.6
- Stati Uniti	1.1	1.0	1.3
- Giappone	-0.1	-0.7	0.6
Emergenti	1.0	0.0	0.1
- Asia	0.6	0.1	0.1
- Europa	2.3	-0.1	-0.2
- America Latina	0.5	0.3	0.3

Fonte: FMI, Fiscal Monitor, ottobre 2012

Fig. 1 - Paesi OCSE: tasso reale di interesse a breve termine e distribuzione storica (dal 1980)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo e dati OCSE

L'orientamento delle politiche monetarie rimane accomodante nei paesi avanzati. Il tasso di interesse reale a breve termine per i paesi OCSE è atteso rimanere nel decile più basso della distribuzione storica: non soltanto i tassi ufficiali rimarranno vicini allo zero, ma le misure non convenzionali di politica monetaria (stimoli quantitativi o gestione della liquidità a rubinetto) tendono a schiacciare ulteriormente i tassi di mercato monetario. Inoltre, diverse banche centrali hanno introdotto programmi di acquisto di attività finanziarie a medio-lungo termine, con il risultato di deprimere i livelli dei rendimenti. I *benchmark* decennali di Stati Uniti, Giappone e Germania rimangono su livelli eccezionalmente bassi in termini reali e nominali.

Le politiche monetarie rimarranno fortemente accomodanti nei paesi avanzati

Per quanto riguarda la trasmissione della politica monetaria all'economia reale, il quadro appare diversificato. Ovunque, la forte crescita della base monetaria risulta in gran parte compensata dal calo dei moltiplicatori monetari. Tuttavia, negli Stati Uniti l'espansione del credito bancario, per quanto a novembre sia rallentata al 4,0%, è tornata su livelli vicini alla media storica (5,6% dal 1960 al 2011) e rimane in linea con la crescita del PIL nominale (4,0-4,2% nel biennio 2012-13). Rimangono serie criticità soprattutto nell'Eurozona: qui la formazione dell'eccesso di liquidità è servita a rimpiazzare la base monetaria risucchiata dall'Europa meridionale a quella settentrionale durante la crisi. Nella periferia europea, la crisi della raccolta sui mercati dei capitali e poi le pressioni recessive hanno portato a una maggior restrizione delle condizioni creditizie. A rimarcare tale dicotomia, le passività delle imprese non finanziarie crescono sostanzialmente in linea con il PIL nominale in Germania e Francia, ma si contraggono più

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2012

velocemente del PIL in Italia e Spagna: una tendenza che dovrebbe essere confermata nel 2013. In Italia, però, il raffreddamento della crisi finanziaria dovrebbe portare nel tempo a un miglioramento delle condizioni del credito.

Tab. 2 - Passività finanziarie di imprese e famiglie in alcuni Paesi (variazione a/a stimata)

	Imprese non finanziarie		Famiglie		PIL nominale	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Stati Uniti	1.7	2.2	-0.4	5.1	4.1	4.2
Giappone	-1.9	1.3	-0.2	0.3	0.8	-0.2
Eurozona	0.6	1.4	0.1	-0.8	0.9	1.0
- Germania	3.1	3.3	1.1	2.0	3.9	2.3
- Francia	3.0	1.4	2.8	-0.1	1.7	1.1
- Italia	-1.9	-0.8	0.5	-1.4	-1.1	0.5
- Spagna	-3.8	-1.6	-3.5	-3.0	-1.2	-1.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo da varie fonti

Tirando le somme di quanto detto, si prevede una crescita del PIL mondiale pressoché uguale al 2012, 3,2% contro 3,0%. Spinte recessive prolungate dovrebbero interessare soltanto l'Eurozona, mentre in Giappone saranno di breve durata. Il processo di convergenza dei paesi emergenti, che non sono frenati dalle esigenze di risanamento dei conti pubblici delle economie avanzate, continuerà a essere galoppante. In uno scenario di oscillazioni su una media pressoché stazionaria per le materie prime, l'inflazione dovrebbe calare ulteriormente nei paesi OCSE. L'espansione monetaria non ha alcuna possibilità di generare pressioni inflazionistiche persistenti in un contesto di forte eccesso di capacità produttiva. Tuttavia, non va escluso che, a fronte di ripresa della propensione al rischio, la liquidità possa alimentare bolle speculative sui mercati finanziari. In tal caso, potrebbe indirettamente causare inflazione se i flussi di investimento si riversassero sulle materie prime.

La crescita mondiale rimarrà moderata, senza pressioni inflazionistiche globali. La ripresa della propensione al rischio e l'abbondanza di liquidità potrebbero però alimentare "bolle" finanziarie

Tab. 3 - La crescita economica per area geografica

	2009	2010	2011	2012	2013
Stati Uniti	-3.1	2.4	1.8	2.2	1.7
Giappone	-5.5	4.7	-0.5	1.8	0.9
Area Euro	-4.3	1.9	1.5	-0.4	-0.3
Europa Orientale	-5.6	3.6	3.7	2.8	1.9
America Latina	-2.0	5.8	4.1	2.6	3.3
OPEC	1.0	3.8	4.8	3.5	4.4
Asia orientale	5.5	9.1	7.0	5.8	5.9
Africa	1.9	3.8	3.3	2.8	4.2
Crescita mondiale	-0.6	5.1	3.8	3.0	3.2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 4 - Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2009	2010	2011	2012	2013
Petrolio (Brent, \$/barile)	61.5	79.5	111.5	111.9	107.3
	-36.7	+29.1	+40.3	+0.3	-4.1
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	127.3	160.9	189.5	170.3	173.0
	-15.7	+26.4	+17.8	-10.1	+1.6
Metalli (1990=100)	136.5	202.3	229.7	190.5	198.4
	-19.2	+48.2	+13.5	-17.1	+4.1
Agricole (1990=100)	93.9	125.1	153.5	133.6	124.6
	-17.1	+33.2	+22.7	-13.0	-6.7

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

Le prospettive di crescita negli **Stati Uniti** sono rimaste invischiate nella rete dell'incertezza fiscale. Prevediamo che **il 2012 si chiuda con un accordo sul *fiscal cliff* e sul limite del debito**, caratterizzato da una correzione complessiva di circa 2 tln di dollari su 10 anni, con rialzi di entrate per circa 1,2 tln di dollari e tagli di spesa per 1 tln. Nel prossimo biennio, il freno della politica fiscale verrà in parte controbilanciato dalla **politica monetaria super-espansiva** della Fed, dal graduale riequilibrio dei bilanci delle famiglie e dalla ripresa del settore dell'edilizia residenziale. Lo scenario è quindi di crescita intorno al 2% nel 2013-14 (1,7% nel 2013, 2,2% nel 2014). **I rischi per la crescita nel 2013 sono verso il basso**. La chiusura del 2012 è molto debole, anche per via dell'incertezza fiscale. Inoltre, dopo il probabile accordo sul *fiscal cliff*, il sospiro di sollievo per avere evitato il baratro sarà seguito dagli effetti reali di una politica fiscale restrittiva su un arco di tempo prolungato, con conseguenti aggiustamenti dei programmi di spesa di famiglie e imprese colpite da rialzi di imposizione tributaria e riduzioni di trasferimenti. L'aspettativa che l'accordo sul *fiscal cliff* si chiuda con un piano di restrizione fiscale i cui dettagli dovranno essere definiti nel 2013 manterrà consumatori e imprese su posizioni caute fino a quando non saranno diffusi i contorni delle riforme su spesa programmatica e imposizione tributaria. La crescita debole e il lentissimo aggiustamento del mercato del lavoro manterranno **la politica monetaria sull'attuale sentiero super-espansivo**. I programmi di acquisto titoli senza tetti e senza scadenza contribuiranno a mantenere sui minimi storici i rendimenti e i tassi sui mutui a lungo termine, favorendo i due settori frenati dagli effetti dell'eccesso di debito: settore pubblico e settore immobiliare residenziale. Ci aspettiamo il proseguimento dei programmi aperti almeno fino alla fine del 2013, e il mantenimento del tasso sui fed funds a zero almeno fino a metà 2015. Nel **medio termine**, tuttavia, ci sono **forze strutturali positive** che permetteranno all'economia americana di **accelerare su un orizzonte temporale prolungato, indipendentemente dalle fluttuazioni cicliche**: ripresa dell'edilizia residenziale, rilocalizzazione delle imprese manifatturiere, rimpatrio di utili prodotti all'estero da imprese multi-nazionali, aumento della produzione di petrolio e conseguente riduzione delle importazioni energetiche, apertura della possibilità di esportazione di gas naturale. Pertanto ci aspettiamo un contributo positivo (non triviale) alla crescita dagli **investimenti fissi**, residenziali e non, e dal **canale estero**.

Stati Uniti

Il 2013 sarà ancora un anno difficile per la zona euro, nonostante la svolta nella strategia di gestione della crisi avutasi con l'annuncio del Piano di azione congiunto BCE/ESM, l'introduzione di regole uniformi per il consolidamento delle finanze pubbliche e l'individuazione di un'agenda per la creazione di un meccanismo di supervisione comune per le istituzioni creditizie. Il processo di consolidamento fiscale nella periferia è destinato a proseguire e il grado di restrizione fiscale è atteso ridursi solo marginalmente rispetto al 2012, dall'1,4% all'1% del PIL. Soltanto nel 2014 il freno al ciclo derivante dalla politica fiscale dovrebbe allentarsi significativamente. Al *deleveraging* del settore pubblico in Spagna, Portogallo, Grecia e Irlanda si aggiunge quello del settore privato. Inoltre, non ci aspettiamo, quindi, grosse novità sul fronte delle misure non convenzionali di politica monetaria in corso d'anno, al di là di quanto già predisposto. Un taglio del *refi* (ma non del tasso sui depositi) nei primi mesi dell'anno è possibile, dati i recenti segnali di rallentamento ciclico, ma servirebbe ad abbattere il costo della liquidità presa a prestito nelle aste triennali, più che a stimolare l'economia reale.

Area euro

In questo contesto, è difficile che l'economia dell'area euro possa tornare a tassi di crescita positivi già il prossimo anno anche perché, sulla base dei dati più recenti, una recessione tecnica in Germania a cavallo del nuovo anno non può più escludersi. Abbiamo tagliato significativamente le nostre stime per l'economia tedesca (a 0,5% da un precedente 0,9%). Di riflesso, ci aspettiamo ora una contrazione per la zona euro di -0,3%, solo in lieve miglioramento rispetto al -0,4% del 2012. Nel 2013, le esportazioni nette rimarranno il solo motore di crescita, mentre la domanda interna continuerà a scendere anche se a un ritmo (-0,8%), meno severo che nel 2012 (-1,4%). Rispetto all'anno in corso, si chiuderanno, in parte,

le divergenze tra paesi del centro, che contribuiranno per +0,1% alla crescita della zona euro, e paesi della periferia che in media dovrebbero sottrarre uno 0,4%. La dinamica occupazionale continuerà a risentire del rallentamento ciclico in particolare nei Paesi della periferia, ma prevediamo un peggioramento anche nei paesi *core*. Ci aspettiamo che la disoccupazione nell'area euro possa salire fino al 12,1% per fine 2013, dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo.

I rischi sullo scenario rimangono ancora verso il basso. I progressi attuati quest'anno andranno consolidati per evitare ricadute della crisi sul debito e a tal fine è fondamentale che il piano BCE venga implementato in modo ordinato e in tempi rapidi in caso di necessità; che i lavori per l'istituzione di un'autorità di vigilanza europea avanzino senza eccessivi ritardi e che gli appuntamenti elettorali in Italia e Germania non portino a un ripensamento delle scelte di politica economica nazionale ed europea. Ci aspettiamo, inoltre, che la domanda globale acceleri già da fine inverno, dando nuovo impulso alle economie europee. Se il 2013 trascorrerà senza grossi scossoni, l'economia area euro potrà tornare a crescere (all'1%) nel 2014.

L'inflazione è attesa tornare sotto il 2% già da febbraio del prossimo anno, grazie al calo delle pressioni da energia e alimentari. Sull'orizzonte di previsione l'inflazione rimarrà ampiamente sotto controllo e le uniche pressioni inflative deriveranno da aumenti di tassazione indiretta e prezzi amministrati.

L'economia giapponese è in recessione. La contrazione del PIL dovrebbe essere di breve durata: nel 2013 la crescita dovrebbe essere in ripresa, con una variazione annua di 0,9%. La ripresa del 2013 dovrebbe essere trainata dalle esportazioni e da un modesto miglioramento della domanda domestica privata, ma dovrebbe anche essere sostenuta da un aumento degli investimenti pubblici e da maggiore stimolo monetario, soprattutto se le elezioni si concluderanno con l'atteso cambiamento di maggioranza alla Camera bassa (da DPJ a LDP). I conti pubblici sono su un sentiero sempre più insostenibile: la correzione degli squilibri fiscali richiede interventi di dimensioni enormi anche solo per stabilizzare il debito sui livelli attuali (230% del PIL). Lo scenario di **politica fiscale** è reso più incerto dall'atteso cambiamento di governo dopo le elezioni del 16 dicembre. Il Governo uscente aveva approvato un piano di rientro fiscale con misure strutturali per circa il 5% del PIL, grazie all'aumento dell'imposta sui consumi dall'attuale 5% al 10% entro ottobre 2015 e ad altre misure ancora da attuare. Il budget 2013 e l'indirizzo della politica fiscale del nuovo Governo saranno cruciali per vedere se verrà mantenuta la moderata restrizione fiscale di medio termine annunciata nel 2012. Il sentiero del PIL nel prossimo triennio sarà influenzato dal rialzo dell'imposta sui consumi, che dovrebbe raddoppiare dal 5% attuale al 10% entro ottobre 2015. L'**inflazione** è di nuovo in territorio negativo. La previsione è di deflazione moderata nella prima metà del 2013, con un ritorno verso lo zero a fine anno. Nel 2014-15, il sentiero dei prezzi sarà estremamente volatile per via del rialzo dell'imposta sui consumi. La Banca centrale ha modificato in direzione più espansiva la strategia di politica monetaria, aumentando il programma di acquisto titoli, introducendo prestiti a lungo termine, e segnalando che la politica monetaria resterà espansiva fino a quando non sarà finita la deflazione, con una svolta verso programmi illimitati, nel tempo e nella dimensione, sullo stile della Fed. Prevediamo ulteriori incrementi del programma di acquisto titoli in tutte le classi di attività, dai JGB ai titoli più rischiosi.

Giappone

I dati del trimestre settembre-novembre di vendite al dettaglio, produzione industriale, investimenti e commercio estero indicano che l'economia ha superato il punto di minimo anche se la ripresa appare debole. Ci aspettiamo che la National Development and Reform Commission (NDRC) continui ad accelerare l'approvazione di nuovi progetti infrastrutturali e il completamento dei progetti esistenti, mantenendo tuttavia in piedi le misure amministrative anti-speculazione sul mercato immobiliare. Gli investimenti saranno dunque solo in moderato recupero nel 2013, sostenuti anche da un contenuto allentamento della politica monetaria, i cui effetti saranno maggiormente visibili nel 2014. Rivediamo marginalmente al ribasso la crescita del 2013 da un precedente 8,1% a 7,9% a causa di una minore crescita dei consumi privati e

Cina

delle esportazioni rispetto allo scenario precedente. I rischi sullo scenario rimangono al ribasso per gli impatti negativi che potrebbe avere un ulteriore rallentamento del mercato immobiliare sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla *performance* del settore bancario; esternamente, per un ulteriore rallentamento della crescita negli Stati Uniti e nell'area euro, associato al rallentamento delle altre economie asiatiche, con un impatto negativo sulle esportazioni.

Le indagini di clima del 3° trimestre 2012 mostrano ancora un quadro di rallentamento dell'attività economica e di calo della fiducia delle imprese, sebbene le aspettative per il 4° trimestre dell'anno siano in miglioramento. L'analisi dei piani di investimento del 3° trimestre del 2012 prospetta una dinamica degli investimenti più moderata nei prossimi trimestri. Considerato l'andamento degli indicatori mensili, le deboli prospettive degli investimenti e il rallentamento dei consumi privati, rivediamo al ribasso la crescita da 5,7% a 5,3% nel 2012 e da 6,5% a 5,7% nel 2013.

India

Nonostante il rallentamento dell'attività economica, l'inflazione rimane ancora elevata. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa marginalmente dal picco del 10% in agosto al 9,8% in ottobre ed è risalita a 9,9% in novembre. I rischi sull'inflazione rimangono al rialzo e limitano lo spazio di allentamento dei tassi da parte della Banca centrale. Riteniamo che la RBI, fino a che l'inflazione non darà maggiori segnali di svolta, continuerà ad agire fornendo liquidità più che utilizzando i tassi. Ci aspettiamo dunque che la RBI attenda il 1° trimestre dell'anno per ritoccare i tassi al ribasso.

Gli sforzi del Governo per implementare le riforme strutturali necessarie al paese, apprezzati dagli investitori internazionali, continueranno ad essere ostacolati dalla mancanza di una forte maggioranza parlamentare della coalizione di Governo in un anno che precede le elezioni politiche che si terranno nel maggio del 2014, con rischi al rialzo sulla traiettoria del deficit pubblico.

Commodity: attendendo la crescita

Date le significative incertezze che gravano ancora sullo scenario macroeconomico, l'attitudine dei mercati finanziari in oscillazione fra propensione e avversione al rischio si rifletterà sui mercati delle commodity in un'alternanza di preoccupazioni legate a possibili interruzioni improvvise dell'offerta e debolezza della domanda, esposta ai rischi di rallentamento del ciclo economico internazionale. Tuttavia, rimaniamo moderatamente ottimisti per il complesso delle materie prime grazie alla buona tenuta dei paesi emergenti e al costante sostegno delle politiche monetarie, che dovrebbero contribuire a migliorare molto gradualmente le prospettive di crescita economica mondiale e ripristinare progressivamente la fiducia degli investitori.

Driver macroeconomici

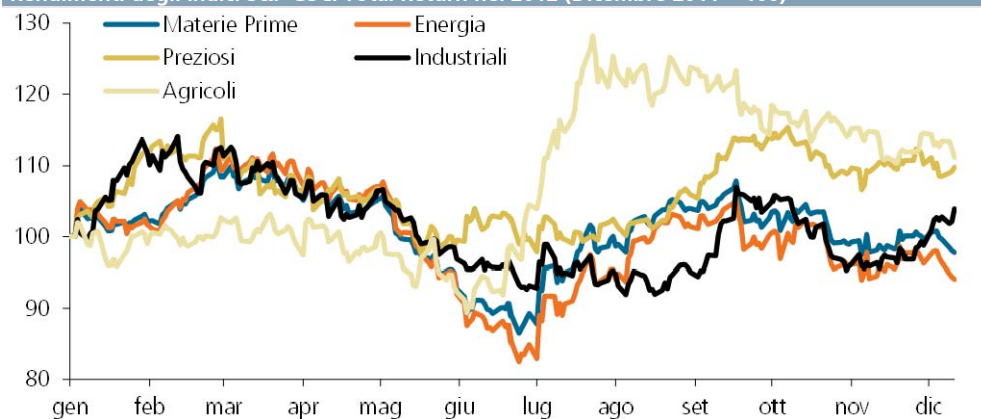
Nel 2013, i due principali *driver* macroeconomici per i mercati delle commodity saranno ancora crescita economica e fiducia degli investitori. Nel nostro scenario centrale, ci attendiamo che le prospettive di crescita economica mondiale migliorino molto gradualmente, grazie alla tenuta dei paesi emergenti e al costante sostegno delle politiche monetarie, e che di conseguenza la fiducia sia progressivamente ripristinata.

Negli ultimi due mesi, molti elementi di incertezza si sono risolti in modo positivo, ad esempio grazie alla conferma dei nuovi leader cinesi e alla rielezione di Obama. Tuttavia, restano importanti rischi esogeni, primo fra tutti l'incognita delle decisioni politiche. Infatti, per le commodity sarà determinante la volontà politica di perseguire gli aggiustamenti necessari a più livelli: a livello macro, per sostenere la crescita; a livello settoriale per sostenere i mercati fisici delle commodity, ad esempio costruendo infrastrutture e favorendo il commercio.

Altri importanti rischi al ribasso che continueranno a gravare sulla moderata ripresa del ciclo, e che di conseguenza saranno determinanti nell'influenzare i rendimenti delle materie prime sono:

- Negli Stati Uniti, politiche fiscali ed evoluzione del mercato immobiliare, data la rilevanza su reddito disponibile e fiducia dei consumatori;
- In Giappone, alto deficit ed evoluzione dello scenario politico dopo le elezioni di dicembre;
- Nella Zona Euro, elezioni in Italia e Germania, e lente riforme istituzionali europee in un *framework* di persistente debolezza economica e preoccupazione su sostenibilità del debito e austerità;
- Nei paesi emergenti asiatici, contrazione delle esportazioni verso i paesi occidentali, strutturale rallentamento in Cina per la transizione nel modello di sviluppo e il venir meno del dividendo demografico.

Rendimenti degli indici S&P GSCI Total Return nel 2012 (Dicembre 2011 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Commodity e asset allocation

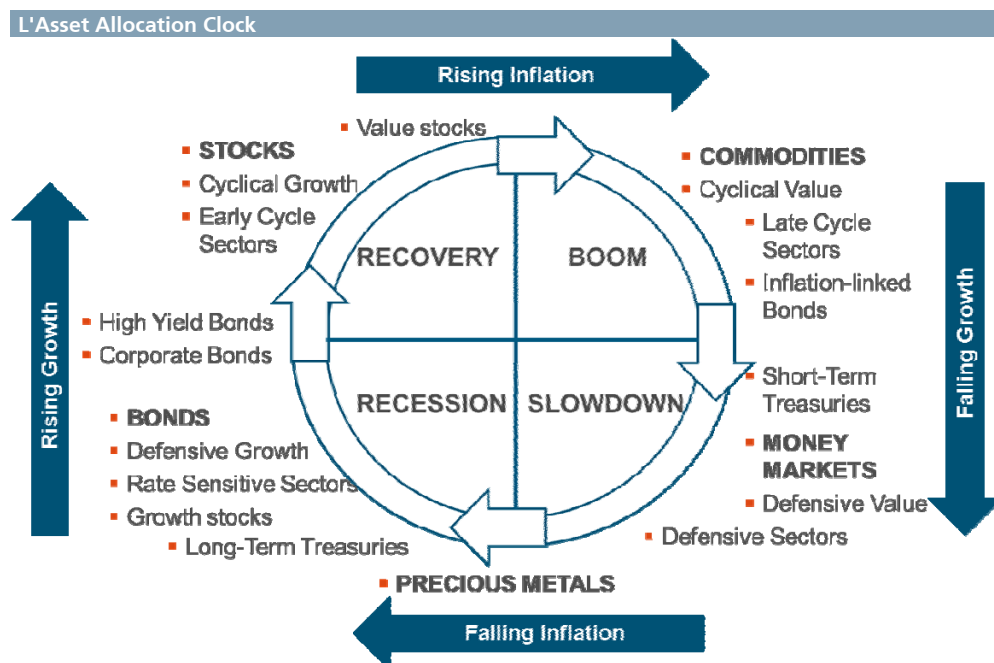
Dato lo scenario macroeconomico così complesso che ci attende nei prossimi mesi, cosa ci si può attendere dai mercati delle commodity?

In Teoria della Finanza, il famoso modello *Asset Allocation Clock*, proposto per la prima volta in questa versione da Merrill Lynch, associa a ciascuna delle quattro fasi del ciclo economico, definite dalle variabili di crescita e inflazione, le *asset class* che dovrebbero registrare i migliori rendimenti relativi.

Seguendo questo schema interpretativo, vediamo che nella fase attuale del ciclo, caratterizzata da bassa crescita e quasi inesistenti pressioni inflazionistiche, oro e preziosi dovrebbero registrare buoni rendimenti, beneficiando dei bassi tassi di interesse. Al contrario, commodity maggiormente esposte al ciclo economico, come metalli industriali ed energetici, dovrebbero registrare migliori rendimenti nella fase di ripresa ciclica e nella successiva fase di forte crescita.

In generale, le politiche monetarie espansive in corso dovrebbero sostenere le quotazioni di tutte le commodity: direttamente tramite un aumento della liquidità che potrebbe sostenere gli investimenti in Mercati Emergenti e commodity, ma soprattutto indirettamente grazie all'importante contributo positivo che eserciteranno sulla crescita, impedendone un eccessivo rallentamento.

Queste conclusioni sarebbero quindi positive per i mercati delle commodity perché lascerebbero sperare che, una volta rafforzato il ciclo, le materie prime potrebbero beneficiare di rialzi generalizzati.



Fonte: Merrill Lynch's Investment Clock, elaborazione Intesa Sanpaolo

A nostro avviso, questo modello è ancora valido nelle condizioni attuali di mercato, ma va applicato con particolare cautela. Infatti, in questi anni nuovi fenomeni stanno cambiando profondamente i mercati e di conseguenza nella prossima fase di ripresa non vedremo più ampie pressioni rialziste su tutte le materie prime come nel 2007-08.

Tre grandi temi per il 2013

Nel 2013, i tre grandi temi per i mercati delle commodity saranno:

- *Financialization* (finanziarizzazione dei mercati delle materie prime): gli investimenti finanziari rendono i movimenti di prezzo delle commodity più difficili da interpretare. I sintomi più evidenti di questo cambiamento strutturale sono tre: 1) fenomeni speculativi e avversione/propensione al rischio (*risk-on / risk-off*) possono guidare le commodity nel breve periodo; 2) la pubblicazione di dati macroeconomici influenza rendimenti giornalieri e infragiornalieri; 3) l'adozione delle commodity in portafogli di investimento ha aumentato la correlazione con altre *asset class*, ad esempio tramite il basket trading, ovvero lo scambio simultaneo di un paniere di beni di investimento in proporzioni predefinite;
- *Commodity differentiation* (ampia dispersione dei rendimenti): la tradizionale eterogeneità delle *performance* registrate, dovuta all'esposizione delle singole commodity a specifici fondamentali di domanda e offerta e a fattori di rischio unici, potrebbe essere ulteriormente amplificata nel 2013. Da un lato, la sofisticazione degli investimenti in commodity ha introdotto nuove logiche di selezione per le singole materie prime che tengono conto di fattori quali liquidità e composizione e ribilanciamento degli indici di commodity. Dall'altro lato, ricollegandoci al modello *Asset Allocation Clock*, nelle fasi di transizione come quella che ci aspettiamo per il 2013, le commodity non dovrebbero trovare un forte *driver* comune e quindi dovrebbero essere principalmente guidate dai fondamentali, esibendo un'ampia dispersione dei rendimenti.
- *Supply disruptions* (interruzioni inattese dell'offerta): per gran parte delle materie prime, negli ultimi anni l'offerta ha spesso deluso le previsioni a causa di problemi strutturali che non saranno risolvibili in breve tempo: 1) contrattazioni sindacali dovute a ineguaglianza e tensioni nella società civile, come in Sud Africa; 2) rischi politici, ad esempio legati a interventi governativi, nuove leggi e regolamenti, visioni strategiche dei Governi (come la creazione di riserve strategiche in Cina o il bando alle esportazioni di materiale non raffinato in Indonesia), ma anche a tensioni nel commercio internazionale (quali le dispute territoriali in corso fra Cina e Giappone); 3) rischi climatici come *La Niña / El Niño* ed eventi meteorologici estremi, che probabilmente diventeranno più frequenti con l'acuirsi del fenomeno del *global warming* e influenzeranno negativamente non solo la produzione di derrate agricole, ma anche produzione e commercio di metalli, carbone e petrolio; 4) «*above ground issues*», ovvero tutte quelle interruzioni inattese legate ad altri fattori esogeni, fra cui spiccano i rischi geopolitici (nel 2013 legati alle tensioni riguardo al programma nucleare in Iran e l'evoluzione del conflitto in Siria), furti e sabotaggi, come in Nigeria.

Le nostre previsioni

Sulla base dell'evoluzione attesa di variabili macroeconomiche e fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo che i metalli preziosi continuino a registrare buoni rendimenti, soprattutto nella fase iniziale dell'anno, grazie ai bassi tassi di interesse e alla domanda di oro da parte di banche centrali e investitori asiatici.

Siamo complessivamente positivi anche sui metalli industriali grazie all'attesa di una soddisfacente crescita in Asia, ma ci attendiamo che i rendimenti saranno limitati dagli elevati livelli di scorte bloccate in *inventory financing deals*.

Gli agricoltori dovrebbero registrare anche quest'anno rendimenti estremamente eterogenei. Le quotazioni dei cereali dovrebbero gradualmente ritornare vicino alla media storica, escludendo eventi meteorologici estremi, mentre per le *soft commodity*, nonostante i fondamentali restino complessivamente deboli, aumentiamo la probabilità assegnata agli *upside risk* per quelle commodity più esposte al tema della ripresa nei paesi sviluppati.

Infine, per quanto riguarda il petrolio prevediamo una moderazione delle quotazioni a causa dell'atteso miglioramento del bilancio di mercato e dell'allentamento temporaneo delle tensioni geopolitiche, che ci attendiamo passino momentaneamente in secondo piano. Inoltre, ai livelli attuali, riteniamo che questi problemi siano pienamente incorporati nei prezzi.

Petrolio

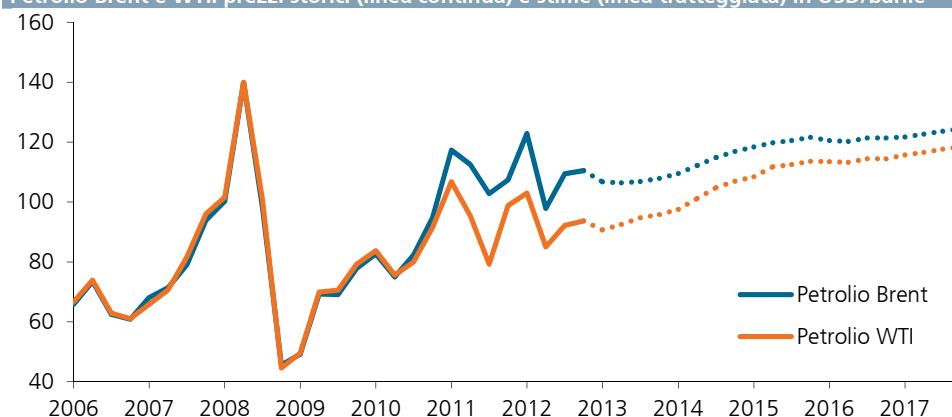
Prevediamo che il petrolio si manterrà ancora per alcuni mesi in un ampio *trading range* per l'attesa che rimangano in essere le forze contrastanti che ne stanno determinando l'equilibrio. Date le significative incertezze che gravano ancora sullo scenario macroeconomico, l'attitudine dei mercati finanziari in oscillazione fra propensione e avversione al rischio si rifletterà sui mercati petroliferi in un'alternanza di preoccupazioni legate a possibili interruzioni improvvise dell'offerta e debolezza della domanda, esposta ai rischi di rallentamento del ciclo economico internazionale per la crisi europea e i problemi di budget e disoccupazione negli Stati Uniti.

Il livello di supporto, che stimiamo a 90 USD al barile per il petrolio Brent, è fissato da significativi rischi geopolitici in Medio Oriente, alta spesa fiscale in importanti paesi produttori, elevati costi di produzione da metodi di estrazione non convenzionali, e politica monetaria espansiva nei paesi occidentali. Inoltre, stimiamo che i problemi tecnici a giacimenti o infrastrutture continueranno a mantenere l'offerta inferiore al potenziale.

Al contrario, il livello di resistenza, che stimiamo a 120 dollari al barile per il petrolio Brent, è determinato dalla debole crescita economica mondiale, dal rischio di un rilascio di riserve di emergenza e dalle stime di un'abbondante produzione, soprattutto in Nord America e nei paesi OPEC.

Per il 2013 stimiamo un prezzo medio di 107 dollari per il Brent. Questa stima è relativamente ottimista ed è giustificata dall'attesa che le quotazioni siano sostenute nella prima metà dell'anno da rischi geopolitici, e nella seconda metà dell'anno da una graduale accelerazione della crescita e dalla rimozione di importanti fattori d'incertezza. Inoltre, ci attendiamo che i paesi OPEC continueranno a ritenere adeguato un *range* fra i 100 e i 110 dollari, con possibili rischi al rialzo nel caso in cui aumenti l'instabilità dell'area MENA. Per il WTI, stimiamo un prezzo medio di 93.4 dollari. Ci attendiamo quindi che lo spread fra Brent e WTI rimanga ampio per l'abbondante produzione americana e le limitazioni tecniche di rete di trasporto e infrastrutture.

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



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

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2012

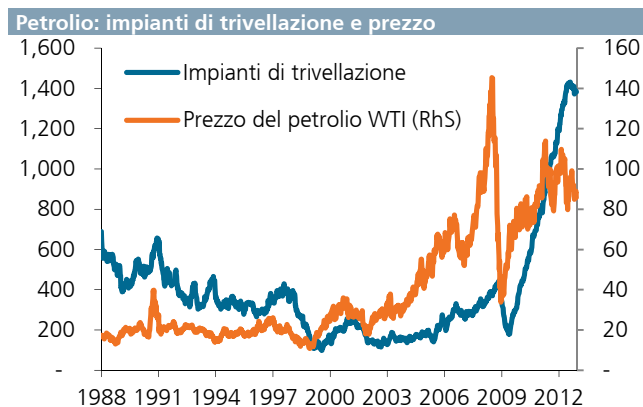
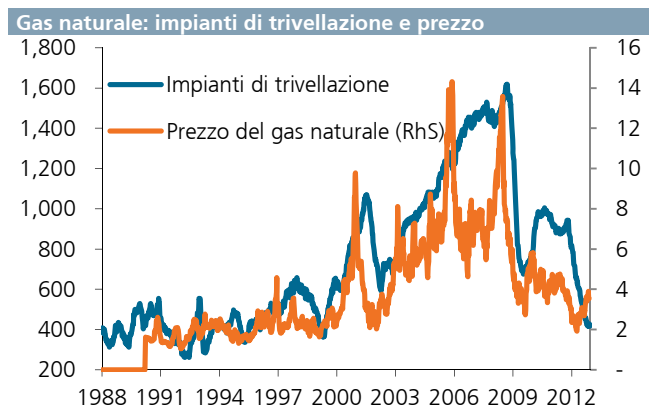
Stime di prezzo del petrolio Brent										
al 12.12.12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2012	2013	2014	2015	2016
Stima	106.7	106.4	106.8	107.9	109.5	111,4	106.9	113.4	120.0	120.9
Mediana Bloomberg	110.0	110.0	111.5	110.0	115.0	N.A.	110.0	110.0	110.0	106.0
Contratti Forward	105.3	104.0	102.8	101.8	100.8	N.A.	103.3	99.3	95.7	93.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

La rivoluzione di *shale gas* e *light tight oil*

Oltre ai rischi geopolitici, uno dei principali argomenti di discussione per il 2013 sarà l'elevatissima produzione di petrolio americana, salita negli ultimi mesi ai massimi da quasi 20 anni e che dovrebbe rimanere estremamente robusta ancora per molto tempo. Questa fortissima crescita è spiegata da due fattori: gli ottimi risultati ottenuti dall'implementazione di nuove tecniche estrattive non convenzionali (*hydraulic fracturing* e *horizontal drilling*) e la volontà politica di raggiungere l'indipendenza energetica, che ha favorito ricerca e sviluppo per la produzione di idrocarburi.

La rivoluzione portata da *shale gas* e *light tight oil* (o *shale oil*), è relativamente recente per i mercati petroliferi, mentre è ormai consolidata per il mercato del gas naturale. Infatti, le tecniche estrattive non convenzionali sono state inizialmente applicate all'estrazione di gas e successivamente all'estrazione di petrolio, grazie alla persistente divergenza dei rendimenti maturata negli ultimi tre anni. Come normalmente accade per le commodity, gli alti prezzi hanno guidato l'offerta al rialzo.



Nello *Short-Term Energy Outlook* di dicembre, l'Energy Information Administration (EIA) stima che complessivamente nel 2012 la produzione americana dovrebbe essere aumentata di oltre il 13% *a/a*, ovvero di 760 mila barili al giorno, il più ampio aumento da quando è iniziata la produzione commerciale di petrolio negli Stati Uniti, a metà '800. La produzione americana è stimata a 6.4 milioni di barili al giorno per il 2012 e a 7,1 milioni di barili al giorno per il 2013.

Adirittura, l'International Energy Agency (IEA) stima nell'annuale *World Energy Outlook* pubblicato a metà novembre che gli Stati Uniti potrebbero diventare il primo produttore di petrolio al mondo a partire dal 2017, superando temporaneamente la produzione dell'Arabia Saudita. Gli Stati Uniti dovrebbero quindi avvicinarsi all'indipendenza energetica e in futuro potrebbero addirittura diventare un esportatore netto. Infatti, nel 2035 il 97% della domanda di energia americana dovrebbe essere soddisfatta dalla produzione domestica vs. l'attuale 80%. Considerando il consumo di petrolio, nel 2035 la percentuale di petrolio importato sarà inferiore al 30%, dall'attuale 50%.

Le implicazioni più significative di questi profondi cambiamenti riguarderanno i flussi commerciali. Basti pensare che le importazioni americane di petrolio dal Medio Oriente crolleranno a 0.3 milioni di barili al giorno nel 2035, dagli attuali 2 milioni. Al contrario, si rafforzeranno i flussi di petrolio verso l'Asia e questo porterà ad un aumento dell'importanza di alcuni punti strategici quali lo Stretto di Hormuz e lo Stretto di Malacca, da cui transiterà rispettivamente il 50% e il 45% del petrolio scambiato al mondo (da 42% e 32% attuali, secondo i dati dell'IEA). Di conseguenza, riteniamo che gli equilibri geopolitici saranno profondamente modificati: la dipendenza americana da aree altamente instabili sarà fortemente diminuita e probabilmente la Cina sarà maggiormente coinvolta nelle tensioni mediorientali.

Stimiamo che il ruolo dell'Arabia Saudita rimarrà comunque centrale sui mercati petroliferi mondiali. Infatti, sarà l'unico paese ad avere la volontà politica di mantenere ampia capacità produttiva in eccesso e attivabile in tempi brevi, rimanendo di fatto l'unico *swing supplier*, ovvero il solo fornitore in grado di bilanciare i mercati per evitare fluttuazioni eccessive di prezzo. Gli Stati Uniti non saranno mai in grado di ricoprire tale ruolo per il limitatissimo intervento statale sulle decisioni produttive delle aziende energetiche. Di fatto, seguendo logiche capitalistiche di profitto, le società petrolifere americane produrranno sempre la quantità ottimale per massimizzare gli utili (normalmente la massima capacità estraibile a regime) e non potranno permettersi di sostenere gli enormi costi necessari per la costruzione e la manutenzione di un'ampia capacità produttiva dormiente.

Stati Uniti – Superato il *fiscal cliff*, e il 2013, pronti a riaccelerare

- Le prospettive di crescita negli Stati Uniti rimangono invischiate nella rete dell'incertezza fiscale. Nel migliore dei mondi possibili, il 2013 aprirà la strada a una fase di **correzione fiscale pluriennale, nell'ordine di circa 200 mld di dollari all'anno**, in linea con quanto visto nel 2012. Nel prossimo biennio, il freno della politica fiscale verrà in parte controbilanciato dalla politica monetaria super-espansiva della Fed, dal graduale riequilibrio dei bilanci delle famiglie e dalla ripresa del settore dell'edilizia residenziale. Lo scenario è quindi di crescita intorno al 2% nel 2013-14 (1,7% nel 2013, 2,2% nel 2014).
- I **rischi per la crescita nel 2013 sono verso il basso**. La chiusura del 2012 è molto debole, anche per via dell'incertezza sul *fiscal cliff*, con un ampio calo di fiducia delle imprese e delle famiglie. Inoltre, dopo il probabile accordo sul *fiscal cliff*, che includerà anche il rialzo del limite del debito, il sospiro di sollievo per avere evitato il baratro sarà seguito dagli effetti reali di una politica fiscale restrittiva su un arco di tempo prolungato, con conseguenti aggiustamenti dei programmi di spesa di famiglie e imprese colpite da rialzi di imposizione tributaria e riduzioni di trasferimenti. L'aspettativa che l'accordo sul *fiscal cliff* si chiuda con un piano di restrizione fiscale i cui dettagli dovranno essere definiti nel 2013 manterrà consumatori e imprese su posizioni caute fino a quando non saranno diffusi i contorni delle riforme su spesa programmatica e imposizione tributaria.
- Nel **medio termine**, tuttavia, ci sono **forze strutturali positive** che permetteranno all'economia americana di **accelerare su un orizzonte temporale prolungato, indipendentemente dalle fluttuazioni cicliche**: ripresa dell'edilizia residenziale, rilocalizzazione delle imprese manifatturiere, rimpatrio di utili prodotti all'estero da imprese multi-nazionali, aumento della produzione di petrolio e conseguente riduzione delle importazioni energetiche, apertura della possibilità di esportazione di gas naturale. Pertanto ci aspettiamo un contributo positivo (non triviale) alla crescita dagli **investimenti fissi**, residenziali e non, e dal **canale estero**.
- La crescita debole e il lentissimo aggiustamento del mercato del lavoro manterranno **la politica monetaria sull'attuale sentiero super-espansivo**. I programmi di acquisto titoli senza tetti e senza scadenza contribuiranno a mantenere sui minimi storici i rendimenti e i tassi sui mutui a lungo termine, favorendo i due settori frenati dagli effetti dell'eccesso di debito: settore pubblico e settore immobiliare residenziale. Ci aspettiamo il proseguimento dei programmi aperti almeno fino alla fine del 2013, e il mantenimento del tasso sui fed funds a zero almeno fino a metà 2015.

Giovanna Mossetti

Superato il *fiscal cliff* e il 2013...

... l'economia USA potrà riprendere la corsa

USA - Previsioni macroeconomiche	2011	2012	2013	2012				2013			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996,a/a)	1.8	2.2	1.7	2.4	2.1	2.5	1.8	1.8	1.7	1.5	1.7
- trim./trim. annualizzato				2.0	1.3	2.7	1.5	1.6	1.1	1.7	2.5
Consumi privati	2.5	1.8	1.6	2.4	1.5	1.4	1.6	1.1	1.8	2.1	2.3
IFL - privati non residenziali	8.6	7.1	3.6	7.5	3.6	-2.2	1.1	4.8	5.5	6.5	7.0
IFL - privati residenziali	-1.4	12.2	18.2	20.6	8.4	14.3	18.0	17.5	21.0	23.5	20.0
Consumi e inv. pubblici	-3.1	-1.3	-2.3	-3.0	-0.7	3.5	0.1	-4.4	-4.8	-3.7	-3.6
Esportazioni	6.7	3.6	4.0	4.4	5.2	1.1	2.0	4.0	5.2	6.3	6.9
Importazioni	4.8	2.8	2.8	3.1	2.8	0.1	0.0	2.0	4.7	7.0	5.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-2.9	-2.5	-3.5	-3.0	-2.7	-2.7	-2.6	-2.5	-2.5	-2.5
Deficit Federale (% PIL)	-9.1	-7.5	-5.5								
Debito pubblico (% PIL)	102.6	106.2	108.4								
CPI (a/a)	3.2	2.2	1.4	2.8	1.9	1.7	2.3	1.3	1.4	1.8	1.3
Produzione Industriale	4.1	3.5	1.6	6.2	2.4	-0.3	-1.4	4.1	2.3	1.4	2.7
Disoccupazione (%)	9.0	8.1	7.9	8.3	8.2	8.1	7.8	7.9	7.9	7.9	8.0
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Tasso a 10 anni (%)	2.77	1.78	1.96	2.02	1.81	1.62	1.66	1.72	1.85	2.03	2.24
Cambio effettivo	70.9	73.5	72.1	72.9	73.9	74.0	73.2	72.7	72.1	71.8	71.6

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

L'incertezza riguarda più i dettagli che la restrizione fiscale complessiva attesa nel prossimo decennio: circa 200 miliardi di dollari all'anno

Lo scenario per l'economia americana fino all'ultimo resta soggetto all'incertezza sulla politica fiscale. Tuttavia, **l'incertezza riguarda più che altro i dettagli** di un eventuale piano pluriennale di rientro dei conti federali. **La direzione della politica fiscale e il grado di restrizione annua attesa sono, a nostro avviso, molto meno incerti.** Le nostre previsioni per il biennio (e oltre) sono basate sull'aspettativa di un piano *bipartisan* che dovrebbe portare a una **correzione fiscale complessiva sul prossimo decennio intorno a 2 tln di dollari.** Nelle nostre previsioni, quindi, il sentiero dell'economia avrà un freno pari a circa 200 mld di dollari all'anno.

Ovviamente **la previsione per il 2013-14 manca di precisione**, non sapendo con quali misure si attuerebbe la restrizione attesa, ma i contorni dello scenario si possono delineare con un'ipotesi di correzione media annua pari a circa l'1,2% del PIL, divisa in modo quasi uguale fra spese e entrate, con un bias a favore delle classi di reddito medio-basse. Queste sono le ipotesi sottostanti il nostro scenario. Il punto centrale nelle nostre previsioni è che, nonostante il probabile effetto positivo della fine dell'incertezza, la restrizione è reale e duratura e determina un atteso rallentamento della crescita nel 2013 (1,7%), seguito da una dinamica vicina al 2% o poco sopra negli anni successivi. **Nel 2013 la crescita dovrebbe rallentare, con una frenata della domanda domestica.**

L'annuncio di aumento delle imposte dovrebbe **penalizzare i consumi soprattutto nel 1° semestre.** Nel caso in cui il taglio della *payroll tax* venisse esteso, come richiesto nella proposta di Obama, ci potrebbe essere qualche rischio verso l'alto sulla previsione. Tuttavia il **trend dei consumi dovrebbe comunque essere verso il basso nel 2013** sulla scia di 1) **reddito disponibile reale** ancora più debole di quanto visto nel 2012 (1,2% a/a a ottobre) con l'arrivo della restrizione fiscale; 2) **dinamica occupazionale** modesta con crescita salariale ancorata intorno all'1,2% a/a; 3) **tasso di risparmio** poco sopra il 3% (3,4% a ottobre), vicino ai minimi dall'inizio della ripresa (picco al 5,8% a giugno 2010). Il calo del tasso di risparmio in parte riflette un possibile effetto ricchezza derivante dalla svolta del mercato immobiliare che ha determinato un considerevole rialzo della ricchezza reale: non c'è però più molto margine di compressione da questo lato, nonostante l'aspettativa che i prezzi delle case continuino ad aumentare. Dopo due trimestri di crescita probabilmente sotto l'1% t/t ann., i consumi dovrebbero riaccelerare nel 2° semestre, segnando un recupero della crescita, fra il 2 e il 2,5%.

Dal lato delle imprese, una chiusura d'anno estremamente debole, in parte per l'incertezza fiscale, in parte per un ciclo internazionale ancora fragile, sarà seguita da una moderata riaccelerazione degli **investimenti fissi non residenziali.** Nel 2° semestre 2012 gli investimenti in macchinari e software sono in calo. A inizio 2013, con la risoluzione dell'incertezza fiscale, si dovrebbe vedere una **ripresa**, condivisa anche dal comparto strutture. Il segmento delle piccole imprese sarà probabilmente il più colpito dalle misure fiscali: infatti, le imprese di piccola dimensione sono soggette alla tassazione delle persone fisiche e risentiranno del probabile aumento delle imposte sui redditi alti. Nell'ultima indagine dell'NFIB, rilevata presso le imprese piccole e medie, si è registrato un crollo degli indici di fiducia corrente e a 6 mesi; con la variazione più ampia dal 1986, più marcata di quella registrata post-Lehman e post-11 settembre. Nell'indagine, i piani di investimento per il prossimo anno sono ridimensionati sui minimi da ottobre 2010 (v. fig. 4). Su un orizzonte pluriennale, manteniamo la previsione che il rinascimento del settore manifatturiero diventi una forza dominante. Questa sarà supportata dal **probabile rientro di utili dall'estero che avverrà quando sarà definita la riforma tributaria per le imprese**, con la riduzione delle aliquote e la modifica della territorialità della tassazione (v. Scenario Macroeconomico, settembre 2012).

... ma la correzione complessiva attesa sul prossimo decennio dovrebbe aggirarsi intorno a 2,2 tln di dollari

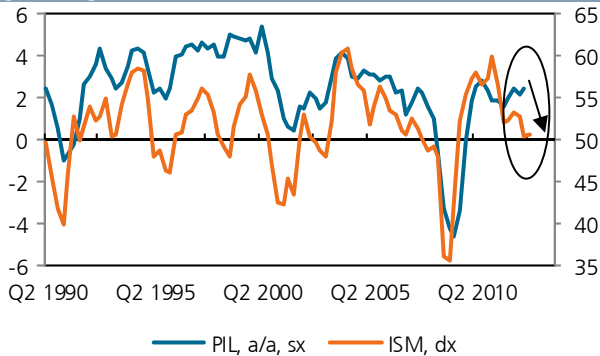
Frenata dei consumi nel 1° semestre, su rialzo delle imposte e taglio della spesa pubblica

Gli investimenti fissi non residenziali riprenderanno a crescere, con un'accelerazione attesa nella parte finale del 2013: probabile una spinta dal rimpatrio degli utili detenuti finora all'estero

Gli **investimenti residenziali** restano il fiore all'occhiello della crescita nel 2012; il trend positivo proseguirà nel 2013 e oltre. Tutte le misure nel settore sono in fase espansiva: i nuovi cantieri a 890 mila ann. a ottobre sono ancora molto al di sotto dai livelli normali (1,5 mln). Il rialzo durerà ancora nei prossimi anni, sostenuto dal calo delle scorte di case invendute, dal rialzo dei prezzi delle case, dai tassi sui mutui su minimi record e dalla graduale ripresa della formazione di unità familiari legata alla normalizzazione del mercato del lavoro.

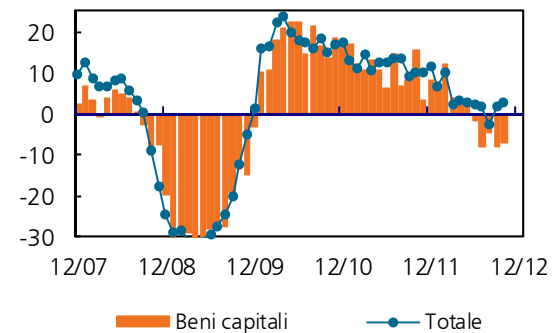
Gli investimenti residenziali hanno ancora molto terreno da recuperare: crescita a oltranza

Fig. 1 – Segnali di rallentamento della crescita corrente ...



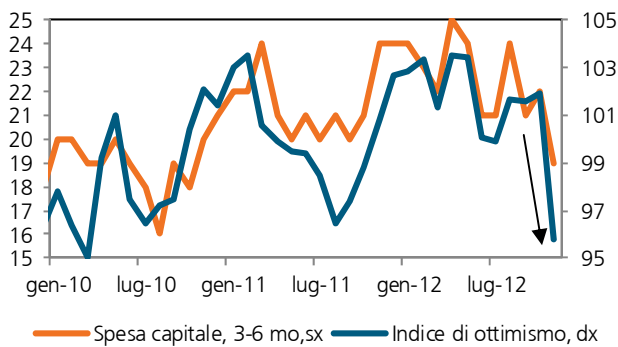
Fonte: Thomson Reuters – Datastream

Fig. 2 - ... e attesa: ordini di beni capitali sempre negativi



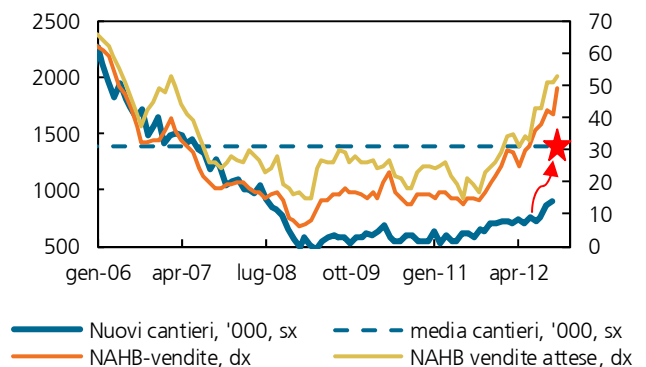
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 3 – Indagine NFIB: le piccole imprese freneranno gli investimenti



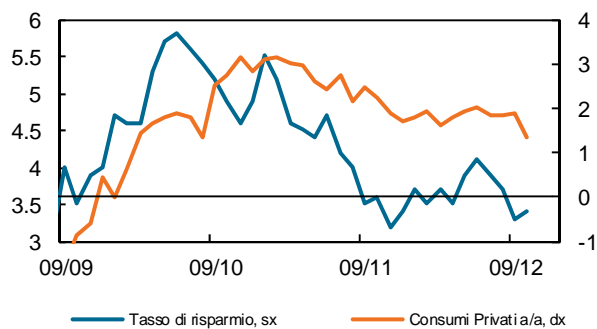
Fonte: Fed

Fig. 4 – Investimenti residenziali: *per aspera ad astra*



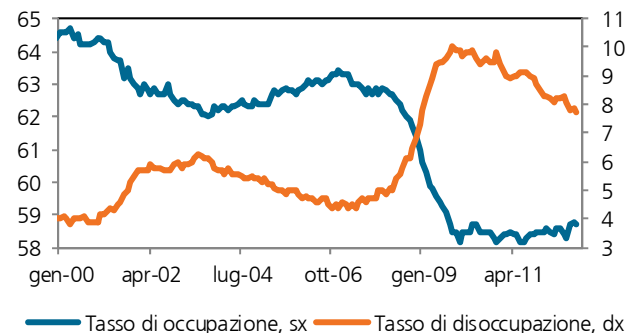
Fonte: Thomson Reuters – Datastream. I dati sull'asse di destra sono gli indici di vendite correnti e vendite attese rilevati nell'indagine di fiducia dei costruttori compilata dalla National Association of Homebuilders

Fig. 5 – I consumi reggono, grazie al calo del tasso di risparmio



Fonte: Thomson Reuters – Datastream

Fig. 6 – Il tasso di disoccupazione scende, ma quello di occupazione sale in misura quasi impercettibile



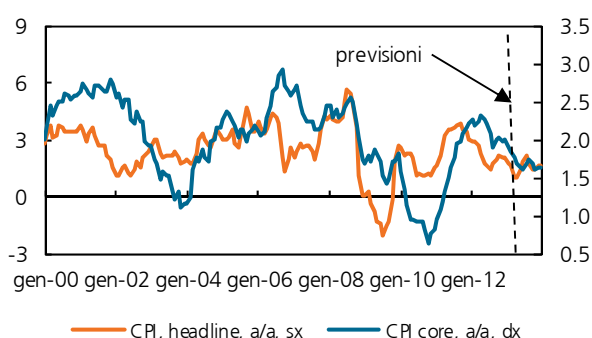
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Inflazione ancora in calo: non ci sono ostacoli allo stimolo della Fed

L'inflazione è prevista in ulteriore calo nel 2013 (v. fig. 7). La debolezza della domanda aggregata e il contenimento del costo del lavoro continuano a puntare a un quadro di rientro dell'inflazione, sia *headline* sia *core*, al di sotto del 2% a/a nel 2013 (v. fig. 8). Gli indici di prezzi ricevuti delle indagini del manifatturiero restano appena sopra lo zero a novembre, in linea con l'andamento degli ultimi 6 mesi (5,6 per l'Empire, 6,3 per la Philadelphia Fed, 0 per l'NFIB). Tutte le misure di inflazione *core* (mediana, media troncata 16%) registrano aumenti mensili compresi fra 0,1% e 0,2%, dando indicazioni analoghe a quelle degli altri indici. La principale voce che può spingere verso l'alto il trend molto moderato dei prezzi sono gli affitti. Come atteso, questa componente della voce abitazione sta accelerando: la dinamica tendenziale a ottobre era pari a 2,8% a/a, sulla scia di condizioni finanziarie restrittive per i nuovi mutui e della relativa scarsità di unità abitative multi-familiari. La ripresa delle costruzioni e l'aumento delle vendite di case unifamiliari ridurranno gradualmente le tensioni nel segmento degli affitti. Le nostre previsioni sono coerenti con quelle della Fed, che vede l'inflazione sotto l'obiettivo del 2% sull'orizzonte previsivo fino al 2015.

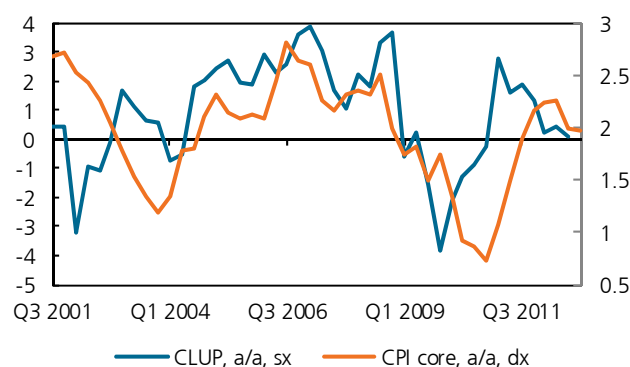
L'inflazione che non c'è:
inflazione sotto l'obiettivo del
2% nel prossimo biennio

Fig. 7 - Inflazione *core* sotto il 2% nel 2013



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Department of Energy e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Pressioni verso il basso sull'inflazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Politica fiscale: *fiscal cliff* e dintorni

La questione del *fiscal cliff* resta aperta, ma ci aspettiamo una soluzione entro la prossima settimana. Repubblicani e Democratici hanno diffuso due piani di rientro del deficit per bloccare il *fiscal cliff*. Entrambe le proposte danno pochi dettagli sulle misure e forniscono solo cifre complessive per grandi voci (v. tabella). La proposta democratica vede una correzione complessiva per circa 1,6 tln di dollari su 10 anni, in gran parte determinata da rialzi di entrate. La proposta repubblicana prevede una correzione complessiva di 2,2 tln di dollari su 10 anni, con un peso maggiore per i tagli di spesa, che per i rialzi di imposta.

Recentemente, il presidente Obama e il presidente della Camera Boehner hanno presentato modifiche alle loro proposte per avvicinare le loro posizioni. I Repubblicani avrebbero presentato una contro-offerta, seguita da una nuova proposta democratica che sembra riduca la richiesta di aumenti di entrate da 1,6 tln a 1,4 tln; nella proposta repubblicana originaria, i rialzi di imposte erano pari a 800 mld di dollari. La nostra previsione è che si trovi, entro il 20 dicembre, un accordo fra le due parti formato da due componenti. 1) **Annuncio di un obiettivo** di riduzione delle spese per circa 1 tln di dollari e aumenti delle entrate per circa 1,2 tln di dollari su un orizzonte a dieci anni, con l'istituzione di commissioni che definiscano i dettagli della riforma tributaria per imprese e famiglie e della riforma del programma sanitario Medicare. Questo bloccherebbe l'entrata in vigore dei tagli automatici di spesa del Budget Control Act e potrebbe essere accompagnato da un **accordo per alzare il limite del debito**. 2) Sul fronte della **fine dei**

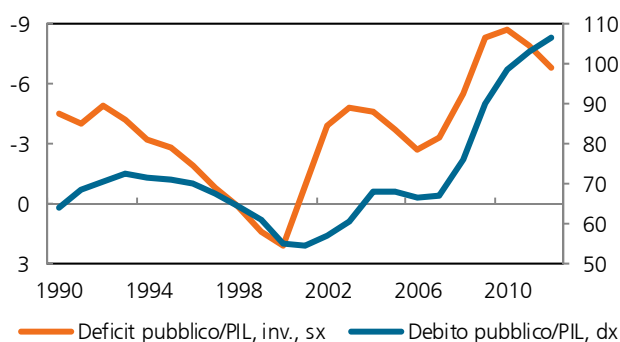
tagli di imposta potrebbe esserci un accordo che congeli le aliquote sui livelli attuali per le classi medio-basse e per i redditi fino a 500 mila dollari, facendo salire l'ultima aliquota dai livelli attuali, ma a un livello inferiore a quello precedente il taglio di Bush; inoltre le imposte su dividendi, *capital gains* e successione potrebbero salire, ma anche queste su livelli intermedi fra quelli attuali e quelli precedenti i tagli di Bush. In questo modo entrambe le parti potrebbero dire di avere ottenuto concessioni e di avere mantenuto fede a gran parte dei propri impegni pre-elettorali. Il risultato sarebbe tale da determinare **una correzione fiscale di circa 200 mld all'anno su un arco di 10 anni**. I dettagli delle riforme saranno cruciali per delineare con maggiore precisione le previsioni di crescita: è probabile che il processo di definizione delle riforme tributarie e di spesa sarà piuttosto lungo e manterrà ancora incertezza nel 2013.

Fig. 9 - Fiscal cliff dove sono i negoziati?

Proposta Casa Bianca		Proposta repubblicana	
Riduzione del deficit	Mld	Riduzione deficit	Mld
Aumenti delle aliquote	960	Entrate con riforma tributaria	800
Eliminazione di deduzioni	600	Tagli spesa sanitaria	600
Tagli di spesa	400	Altri tagli spesa progr.	300
		Revisione indicizz.	200
		Tagli spesa discr.	300
Nuovo stimolo/altro	95-425		
Spesa per infrastrutture	100		
Estensione payroll tax	30		
Sussidi disoccupazione	27		
Blocco tariffe Medicare	25		
Risparmi totali (max:)	1673	Risparmi totali	2200

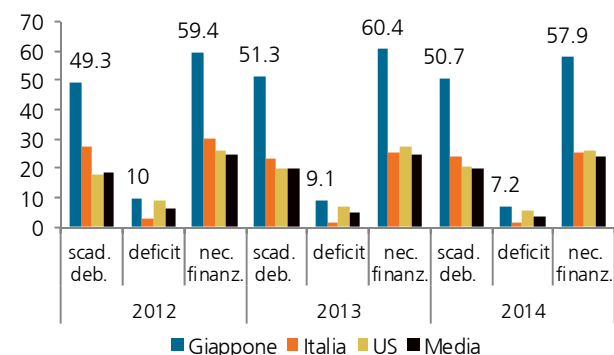
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - Debito e deficit: c'è molto lavoro da fare



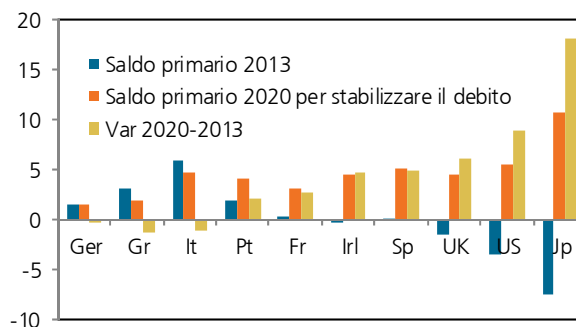
Fonte: FMI. Dati relativi alle pubbliche amministrazioni

Fig. 11 - Scadenze e necessità di finanziamento dei governi (% del PIL)



Fonte: FMI

Fig. 12 - Sforzo fiscale necessario a stabilizzare il debito



Fonte: FMI. Saldi primari corretti per il ciclo

Politica monetaria: buon 2013 dalla Fed!

Il 2012 si conclude, come atteso, con l'ampliamento del programma QE3. Da gennaio, dopo la scadenza di Operation Twist, la Fed acquisterà a titolo definitivo Treasuries a lungo termine per 45 mld di dollari al mese, sostituendo gli acquisti finora attuati con OT (Operation Twist). Da gennaio in poi la dimensione del bilancio della Fed aumenterà di 85 mld al mese, sommando gli interventi su MBS e Treasuries; il bilancio della Fed è ora pari a 2,861 tln di dollari, il 18,2% del PIL. A gennaio riprenderà anche il programma di reinvestimento dei Treasuries in scadenza, così come ora viene fatto per titoli delle agenzie e MBS. Il comunicato afferma che con queste misure

si dovrebbe “mantenere la pressione verso il basso sui rendimenti a lungo termine, sostenere i mercati dei mutui e aiutare a rendere le condizioni finanziarie complessive più accomodanti”.

Il FOMC ha anche proseguito sul sentiero della **rivoluzione della comunicazione** iniziata con Bernanke. Il **sentiero guida dei tassi, infatti, viene adesso ancorato a soglie relative alle variabili macroeconomiche** collegate al mandato della Fed, e non più a date di calendario. Il FOMC si aspetta di mantenere i tassi a zero “almeno fino a quando il tasso di disoccupazione resta al di sopra del 6,5%, l’inflazione su un orizzonte a 1-2 anni è proiettata non più di mezzo punto percentuale al di sopra dell’obiettivo di lungo termine del Comitato al 2%, e le aspettative di inflazione di lungo termine continuano a essere ben ancorate”. Il Comitato considera queste soglie coerenti con la propria precedente guida sui tassi basata sulla data di calendario. Pertanto il cambiamento è metodologico, ma non rivela modifiche ai tassi attesi: nelle proiezioni, il tasso di disoccupazione passa la soglia del 6,5% solo a fine 2015. Il Comitato valuterà anche altre misure delle condizioni del mercato del lavoro, indicatori di pressioni inflazionistiche e informazioni sugli sviluppi finanziari. La rimozione dello stimolo monetario avverrà comunque con un “approccio bilanciato” che tenga conto del proprio mandato duale. Nella conferenza stampa, Bernanke ha sottolineato che la soglia per il tasso di disoccupazione non farà scattare automaticamente una svolta sui tassi, ma sarà una pre-condizione per valutare tale svolta. Nel caso in cui l’inflazione resti al di sotto dell’obiettivo, potrebbe non esserci la necessità di alzare i tassi, e la Fed non reagirà a variazioni puramente transitorie dell’inflazione.

In **conclusione**, il FOMC ha lievemente aumentato lo stimolo monetario dato che, pur a parità di flussi sul tratto lungo della curva, nel 2013 aumenterà la dimensione del bilancio della Fed (+45 mld netti al mese). In termini di flussi sul tratto lungo della curva, la politica rimane invariata, ma torna a contribuire ampiamente al finanziamento del Tesoro, con il ritiro atteso dal mercato di titoli a lungo termine per circa 400 mld di dollari nell’a.f. 2013, pari a circa il 40% del deficit atteso. Per quanto riguarda i tempi di svolta, non ci sono variazioni all’aspettativa di un possibile rialzo dei tassi sui fed funds dopo metà 2015.

Programmi di acquisto titoli della Fed fino a fine 2012

	Treasuries mld	% totale	Agenzie	MBS	Bp curva	Bp tratto lungo
QE1	300	4.7	200	1250	30	50
QE2*	600	6.6			21-23	32
OT1**	400	4.2				22
OT2** (allungamento scadenze+ reinvestimento)	267					
QE3*** (set-dic. 2012)				137		
Reinvestimento MBS e agenzie (da ott. 2011)				405		
Reinvestimento scadenze Agenzie e MBS in Treasuries nov2010-giu. 2011, durante QE2)	178	3.6				

Fonte: J. Meaning, F. Zhu, BIS, Dec. 2011 and NY Fed. * Agli acquisti di QE2 vanno sommati quelli per reinvestimento di agenzie e MBS in scadenza per 178 mld, indicati nella penultima riga: totale acquisti Treasuries: 778. ** Acquisti di titoli con duration fra 6 e 30 anni, con un ammontare equivalente di vendite di titoli con duration uguale o inferiore a 3 anni.*** Acquisti per 40 mld al mese di MBS, annuncio 13 settembre 2012.

Area euro - La "quiete" dopo la tempesta?

Lo scenario in sintesi

- **Il 2013 sarà ancora un anno difficile per la zona euro nonostante la svolta nella strategia di gestione della crisi** avutasi con l'annuncio del Piano di azione congiunto BCE/ESM, l'introduzione di regole uniformi per il consolidamento delle finanze pubbliche e l'individuazione di un'agenda per la creazione di un meccanismo di supervisione comune per le istituzioni creditizie.
- **Il processo di consolidamento fiscale nella periferia è destinato a proseguire e il grado di restrizione fiscale è atteso ridursi di poco** rispetto al 2012, dall'1,4% all'1% del PIL. Solo nel 2014, il freno al ciclo derivante dalla politica fiscale potrebbe allentarsi significativamente. Al *deleveraging* del settore pubblico si aggiunge in Spagna, Portogallo, Grecia e Irlanda quello del settore privato.
- **Anche nel 2013 è assai improbabile che la Banca centrale possa muoversi proattivamente**, potenziando lo stimolo monetario in modo mirato alla periferia. Non ci aspettiamo, quindi, grosse novità sul fronte delle misure non convenzionali in corso d'anno, al di là di quanto già predisposto. **Un taglio del refi (ma non del tasso sui depositi) nei primi mesi dell'anno è possibile**, dati i recenti segnali di rallentamento ciclico, ma servirebbe ad abbattere il costo della liquidità presa a prestito nelle aste triennali, più che a stimolare l'economia reale.
- **In questo contesto, è difficile che l'economia dell'area euro possa tornare a tassi di crescita positivi già il prossimo anno** anche perché, sulla base dei dati più recenti, una recessione tecnica in Germania a cavallo del nuovo anno non può più escludersi. Abbiamo tagliato significativamente le nostre stime per l'economia tedesca (a 0,5% da un precedente 0,9%). Di riflesso, ci aspettiamo ora una contrazione per la zona euro di -0,3%, solo in lieve miglioramento rispetto al -0,4% del 2012. **Nel 2013, le esportazioni nette rimarranno il solo motore di crescita**, mentre la domanda interna continuerà a scendere anche se a un ritmo (-0,8%), meno severo che nel 2012 (-1,4%). Rispetto all'anno in corso, si chiuderanno, in parte, le divergenze tra Paesi del centro, che contribuiranno per +0,1% alla crescita della zona euro, e Paesi della periferia che in media dovrebbero sottrarre uno 0,4%.
- La **dinamica occupazionale** continuerà a risentire del rallentamento ciclico in particolare nei Paesi della periferia, ma prevediamo un peggioramento anche nei paesi *core*. Ci aspettiamo che la disoccupazione nell'area euro possa salire fino al 12,1% per fine 2013, dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo.
- **I rischi sullo scenario rimangono ancora verso il basso** e non derivano solo da ripercussioni più severe del previsto sull'economia reale delle tensioni sui mercati finanziari. I progressi attuati quest'anno andranno consolidati per evitare ricadute della crisi sul debito e a tal fine è fondamentale che il piano BCE venga implementato in modo ordinato e in tempi rapidi in caso di necessità; che i lavori per l'istituzione di un'autorità di vigilanza europea avanzino senza eccessivi ritardi e che gli appuntamenti elettorali in Italia e Germania non portino a un ripensamento delle scelte di politica economica nazionale ed europea. Ci aspettiamo, inoltre, che la domanda globale acceleri già da fine inverno dando nuovo impulso alle economie europee. **Se il 2013 trascorrerà senza grossi scossoni, l'economia area euro potrà tornare a crescere (all'1%) nel 2014.**
- **L'inflazione è attesa tornare sotto il 2% già da febbraio del prossimo anno**, al rientrare delle pressioni da energia e alimentari. Sull'orizzonte di previsione l'inflazione rimarrà ampiamente sotto controllo e le uniche pressioni inflative deriveranno da aumenti di tassazione indiretta e prezzi amministrati.

Paolo Mameli
Anna Maria Grimaldi

Previsioni				2012				2013			
	2011	2012	2013	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	-0.4	-0.3	-0.1	-0.5	-0.6	-0.6	-0.8	-0.5	-0.3	0.3
- t/t				0.0	-0.2	-0.1	-0.4	-0.2	0.1	0.2	0.2
Consumi privati	0.1	-1.1	-0.5	-0.3	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	0.1	0.1	0.2
Investimenti fissi	1.6	-3.7	-1.8	-1.2	-1.8	-0.7	-0.9	-0.6	0.1	0.2	0.4
Consumi pubblici	-0.1	-0.2	-0.6	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Esportazioni	6.5	2.9	2.3	0.5	1.6	0.9	-0.2	0.4	0.7	1.0	1.1
Importazioni	4.3	-0.6	1.2	-0.3	0.6	0.2	-0.5	0.1	0.5	1.0	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.6	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	0.0	0.7	1.2	0.7	1.2	0.6	0.5	1.8	1.3	1.0	1.0
Deficit pubblico (% PIL)	-4.1	-3.6	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	87.2	93.4	94.6								
Prezzi al consumo (a/a)	2.7	2.5	1.8	2.7	2.5	2.5	2.3	1.8	1.8	1.7	1.8
Produzione industriale	3.4	-2.4	-1.5	-0.5	-0.5	0.4	-2.8	-0.3	0.6	0.8	0.0
Disoccupazione (%)	10.2	11.4	11.9	10.9	11.3	11.5	11.7	11.7	11.9	11.9	12.1
Euribor 3 mesi	1.39	0.57	0.20	1.04	0.70	0.36	0.20	0.20	0.20	0.20	0.22

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

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Il quadro congiunturale: un anno di transizione

Le previsioni più "catastrofiche" di coloro che un anno fa vedevano nel corso del 2012 il *default* o l'uscita di uno o più Paesi dall'Eurozona, o addirittura un'ipotesi di "conflagrazione" dell'Unione Monetaria, **sono state smentite**. La predisposizione di un "piano di emergenza" da parte della BCE attraverso l'annuncio delle OMT di settembre, e la soluzione almeno temporanea e parziale al *puzzle* greco raggiunta attraverso l'accordo dell'Eurogruppo di fine novembre, sembrano aver ridotto drasticamente i rischi di un'evoluzione "disordinata" della crisi finanziaria. Dopo tali eventi, e visto che in parallelo è proseguita e anzi si è intensificata l'implementazione di severe misure fiscali correttive in tutti i Paesi coinvolti dalla crisi, oggi la probabilità di un *default* o di un'uscita dall'euro da parte di uno qualsiasi dei 17 Paesi dell'Eurozona, Grecia inclusa, appare essersi ridotta considerevolmente rispetto ad un anno fa.

Paolo Mameli

Tuttavia, **è ancora presto per parlare di una ripresa**: da un lato il parziale rientro delle tensioni finanziarie non si è tradotto (almeno sino a novembre) in un significativo recupero di fiducia per famiglie e imprese, dall'altro pesano ancora (e peseranno almeno per tutto il 2013) gli effetti restrittivi delle manovre di consolidamento fiscale. Per l'intera area dell'euro, i provvedimenti correttivi già adottati sul 2013 valgono complessivamente lo 0,9% del PIL (dopo l'1,5% medio nel biennio 2011-12).

Il 2013 sarà un anno in cui le politiche economiche offriranno poco sostegno alla crescita: dopo le misure eccezionali messe in campo sia dalla politica monetaria che dalle istituzioni comunitarie nel corso del 2012, le politiche economiche non potranno che aspettare l'evolversi degli eventi, ovvero un percorso di uscita molto graduale dalla crisi.

Il nostro scenario centrale prevede per il 2013 un altro anno di «recessione lieve», con una caduta del PIL di qualche decimo di punto percentuale. Riteniamo che si possa vedere un miglioramento rispetto al -0,4% del 2012, ma che difficilmente la crescita possa tornare in positivo per la media d'anno (a nostro avviso il PIL potrebbe tornare a crescere su base trimestrale a partire dalla primavera, ma i rischi sono verso il basso). Il nostro scenario sconta: 1) una persistente divergenza tra domanda interna, che continuerà a risentire degli effetti della crisi, e domanda estera che darà ancora un contributo positivo al PIL (anche se inferiore rispetto al 2012); 2) un freno alla crescita proveniente ancora dalla politica fiscale (con un impatto sul PIL

di circa 0,6%); 3) un allentamento soltanto graduale delle tensioni finanziarie, senza escludere occasionali recrudescenze in occasioni di eventi "sensibili".

Tra gli **eventi potenzialmente in grado di scatenare nuove tensioni** segnaliamo: le nuove scadenze di pagamento (o eventuali difficoltà nell'attuazione dell'accordo di fine novembre) per la Grecia; una eventuale richiesta di aiuti (non finalizzata alla ricapitalizzazione del sistema bancario) da parte della Spagna; l'incertezza sullo scenario politico regnante in Italia, che potrebbe costituire la maggiore fonte di volatilità sui mercati finanziari sino alla data delle prossime elezioni politiche (o più verosimilmente sino alla data di formazione del prossimo governo).

COMPONENTI DELLA DOMANDA - Nelle nostre stime il PIL area euro, pur migliorando lievemente rispetto al 2012 (-0,4%), vedrà nel 2013 una variazione ancora lievemente negativa, a -0,3%.

Anche l'anno prossimo particolarmente colpita sarà la domanda interna (che al netto delle scorte subirà una contrazione di 0,8%, pari a poco più della metà di quella vista lo scorso anno). Viceversa, l'unico motore di crescita resterà il commercio con l'estero; tuttavia il suo contributo positivo al PIL scenderà dal notevole 1,5% stimato per il 2012 a poco più di mezzo punto percentuale. Dalle scorte potrebbe venire anche l'anno prossimo un contributo negativo al PIL, di circa due decimi dopo quello più massiccio (-0,6%) stimato per il 2012.

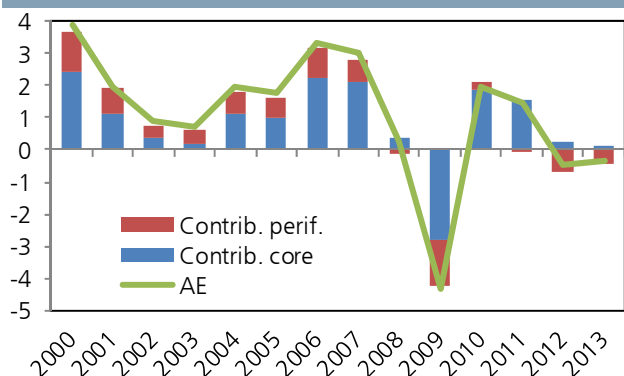
Persino superfluo dire che permarrà un'ampia **divergenza tra Paesi del centro e della periferia**. Peraltro, se tutti i principali Paesi "periferici" manterranno un segno negativo nel 2013 (ma meno accentuato che nel 2012, con l'eccezione della Spagna), gli altri principali Paesi risentiranno della frenata delle esportazioni nei principali mercati di sbocco. In particolare la Germania mostrerà un rallentamento piuttosto pronunciato (di quasi mezzo punto rispetto al 2012) mentre in Francia permarrà una situazione di sostanziale stagnazione.

La domanda interna sarà penalizzata in particolare dalla dinamica degli **investimenti in macchinari e attrezzature** che sono attesi **in calo di -3,1% dal -2,1% dell'anno in corso**. In particolare ci aspettiamo un peggioramento delle dinamiche trimestrali a cavallo del nuovo anno, dal momento che l'incertezza dei mesi estivi e il peggioramento delle condizioni finanziarie nei Paesi della periferia hanno indotto le imprese a rimandare i piani di spesa. La spesa in macchinari dovrebbe ripartire già dalla fine della primavera, quando le imprese cominceranno quanto meno a sostituire capacità produttiva esistente. Un'accelerazione è prevista nel corso del 2014 al +2,1%.

Gli investimenti in **costruzioni sono visti circa stabili nel 2013** (dopo il forte calo del 2012) ma la dinamica annua risente, in parte, di un effetto base favorevole dopo l'assai debole entrata nel 2012 delle costruzioni tedesche. Il quadro di fondo rimane frammentato con le costruzioni tedesche che stanno attraversando una fase di crescita vivace, favorita da condizioni finanziarie molto espansive e da una dinamica sostenute del reddito disponibile. Nella periferia e principalmente in Spagna la correzione del comparto non è conclusa anche se il ritmo di correzione si è un po' attenuato.

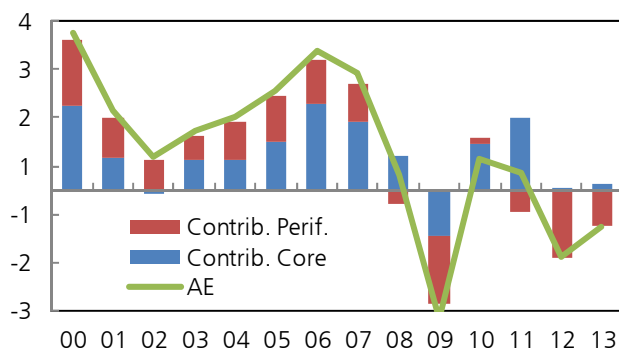
Il **reddito disponibile reale rimarrà ancora in flessione nel 2013** (-0,4%) anche se a un ritmo meno severo che nel 2012 (-0,7%), penalizzato dalla contrazione dell'occupazione, da una crescita depressa delle retribuzioni (+1,6% a/a nel 2° trimestre 2012 dal +2,2% a/a di fine 2011) e dalle misure di politica fiscale che rimangono ancora restrittive. Di riflesso ci aspettiamo che i consumi calino anche nel 2013 (-0,5% dopo il -1,1% del 2012). La spesa delle famiglie è attesa rimanere in territorio positivo solo in Germania, stagnare in Belgio e Francia e contrarsi nella periferia.

Variation of the Euro area GDP: contributions of the core and the periphery (Italy, Spain, Ireland, Portugal, Greece)



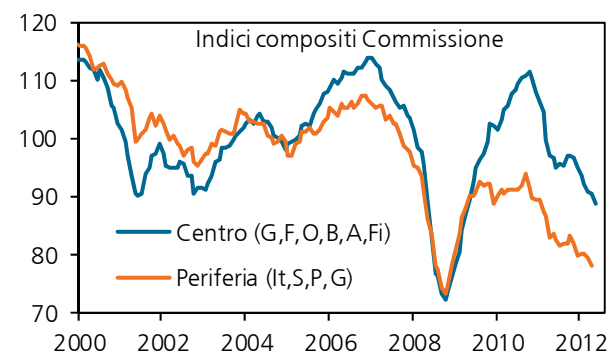
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Variation of the final domestic demand Euro area: contributions of the core and the periphery (Italy, Spain, Ireland, Portugal, Greece)



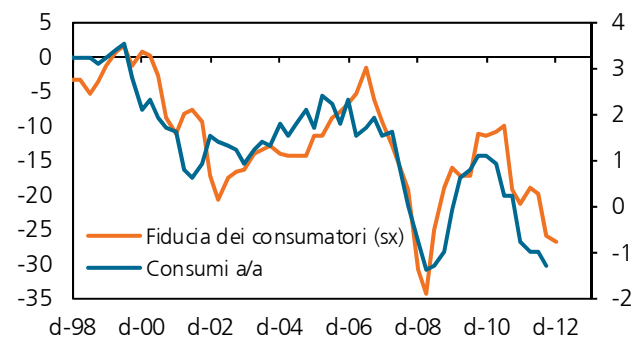
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Slowing down both the core and the periphery (national indices Commission EU)



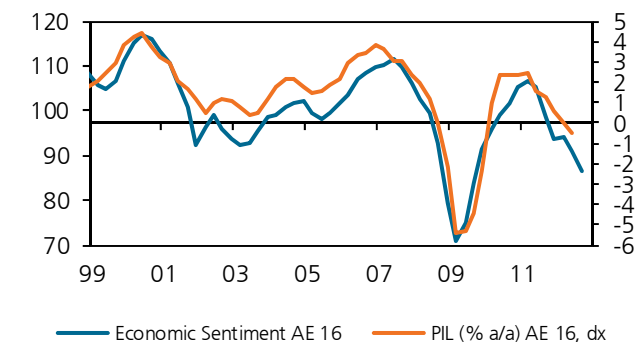
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumption is expected to remain at current levels



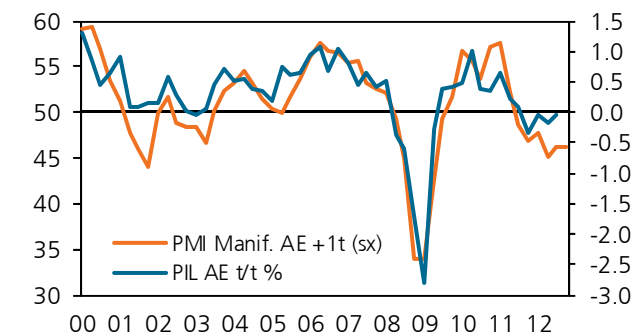
Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

The fall of confidence indicators does not stop...



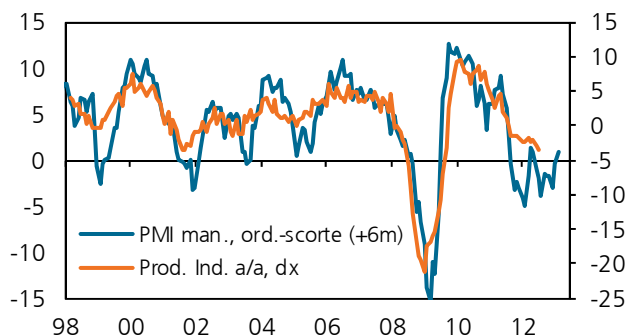
Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...still consistent with a contraction of GDP



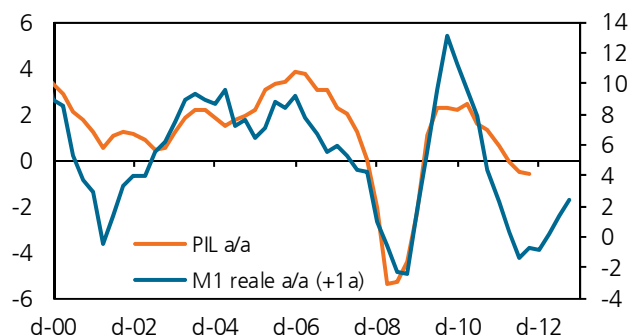
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli indicatori anticipatori nell'industria non segnalano un ulteriore peggioramento della situazione congiunturale nel breve termine



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

M1 reale (indicatore dei punti di svolta del ciclo) segnala che il 2013 non dovrebbe vedere un ulteriore rallentamento rispetto al 2012



Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

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 contenuti nel *Fiscal Monitor* di ottobre del FMI (più significativi di quelli contenuti nelle *Autumn Economic Forecasts* della Commissione Europea in particolare sul 2014, perché i dati della Commissione sono a politiche invariate e sul 2014 permangono esigenze di correzione aggiuntiva soprattutto in Spagna (e, in minor misura, in Francia e Italia).

I dati mostrano che, dopo due anni di restrizione fiscale molto significativa (pari in media all'1,5% del PIL nel biennio 2011-2012), il segno della politica fiscale rimarrà restrittivo anche nel 2013 sulla scia soprattutto del prosieguo dell'aggiustamento nei paesi della periferia. Nel complesso, **la stretta sarà pari allo 0,9% del PIL**, ovvero sarà inferiore a quella vista nei due anni precedenti ma ancora di entità importante.

L'anno prossimo il maggior contributo alla restrizione verrà (con tre decimi di punto di PIL) dalla Spagna, ma un contributo significativo è atteso da Francia e Italia (ciascuna contribuirà per due decimi di punto). L'Italia insomma, dopo essere stata la maggiore responsabile della stretta nel 2012, darà ancora un contributo importante all'aggiustamento fiscale l'anno prossimo.

Solo nel 2014 la politica fiscale, pur non cambiando segno ovvero rimanendo restrittiva, **allenterà significativamente la sua "morsa" sul ciclo** riavvicinandosi a un territorio di neutralità. Un ulteriore aggiustamento sarà richiesto in Spagna, Francia e nei Paesi minori.

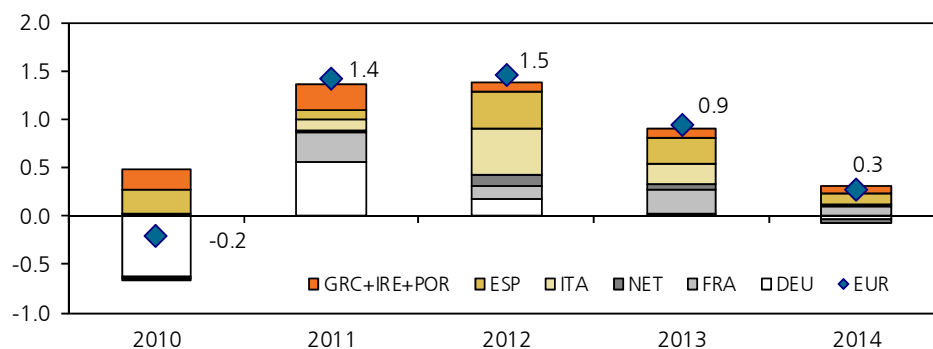
Paolo Mameli

Le misure discrezionali di politica fiscale nei principali Paesi dell'area euro

Variazioni saldi primari corretti per il ciclo	2011	2012	2013	2014	CUMULATO 2011-14
Eurozona	1.4	1.5	1.0	0.2	4.1
Germania	2.1	0.7	0.1	-0.1	2.7
Francia	1.5	0.6	1.1	0.5	3.7
Italia	0.7	2.9	1.2	0.1	5.0
Spagna	0.8	3.2	2.3	0.9	7.2
Olanda	0.1	1.7	1.0	-0.7	2.1
Grecia	4.6	2.4	2.3	1.1	10.3
Irlanda	1.7	2.3	2.1	2.0	8.1
Portogallo	7.0	0.9	0.9	1.7	10.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI (*Fiscal Monitor* di ottobre)

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI (*Fiscal Monitor* di ottobre)

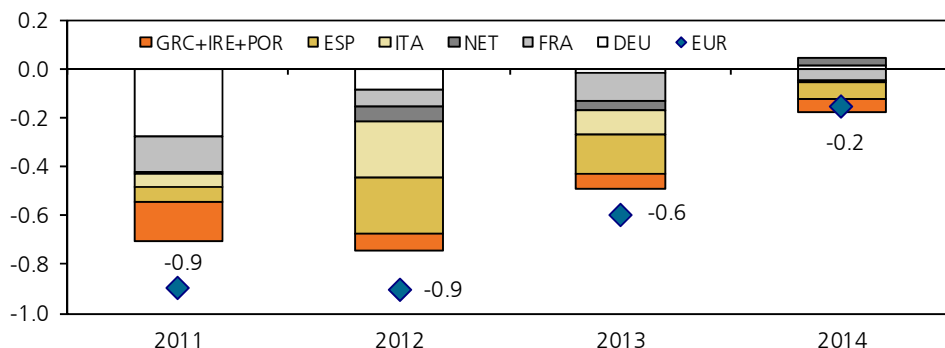
Ora, considerando l'elasticità media del ciclo alla politica fiscale risultante dai principali modelli utilizzati in sede internazionale (ad esempio il modello *Interlink* dell'OCSE), è possibile, sulla base delle variazioni del saldo primario corretto per il ciclo, calcolare l'impatto della politica fiscale sul PIL. I tradizionali modelli indicano un moltiplicatore (di breve termine) della politica fiscale pari a 0,4% (nell'ipotesi di consolidamento "bilanciato" tra entrate e spese). C'è tuttavia da tener conto del fatto che, come suggerito proprio dal Fondo Monetario Internazionale, l'impatto sul ciclo della politica fiscale si sta dimostrando durante la crisi attuale assai maggiore di quanto prevedibile sulla base dei tradizionali modelli. L'effetto è amplificato da diversi fattori: 1) una politica monetaria che ha ormai scarsi margini di manovra; 2) la simultaneità della correzione nei diversi Paesi europei; 3) le necessità di *deleveraging* nelle economie periferiche. Ad esempio nel modello *QUEST* della Commissione UE, laddove si tenga conto dei primi due fattori (tassi di interesse vicini allo zero e restrizioni fiscali coordinate nei vari Paesi), il moltiplicatore della politica fiscale sale da 0,4% (nell'ipotesi di consolidamento "bilanciato" tra entrate e spese) a 0,5-0,7%. Applicando tali moltiplicatori "aumentati", se ne ottiene che **l'impatto sul ciclo Eurozona della politica fiscale nel 2013 sarà pari a circa sei decimi di PIL**. Se si calcolassero le elasticità restringendo l'analisi agli ultimi anni, secondo il FMI il moltiplicatore sarebbe oggi superiore a 1 (tra 0,9% e 1,2%) in tutti i principali Paesi. Ciò suggerisce che le stime da noi fornite circa l'impatto sul PIL della politica fiscale siano per difetto. L'impatto sul PIL potrebbe addirittura arrivare all'1,1%.

Impatto della politica fiscale sul ciclo

	2011	2012	2013	2014
Eurozona	-0.9	-0.9	-0.6	-0.2
Germania	-1.0	-0.3	-0.1	0.1
Francia	-0.7	-0.3	-0.6	-0.2
Italia	-0.3	-1.3	-0.6	-0.1
Spagna	-0.5	-2.0	-1.4	-0.6
Olanda	0.0	-0.1	-0.7	-0.2
Grecia	-2.9	-1.5	-1.4	-0.7
Irlanda	-1.1	-1.5	-1.3	-1.2
Portogallo	-4.4	-0.5	-0.6	-1.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI (*Fiscal Monitor* di ottobre)

Impatto della politica fiscale sul ciclo: area euro e contributi per Paese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI (*Fiscal Monitor* di ottobre)

Inflazione sotto il 2% nel 2013, con rischi verso il basso

A novembre l'inflazione è tornata al 2,2% a/a dal picco del 2,6% a/a di agosto - settembre, per effetto di un calo più marcato del previsto delle pressioni dalla componente energia. La dinamica annua dell'indice energia è calata al 6,7% dal 9,1% di settembre e rallenterà ulteriormente nei prossimi mesi. Gli alimentari freschi sono, invece, accelerati sensibilmente dal 3,0% di luglio al 4,0% di novembre e potrebbero salire ancora nei prossimi mesi.

Al netto di energia e alimentari freschi (circa 70% del paniere dell'indice armonizzato, e misura preferita dalla BCE), l'inflazione core è calata all'1,4% a/a dall'1,8-1,9% a/a dei primi sette mesi dell'anno, nonostante il rialzo delle aliquote IVA in Spagna. Sulla dinamica dei primi sette mesi dell'anno avevano pesato i rialzi di prezzi amministrati e tassazione indiretta. L'inflazione core al netto dell'apporto dei prezzi amministrati energia e alimentari (definita ciclica ex-energia e alimentari) è calata a ottobre all'1,1% a/a dall'1,3% a/a di un anno fa. Se si esclude il contributo delle tasse, l'inflazione ciclica si aggira intorno all'1,0% a/a (a ottobre).

Ci aspettiamo che l'inflazione torni sotto il 2% già nei primi mesi del 2013 e che la media annua si collochi all'1,8% a/a, circa un decimo in meno rispetto allo scenario di settembre. Le ipotesi di fondo sono di un prezzo del petrolio in media a 107 dollari al barile dai 111,5 dollari del 2012 a fronte di un cambio che dovrebbe apprezzarsi a 1,35 dall'1,29 di fine 2012. Le medie annue per petrolio e cambio sono invariate rispetto allo scenario di settembre. Per quanto concerne il rialzo dei prezzi internazionali delle commodities alimentari, ci aspettiamo un andamento più moderato. Lo shock dei mesi estivi ha avuto, come atteso, ripercussioni limitate sulla dinamica dei prezzi all'interno della zona euro. Il contributo degli alimentari è salito da 0,36% dei primi sette mesi dell'anno a 0,45% a novembre anche se non escludiamo che vi possa essere una certa inerzia nei prossimi mesi e che l'apporto possa salire fino a 0,6% nei primi mesi del 2013.

Le attese d'inflazione di mercato come derivabili dagli *inflation swaps* e *forwards* rimangono saldamente al di sotto del 2,0%, anche se sono risalite dai minimi di inizio estate a seguito del discorso di Draghi. L'indice PMI prezzi pagati è sceso marginalmente a novembre a 53,3 e rimane circa 10 punti al di sopra del minimo di inizio estate (43,6), tuttavia si tratta di un livello ancora coerente con limitate pressioni a monte della catena produttiva. Oltretutto, il recente apprezzamento del cambio suggerisce che si potrebbe vedere un rientro delle pressioni nei prossimi mesi. Le attese sui prezzi praticati anticipano una moderazione dei prezzi interni sia nei servizi che nel manifatturiero e sono coerenti con un calo dell'inflazione al di sotto del 2% in linea con le nostre stime. Risultano stabili anche le attese d'inflazione a 5 anni degli analisti consultati dalla BCE, la percentuale di analisti che si attendono l'inflazione al di sopra del 2% è scesa marginalmente mentre è salita quella degli analisti che vedono l'inflazione al di sotto dell'1,5%.

Anna Maria Grimaldi

Ipotesi su petrolio, cambio e commodity alimentari

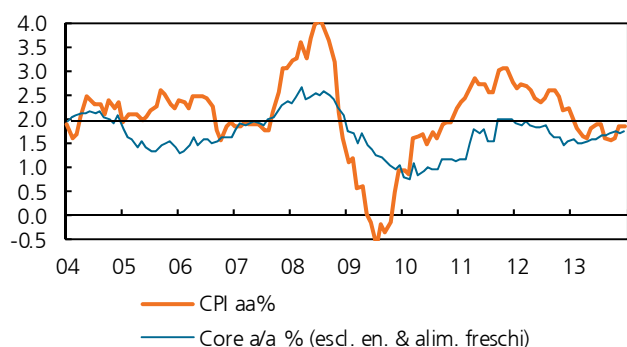
Attese d'inflazione (survey based) suggeriscono rischi più verso il basso che verso l'alto

L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi dovrebbe essere mediamente dell'1,6% il prossimo anno. Sulla dinamica annua peseranno aumenti di prezzi amministrati e tassazione indiretta, che si sono già verificati (e che pesano sulla media 2013) o che sono previsti per il 2013 (aumento dell'IVA in Italia previsto per luglio 2013). L'*output gap* è atteso rimanere fortemente negativo, -3,9%, ma sostanzialmente stabile rispetto al 2012, questo perché le stime di crescita sono state tagliate di circa 8 decimi rispetto allo scenario di settembre (a -0,3% da un precedente +0,5%). L'inflazione media al netto di energia, alimentari e tabacchi potrebbe essere di 1,6% nel 2013. Se si esclude il contributo di tasse e prezzi amministrati, l'inflazione sottostante potrebbe aggirarsi all'1,0%.

Continuiamo a ritenere che i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo siano più verso il basso che verso l'alto anche nel medio periodo. La crescita area euro è attesa rimanere marginalmente al di sotto del potenziale (+1,3% nelle ultime stime OCSE) anche nel 2014 e accelerare sopra il potenziale solo nel 2015. **L'output gap rimarrà negativo ancora a lungo. L'ampio eccesso di offerta nel mercato del lavoro limiterà le pressioni da salari e costi sulla dinamica dei prezzi interni.** La disoccupazione potrebbe continuare a salire fino al 12,1% a fine 2013 dall'11,7% di ottobre. Nonostante i generosi aumenti in Germania e qualche pressione residuale da Belgio e Olanda, l'aumento dei salari negoziati è stato di appena 2,2%a/a nel 3° trimestre di quest'anno, in aumento di soli due decimi rispetto al 4° trimestre 2012. Il costo del lavoro orario, secondo le stime BCE, è addirittura rallentato all'1,6%a/a nel 2° trimestre dal 2,2%a/a di fine 2011; le retribuzioni sono rallentate all'1,6%a/a nel 2° trimestre da un precedente 2,0%a/a. Il costo del lavoro per unità di prodotto è sceso all'1,4%a/a a inizio anno dall'1,0%a/a osservato in media nel 2011, per effetto di un calo della produttività. A partire dalla primavera del 2013, ci aspettiamo un recupero ciclico di produttività che dovrebbe tenere sotto controllo il costo unitario del lavoro. Una fase di debolezza più pronunciata di quella incorporata nelle nostre stime potrebbe spingere la dinamica sottostante dei prezzi al consumo al netto di energia, alimentari e prezzi amministrati al di sotto dell'1,0% per fine 2013. **Le uniche pressioni verso l'alto sulla dinamica dei prezzi al consumo continueranno a venire da prezzi amministrati e tassazione indiretta.**

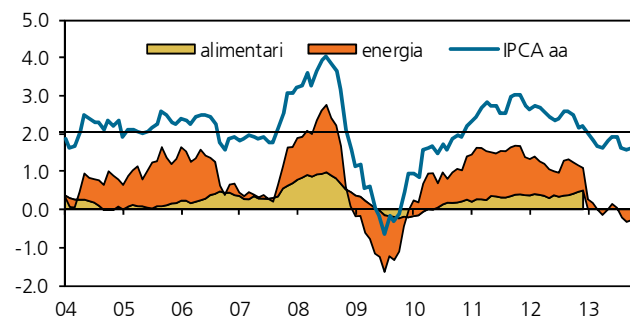
Perramarranno ampie divergenze nella dinamica dell'inflazione ciclica tra centro e periferia, giustificate dalla diversa ampiezza dell'*output gap*. In particolare, nei Paesi della periferia, l'inflazione ciclica si aggira sotto l'1%, solo in Spagna è di recente risalita ma si tratta di un effetto temporaneo legato al rialzo delle aliquote IVA.

Fig. 1 – Inflazione ancora al 2% nel 2013



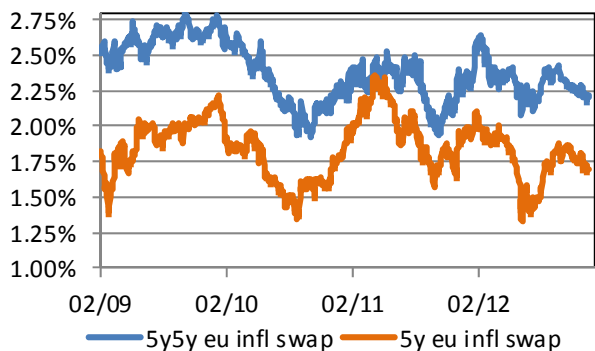
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Profilo dipendente dalla volatilità di energia e alimentari



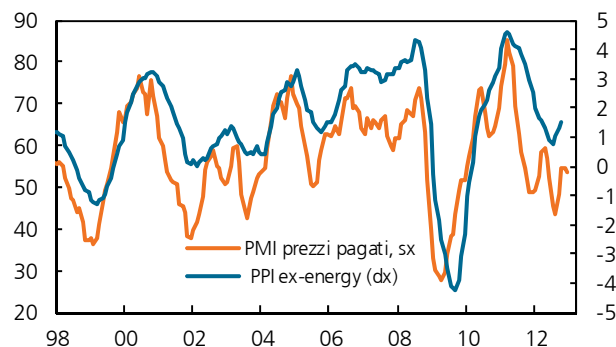
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Attese di mercato in aumento



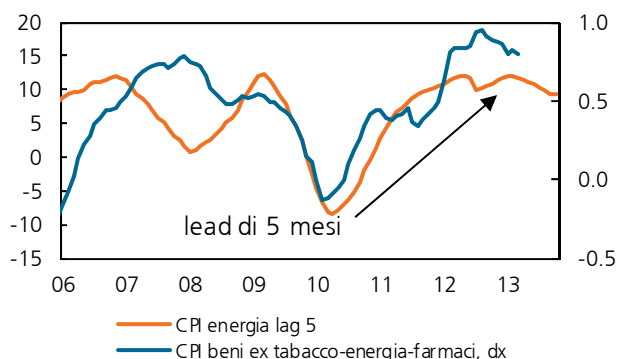
Fonte: Bloomberg e Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Negli ultimi mesi le pressioni a monte della catena produttive sono rimaste circa stabili su livelli modesti



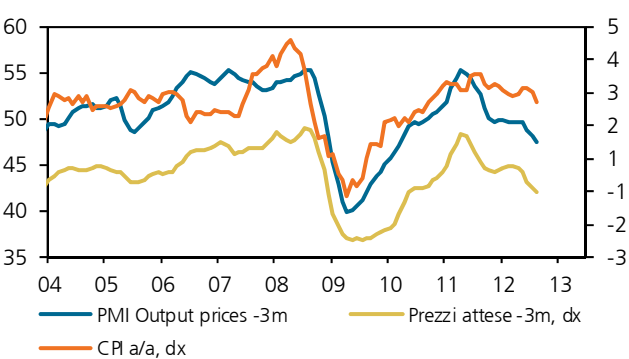
Fonte: Markit, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il calo della componente energia suggerisce un rallentamento anche della dinamica core



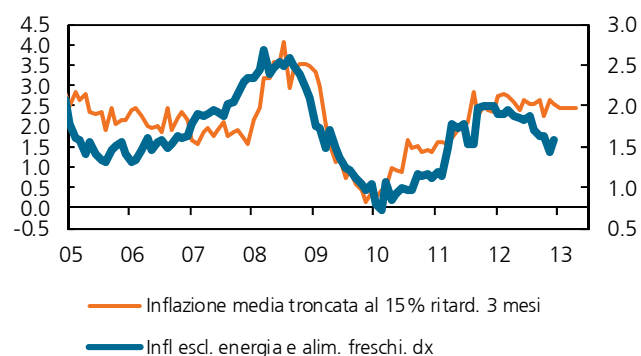
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Gli indici di prezzi praticati anticipano un rallentamento dell'inflazione nei prossimi mesi



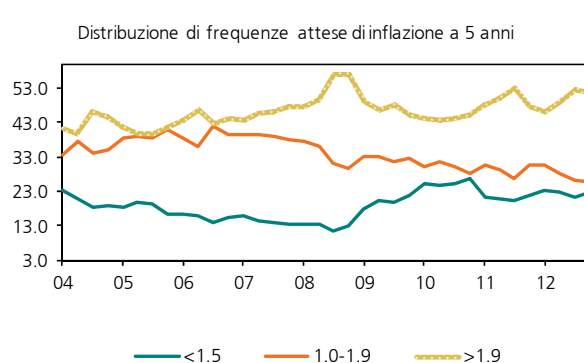
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La media troncata (HICP yy%) anticipa solo un moderato aumento dell'indice core (BCE) nei prossimi mesi



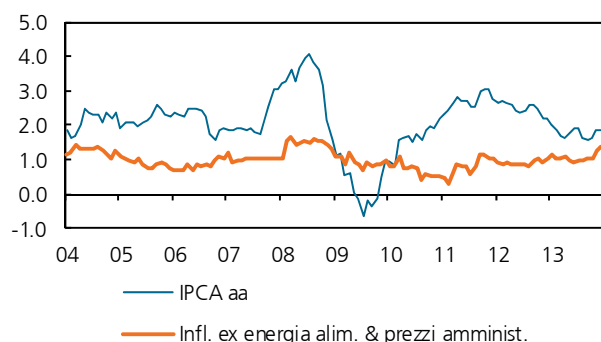
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig.8 – Meno previsori si aspettano l'inflazione > 1,9%, mentre aumentano le frequenze per il range <1.5%



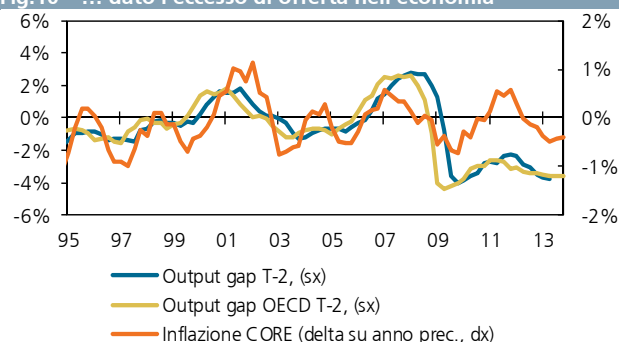
Fonte: ECB e Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – L’inflazione sottostante rimane sotto controllo ...



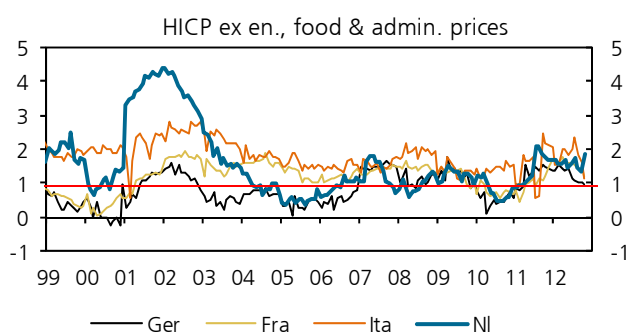
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig.10 – ... dato l'eccesso di offerta nell'economia



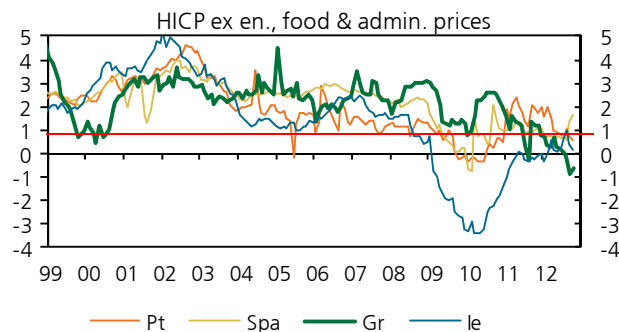
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – L'inflazione ciclica sopra l'1% nei Paesi core e Italia



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig.12 – ... ma da tempo sotto l'1% nella periferia



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Politica monetaria: non c'è da aspettarsi un granché dalla BCE nel corso del 2013

Non ci aspettiamo mosse significative dalla Bce nel corso del 2013, al di là di quanto già predisposto con il piano di acquisto di titoli di Stato. Difficilmente la BCE potrà muoversi in modo preventivo fornendo stimolo monetario aggiuntivo, mirato a ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria nei Paesi della Periferia. Alla riunione di dicembre, la BCE ha, però, esteso l'assegnazione piena a tutte le aste di rifinanziamento fino al sesto periodo di mantenimento di riserva (9 luglio 2012), misura ampiamente scontata. Un'altra asta di rifinanziamento a medio lungo termine sembra alquanto improbabile nella prima metà dell'anno.

La BCE, prima di adottare eventuali nuove misure straordinarie vorrà verificare quanta della liquidità, assegnata con le aste triennali, sarà restituita a gennaio 2013. A partire dall'ottobre 2008, con l'assegnazione piena su tutte le operazioni di rifinanziamento, il sistema opera con un eccesso di riserve ben superiore ai 20 miliardi del periodo 2004-07. L'eccesso di riserve si è aggirato in media sui 116 miliardi di euro tra ottobre 2008 e dicembre 2011 ed è poi balzato a 450 miliardi tra dicembre 2011 e febbraio 2012 e a 650 miliardi con la seconda asta triennale. L'ampio eccesso di riserve ha spinto l'EONIA sul pavimento del corridoio di oscillazione del refi. Una riduzione significativa dell'eccesso di riserve potrebbe, quindi, avere un impatto anche sui tassi interbancari. Quanta della liquidità presa con le aste triennali potrebbe essere restituita a gennaio? Di riflesso, di quanto potrebbe ridursi l'eccesso di riserve all'interno del sistema? La questione è affrontata nel focus a seguire.

Anna Maria Grimaldi

La crescita 2013 è stata rivista dal +0,3% di settembre a -0,3%, al di sotto delle stime di Consenso di Novembre (-0,1%) e della Commissione Europea (+0,1%). Contestualmente la BCE ha tagliato le stime d'inflazione a 1,6% da un precedente 1,9%. Le prime stime della BCE per il 2014 mostrano in media una crescita di +1,2% (ultime stime OCSE: +1,3%; Commissione UE: +1,4%), in linea con il potenziale stimato dall'OCSE a +1,3%. L'inflazione è attesa nel *range* 0,6-2,2%. La BCE, dunque, non esclude il rischio che l'inflazione scenda sotto l'1% nel caso di una più marcata debolezza del ciclo. La valutazione dei rischi per lo scenario macroeconomico è sostanzialmente invariata: rischi verso il basso per la crescita e bilanciati per l'inflazione. Draghi nella conferenza stampa ha indicato che un taglio dei tassi è stato discusso, ma che il "consenso prevalente" è stato per tassi fermi, dal momento che la politica monetaria è ancora giudicata accomodante ed il calo dei tassi governativi e di mercato, innescato dall'annuncio del programma OMT, rende le condizioni finanziarie meno restrittive anche nella periferia. La revisione delle stime di crescita e inflazione ha lasciato, quindi, la porta aperta ad un taglio dei tassi a inizio 2013. Tuttavia, secondo indiscrezioni di stampa, circolate il giorno dopo la riunione del 7 dicembre, all'interno del Consiglio vi sarebbe stata una maggioranza a favore di un taglio già a dicembre. Continuiamo a ritenere che un taglio dei tassi nel 2013 possa trovare un consenso ampio all'interno del Consiglio solo nel caso di un rallentamento più marcato dei paesi dell'Europa settentrionale, Germania in primis. La debolezza dei dati di produzione industriale tedesca di ottobre e la probabile contrazione del PIL, a cavallo del nuovo anno, vanno nella direzione di un taglio a gennaio, anche se l'IFO ha anticipato un miglioramento di attività già a novembre. Indicazioni in tal senso sono arrivate anche dal governatore della Banca di Slovacchia Makuch che ha dichiarato che "in assenza di un miglioramento dell'economia un taglio dei tassi è possibile e che ad oggi è improbabile che si vedrà un miglioramento significativo". Un taglio dei tassi avrebbe comunque un effetto limitato sul ciclo reale dal momento che l'EONIA, tasso di riferimento, è già schiacciato sul pavimento del corridoio di oscillazione del refi. Tuttavia, un taglio dei tassi allieverebbe il costo di rifinanziamento in BCE per le banche della periferia area euro che vi fanno ampio ricorso.

Il nuovo scenario di crescita BCE giustificerebbe un taglio del refi ...

Tabella 1 – Stime di crescita significativamente più basse nel 2013, ma valutazione dei rischi per la dinamica inflativa sostanzialmente invariata .

Data previsione	Anno	BCE		Consenso		Intesa Sanpaolo	
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL
giu-12	2012	2.3/2.5 (2.4)	-0.5/0.2 (-0.2)	2,3	-0,4	2,5	-0,3
giu-12	2013	1.0/2.2 (1.6)	0.0/2.0 (1.0) ↓	1,7	0,7	1,7	0,6
set-12	2012	2.4/2.6 (2.5) ↑	-0.5/-0.2 (-0.4) ↓	2.3	-0.5	2.5	-0.4
set-12	2013	1.3/2.5 (1.9) ↑	-0.4/1.4 (0,5) ↓	1.7	0,5	2.0	0,3
dic-12	2012	2.4/2.6 (2.5)	-0.6/-0.4 (-0.5)	2.5	-0,5	2.5	-0,4
dic-12	2013	1.1/2.1 (1.6) ↓	-0.9/-0.3 (-0,3) ↓	1.9	0.0	1.8	-0,1
dic-12	2014	0,6%/2,2% (1,4)	0,2/2,2% (1,2%)	1.6*	1.4*	1.9	0.9

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

Escludiamo un tasso sui depositi negativo per cercare di stimolare la circolazione di liquidità dal centro alla periferia della zona euro. In primo luogo non è affatto scontato che la misura abbia effetto. Ai fini del funzionamento del mercato interbancario quel che più conta è l'attivazione in tempi rapidi del meccanismo di supervisione comune (SSM). Draghi inoltre nella conferenza stampa ha indicato che un taglio del tasso sui depositi comporterebbe delle complessità operative non ancora esplorate prima. Pensiamo che tassi a 0,50% siano un limite inferiore per il refi sotto il quale la BCE difficilmente vorrà scendere. Oltretutto se lo scenario macro evolverà in linea con le nostre stime, da inizio estate l'economia dell'area euro dovrebbe tornare a crescere. Nel 2014 il PIL crescerà al meglio in linea con il potenziale, ma la dinamica della domanda interna rimarrà comunque più debole, dal momento che il processo di *deleveraging* dovrà proseguire. Difficilmente, quindi la BCE alzerà i tassi prima della seconda metà del 2014.

...ma non del tasso sui depositi

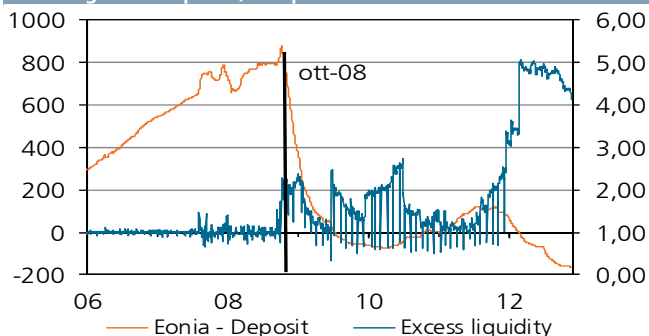
Focus: potenziale rimborso per 180 miliardi, dei 972 presi a prestito con le aste triennali

Si ricorda che all'asta triennale dello scorso dicembre furono assegnati 489 miliardi di euro; di questi 46 miliardi furono stornati dall'asta annuale di ottobre 2011. All'asta di febbraio scorso furono allocati 529 miliardi. Per cercare di valutare quanta liquidità potrebbe essere rimborsata già a gennaio 2013, dei 972 miliardi presi a prestito con le aste triennali, abbiamo guardato all'eccesso di riserve nei Paesi core e lo abbiamo confrontato con quanto le banche hanno preso a prestito nelle aste triennali. In generale, nonostante il calo dei tassi, considerazioni prudenziali e il difettoso accesso ai mercati interbancari, suggeriscono che le istituzioni finanziarie e monetarie dei Paesi periferici non dovrebbero affrettarsi a rimborsare i prestiti BCE.

L'eccesso di riserve Paese è calcolato come giacenza sul conto di riserva in eccesso delle riserve minime. Purtroppo, non tutte le Banche centrali nazionali garantiscono lo stesso livello di trasparenza di Germania e Italia sul loro rendiconto mensile. In particolare, i dati sulle riserve minime non sono pubblici in Belgio e Olanda e quindi per questi paesi non è possibile derivare una stima puntuale dell'eccesso di riserve poiché non si hanno indicazioni sulla liquidità presa a prestito in BCE dalle banche dei singoli paesi alle due aste triennali, ma solo il totale allocato in media nell'Eurosistema. **Approssimiamo il ricorso dei singoli paesi alle aste triennali con la variazione del ricorso alla finestra BCE tra ottobre 2011 e marzo 2012.**

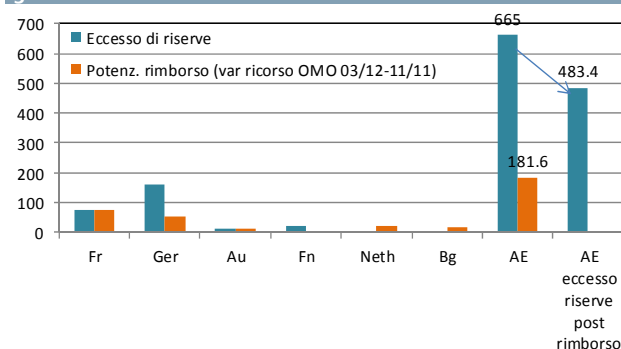
Nel periodo considerato il ricorso alle operazioni di rifinanziamento è salito di circa 52 miliardi in Germania, di 75,5 miliardi in Francia, di 12,65 miliardi in Austria e di 3,5 miliardi di euro in Finlandia. L'eccesso di riserve a settembre era di 161,4 miliardi in Germania, di 75,6 miliardi in Francia, di 15 miliardi in Austria e di 23,9 miliardi in Finlandia. È quindi ragionevole che **le banche tedesche e finlandesi, che operano con un eccesso di riserve ampiamente superiore al ricorso alla finestra BCE, restituiscano interamente la somma presa a prestito, rispettivamente 52 e 3,5 miliardi di euro.** L'eccesso di riserve in Francia e Austria è circa pari a quanto preso a prestito alla finestra BCE, e quindi **le banche potrebbero restituire quasi interamente i fondi presi a prestito.** In totale potrebbero essere restituiti circa **144 miliardi di euro.** È probabile che la cifra ripagata sarà superiore rispetto all'ammontare da noi stimato, dal momento che in Olanda e in minor misura in Belgio dovrebbe aversi un ampio eccesso di riserve e quindi questi due paesi potrebbero rimborsare rispettivamente **20 e 17 miliardi**, corrispondenti alla variazione al ricorso alla finestra BCE tra novembre 2011 e marzo 2012. La stima della somma che potrebbe essere rimborsata salirebbe, quindi, **a 181 miliardi, una somma non trascurabile ma che lascerebbe comunque l'eccesso di riserve intorno ai 500 miliardi di euro.**

Fig. 5 - L'ampio eccesso di riserve sistemico, generato dalle aste ad assegnazione piena, ha spinto l'EONIA a zero



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Le banche dei Paesi core potrebbero restituire 180 mld a gennaio. L'eccesso di riserve rimarrebbe di 480 mld



Fonte: Banche Centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania: gelata invernale

La Germania non è rimasta immune dalla debolezza ciclica che affligge la periferia della zona euro. La domanda globale è cresciuta meno del previsto riuscendo a controbilanciare solo in parte il calo di export verso la zona euro. I dati recenti, in particolare di produzione industriale, indicano che il PIL potrebbe calare a cavallo del nuovo anno, ma dovrebbe tornare a crescere già a inizio Primavera, grazie a un'accelerazione della domanda di beni industriali da paesi extra area euro. Rispetto allo scenario di settembre rivediamo le nostre stime per il 2012 a 0,9% (0,7% al netto degli effetti di calendario) da un precedente 1,1% e per il 2013 a 0,5% (0,4% al netto degli effetti di calendario). Ma la nostra valutazione dell'economia tedesca rimane positiva, i fondamentali sono solidi: il Paese non è gravato da un elevato indebitamento né del settore pubblico né del settore privato; la politica fiscale è attesa in moderata espansione, in vista anche delle elezioni d'autunno; le condizioni finanziarie rimarranno estremamente espansive almeno fino a metà 2014; le imprese sono riuscite a mantenere una discreta posizione competitiva. Dal 2014 il Paese dovrebbe, quindi, tornare a crescere all'1,9%, al di sopra del potenziale, stimato dalla Bundesbank all'1,3% e dall'OECD all'1,6%. La domanda interna dovrebbe offrire, progressivamente, maggiore supporto alla crescita rispetto alle esportazioni nette, contribuendo al processo di ribilanciamento degli squilibri all'interno dell'area euro. **I rischi per lo scenario sono verso il basso** e derivano da sviluppi avversi nell'area euro e da un recupero più fiacco della domanda globale di quanto da noi assunto.

Anna Grimaldi

Germania - Previsioni macro	2011	2012	2013	2012				2013			
				1	2	3	4	1	2	3	4
				PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	3.1	0.9	0.5	1.2	1.0	0.9	0.8
Consumi privati	1.7	0.6	0.9	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi lordi	6.4	-1.7	-0.3	-0.8	-2.2	0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4	0.6
Consumi pubblici	1.0	1.0	1.1	0.4	-0.2	0.4	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	7.9	4.7	2.5	0.7	3.3	1.4	-0.5	0.2	0.4	1.0	1.5
Importazioni	7.5	2.4	3.1	-0.7	2.2	1.0	-0.4	0.5	0.9	1.4	1.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	0.3	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	5.7	5.4	5.1	6.1	6.4	7.0	7.1	6.8	6.7	6.4	6.0
Deficit (% PIL)	-0.8	-0.2	-0.6								
Debito (% PIL)	80.5	81.2	80.2								
CPI (a/a)	2.6	2.1	1.7	2.4	2.1	2.1	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
Produzione Industriale	8.0	-1.0	-1.4	-0.4	0.0	0.8	-3.7	-0.1	0.9	1.1	0.0
Disoccupazione (%)	7.1	6.9	7.6	6.8	6.8	6.8	7.1	7.5	7.6	7.6	7.6

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

Il crollo di produzione industriale a ottobre (2,6% m/m) ha lasciato la dinamica trimestrale in rotta per una contrazione di -3,0% t/t, ben più debole di quanto suggerito dalle indagini congiunturali a inizio autunno. La debolezza della produzione contrasta con le indicazioni dagli ordinativi di beni manufatti che hanno segnato una ripresa di nel mese di ottobre. Ci aspettiamo un recupero di produzione nei prossimi mesi se i segnali incoraggianti dall'IFO di novembre e ZEW di dicembre dovessero essere confermati. E' in ogni caso assai probabile che il PIL cali di 0,3% t/t a fine 2012 e di 0,1% t/t a inizio 2013, per poi tornare a crescere dal 2° trimestre. Su base annua la crescita è attesa accelerare dal +0,8% nel 4° trimestre 2012 al +1,2% nel 4° trimestre 2013.

Il rallentamento di produzione dovrebbe circa coincidere con una frenata delle esportazioni a prezzi costanti stando alle indicazioni dei dati di commercio estero di ottobre. Ci aspettiamo che l'export recuperi gradualmente quota, ma la debole entrata nell'anno lascerà la dinamica 2013 a +2,5% dal 4,9% stimato per quest'anno. Le importazioni sono attese crescere più dell'export il prossimo anno (+3,1%), lasciando quindi il contributo del commercio estero a -0,1% dal +1,3% del 2012. Le esportazioni sono viste accelerare ulteriormente nel corso del 2014 fino al 5,5%, data anche la nostra stima di ritorno alla crescita del resto della zona euro e di lieve accelerazione del ciclo mondiale. Le importazioni sono attese crescere più dell'import anche nel

Le esportazioni nette contribuiranno meno alla crescita che nel periodo 2000-08

2014, dal momento che l'*import content* della produzione tedesca è visto in aumento in particolari per i macchinari e beni capitali, per effetto della maggiore delocalizzazione. Ci aspettiamo, quindi, che le esportazioni nette offrano, progressivamente, un contributo meno significativo alla crescita del PIL rispetto agli anni 2000. Assisteremo quindi a una parziale chiusura dell'avanzo commerciale dal 6,5% del 2012.

La domanda interna è invece attesa contribuire di più alla crescita del PIL già nel 2013 e la tendenza proseguirà negli anni successivi. Il prossimo anno ci aspettiamo un apporto di 0,6%. I consumi delle famiglie sono attesi rimanere in crescita anche a cavallo del nuovo anno (+0,1%/0,2%), se pure a ritmi più modesti che nei mesi estivi (+0,3% t/t). La dinamica dei consumi è attesa accelerare in media annua nel 2013, sostenuta da una discreta crescita dei salari (si veda sotto) e da misure di politica fiscale a supporto della dinamica del reddito (in particolare tramite riduzione dei contributi previdenziali dal 19,6% al 18,9% e all'estensione delle deduzioni sulla base imponibile IRPEF) che dovrebbero controbilanciare un possibile deterioramento della dinamica occupazionale. Gli **investimenti in costruzioni** dovrebbero crescere a un ritmo sostenuto +3,6% il prossimo anno in parte grazie a un effetto base favorevole rispetto alla prima metà del 2012. I permessi edilizi risultavano ancora in crescita a ottobre sia per gli edifici industriali che per le nuove abitazioni. Gli investimenti in abitazioni beneficeranno ancora di condizioni finanziarie estremamente favorevoli nel 2013, degli incentivi fiscali sulle ristrutturazioni e dal permanere dell'incertezza su altre forme di investimento. Gli **investimenti in macchinari** saranno la sola componente domestica a registrare una contrazione nel corso del 2013. L'elevato grado di incertezza e il morale depresso giustificano la dinamica deludente della spesa in macchinari nel 2012. Negli ultimi mesi si è inoltre assistito a un calo di utilizzo della capacità produttiva. Tuttavia, se il clima di fiducia più disteso dovesse essere confermato già a inizio 2013 ci aspettiamo che gli investimenti delle imprese riprendano a crescere in linea con i piani di medio termine, date le condizioni finanziarie ancora favorevoli.

La domanda interna è invece attesa contribuire di più alla crescita del PIL già nel 2013

I salari cresceranno allo stesso ritmo che nel 2012 per poi accelerare nel 2014. I dati della Bundesbank indicano che nel 3° trimestre i **salari negoziali** crescevano del 2,7% a/a dopo il +2,6% a/a del 2° trimestre. Nel 2013, la crescita dei salari dovrebbe aggirarsi ancora intorno al 2,7%. Solo nel 2014, con la ripresa dell'attività produttiva e un'accelerazione dei profitti si vedrà una dinamica dei salari più sostenuta. Nel corso del 2013, non è escluso che si possa vedere un *wage drift* marginalmente negativo dal momento che è possibile che i bonus saranno meno consistenti e per effetto di un'ulteriore riduzione delle ore lavorate.

I salari cresceranno allo stesso ritmo che nel 2012 per poi accelerare nel 2014

Già nei mesi estivi si è cominciato a vedere un rallentamento dell'occupazione rispetto ai primi sei mesi dell'anno quando sono stati aggiunti 135 mila posti di lavoro. A settembre e ottobre il numero di occupati è calato di 24 mila unità. Le indicazioni dalle indagini congiunturali sono solo per un ulteriore (contenuto) rallentamento delle intenzioni ad assumere. Nel 2013, ci aspettiamo che il ciclo pesi maggiormente sulla dinamica occupazionale rispetto alla crisi del 2008-09, quando fattori straordinari - quali gli effetti delle riforme sul mercato del lavoro, la domanda di occupazione nella sanità e nella scuola - hanno fatto da cuscinetto. Tuttavia, come nel 2008-09 ci aspettiamo che l'aggiustamento passi più per una riduzione delle ore lavorate, tramite gli accordi negoziati a livello di singole imprese, che attraverso una massiccia espulsione di forza lavoro. Nel 2013, prevediamo, quindi, un calo degli occupati di 0,2-0,3%, il punto di svolta per la dinamica occupazionale dovrebbe vedersi nei mesi estivi dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo. La disoccupazione potrebbe toccare il 7,4% a fine estate 2013 dal 6,9% di novembre scorso per poi tornare a ridiscendere al 6,9% nel 2014. La partecipazione è attesa salire nel corso del prossimo anno dal momento che la Bundesbank stima che flussi migratori di circa 350 mila persone che andrebbero ad alimentare la forza lavoro.

Il mercato del lavoro risentirà maggiormente del ciclo

L'**inflazione** dovrebbe ritornare all'1,6% il prossimo anno dal 2,1% stimato per il 2012, al rientrare delle pressioni dai prezzi delle materie prime. Nel 2013 la dinamica sottostante si muoverà in linea con l'indice generale dei prezzi, dopo il +1,5% a/a di quest'anno. Gli aumenti salariali concessi nel 2012 si rifletteranno per lo più nel comparto dei servizi.

Il deficit pubblico potrebbe chiudere circa in pareggio nel 2012 -0,3% dopo il -0,8% dello scorso anno, dal momento che il rallentamento ciclico ha alterato solo marginalmente la spesa previdenziale e sociale. Si riscontra, altresì, un rallentamento della spesa legata al mercato del lavoro. La scadenza dei programmi di stimolo varati nel 2009 contribuirà a limitare la dinamica della spesa primaria. Un impatto non trascurabile viene dal calo dei rendimenti governativi su tutte le scadenze, associato al forte afflusso di capitali alla ricerca di una copertura in caso di eventi estremi nell'area euro. Sul fronte delle entrate, la dinamica delle imposte sui profitti sta eccedendo le attese. Nel 2013, è probabile che il deficit ritorni sui livelli del 2011 -0,8%, in parte per effetto del ciclo, che eroderà il surplus della sicurezza sociale, e in parte per effetto di misure a sostegno del reddito solo in parte controbilanciate da misure sul fronte della spesa. Dal lato delle entrate sono previsti: riduzione dei contributi previdenziali al 18,8% dal 19,6%; l'allargamento della base imponibile su cui si applicano deduzioni delle aliquote IRPEF; l'eliminazione del ticket sulle visite specialistiche; l'introduzione di incentivi fiscali sulle ristrutturazioni. Risparmi di spesa si avranno dall'ulteriore calo della spesa per interessi e della spesa in conto capitale, dal momento che non sono previsti trasferimenti a sostegno delle istituzioni finanziarie. Il deficit strutturale è atteso rimanere circa invariato nel 2013 -0,4% per poi migliorare nel 2014, grazie ai limiti delle leggi nazionali che impongono il raggiungimento di un surplus strutturale nel 2016. Il debito, che è sceso all'80,5% nel 2011, è atteso risalire all'82% del PIL quest'anno per effetto del pagamento dei contributi all'ESM (29 miliardi di garanzie da stanziare per l'EFSF e 27 miliardi per l'ESM), nonché di liquidazione della Banca Regionale WestLB. Nel 2013, il rapporto debito/PIL potrebbe tornare a scendere allo scadere delle passività legate al sostegno delle "bad banks".

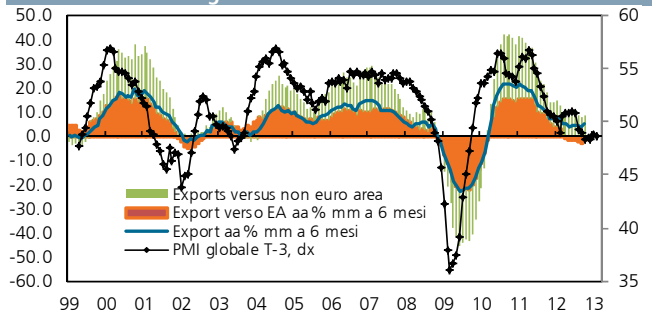
La politica fiscale marginalmente espansiva nel 2013

I dati di produzione suggeriscono un calo del PIL a cavallo del nuovo anno, più marcato di quanto indicava l'IFO



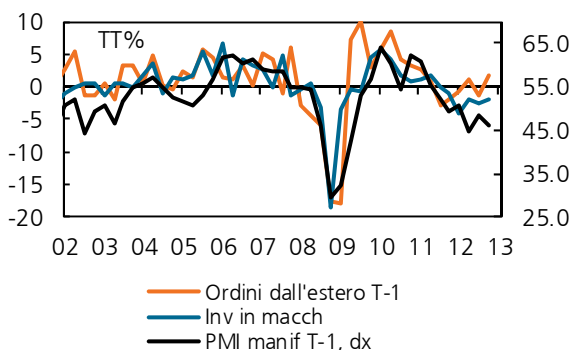
Nota: IFO e PMI deviazioni standard dalla media di lungo termine
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'export ex area euro ha compensato solo in parte la debolezza dell'Eurozona. PMI globale circa stabile a novembre



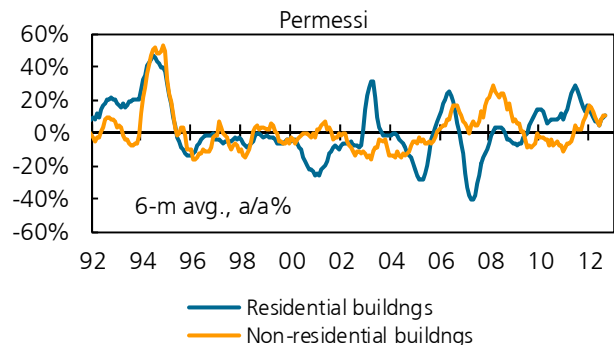
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli investimenti in macchinari in calo fino a metà 2013



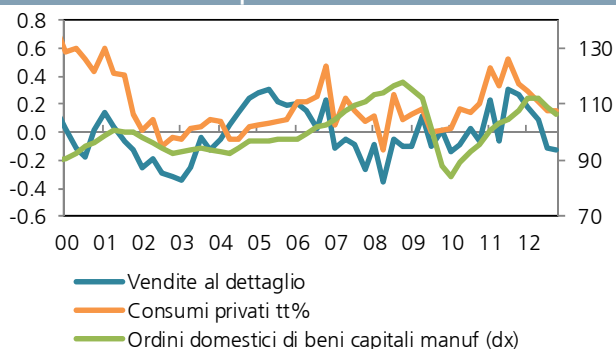
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Proseguirà l'espansione delle costruzioni



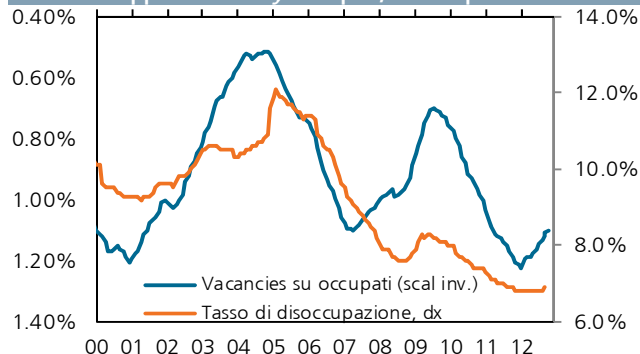
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi fiacchi fino alla primavera



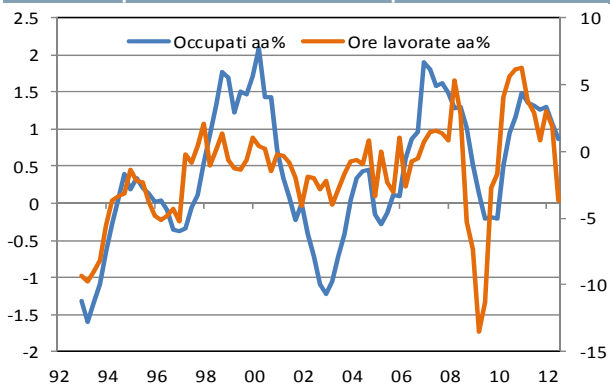
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scende il rapporto *vacancy-occupati*, disoccupazione in salita



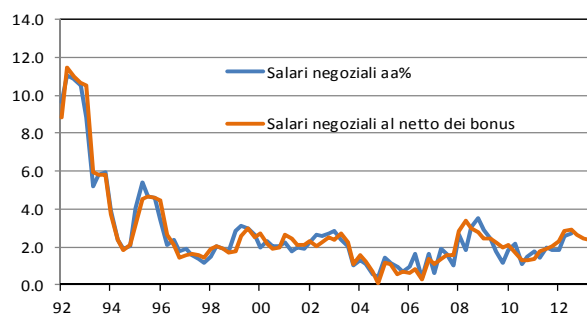
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma l'aggiustamento del fattore lavoro passerà ancora dal monte ore più che dal numero di occupati



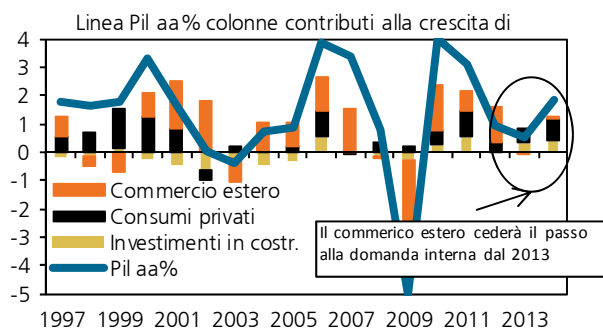
Fonte: Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Salari ri-accelerano verso fine 2013



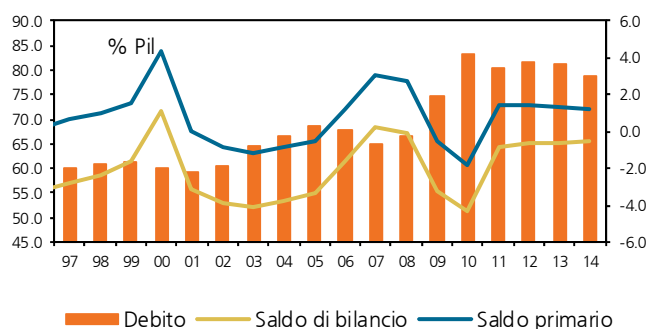
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Deficit intorno a -0,5%, il debito potrebbe tornare a calare già dal 2013



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia: la perdita di competitività pesa sulle previsioni di crescita

Nel corso dell'autunno sono emerse sempre maggiori preoccupazioni sullo stato di salute dell'economia francese. I dubbi riguardano in particolare le prospettive di crescita di lungo termine, deteriorate dalla costante perdita di competitività che il Paese sta sperimentando ormai da anni: in un momento di rallentamento ciclico globale e di tensioni sui mercati finanziari, le rigidità strutturali che la Francia dimostra di non sapere superare (soprattutto relative al mercato del lavoro) rendono ancora più concreti i rischi di un rallentamento economico maggiore del previsto. La ridotta crescita, inoltre, potrebbe rendere vano il tentativo del Governo di raggiungere gli obiettivi di bilancio per il 2013 e per gli anni seguenti, definiti dal *fiscal compact*. È su queste motivazioni che si è basato il *downgrade* del rating sovrano da parte di Moody's, che seguendo l'esempio di S&P di inizio anno, ha fatto perdere al Paese la tripla A, mantenendo un *outlook* negativo.

Sara Molinari

Le nostre stime di **crescita sono state riviste al ribasso per il 2012 e per il 2013**. Nonostante il PIL del 3° trimestre dell'anno abbia fornito un'altra sorpresa positiva (crescendo dello 0,2%, contro le attese di una debole contrazione), il peggioramento degli indicatori anticipatori fanno propendere per un calo nell'ultimo trimestre dell'anno, che dovrebbe portare la crescita dell'intero 2012 allo 0,1%. La debolezza di fine anno, dovrebbe proseguire anche nei primi mesi del 2013: solo dalla seconda metà dell'anno è attesa una ripresa più sostenuta, ma nonostante ciò, la crescita annua è vista attestarsi allo 0,1% per l'intero 2013, in netto ribasso rispetto alla precedente stima dello 0,6%. Le proiezioni del Governo per il 2013 rimangono al contrario ferme allo 0,8%, a nostro avviso eccessivamente elevate visto il difficile momento congiunturale internazionale.

La stima del PIL 2013 è scesa
allo 0,1%

La tenuta a sorpresa del PIL del 3° trimestre è stata supportata dalla dinamica dei **consumi**, che dopo una contrazione nel corso della primavera, ha segnato una ripresa importante dello 0,3%. Le attese per la restrizione fiscale del prossimo anno peseranno però sulle scelte di consumo futuro, come anticipato dall'andamento della fiducia dei consumatori. La crescita delle spese delle famiglie sarà moderata per la parte centrale del 2013, dopo un iniziale proseguimento della debolezza di fine 2012, per poi riprendere a crescere con maggior vigore solo nell'ultimo trimestre del 2013. Il rapporto trimestrale INSEE punta a un rallentamento anche degli **investimenti**: su questa variabile peserà sicuramente la maggiore imposizione fiscale che le imprese si troveranno a dover sopportare, vista la legge di bilancio 2013 programmata pochi mesi fa. Solo verso la conclusione del 2013 la spesa per investimenti potrà risalire in modo più convincente. Il contributo delle **esportazioni** alla crescita del PIL è stato ancora positivo nel corso del 3° trimestre ma è atteso moderare fino alla seconda metà del 2013. La Francia deve affrontare il problema della continua perdita di competitività, che ha portato il Paese a perdere sistematicamente quote di mercato, non solo all'interno della zona euro (che rappresenta il principale sbocco commerciale), ma anche nei mercati terzi. Se paragoniamo il volume esportato dai paesi dell'area euro (sia *core*, sia periferici) sull'export totale dell'intera area, la Francia è l'unico Paese che ha visto una progressiva riduzione delle quote di mercato, ancor peggio di quanto accaduto all'Italia.

Al fine di sostenere la competitività, il Governo ha predisposto un articolato quadro programmatico, in cui trova posto il taglio del cuneo fiscale a favore delle imprese. Oltre ad avere come effetto immediato il calo del costo del lavoro, secondo le proiezioni del Governo la proposta (che arriverà in Parlamento a gennaio) dovrebbe anche avere effetti positivi, sebbene marginali, sull'occupazione a partire dal 2014 (vedi box seguente per i dettagli). Attualmente però, il contesto occupazionale francese sta continuando a dare segnali di peggioramento: il rallentamento ciclico in atto si è tradotto in un incremento marcato del **tasso di disoccupazione**, che nel corso del 3° trimestre dell'anno ha toccato il 10,3% e probabilmente potrà salire al 10,4% a fine anno. Il peggioramento del mercato del lavoro proseguirà fino alla metà del 2013, quando inizierà una lenta inversione di tendenza.

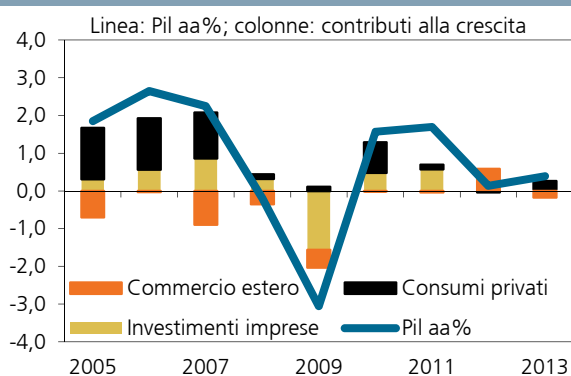
Il tasso di disoccupazione è
atteso salire fino a metà 2013

L'inflazione ha iniziato a moderare dopo i rialzi dell'estate, grazie al contenimento dei prezzi del petrolio e delle materie prime. L'andamento dell'energia dovrebbe proseguire in questa direzione così che, unitamente all'effetto del contenimento della domanda interna, dovrebbe continuare a far rallentare la crescita dei prezzi. L'inflazione è così prevista chiudere il 2012 all'1,3%, mentre per il 2013 è attesa proseguire inizialmente l'attuale trend al ribasso, per poi svoltare, sebbene lentamente, a partire dalla tarda primavera così da concludere l'anno all'1,5%. La decisione del Governo di ridurre il cuneo fiscale trova una fonte di finanziamento nell'aumento dell'imposizione indiretta: l'aumento delle due aliquote IVA più elevate avverrà però solo a partire dall'1 gennaio 2014.

L'inflazione dovrebbe chiudere il 2013 all'1,5%

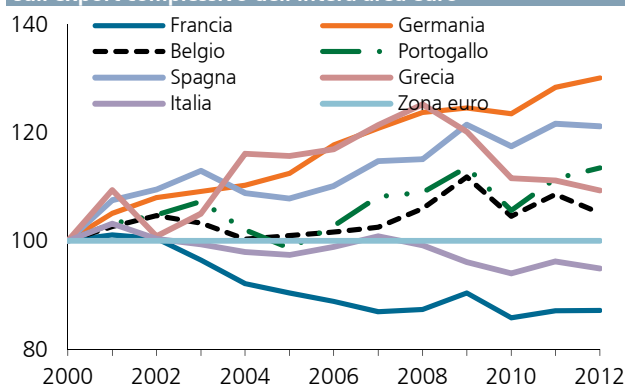
Il Governo francese ha predisposto a settembre la legge di bilancio per il 2013 in grado di portare il deficit pubblico in rapporto al PIL a raggiungere il target previsto del 3% (dal 4,5% del 2012). La nuova manovra fiscale da 30 miliardi è molto sbilanciata sul lato entrate (2/3 delle risorse arriveranno da nuova tassazione) e al momento non è ancora riuscita ad avere l'approvazione del Parlamento. La legge di bilancio 2013 è stata, infatti, rigettata dal Senato a fine novembre, a causa dell'astensione dei membri del Partito comunista, e dovrà riprendere nuovamente l'iter parlamentare. Nonostante ciò la legge dovrebbe trovare a breve approvazione: secondo la costituzione francese, nel caso in cui le due camere non riescano ad arrivare all'approvazione di un medesimo testo di legge, l'ultima parola spetta all'Assemblea Nazionale (che si è già espressa favorevolmente in merito alla legge di bilancio).

Andamento e previsioni crescita del PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Perdita di competitività della Francia: export di ciascun paese sull'export complessivo dell'intera area euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia – Previsioni macroeconomiche

	2011	2012	2013	2012				2013			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.3
t/t				0.0	-0.1	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.2
Consumi privati	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.3	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.3
Investimenti fissi lordi	3.6	0.5	-0.3	-0.9	0.5	-0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.3
Consumi pubblici	0.2	1.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
Esportazioni	5.5	2.5	2.1	0.0	0.3	0.5	0.3	0.3	0.8	0.9	0.9
Importazioni	5.2	0.2	2.1	0.5	1.6	-0.6	0.4	0.5	0.4	0.8	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.9	-0.7	0.3	0.1	0.2	-0.3	0.9	-0.3	0.1	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.0	-2.1	-2.0	-2.2	-2.5	-1.9	-1.9	-2.0	-1.9	-1.9	-2.2
Deficit (% PIL)	-5.2	-4.8	-3.8								
Debito (% PIL)	86.0	90.0	92.9								
CPI (a/a)	2.1	2.0	1.4	2.3	2.0	2.0	1.5	1.1	1.2	1.3	1.4
Produzione Industriale	1.8	-2.1	-1.0	-0.5	-0.4	0.0	-1.4	0.1	0.4	-0.2	-0.5
Disoccupazione (%)	9.3	9.9	10.4	9.7	9.9	10.0	10.1	10.2	10.5	10.6	10.6

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

Focus - La proposta del Governo Hollande per recuperare competitività

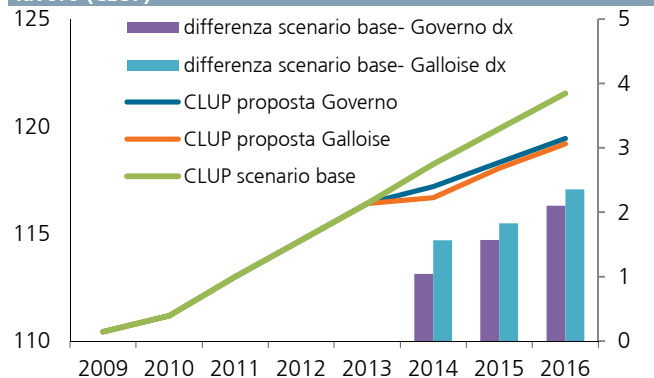
Come abbiamo visto il problema della perdita di competitività che la Francia ha progressivamente osservato nel corso degli ultimi anni ha provocato le preoccupazioni degli investitori internazionali, oltre che di industriali e politici francesi. In risposta alle osservazioni giunte da una commissione presieduta da Galloise, che ha presentato una "ricetta" per migliorare la competitività del Paese, il Governo ha formulato una proposta di legge che dovrebbe portare a una riduzione del cuneo fiscale, al sostegno finanziario delle imprese (creazione della Banca Pubblica d'Investimento) e all'accelerazione del processo di innovazione (credito d'imposta per la ricerca CIR) e internazionalizzazione.

La proposta verrà discussa in Parlamento a gennaio, ma è stata già ampiamente dibattuta. Il Governo vuole ridurre il cuneo fiscale, per la parte contributiva delle imprese, attraverso un credito di imposta (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* - CICE): le imprese potranno ottenere dallo Stato 20 miliardi di euro tra il 2014 e il 2016 (10 miliardi il primo anno), per i redditi dichiarati tra il 2013 e 2015. La detrazione sarà calcolata in base alla massa salariale lorda, fino a stipendi al massimo di 2,5 volte il salario medio (pari a 35 mila euro annui), e gli effetti si vedranno sui flussi di cassa delle aziende a partire dal 2014. I proventi derivanti dal credito d'imposta dovranno essere utilizzati per investimenti.

Il Governo finanzia la riduzione del cuneo fiscale attraverso l'aumento dell'imposizione indiretta, il contenimento della spesa pubblica e la tassazione ambientale. La struttura delle aliquote IVA cambierà a partire dal 1° gennaio 2014: l'aliquota maggiore salirà al 20% dal 19,6% attuale; quella intermedia salirà al 10% (dal 7%), mentre l'aliquota più bassa scenderà al 5% dal 5,5% attuale.

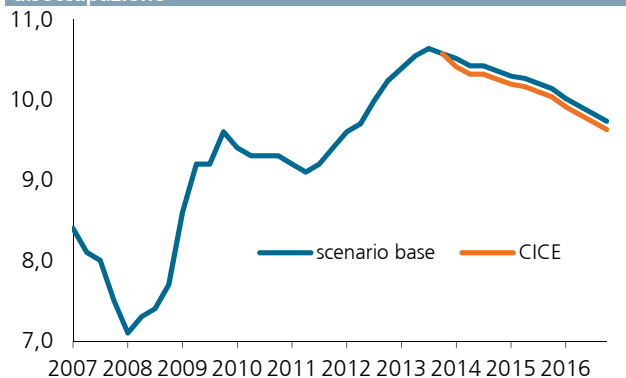
Secondo le dichiarazioni del Ministro dell'Economia, il credito di imposta riuscirà a dare nuovo slancio al mercato del lavoro permettendo la creazione di 400 mila nuovi posti di lavoro in tre anni, anche se le ripercussioni in termini di tasso di disoccupazione sarebbero molto limitate. La riduzione del cuneo fiscale avrà invece più chiare ripercussioni sul costo del lavoro: secondo le nostre proiezioni ridurrebbe il CLUP di circa 2 punti, livello modesto, ma comunque in grado di rallentare l'attuale sentiero in accelerazione. La proposta del Governo è più moderata rispetto a quella formulata dalla Commissione Galloise, che prevedeva un taglio al cuneo fiscale superiore, pari complessivamente a 30 miliardi di euro sullo stesso arco temporale.

Impatto della riduzione del cuneo fiscale sul costo unitario del lavoro (CLUP)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Lo scenario base si riferisce alla legislazione vigente

Impatto della creazione di posti di lavoro stimata sul tasso di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Lo scenario base si riferisce alla legislazione vigente; il tasso di disoccupazione di riferimento è quello della Francia Metropolitana, che esclude i domini d'oltre mare.

Italia: la recessione allunga la sua ombra sul 2013

Il 2013 sarà un altro anno molto difficile per l'economia italiana. Il PIL non potrà evitare un altro segno negativo, ma a nostro avviso la flessione sarà meno accentuata di quella vista nel 2012. Infatti, anche l'anno prossimo peseranno i fattori recessivi visti quest'anno (e cioè gli effetti della restrizione fiscale e della crisi finanziaria), ma a nostro avviso la loro morsa si attenuerà rispetto a quanto visto l'anno precedente. Infatti:

Paolo Mameli

Lo scenario in sintesi e le ipotesi alla base

- 1) **POLITICA FISCALE:** secondo le stime della Commissione Europea, l'ammontare della correzione fiscale in Italia per il 2013 (misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo) sarà pari allo 0,9% del PIL dopo ben il 2,3% del 2012 (1,2% da 2,9% secondo le stime del FMI). Ciò significa, applicando i moltiplicatori tradizionali, che l'impatto negativo della politica fiscale sulla crescita calerebbe allo 0,4% dopo il punto percentuale visto nel 2012 (0,6% secondo le stime del FMI, dopo l'1,3% del 2012). D'altro canto, la politica fiscale può agire con un ritardo (dell'ordine di qualche trimestre) sul ciclo, il che pone dei rischi sullo scenario di crescita soprattutto nella prima metà del 2013. Inoltre, una certa volatilità potrebbe essere indotta dall'incremento dell'aliquota ordinaria dell'IVA (previsto a partire dal 1° luglio 2013), che potrebbe causare un anticipo dei consumi nel 2° trimestre a discapito del 3°. Tuttavia, sembra possibile che gli effetti della stretta fiscale possano cominciare a essere assorbiti verso la fine del 2013.
- 2) **CRISI FINANZIARIA:** anche gli effetti della crisi del debito, in particolare su condizioni finanziarie e fiducia degli operatori, continueranno a pesare nel 2013. Tuttavia, anche in questo caso riteniamo che l'effetto possa risultare inferiore a quanto visto nel 2012. Infatti, vediamo la "temperatura" della crisi ovvero lo spread decennale Btp-Bund scendere rispetto ai 395 pb medi stimati per il 2012. Il nostro scenario centrale vede una media 2013 a 280pb, in calo cioè di oltre 100pb rispetto alla media dell'anno precedente. Importante sottolineare il fatto che la discesa nel nostro scenario dovrebbe avvenire soprattutto nella seconda parte del 2013 mentre lo spread potrebbe rimanere elevato per tutta la prima metà dell'anno. In ogni caso, sembra di poter dire che la "febbre" possa scendere nel 2013 rispetto al 2012, il che dovrebbe avere anche degli effetti sulla fiducia degli operatori economici. È vero che il morale di famiglie e imprese sembra sinora non aver beneficiato del parziale rientro delle tensioni finanziarie (rispetto ai picchi di un anno fa), tuttavia se il calo dei premi al rischio si dimostrasse permanente il miglioramento delle condizioni finanziarie potrebbe trasmettersi in misura più significativa su fiducia e condizioni del credito. Questo trend è ancora soggetto a rischi di varia natura (vedi *infra*).

I rischi sullo scenario sono di natura sia esogena che endogena. I **rischi dall'esterno** vengono da: 1) una evoluzione avversa della crisi del debito, avente come probabile epicentro Grecia o Spagna; 2) anche in caso di non recrudescenza della crisi finanziaria, un rallentamento più pronunciato del previsto nelle altre principali economie dell'eurozona, Germania e Francia (i maggiori partner commerciali dell'Italia) *in primis*; 3) una (per quanto a nostro avviso poco probabile) evoluzione recessiva negli Stati Uniti, anche sulla scia di una eventuale mancata risoluzione del problema del *fiscal cliff*. Continuiamo a ritenere in ogni caso che il rischio più importante di natura esogena sia rappresentato da evoluzioni avverse nella crisi del debito.

I rischi sullo scenario

Il **principale rischio di natura endogena** viene invece dall'incertezza di natura politica. Infatti, l'incertezza sull'esito elettorale potrebbe pesare sulle condizioni finanziarie sino almeno alla data delle elezioni, e successivamente molto dipenderà dalla possibilità di formare un governo stabile e orientato non solo a proseguire nel segno della disciplina di bilancio e delle riforme, ma anche a rafforzare l'azione di sostegno alla crescita. La formazione di un governo stabile a nostro avviso avrebbe l'effetto di attenuare significativamente le tensioni sui mercati che dopo le annunciate dimissioni di Monti sembrano avere come epicentro proprio l'Italia.

L'anno prossimo, il **commercio con l'estero** resterà l'unica fonte di crescita, anche se stimiamo che il suo contributo positivo al PIL possa ridursi rispetto a quello eccezionale (2,7%) visto nel 2012. Stimiamo che l'export netto possa contribuire al PIL per quasi un punto e mezzo, sulla scia di una (lieve) ripresa delle esportazioni e di un altro calo piuttosto pronunciato delle importazioni.

Le principali componenti di crescita

Viceversa, stretta fiscale e condizioni finanziarie ancora tese continueranno a pesare sulla **domanda interna**, che stimiamo (al netto delle scorte) contrarsi di quasi due punti percentuali nel 2013 dopo il -4,4% del 2012 (che ha in pratica eguagliato il record del 1993). I **consumi** delle famiglie, dopo l'*annus horribilis* 2012 (che ha visto una contrazione-record di -4,1%), continueranno a scendere, anche nel 2013 in misura più pronunciata rispetto al PIL (-1,8% la nostra stima). Infatti il 2012 sarà il sesto anno consecutivo di flessione del reddito disponibile delle famiglie in termini reali (stimiamo una caduta di un punto e mezzo dopo il -4% del 2012), e solo un ulteriore calo del tasso di risparmio (stimiamo a 7,8% da 8,3%) impedirà una flessione ancor più accentuata della spesa delle famiglie. Una certa volatilità nell'andamento dei consumi potrebbe essere indotta dall'aumento di un punto dell'aliquota ordinaria IVA programmato per il 1° luglio, che potrebbe causare un anticipo di consumi durevoli al trimestre primaverile a discapito di quello estivo. In termini nominali (con ciò che ne consegue quanto alla correlazione con il fatturato delle imprese), stimiamo una sostanziale stagnazione dei consumi su base annua nel 2013 dopo la caduta pronunciata registrata nel 2012.

Gli **investimenti** potrebbero subire una contrazione più accentuata dei consumi, stimiamo di -3,4% nel 2013, affossati dalla recessione strutturale che sembra attanagliare in particolare gli investimenti in mezzi di trasporto (stimiamo un -6,2% dopo il -17% del 2012) e in costruzioni (attese contrarsi per il sesto anno consecutivo). Peraltro gli investimenti in macchinari e attrezzature (pur non riuscendo anch'essi a evitare una flessione su base annua), potrebbero risultare, sulla scia della elevata correlazione con l'export, la prima componente di domanda interna a mostrare una ripresa (comunque nella seconda metà dell'anno). Per inciso, le difficoltà per l'industria sono evidenziate anche dal fatto che la **produzione industriale** è vista ancora flettere significativamente nel 2013, stimiamo di -3,2% dopo il -6,3% del 2012.

Infine, la **spesa pubblica** non potrà non essere calmierata dalla necessità di proseguire anche nel 2013 l'aggiustamento fiscale. Ne deriverebbe un calo dei consumi pubblici di -0,7% nel 2013 (circa in linea con quello visto nel 2012).

Appare peraltro persino pleonastico ricordare che la recessione iniziata nella seconda metà del 2011 (e che a nostro avviso durerà almeno sino alla prima metà del 2013) è giunta a breve distanza dalla recessione precedente (quella verificatasi tra il 2007 e il 2009), il che fa sì che già oggi (e ancor più sul punto di minimo del ciclo, che collochiamo a metà 2013) i livelli di attività mostrino una distanza-record rispetto ai picchi pre-crisi. Nel nostro scenario, **solo nel 2016 il PIL ritornerà ai livelli precedenti l'ultima recessione (quelli del 2011), e occorreranno ancora molti anni per recuperare i massimi pre-crisi (quelli del 2007)**. Ciò ha delle importanti ripercussioni per quanto concerne il dimensionamento del sistema produttivo e degli organici occupazionali.

Distanza-record dei livelli di attività dai picchi

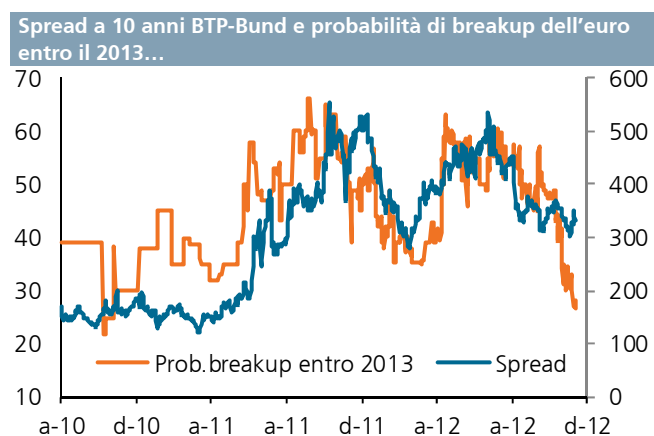
Distanza dai massimi...	...al 3° trimestre 2012	...a metà 2013 (stime ISP)
PIL	-6.8	-7.8
Importazioni	-13.6	-15.5
Consumi privati	-6.0	-7.1
durevoli	-23.4	-24.9
non durevoli	-9.5	-10.4
servizi	-2.3	-2.8
Consumi pubblici	-2.9	-3.7
Investimenti fissi lordi	-23.4	-25.6
macchinari e attrezzature	-20.6	-24.5
mezzi di trasporto	-40.2	-42.8
costruzioni	-25.6	-26.4
Esportazioni	-5.0	-3.9

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat.

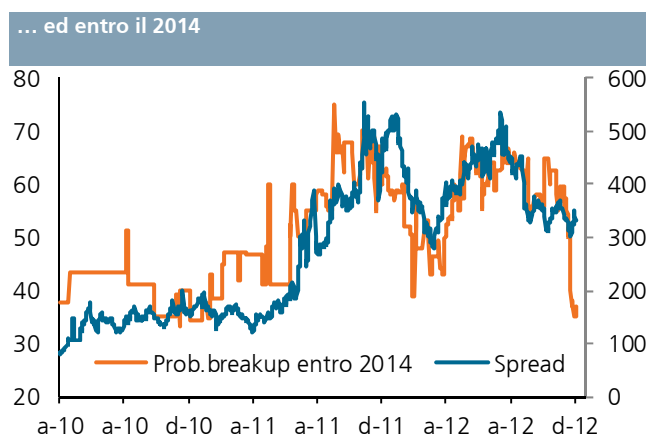
Focus – L’ottovolante dello spread e i suoi effetti “reali”

Nonostante la recente risalita dai minimi toccati poco sopra 300pb a inizio dicembre, riteniamo che lo spread decennale BTP-Bund possa scendere significativamente per la media dell’anno 2013 rispetto ai 395pb medi stimati per il 2012. Il nostro scenario centrale vede una media 2013 a 280pb, in calo cioè di oltre 100pb rispetto alla media dell’anno precedente. A nostro avviso infatti, come visibile dai grafici sottostanti, il livello attuale dello spread incorpora ancora una componente importante legata alle probabilità di “dissoluzione” dell’area euro o di uscita di uno dei 17 Paesi membri, ma tali *chances* a nostro avviso, dopo l’annuncio del piano congiunto di azione BCE/ESM, si sono significativamente ridotte. La nostra ipotesi è confortata da una recente analisi della Banca d’Italia¹, secondo cui, sebbene altri fattori possano essere chiamati in causa, la maggior parte dello scostamento recente dello spread rispetto al suo valore di equilibrio sulla base dei fondamentali (attorno ai 200pb) appare spiegata proprio dai timori di disgregazione dell’Eurozona. Pertanto, nel momento in cui tali timori vengano ridotti sensibilmente, il livello dello spread dovrebbe riavvicinarsi a quello spiegato dai fondamentali.

Paolo Mameli



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg. La probabilità di breakup è calcolata come la probabilità implicita sulla piattaforma web Intrade che almeno uno dei 17 Paesi dell’Eurozona abbandoni la valuta unica entro la data indicata.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg. La probabilità di breakup è calcolata come la probabilità implicita sulla piattaforma web Intrade che almeno uno dei 17 Paesi dell’Eurozona abbandoni la valuta unica entro la data indicata.

In ogni caso, il fatto che nel 2013 lo spread possa attestarsi su livelli significativamente inferiori a quelli del 2012 potrebbe, a nostro avviso, avere rilevanti effetti “reali” per i principali agenti economici. Nello specifico:

¹ Antonio Di Cesare, Giuseppe Grande, Michele Manna e Marco Taboga, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 128, 2012

- 1) **EFFETTI PER LO STATO:** gli effetti più "diretti" dello spread si hanno per lo Stato: secondo l'analisi di sensitività ai tassi di interesse inclusa nel DEF, in base all'attuale composizione del debito, a un aumento (o a un calo) istantaneo e permanente di 100pb di tutta la curva dei rendimenti corrisponde un impatto sull'onere del debito di 0,19 punti di PIL il primo anno, 0,36 punti di PIL nel secondo, 0,44 nel terzo e 0,54 nel quarto (la variazione dei rendimenti si trasmette interamente sul costo del debito dopo 5,8 anni). Ora, ipotizzando (cautamente rispetto al nostro scenario-base) che lo spread medio nel 2013 si collochi 100pb al di sotto della media 2012 (395pb), e che rimanga invariata anche la sua "composizione" (insomma nell'ipotesi di invarianza dei rendimenti sia sul BTP che sul Bund), ne deriverebbe un **risparmio sulla spesa per interessi di circa 3 miliardi nel 2013**, quasi 6 miliardi nel 2014, oltre 7 miliardi nel 2015 e oltre 9 miliardi nel 2016 (in totale oltre 25 miliardi nell'arco di un quadriennio). I rischi al rialzo su tale stima derivano dal fatto che il calo dello spread sulla scadenza "media" potrebbe essere più accentuato di quello sul decennale, d'altra parte vi sono anche dei rischi al ribasso in quanto l'ipotesi che la correzione avvenga a parità di rendimenti sui Bund appare "forte". In ogni caso si tratterebbe di un beneficio rilevante per l'erario, che si traduce anche in vantaggi "indiretti" per famiglie e imprese, in termini di maggiori risorse disponibili almeno in linea teorica per politiche economiche attive (o sgravi fiscali);
- 2) **EFFETTI PER LE IMPRESE:** la Banca d'Italia ha calcolato di recente² che un incremento di 100pb dello spread genera nell'arco di un trimestre un aumento dello 0,50% dei tassi sui (nuovi) prestiti applicati alle imprese (dopo un anno la trasmissione è completa); a questo effetto-prezzo si aggiunge un effetto-quantità, ovvero una riduzione dello 0,7% nel tasso di crescita annuale dei prestiti alle imprese (aggiuntiva all'effetto "fisiologico" di riduzione dei prestiti dovuta all'aumento dei tassi). Chiaramente, si tratta di un effetto "a regime", perché occorre molto tempo prima che gli effetti sui nuovi prestiti si trasmettano sullo stock; sulla base delle elasticità contenute nel nostro modello sul sistema bancario, abbiamo calcolato che una variazione di 100pb dei tassi sui BTP (a parità di altri fattori e in particolare in costanza dei tassi a breve termine e dei tassi sui Bund) ha come effetto dopo un anno una variazione di 0,18% dei tassi sullo stock totale di prestiti alle imprese (l'effetto si amplificherebbe negli anni successivi). Ne consegue, applicando la stima ai livelli del credito alle società (e quasi società) finanziarie (oltre 870 miliardi a ottobre), che nelle nostre ipotesi di variazione 2013/2012 dello spread ne deriverebbe nel solo 2013 **un risparmio di 1,8 miliardi sugli interessi e una maggiore disponibilità di credito per 6,1 miliardi**; peraltro, tali stime sono per difetto perché nella realtà i due effetti dovrebbero rafforzarsi a vicenda amplificando l'impatto totale;
- 3) **EFFETTI PER LE FAMIGLIE:** le stime della Banca d'Italia evidenziano che ogni variazione di 100pb dello spread decennale causa nell'arco di un trimestre una variazione di 0,30% del tasso applicato sui mutui-casa (che diventa 0,8% dopo un anno), e una variazione dell'1% del tasso di crescita dei mutui stessi. Ancora una volta, si tratta dell'impatto sui nuovi prestiti, mentre per calcolare l'effetto sul tasso sui prestiti totali abbiamo considerato l'elasticità contenuta nel nostro modello sul sistema bancario, da cui risulta che una variazione di 100pb dei tassi sui BTP (a parità di altri fattori e in particolare in costanza dei tassi a breve termine e dei tassi sui Bund) ha come effetto dopo un anno una variazione di appena 0,04% del tasso sullo stock totale di prestiti alle famiglie (l'effetto si amplificherebbe negli anni successivi). Ne deriva, nelle nostre consuete ipotesi, che, applicando tali percentuali all'ultimo dato disponibile (sempre di ottobre) sui prestiti alle famiglie (considerando qui il totale dei prestiti e non solo i mutui-casa), il beneficio per le famiglie nel 2013 rispetto al 2012 sarebbe quantificabile in un **risparmio di circa 280 milioni sugli interessi e una maggiore disponibilità di credito per 6,1**

² Ugo Albertazzi, Tiziano Ropele, Gabriele Sene e Federico M. Signoretti, *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 133, 2012.

miliardi (anche in questo caso le stime sono per difetto perché effetto-prezzo ed effetto-quantità dovrebbero rafforzarsi a vicenda amplificando l'impatto totale);

- 4) **EFFETTI PER LE BANCHE:** attraverso due canali: a) **COSTO DELLA RACCOLTA:** sempre nelle stime della Banca d'Italia, una variazione di 100pb dello spread sovrano induce, nello stesso trimestre o in quello successivo, una variazione dello stesso segno di circa 0,4% sia del tasso sui nuovi depositi a scadenza sia dei pronti contro termine (dopo un anno l'effetto sale a 0,6%); l'impatto sui rendimenti delle obbligazioni bancarie è maggiore e più rapido (1% in un trimestre); b) **REDDITIVITA'**, attraverso il peggioramento della qualità del credito: un incremento di 100pb dello spread è associato a un aumento di circa un quarto delle rettifiche di valore sui prestiti; per i maggiori gruppi bancari, caratterizzati da un'alta quota di provvista all'ingrosso e da un elevato peso dei ricavi connessi con l'andamento dei mercati finanziari, si registra inoltre una riduzione del margine di interesse e degli altri ricavi del 4% e del 2% rispettivamente.

Gli effetti così quantificati sono, a nostro avviso, calcolati per difetto, in quanto contemplan l'impatto "diretto" su famiglie e imprese derivante dal minor costo e dalla maggiore disponibilità di credito, ma a ciò occorrerebbe aggiungere l'impatto positivo sulla fiducia che può amplificare tali effetti.

Abbiamo poi calcolato all'interno del modello a equazioni simultanee *Oxford Economics Forecasting* gli **effetti sulle principali variabili macroeconomiche**, in termini di deviazione rispetto allo scenario-base, di uno shock consistente nella variazione che ci attendiamo sulla curva dei rendimenti dei BTP per la media del 2013 rispetto al 2012. L'effetto nel 2013 è positivo e pari a un decimo sia sul PIL che su consumi e investimenti. L'impatto sulla spesa di famiglie e imprese si amplifica negli anni successivi. C'è anche un effetto benefico sul saldo di bilancio del settore pubblico, che nella nostra simulazione è limitato a un decimo di punto nel 2013 e si amplifica negli anni successivi. Ancora una volta, tali stime sono evidentemente per difetto in quanto non tengono conto dell'impatto sulla fiducia che, come ha amplificato gli effetti negativi della salita dello spread nel 2012, così può amplificare l'impatto del suo calo nel 2013.

Impatto di un calo permanente di 100pb dello spread a partire dal 2013.			
	2013	2014	2015
PIL	0.1	0.1	0.1
Consumi	0.1	0.2	0.3
Investimenti	0.1	0.3	0.2
Indebitamento pubblico	0.1	0.1	0.2

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su modello OEF. Nota: scostamenti rispetto allo scenario

Previsioni macro - Italia											
	2011	2012	2013	2012				2013			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	0.6	-2.1	-1.0	-1.3	-2.3	-2.4	-2.3	-1.9	-1.2	-0.9	-0.1
t/t				-0.8	-0.7	-0.2	-0.6	-0.4	-0.1	0.1	0.2
Consumi delle famiglie	0.1	-4.1	-1.8	-1.4	-1.2	-1.0	-0.7	-0.5	0.1	-0.1	0.1
Consumi collettivi	-0.8	-1.0	-0.9	-0.1	0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Investimenti fissi	-1.3	-9.0	-3.4	-4.1	-2.0	-1.4	-1.6	-1.3	0.0	0.3	0.5
Importazioni	1.2	-7.7	-2.9	-3.5	-0.5	-1.4	-1.0	-1.5	0.4	-0.4	0.2
Esportazioni	6.7	1.8	2.0	-0.5	1.0	0.5	0.3	0.3	0.6	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., %PIL)	-0.5	-0.4	-0.5	0.1	-0.1	0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.2	-1.0	0.4								
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.9	-3.0	-2.4								
Debito (% PIL)	120.7	126.2	128.1								
Prezzi al consumo (a/a)	2.8	3.0	1.8	3.2	3.3	3.2	2.5	1.9	1.6	1.7	2.1
Produzione industriale	0.2	-6.3	-3.2	-2.2	-1.8	-0.4	-2.0	-0.9	-0.1	0.0	-0.3
Disoccupazione (%)	8.4	10.6	11.7	10.0	10.5	10.6	11.2	11.5	11.7	11.8	11.8

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

Spagna: *Lacrimosa*

Lo scenario in sintesi. La recessione proseguirà nel 2013. Il Paese tornerà a crescere solo nel 2014 (+0,6%) ma la *performance* economica rimarrà al di sotto del potenziale (1,1% da ultime stime OCSE) almeno fino al 2015. Il processo di aggiustamento degli squilibri accumulatisi tra la seconda metà degli anni '90 e il 2005 è solo in parte avviato. Lo sviluppo più importante dell'ultimo anno è sicuramente il completamento delle riforme necessarie a gestire la ristrutturazione del sistema bancario spagnolo unitamente alla richiesta formale di aiuti all'EFSF/ESM per far fronte alle esigenze di ricapitalizzazione. Ma il processo di *deleveraging* del settore privato dovrà proseguire. Il consolidamento fiscale è tutt'altro che completato, il deficit, a legislazione vigente, rimarrà ben in eccesso del 3% anche nel 2014 e ulteriori misure si renderanno necessarie già nel 2013. La forte dipendenza della Spagna dai capitali stranieri rende il Paese estremamente vulnerabile a un ritorno dell'incertezza. Il Paese potrebbe far richiesta di aiuti all'ESM nel 2013 in particolare se si dovessero avere notizie negative sulla crescita e/o sui conti pubblici quando l'offerta netta di titoli governativi tornerà ad essere positiva.

Anna Maria Grimaldi

La recessione iniziata a dicembre scorso, a soli due anni dalla crisi del 2009, potrebbe aggravarsi a fine 2012, per effetto dell'aumento dell'IVA, entrato in vigore a settembre, e delle altre misure fiscali che peseranno in particolare sulla parte finale dell'anno³. Ci aspettiamo un calo del PIL di 0,7% t/t nel 4° trimestre, dopo il -0,3% t/t dei mesi estivi, quando un effetto anticipo dei consumi, legato all'aumento dell'IVA, ha limitato la contrazione dell'attività economica. Prevediamo che la recessione possa acuirsi, dal -1,4% stimato per il 2012, al -1,6%, per effetto della debole uscita dal 2012 e della restrizione fiscale introdotta con le misure di fine settembre. **La domanda interna si contrarrà più del PIL nel biennio in corso** (-4,8% nel 2012 e -3,8% nel 2013). La spesa pubblica è vista in calo nel biennio in corso del 5,6% dal -4,1% del 2012, per effetto del processo di consolidamento fiscale. **La spesa per consumi è attesa contrarsi di -2,8% nel 2013 dal -2,2% di quest'anno**, penalizzata dalla dinamica del reddito disponibile, da condizioni finanziarie restrittive, dal processo di *deleveraging* e dal calo della ricchezza immobiliare, legato alla correzione dei prezzi delle case (36% in termini reali dal picco del 2007). L'ampio stock di case invendute, suggerisce che la **correzione delle costruzioni residenziali proseguirà fino al 2014** anche se a un ritmo meno severo che nel 2012 (-5,3% dopo il -7,2%). Gli investimenti in macchinari risentono del clima di domanda debole, dell'incertezza degli ultimi mesi e della penuria di credito e resteranno pertanto negativi fino a fine 2013, quando dovrebbero tornare a crescere quanto meno gli investimenti di sostituzione. **Le esportazioni nette dovrebbero rimanere l'unico motore di crescita** sull'orizzonte di previsione. Il ritorno alla crescita della zona euro nella seconda metà del prossimo anno, unitamente alla tenuta della competitività dei prodotti spagnoli, dovrebbe garantire anche un'accelerazione delle esportazioni nel 2013 a + 4,8% dal 3,0% di quest'anno. La contrazione della domanda interna dovrebbe continuare a frenare la dinamica dell'import, garantendo un ulteriore miglioramento del saldo di parte corrente che ci aspettiamo chiuda con un deficit di -0,8% nel 2013 dal picco di -10% nel 2007. Tuttavia, continuerà a pesare sulla dinamica del saldo di parte corrente la forte dipendenza energetica della Spagna. Inoltre, **il miglioramento dei saldi con l'estero avutosi dal 2007 a oggi è solo in parte dovuto a fattori strutturali** (si veda a riguardo il *Weekly Economic Monitor* del 16.11.2012 "Spagna: piegata dal peso del *deleveraging*"). Per cercare di consolidare la chiusura del deficit di parte corrente, miglioramenti della posizione competitiva rimangono imprescindibili. Andranno incentivati investimenti volti a ridurre l'*import content* nei settori *tech intensive*, che rimangono fondamentali per garantire un duraturo miglioramento del saldo di bilancia commerciale. Gli indicatori sul tasso di cambio effettivo deflazionato per il costo del lavoro mostrano che il *gap* di competitività apertosi tra il 2000-08 si è solo in parte chiuso,

La recessione proseguirà anche il prossimo anno, la domanda interna si contrarrà più del PIL

Le esportazioni nette faranno da volano

Per consolidare il miglioramento di parte corrente la svalutazione del costo del lavoro deve proseguire

³ Eliminazione di un giorno di ferie aggiuntivo per i dipendenti pubblici. Misure sulla tassazione dei redditi delle persone fisiche e razionalizzazione della tassazione sulle società (si veda per maggiori dettagli il *Weekly Economic Monitor* del 05.10.2012).

tra il 2009 e settembre del 2012. **La svalutazione del costo del lavoro deve, quindi, proseguire.** Alcuni elementi della riforma del mercato del lavoro di febbraio 2012, se applicati tempestivamente ed estensivamente, dovrebbero consentire di rendere i salari meno correlati con l'inflazione passata. Tra le altre misure introdotte, la riforma prevede che i contratti a livello di settore e/o di singola azienda abbiano la priorità rispetto ai contratti nazionali. La riforma prevede, inoltre, che le condizioni contrattuali e in particolare le ore lavorate possano essere aggiustate in caso di condizioni finanziarie avverse.

I dati per i primi otto mesi del 2012 mostrano **aumenti salariali** più contenuti rispetto al passato. I nuovi contratti prevedono aumenti di 0,7% rispetto all'1,3% dei contratti preesistenti. Il secondo accordo salariale per il 2012 ha fissato la crescita dei salari a 0,5%, se il *benchmark* dovesse essere raggiunto, le retribuzioni continuerebbero a scendere nel corso del 2013. La moderazione salariale, il calo delle retribuzioni unitamente al recupero (per lo più ciclico) di produttività dovrebbero garantire una moderazione del costo unitario del lavoro e ulteriori guadagni di competitività. È importante che nei prossimi mesi i salari non siano adeguati all'aumento dell'inflazione verificatosi a settembre al 3,5%, per effetto del rialzo delle aliquote IVA. Aumenti diffusi dei salari eroderebbero i guadagni di competitività messi a segno fino ad ora. L'inflazione spagnola è tornata al 2,9% a/a a novembre per effetto del calo dei prezzi dei carburanti e ci aspettiamo che ritorni progressivamente verso il 2% nei prossimi mesi. In media nel 2013, vediamo l'inflazione al 2,2% dal 2,5% di quest'anno. L'ampio *output gap* dovrebbe spingere la dinamica dei prezzi *core* all'1,0%, il prossimo anno e continuare a frenare la dinamica inflativa anche nel 2013.

Il calo degli occupati ha spinto la **disoccupazione** al 25,0% a settembre e i dati sui disoccupati registrati a ottobre e novembre indicano un ulteriore aumento nel 4° trimestre. Le indagini di clima suggeriscono che l'espulsione di forza lavoro proseguirà nei prossimi mesi. Ci aspettiamo che la disoccupazione continui a salire nel corso del 2013 e che possa toccare un massimo al 26,6% per fine estate dato il ritardo rispetto al ciclo di 6/9 mesi (si veda per maggiori dettagli il focus che segue sul mercato del lavoro). Con una crescita che ci aspettiamo modesta anche dopo il 2014 difficilmente la disoccupazione potrà tornare sui livelli pre-crisi.

Il sentiero del deficit è lontano dai target concordati con Bruxelles. La dinamica dei saldi di finanza pubblica rimane piuttosto preoccupante. Le misure varate in estate (aumento dell'IVA, soppressione della tredicesima per i dipendenti pubblici) avranno effetto sui mesi finali dell'anno. La dinamica delle entrate, in particolare per le imposte indirette e i proventi dal condono fiscale, potrebbe essere inferiore alle stime di Governo. Inoltre la spesa contributiva e pensionistica potrebbe rispondere in modo più negativo alle dinamiche cicliche. Rimane, inoltre, un problema di controllo del Budget delle Regioni e Comunità autonome. I piani di rientro, approvati a maggio, sono, per lo più incentrati sulla correzione della spesa corrente ma la spesa delle Regioni è per due terzi strutturale, legata a sanità e istruzione. La legge per la sostenibilità fiscale e la stabilità finanziaria ha esteso alle Regioni tetti di spesa e per il debito e quindi nel medio periodo consentirà di migliorare il controllo sui conti pubblici locali, ma nel breve è difficile che le Regioni possano raggiungere un obiettivo di deficit all'1,5%, in calo di due punti dal livello del 2011. Quest'anno, quindi, il deficit spagnolo chiuderà probabilmente sopra il 7% (8,0% se si tiene conto delle misure a sostegno delle banche), ancora più a rischio sembra il ritorno del deficit al 4,5% nel 2013 come concordato con Bruxelles. Le misure introdotte con il Piano di Budget 2012-13 ad agosto e con il Budget di settembre scorso introducono una correzione fiscale solo sul 2013 di 1,7 punti di PIL. La Commissione nelle stime d'autunno assume che le misure saranno appena sufficienti a riportare il deficit al 6% e dunque che la dinamica dei saldi tendenziali sia peggiorata sensibilmente nella prima parte del 2012. Nel 2014, nonostante una correzione fiscale netta per un altro punto di PIL il deficit potrebbe rimanere intorno al 5,5% del PIL poiché alcune delle misure sulla tassazione dei redditi vengono a scadenza. Abbiamo rivisto questa previsione al rialzo da un precedente -4,5% dal momento che abbiamo assunto che la

Salari meno correlati all'inflazione dopo la riforma?

L'ampio *output gap* frenerà l'inflazione nei prossimi mesi

La disoccupazione potrebbe toccare un nuovo massimo

Il ritorno al 3% nel 2014 richiederà manovre aggiuntive per circa 2 punti di PIL

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2012

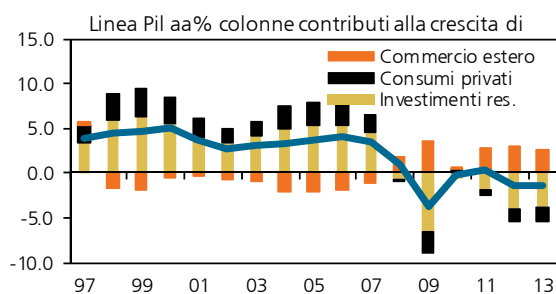
revisione al target 2012 di circa un punto di PIL non sia solo dovuta a fattori ciclici, ma in larga misura rifletta un peggioramento della dinamica tendenziale.

Spagna – Previsioni macroeconomiche

	2011	2012	2013	2012				2013			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.4	-1.4	-1.5	-0.7	-1.4	-1.6	-1.9	-2.0	-1.8	-1.5	-0.6
t/t				-0.4	-0.4	-0.3	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.1
Consumi delle famiglie	-1.0	-1.9	-2.4	0.5	-0.9	-0.5	-1.3	-0.8	-0.2	0.0	-0.1
Investimenti fissi lordi	-5.3	-8.5	-4.0	-2.5	-3.0	-1.4	-0.6	-1.2	-0.8	-0.5	-0.3
Deficit (% PIL)	-9.4	-8.2	-6.1								
Debito (% PIL)	69.3	86.1	92.7								
CPI (a/a)	3.2	2.5	2.2	2.0	2.0	2.8	3.2	2.6	2.5	1.8	1.9
Disoccupazione (%)	22.9	25.7	27.0	24.4	24.6	25.0	25.7	25.9	25.9	25.9	25.9
Tasso a 10 anni	5.44	5.82	5.66	5.23	6.17	6.43	5.46	5.97	5.58	5.48	5.60
Cambio effett. (1990=100)	102.6	100.5	100.9	101.2	100.6	99.8	100.5	100.7	100.8	100.9	101.1

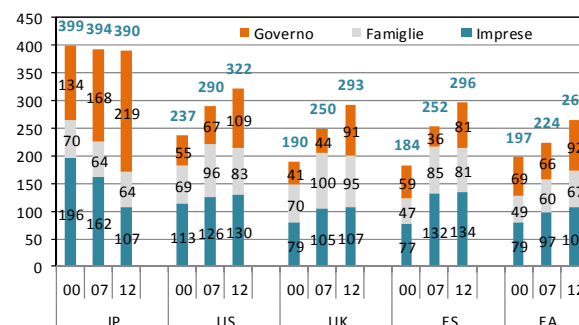
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Sarà recessione anche nel 2013, trainata dalla domanda interna. L'unico supporto alla crescita verrà dall'export



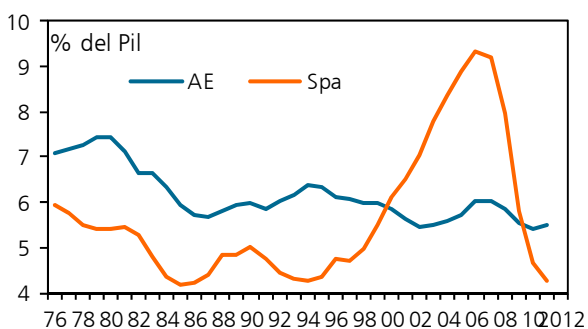
Fonte: INE e Intesa Sanpaolo

Il processo di *deleveraging* del settore privato e (pubblico) peserà sulla dinamica della domanda interna a lungo



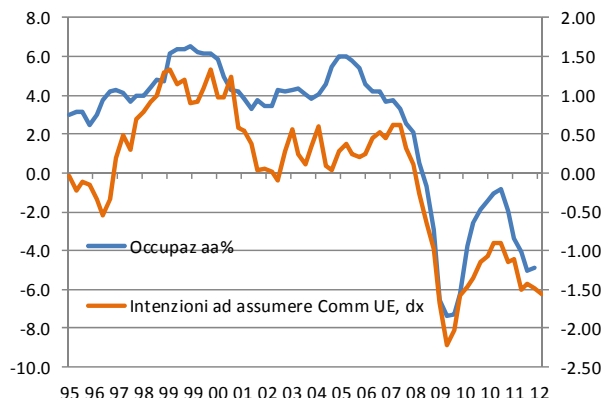
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

La correzione del settore delle costruzioni residenziali potrebbe proseguire



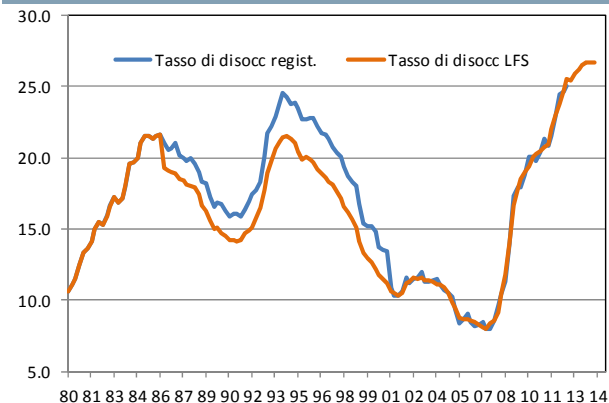
Fonte: Ameco e Intesa Sanpaolo

Dinamica dei consumi penalizzata dal processo di *deleveraging* e dal peggioramento (atteso della dinamica occupazionale)



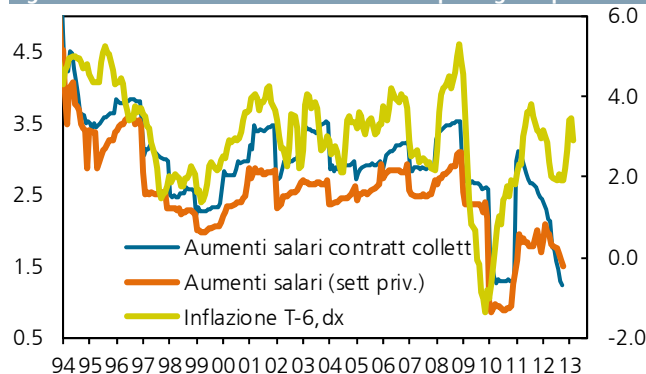
Fonte: INE e Intesa Sanpaolo

La disoccupazione potrebbe sfiorare il 27%, un massimo assoluto dal 1980



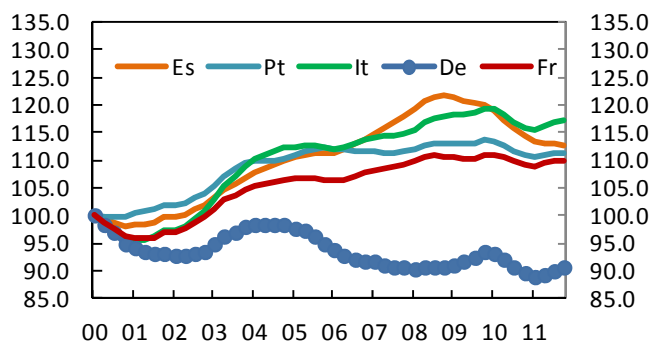
Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro per Occupati e Conti Nazionali per il Pil ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I salari, dopo la riforma di febbraio scorso, sembrano meno sganciati dall'inflazione al tendenza deve proseguire per ...



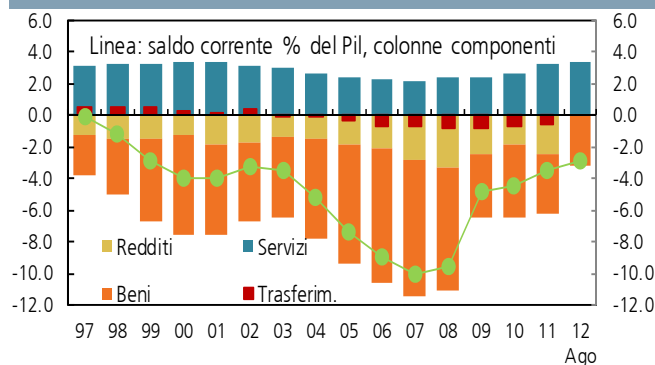
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

..migliorare la posizione competitiva del Paese (Tassi di cambio reale deflazionato per il costo del lavoro)



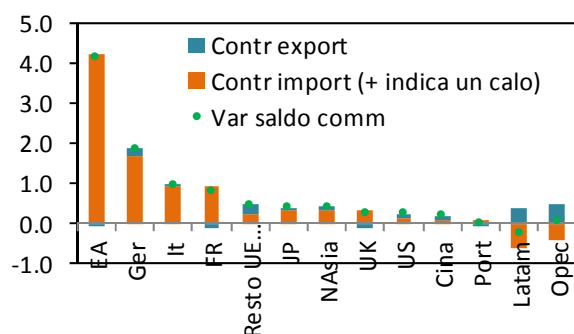
Fonte: Eurostat

E consolidare il miglioramento del saldo commerciale



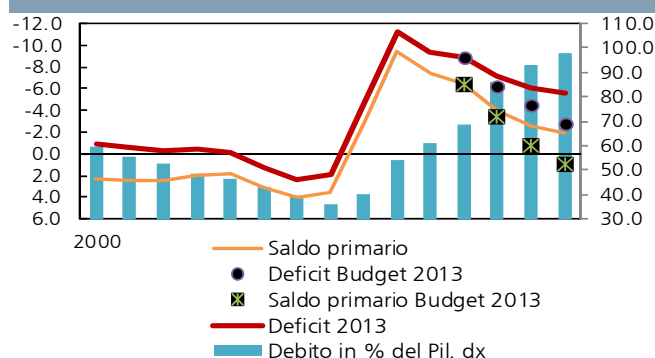
Fonte: Ine ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il miglioramento delle partite correnti è spiegato dalla chiusura del deficit merci e miglioramento del saldo servizi



Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I conti pubblici sono ancora lontani ai targets



Fonte: Eurostat, Tesoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus: quanto ancora può salire la disoccupazione spagnola?

Anna Maria Grimaldi

La disoccupazione in Spagna ha toccato il 26,2% a ottobre, un massimo assoluto dal 1986 ed il più alto nella zona euro. Le indagini di clima suggeriscono che l'espulsione di forza lavoro proseguirà nei prossimi mesi. Ci aspettiamo che la disoccupazione continui a salire nel corso del 2013 e che possa toccare un massimo al 27% per fine 2013-inizio 2014, dato il ritardo rispetto al ciclo di 6/9 mesi. Tuttavia, buona parte della correzione del mercato del lavoro dovrebbe essere alle spalle. Il grosso di espulsione di occupazione viene dal settore delle costruzioni, dove la correzione della bolla immobiliare è attesa proseguire ma a ritmi più blandi. Il forte aumento della disoccupazione giovanile e degli inattivi tra i 16 e 24 anni è spiegato sì da un aumento degli scoraggiati, ma la percentuale sul totale rimane molto bassa. Il tasso di disoccupazione è più elevato tra gli immigrati che non tra gli spagnoli ed è giustificato da un aumento degli inattivi che potrebbero essere già tornati al paese d'origini pur essendo ancora registrati nella popolazione in età da lavoro. Rimane un problema di come riqualificare e riassorbire l'occupazione espulsa dal comparto delle costruzioni. La riforma del mercato del lavoro di febbraio scorso ha introdotto degli elementi positivi, ma in assenza di una crescita più vivace di industria e servizi difficilmente il tasso di disoccupazione potrà calare significativamente.

Il tasso di disoccupazione in Spagna è salito di oltre 17 punti tra il 4° trimestre 2007 e il 3° trimestre di quest'anno. Sulla misura armonizzata, il tasso di disoccupazione è al 26,2%, il più alto in assoluto nella zona euro, di due decimi superiore a quello della Grecia (v. Fig. 1). L'impennata della disoccupazione si è avuta a fronte di una contrazione del PIL di 5 punti tra il 2007 e il 2012, mentre in Grecia il PIL è calato di oltre 15 punti. A fronte di un fenomeno così allarmante, le tensioni sociali in Spagna si sono intensificate nell'ultimo anno, ma non sono così allarmanti come suggerirebbe il livello della disoccupazione. Abbiamo guardato in maggior dettaglio nelle statistiche sulla Forza Lavoro per valutare se vi sono dei fenomeni di composizione della popolazione attiva o fattori socio culturali che rendono meno gravi gli effetti di un così elevato tasso di disoccupazione.

Cominciamo con il dire che **in questo ciclo il calo degli occupati sembra essere più marcato che nei precedenti (v. Fig. 2)**. Il numero di occupati è calato di 3,15 milioni tra il 3° trimestre 2007 e il 3° trimestre 2012. **L'espulsione di forza lavoro si è avuta per lo più nel settore privato** dal momento che, nello stesso periodo, nel settore pubblico l'occupazione è salita fino a dicembre scorso per poi calare di 220 mila unità nel corso di quest'anno (v. Fig. 3). Nel settore privato, il calo degli occupati è spiegato **per circa il 50% dal comparto delle costruzioni** che ha visto l'espulsione di 1,6 milioni di persone (v. Fig. 4). Il calo di occupati nel settore delle costruzioni ha interessato in misura maggiore gli spagnoli che non gli immigrati (v. Fig. 5). Dal momento che la correzione del settore delle costruzioni potrebbe non essere conclusa, dato l'ampio stock di case invendute, è possibile che gli occupati continuino a calare in questo comparto anche se a ritmi meno severi. Nel caso di un *undershooting* del comparto dell'edilizia residenziale, non escludiamo che il numero di occupati nelle costruzioni possa avvicinarsi ai livelli di fine anni '80: 430-450 mila a fronte degli 1,2 milioni del 3° trimestre 2012 (v. Fig. 6). Le misure di consolidamento fiscale e in particolare il blocco del turnover dei dipendenti pubblici, nonché i vincoli imposti alle Regioni, dovrebbero frenare la dinamica dell'occupazione pubblica. Altresì l'espulsione di forza lavoro in settori diversi dalle costruzioni potrebbe toccare un minimo entro giugno 2013.

La correzione dell'occupazione più severa rispetto ai cicli precedenti è stata facilitata dalla **massiccia riduzione del lavoro flessibile** (a tempo parziale e a tempo determinato) piuttosto che **del numero di ore lavorate, che stando ai dati OCSE, risultavano ancora in crescita tra il 2007 e l'inizio del 2011 (v. Fig. 7 e 8)**. La dualità del mercato del lavoro spagnolo, che non ha uguali in Europa, spiega chiaramente il fenomeno: espellere lavoro flessibile è più semplice e meno costoso.

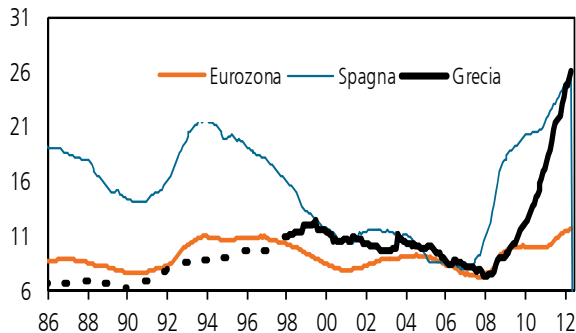
Un altro dato che emerge dai dettagli delle statistiche sulla Forza Lavoro è che l'aumento della disoccupazione tra gli immigrati è ben più marcato che tra gli spagnoli. Il tasso di partecipazione in Spagna è più elevato che nella media europea ed è salito significativamente negli ultimi anni, in linea di principio quindi la quota di lavoro nero in Spagna dovrebbe essersi ridotta significativamente. **Chiaramente non può escludersi che molti dei disoccupati abbiano trovato in realtà un lavoro non regolare, il che spiegherebbe il limitato disagio sociale a fronte del così forte aumento della disoccupazione.** Il tasso di inattività sta aumentando più rapidamente tra gli stranieri che tra gli spagnoli. E' possibile che molti dei lavoratori stranieri inattivi abbiano già fatto ritorno al paese d'origine, ma risultino ancora tra la popolazione in età da lavoro e quindi che l'aria del disagio per questa categoria non sia poi così allarmante. I dati sui flussi migratori mostrano un ritorno degli immigrati verso il Nord Africa e l'Africa subsahariana già nel 2011.

Le statistiche sulla Forza Lavoro rivelano un altro fenomeno piuttosto allarmante: un **aumento del tasso di disoccupazione tra i giovani di età compresa tra i 16 e 24 anni che non ha eguali in nessun'altra fascia di età.** Anche in questo caso è il calo della popolazione attiva tra i 16 e 24 anni che spiega il fenomeno (v. Fig. 14 e 15). L'aumento dei giovani inattivi, perché scoraggiati, è sicuramente più marcato che per le altre classi di età (v Fig. 16). La quota di giovani scoraggiati rimane comunque estremamente bassa al 2,5%. La quota di giovani che studiano più a lungo è salita di circa mezzo punto tra il 2007 e il 2012, molto probabilmente date le magre prospettive occupazionali. I giovani disoccupati non sembrano essere tornati a vivere in famiglia, dal momento che la percentuale di famiglie con un solo occupato e giovani tra i 16 e 24, che vivono in casa, è scesa ulteriormente tra il 2007 e il 3° trimestre del 2012. La copertura familiare, quindi, non sembra essere aumentata nell'ultimo periodo.

Riteniamo che per quanto serio il problema della disoccupazione in Spagna non dovrebbe aggravarsi significativamente nel prossimo anno, dal momento che il grosso della correzione del comparto delle costruzioni residenziali dovrebbe essere stata attuata, ciò detto non escludiamo che il tasso di disoccupazione possa arrivare a toccare il 27% per fine 2013 / inizio 2014 e che difficilmente potrà tornare sui livelli pre-crisi dal momento che ci aspettiamo una crescita modesta anche dopo il 2013, dati i problemi strutturali del paese. Si pone chiaramente un problema di come riqualificare il lavoro espulso dal comparto dell'edilizia residenziale. La **riforma del mercato di febbraio scorso**, modificata in parte a luglio, dovrebbe consentire di ridurre, in parte, l'elevata dualità. Sono stati, difatti, rivisti i costi di risoluzione dei contratti a tempo indeterminato a 33 giorni per anno lavorato fino a un massimo di 24 mesi. Inoltre la riforma chiarifica l'uso dei licenziamenti per giusta causa nel caso in cui una società versi in gravi difficoltà finanziarie. Nel caso in cui i profitti sono calati per tre mesi consecutivi non è più necessaria l'autorizzazione amministrativa per procedere al licenziamento per giusta causa.

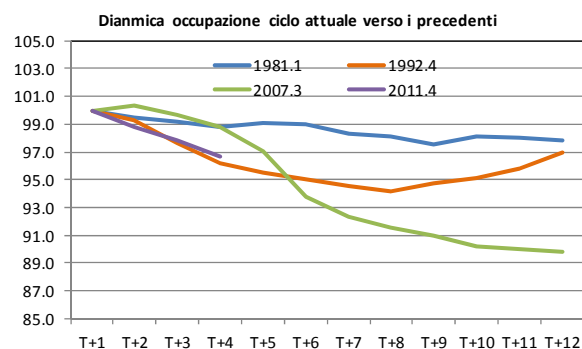
La **riforma introduce misure volte a incentivare la formazione e l'apprendistato.** Tuttavia, le misure hanno per lo più la forma di sussidi e detrazioni, che in passato hanno avuto un effetto piuttosto limitato. Il programma di riforme economiche presentato a luglio scorso prevedeva inoltre l'introduzione di un nuovo contratto permanente per le piccole e medie imprese. E' stato abolito l'obbligo di licenza per iniziare una piccola impresa, un processo che nel passato poteva richiedere anche fino a sei mesi. Sebbene vadano nella giusta direzione le riforme introdotte recentemente, potrebbero non essere sufficienti per riassorbire la forza lavoro espulsa dal settore delle costruzioni. **Il FMI nell'Art. IV sulla Spagna giudica positivamente le riforme del mercato del lavoro e nota che se implementate tempestivamente potrebbero determinare un aumento della crescita potenziale del 4% e un calo della disoccupazione del 4-5% per il 2017.**

Fig.1 - La disoccupazione in Spagna è ormai sui livelli della Grecia, nonostante il PIL sia calato molto meno nel periodo 2009-2012



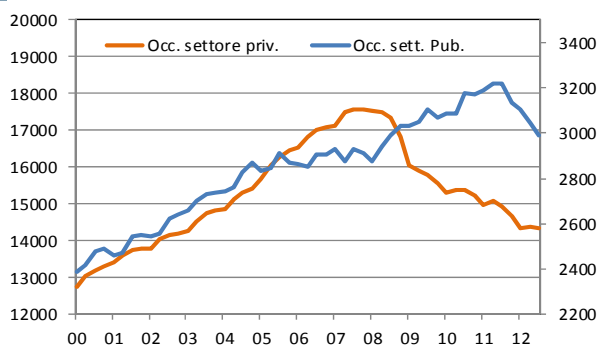
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - La correzione in questo ciclo è più marcata che nei precedenti



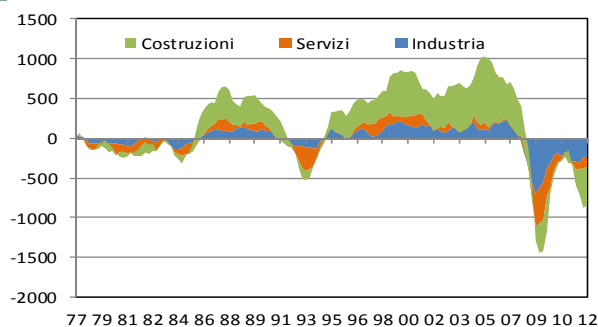
Fonte: INE, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Il calo di occupati è concentrato nel settore privato e per ...



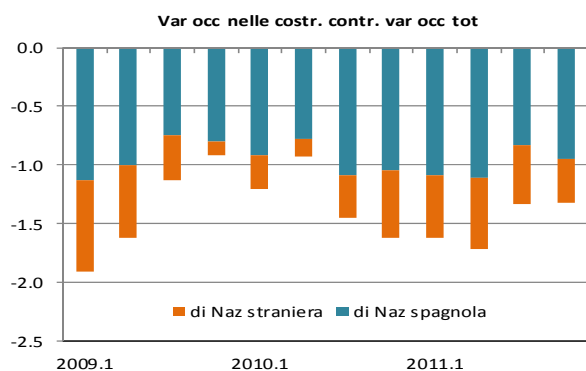
Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - ... circa il 50% nelle costruzioni



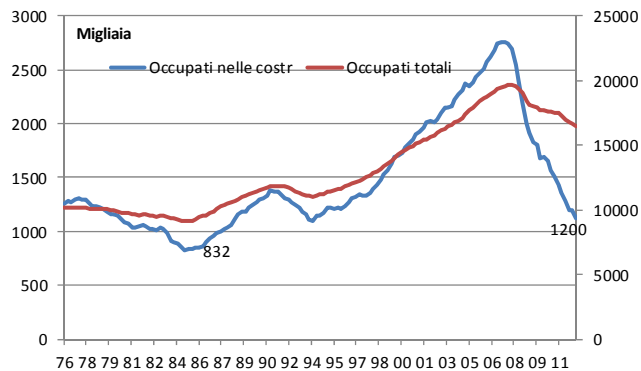
Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Il calo di occupati spagnoli spiega il grosso del calo dell'occupazione nelle costruzioni



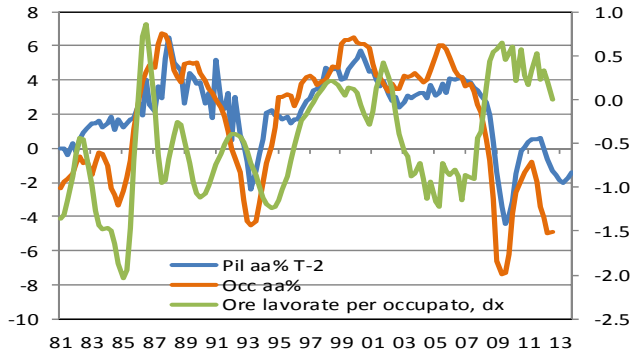
Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Il numero di occupati nelle costruzioni potrebbe calare ancora di 400 mila unità



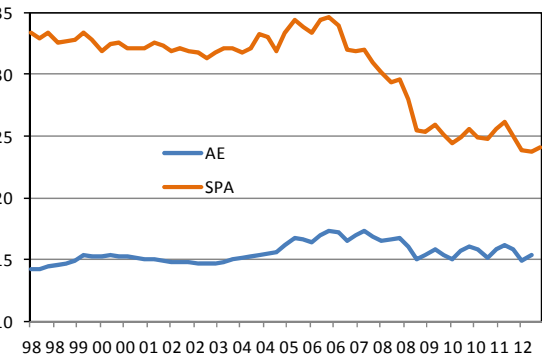
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - La correzione del fattore lavoro passa ancora più per una riduzione del numero di occupati che del monte ore



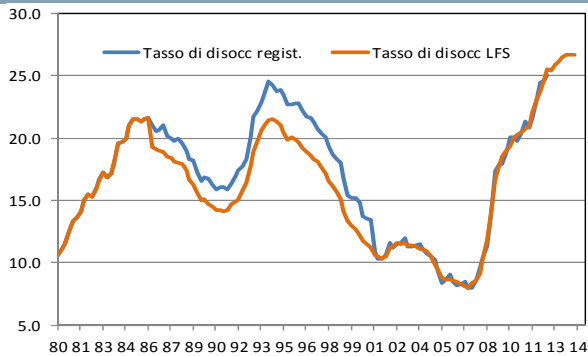
Fonte: OECD (ore lavorate), INE Indagine sulla Forza Lavoro per Occupati e Conti Nazionali per il PIL ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Ed è attuata tramite espulsione di lavoro flessibile che in proporzione del totale rimane ben al di sopra della media AE



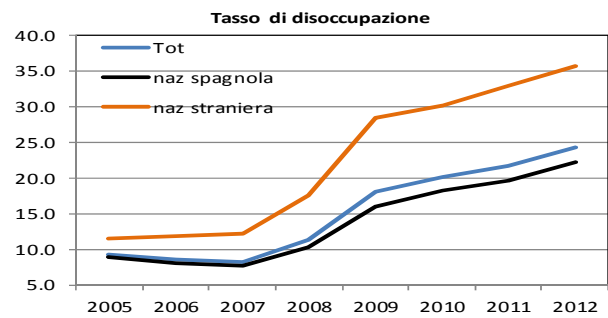
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - La disoccupazione potrebbe sfiorare il 27,5%, un massimo assoluto dal 1980



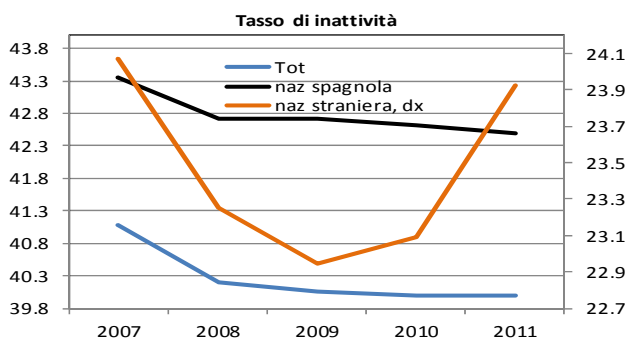
Fonte: INE

Fig. 10 - Aumento della disoccupazione più marcato tra gli stranieri che tra gli spagnoli



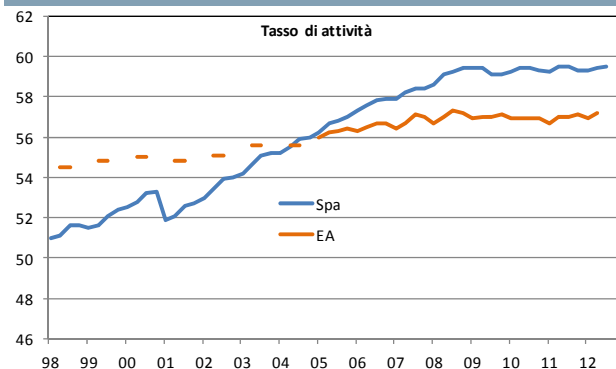
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 - A causa di un più marcato aumento del tasso di inattività



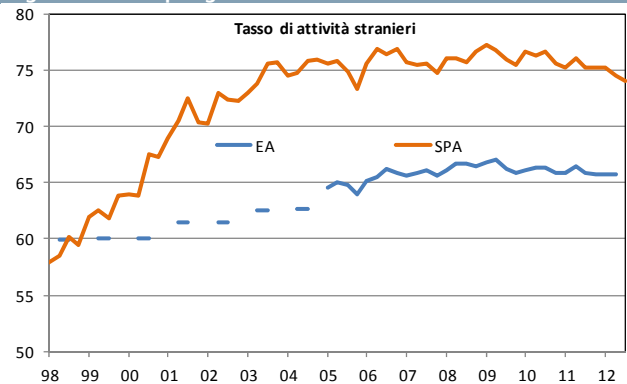
Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - Tasso di attività in Spagna più alto che nella media AE



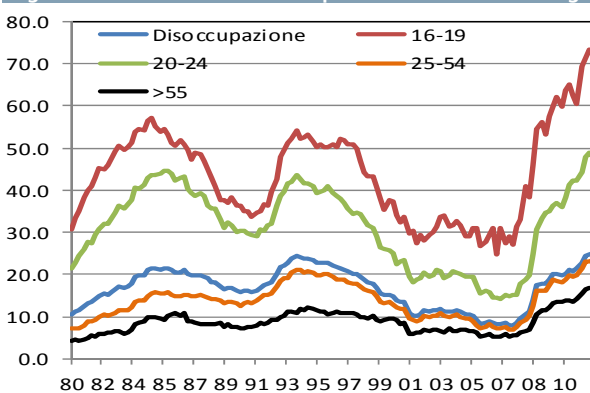
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Anche per gli stranieri



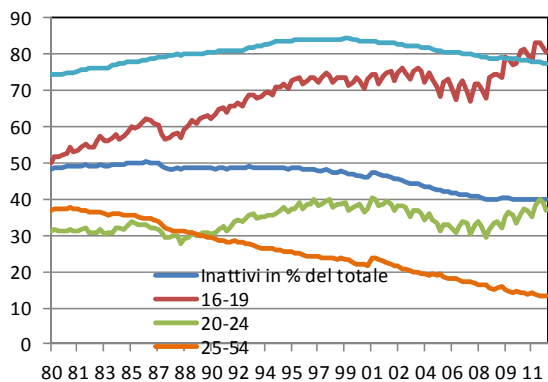
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 - Aumento della disoccupazione allarmante tra i giovani



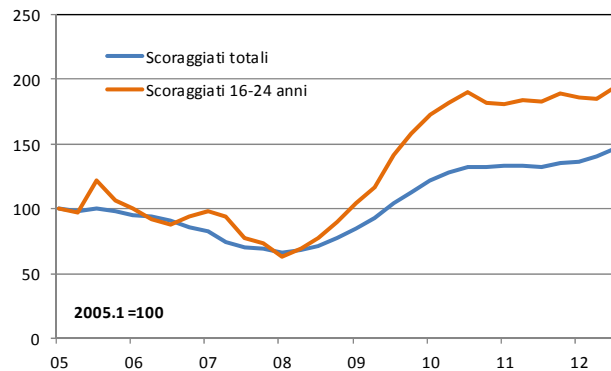
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 - La percentuale di giovani inattivi è salita sensibilmente in questo ciclo



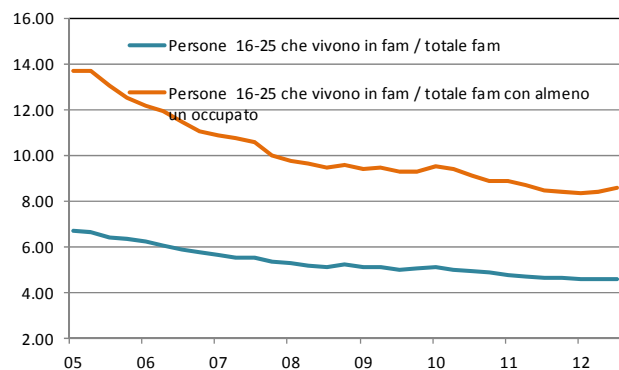
Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 - I giovani inattivi, perché scoraggiati, sono aumentati di più del resto della popolazione inattiva



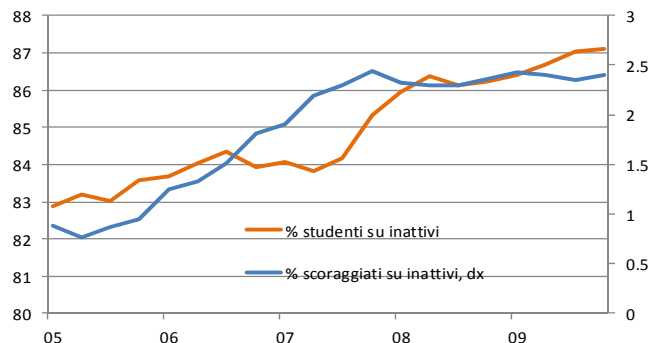
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 – Non sembrerebbe che i giovani scoraggiati stiano tornando a vivere in famiglia



Fonte: INE Indagine sulla Forza Lavoro ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 - La percentuale di scoraggiati sui giovani inattivi rimane molto bassa. Circa l'86% si ferma più a lungo a studiare



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Grecia: risposta soddisfacente dall'Europa per rendere il debito sostenibile, e non sono da escludere ulteriori interventi

La crisi greca ha avuto il tanto atteso punto di svolta a fine novembre. L'Eurogruppo ha finalmente deciso di stanziare le *tranche* del pacchetto di aiuti che erano bloccate dall'estate (indispensabili per coprire il fabbisogno fiscale del Paese) e contemporaneamente ha riconosciuto che con le attuali proiezioni di crescita e di ricavi da privatizzazioni il debito del Paese è su di un sentiero insostenibile, decidendo così una serie di misure volte a ridurre il peso rispetto al PIL (vedi oltre per i dettagli). L'insieme di interventi decisi dalla zona euro, che permetteranno di raggiungere un livello di debito/PIL pari al 124% nel 2020, rappresenta una ristrutturazione, in una forma edulcorata però rispetto a quanto avvenuto per i creditori privati, che hanno subito un pesante *hair cut* con il PSI concluso a marzo: soltanto questo tipo di soluzione è risultata accettabile dai paesi del Nord Europa, contrari a un coinvolgimento più pesante.

Sara Molinari

L'Eurogruppo ha potuto definire lo sblocco delle *tranche* e le misure di sostegno al debito soltanto dopo che il Governo greco ha dato prova di essere attivamente impegnato nel mantenere il necessario rigore fiscale: l'esecutivo ha dovuto elaborare pesanti restrizioni fiscali e riforme strutturali per i prossimi anni.

I mercati sembrano aver creduto alla soluzione proposta dall'Eurogruppo. Ciononostante non si può escludere che nei prossimi anni siano necessarie altre forme di intervento per risanare i conti pubblici del Paese. Una crescita economica inferiore al previsto porterebbe le variabili fiscali molto al di sopra degli obiettivi prefissati. Il rischio è ben chiaro ai paesi dell'area euro, tanto da indurli a chiarire fin da subito che se la Grecia riuscirà a mantenere avanzi primari nei prossimi anni, i paesi membri saranno disponibili ad affrontare altre misure di sostegno.

Non sono da escludere ulteriori manovre di sostegno alle finanze pubbliche dopo il 2016

Il pacchetto di austerità per il biennio 2013-14 e il budget 2013

Il Governo greco ha approvato nel corso del mese di novembre il pacchetto di austerità per il 2013-14, il budget 2013 e la dibattuta riforma del mercato del lavoro, condizioni indispensabili richieste dall'Eurogruppo per poter procedere allo sblocco della *tranche* del pacchetto di aiuti.

La restrizione fiscale per i prossimi due anni prevede tagli alla spesa per 11,5 miliardi e l'incremento delle tasse per 2 miliardi di euro e peserà prevalentemente sul 2013 (lo sforzo fiscale per il prossimo anno sarà pari a 9 miliardi). Il budget 2013 ha invece come obiettivo il raggiungimento un deficit pari a 9,4 miliardi di euro, corrispondenti al 5,2% del PIL e un avanzo primario di circa 800 milioni di euro (lo 0,4% del PIL), obiettivo più che dimezzato rispetto alle ipotesi stabilite a marzo insieme ai creditori ufficiali.

La bozza della legge di bilancio 2013 contiene proiezioni macroeconomiche e sul debito pubblico estremamente negative. Le stime ufficiali vedono l'economia greca in contrazione del 4,5% nel corso del 2013, in netto peggioramento rispetto al -3,8% delle precedenti proiezioni. Il debito pubblico dovrebbe raggiungere nel 2013 il 189% del PIL, ancor peggio dello scenario più negativo previsto dal FMI a marzo (quando si ipotizzava che il debito/PIL potesse raggiungere il livello massimo del 170%).

Il budget 2013 contiene proiezioni di variabili macro e fiscali estremamente negative

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2012

Variazione delle stime delle principali variabili fiscali			
	2011	2012	2013
Saldo primario % PIL			
Governo - ottobre 2012	-2.3	-1.2	0.4
Commissione EU - marzo 2012	-2.2	-1.0	1.8
Deficit pubblico % PIL			
Governo - ottobre 2012	-9.4	-6.6	-5.2
Commissione EU - marzo 2012	-9.1	-7.2	-4.6
Debito pubblico % PIL			
Governo - ottobre 2012	170.6	175.6	189.1
Commissione EU - marzo 2012	164.7	162.8	167.1

Fonte: Ministero delle Finanze greco, Commissione Europea

Le perplessità della Troika hanno permesso di posticipare di due anni gli obiettivi fiscali

Il rigido programma di austerità fiscale sta influenzando (e lo farà anche in futuro) la crescita economica. Le previsioni della Troika sono per un calo del PIL (quinto anno consecutivo) nel 2012 del 6%, e per il 2013 del 4,2% (numeri vicini, quindi, a quelli ipotizzati dal Governo). Nel 2014 si dovrebbe osservare un debole +0,4%, seguito da crescita sostenuta solo nel 2015-16 (rispettivamente 2,9% e 3,7%).

Alla luce delle nuove proiezioni economiche, la Troika ritiene che l'obiettivo deficit/PIL per il 2012 (9%) dovrebbe essere raggiunto, mentre gli obiettivi fiscali 2014-16 sono stati rivisti per tenere conto della profonda e più lunga recessione. Il programma di aggiustamento fiscale originario prevedeva il raggiungimento di un avanzo primario pari al 4,5% nel 2014, ma avrebbe comportato sforzi fiscali irrealistici con il nuovo profilo di crescita previsto; per questo motivo è stato definito un percorso di risanamento più lungo di due anni, come espressamente richiesto dal Governo nel corso delle trattative con i creditori ufficiali di novembre. I nuovi target sono così posti pari a un surplus primario dell'1,5% nel 2014 (contro l'iniziale 4,5%), con un aggiustamento annuale dell'1,5% fino a raggiungere il 4,5% nel 2016. Il posticipo dei target fiscali richiederà nuove risorse fiscali da 4 miliardi di euro per il biennio 2015-16, a cui si aggiungono ulteriori necessità comprese tra i 9 e i 15 miliardi per il 2013-14 e di 17,6 miliardi per il 2015-16, dovuti al peggiore percorso di crescita, al più alto profilo di debito e alla riduzione delle proiezioni riguardanti i proventi da privatizzazioni (in un primo momento fissati a livelli che oggi appaiono irrealizzabili).

L'insostenibilità del debito e la ristrutturazione definita dall'Eurogruppo

Le proiezioni della troika e del Governo, contenute nella bozza del rapporto periodico di revisione del programma di aggiustamento economico e fiscale (sulle quali i membri dell'Eurogruppo hanno basato le proprie decisioni nel corso della riunione del 20 novembre), hanno dimostrato l'insostenibilità del debito greco. Senza alcuna ristrutturazione, il debito avrebbe potuto raggiungere nel 2020 un livello superiore al 150% del PIL, contro l'obiettivo di Fondo Monetario e Commissione Europea del 124%.

Per questi motivi l'Eurogruppo del 29 novembre ha definito un preciso quadro di intervento, articolato in più misure volte a riportare il debito greco verso l'obiettivo prefissato:

- riduzione di 100pb dello spread sui tassi interbancari applicato ai crediti EFSF e bilaterali;
- riduzione di 10pb delle commissioni sulle garanzie per i crediti EFSF;
- allungamento delle scadenze di rimborso dei crediti EFSF di 15 anni;
- moratoria sul pagamento degli interessi sui crediti EFSF di 10 anni;
- trasferimento alla Grecia, effettuato dagli Stati Membri, di un ammontare equivalente al reddito sul portafoglio SMP di competenza delle rispettive Banche Centrali Nazionali.

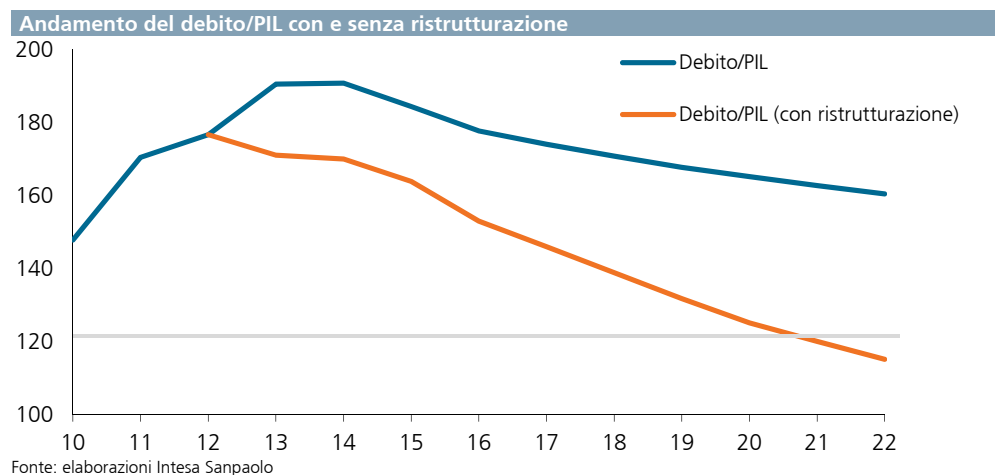
La Troika ha concesso il posticipo degli obiettivi fiscali di due anni

Le attuali condizioni macroeconomiche rendono il debito greco insostenibile

L'Eurogruppo ha definito un quadro di interventi per consentire al debito di raggiungere il 124% del PIL nel 2020

Inoltre, il Governo ha portato a termine un'operazione di *buy back* del debito attualmente detenuto da privati, che si è concluso ad un prezzo medio di 33,8 centesimi per ogni euro di nominale: le risorse disponibili tramite l'EFSF per il *buy back* ammontano a 10 miliardi di euro, che permetteranno di ridurre il debito nei confronti dei privati di circa 30 miliardi.

Secondo le nostre proiezioni questo insieme di misure (comprendenti il *buy back*) dovrebbe essere in grado di riportare al 124% il rapporto debito/PIL entro il 2020.



Nella tabella seguente sono presentati i risultati in termini di punti percentuali che ciascuna misura prevista dall'Eurogruppo potrà avere nel ridurre il rapporto debito/PIL: complessivamente il quadro di intervento definito dovrebbe essere in grado di ridurre di poco meno di 30 punti percentuali il rapporto, che subirà un'ulteriore riduzione grazie al sistematico aggiustamento conseguente all'ottenimento di avanzi primari a partire dal 2013.

Impatto delle misure di riduzione del debito, in termini di punti percentuali sul PIL		
	2013	Cumulato al 2020
Riduzione spread sui prestiti UE	0.3	1.8
Riduzione garanzie ai crediti EFSF	0.3	2.7
Moratoria degli interessi su prestiti EFSF	1.2	10.4
Trasferimento profitti da SMP	2.2	4.2
<i>Buy back</i>	11.0	9.0
Totale	15.0	28.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

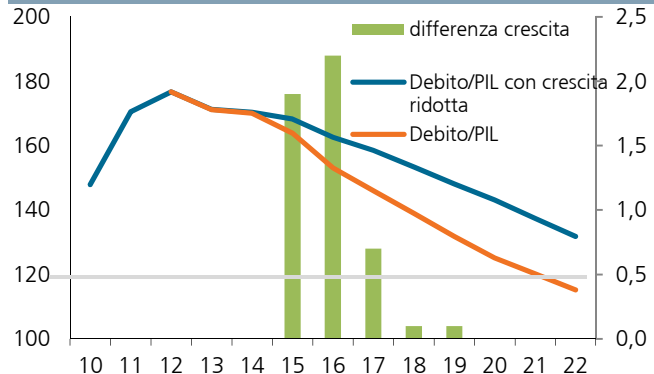
Il percorso di rientro del debito verso il 124% del PIL dipende in modo cruciale dalle ipotesi di crescita e avanzo primario sottostanti. L'ipotesi più fragile appare essere il profilo di crescita: nel caso in cui la Grecia non dovesse tornare a espandersi in modo deciso già dal 2015 (2,9%) e 2016 (+3,7%) per poi attestarsi al di sopra del 2% fino al 2020 (come previsto dalla Troika), l'obiettivo del 124% non sarebbe certamente raggiunto. Ipotizzando un ritmo di crescita più blando, con ad esempio un PIL in salita dell'1% nel 2015 e dell'1,5% nel 2016 per poi attestarsi al 2% fino al 2020, il rapporto debito/PIL raggiungerebbe il 143% nel 2020, circa 20 punti percentuali al di sopra dell'obiettivo desiderato.

I problemi in termini di correzione del debito sarebbero invece minori se ipotizzassimo che i livelli di avanzo primario che la Grecia potrebbe raggiungere fossero più bassi rispetto a quelli prospettati per ottenere l'obiettivo del 124%. Se invece di riportare avanzi mediamente pari al 5% tra il 2014 e il 2020, la Grecia riuscisse a raggiungere solo il 4% in media nello stesso periodo, nel 2020 il rapporto debito/PIL sarebbe pari al 128%.

Il rischio crescita potrebbe allontanare notevolmente il debito/PIL dall'obiettivo

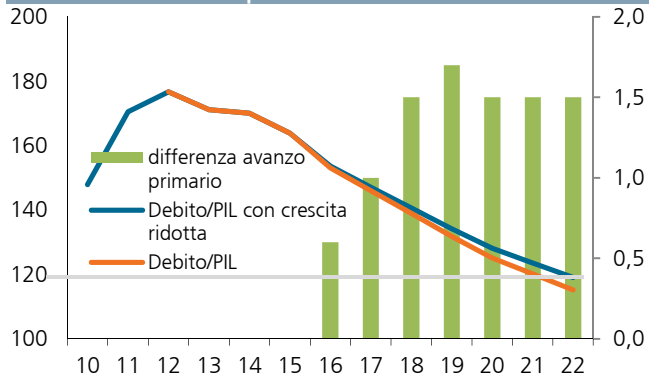
Minori i rischi derivanti da avanzi primari più contenuti del previsto

Percorso di rientro del debito, in ipotesi di ristrutturazione, con diversi scenari di crescita



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Percorso di rientro del debito, in ipotesi di ristrutturazione, con diversi scenari di saldo primario



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il processo di aggiustamento dei conti pubblici greci poggia quindi su ipotesi molto stringenti, che potrebbero non verificarsi, rendendo irraggiungibile l'obiettivo previsto dai creditori ufficiali.

Questa criticità è certamente ben chiara ai paesi membri della zona euro e al FMI, che hanno, infatti, già posto le basi per successivi nuovi interventi di correzione: se la Grecia riuscirà a mantenere avanzi primari sostenibili, l'area euro potrà concedere nuove e ulteriori misure e metodi di assistenza al Paese (le eventualità citate sono la possibilità di co-finanziamenti di progetti strutturali e ulteriori riduzioni degli interessi pagati sui prestiti della *Greek Loan Facility*). Di fatto l'Eurogruppo ha ammesso che le misure fino ad oggi prese potrebbero non essere sufficienti, ma è stata in grado di guadagnare tempo in modo adeguato, contrariamente a quanto fatto nei precedenti interventi. Le decisioni prese saranno in grado di sostenere i conti pubblici fino al 2016, periodo sufficientemente lontano per ipotizzare che in un momento congiunturale diverso dall'attuale (e con una nuova *leadership* politica) un'ulteriore soluzione per la Grecia potrà essere trovata in modo più semplice. Questa soluzione temporanea è stata considerata adeguata anche dai mercati: i rendimenti greci hanno, infatti, iniziato a scendere in modo convincente a partire proprio dal 29 novembre.

L'Eurogruppo ha posto le basi per ulteriori interventi dopo il 2016

Irlanda: la manovra 2013 pone le basi per raggiungere i target fiscali

La missione in Irlanda della Troika, avvenuta nel corso dell'autunno, ha confermato che il Paese sta procedendo correttamente nel programma di risanamento fiscale e di riforme strutturali. La Troika ha confermato che gli obiettivi fiscali definiti per il Paese sono raggiungibili, anche se continuano ad aumentare i rischi che la crescita economica possa risultare più bassa del previsto. I buoni risultati che l'Irlanda è riuscita a raggiungere sono il frutto del convincente intervento del Governo ma anche del più lento processo di adeguamento fiscale che è stato richiesto al Paese dai creditori ufficiali. Infatti, contrariamente a quanto accaduto agli altri paesi sotto Programma, la restrizione fiscale imposta è stata più contenuta.

Sara Molinari

L'Irlanda ha mantenuto una crescita economica positiva, sebbene in indebolimento più delle previsioni nel corso degli ultimi mesi. Il canale estero è stato una fonte determinante di crescita, a fronte di una domanda interna in graduale indebolimento, a causa del processo di *deleveraging* in atto e delle condizioni precarie del mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione si mantiene "su livelli inaccettabilmente elevati", pari al 14,6% a novembre). I rischi per la crescita del 2013 sono verso il basso e rappresentano il punto debole del processo di risanamento fiscale posto in atto dal Governo.

La domanda interna è ostacolata dall'elevato tasso di disoccupazione, ma la crescita dovrebbe rimanere positiva

L'Irlanda ha dimostrato di essere in grado di procedere nel sentiero di consolidamento dei conti pubblici, tanto che la Troika ritiene che il target fiscale 2012 di deficit/PIL all'8,6% sarà superato. Alcuni dubbi erano emersi nel corso dell'autunno invece per gli obiettivi 2013-15, successivamente fugati dalla pubblicazione della manovra di bilancio 2013. Come anticipato, però, se si dovessero verificare tassi di crescita inferiori al previsto, la tenuta degli obiettivi non sarebbe mantenuta: le proiezioni di crescita del Governo utilizzate per raggiungere i target previsti (per il dettaglio vedi paragrafo successivo) sono dell'1,5% nel 2013, 2,5% nel 2014 e 2,9% nel 2015, ipotesi più positive rispetto alle proiezioni della Commissione Europea di novembre, pari a 1,1% per il 2013 e 2,2% per il 2014.

Gli obiettivi fiscali appaiono raggiungibili

A inizio dicembre il Governo ha presentato il budget 2013, che dovrebbe garantire al Paese di raggiungere gli obiettivi fiscali al 2015; si tratta di una manovra da 3,5 miliardi di euro, di cui 1,25 di aumento delle entrate e 2,25 di riduzione della spesa pubblica. La maggiore tassazione sarà ottenuta attraverso una tassa sugli immobili (0,18% per patrimoni immobiliari fino a un milione di euro, 0,25% al di sopra), aumento delle tasse automobilistiche, delle accise su tabacco, alcol e benzina; aumenteranno i contributi sociali, così come le tasse universitarie; inoltre saranno tassati i sussidi alla maternità. I tagli alla spesa si concentreranno sulla spesa sociale, in particolare sulle pensioni e sui sussidi per i figli, come consigliato anche dalla Troika. Le proiezioni del Governo sostengono che il rapporto deficit/PIL nel 2012 dovrebbe raggiungere l'8,2%, superando il target dell'8,6% previsto dal Programma; nel periodo 2013-15 il deficit/PIL dovrebbe gradualmente migliorare passando al 7,5%, 5,1% e 2,9% del PIL rispettivamente.

Contrariamente a quanto avvenuto in molti Paesi europei, **l'Irlanda ha potuto intraprendere una manovra fiscale restrittiva più sbilanciata dal lato spese,** metodologia che appare avere più efficacia nel medio periodo. Le ripercussioni in termini di minore crescita di una manovra sbilanciata sul lato spesa sono più contenute rispetto agli effetti di una maggiore imposizione fiscale.

Il budget 2013 presenta un ricorso più marcata ai tagli alla spesa rispetto all'aumento della tassazione

L'effetto che la manovra 2013 avrà sui conti del 2014 e 2015 sarà notevole: l'aumento della tassazione del 2013 avrà ripercussioni positive anche negli anni successivi e **sarà in grado di ridurre le maggiori entrate necessarie per raggiungere gli obiettivi di bilancio di 700 milioni di euro nel 2014 e di 200 milioni nel 2015** (originariamente gli obiettivi per le entrate fiscali erano stati posti pari a 1,1 miliardi nel 2014 e 700 milioni nel 2015). Il Governo ha così dichiarato che la manovra definita per il 2013 sarà in grado di ridurre la dimensione delle manovre fiscali per i

prossimi anni e soprattutto potrà consolidare la fiducia dei mercati finanziari, consentendo così al Paese di proseguire e intensificare il ricorso al mercato dei capitali per il finanziamento del fabbisogno.

Le aste di titoli di Stato a breve termine sono proseguite nel trimestre, **ma il Paese dovrà ancora testare il *sentiment* di mercato prima di procedere a massicce emissioni di titoli a più lunga scadenza**, indispensabile in vista della conclusione del programma di finanziamento ufficiale il prossimo anno. La buona riuscita del test non dipenderà soltanto dalla convinzione che l'adeguamento fiscale in atto sia sufficiente, ma sarà inevitabilmente influenzata dagli sviluppi della crisi del debito sovrano dei Paesi periferici.

Continua il finanziamento a breve sul mercato

Il Governo ha continuato ad intensificare gli sforzi per rendere più solido il sistema finanziario.

Ora gli istituti finanziari appaiono ben capitalizzati, tuttavia dimostrano ancora una contenuta profittabilità. Per ottenere maggiori risultati in questo campo le Autorità irlandesi stanno mettendo a punto un articolato programma di riforma del quadro di riferimento del regime di insolvenza delle famiglie, che potrebbe sostenere sia i profitti delle banche sia la loro capacità di erogazione di credito che attualmente è compressa dalle sofferenze.

Nessuna decisione è ancora stata presa in merito agli aiuti finanziari concessi al Paese per ricapitalizzare gli istituti bancari. L'Irlanda, dopo la decisione dell'Eurogruppo sulle banche spagnole, aveva richiesto di poter spostare dai propri bilanci a quelli bancari i fondi ottenuti per il sostegno diretto degli istituti finanziari, così da ridurre il rapporto debito pubblico/PIL dal 120% nel 2012 al 100% nel 2013, ma nonostante siano stati condotti vertici preliminari tra i principali rappresentanti dei Governi europei, l'importante variazione non è ancora stata concessa.

Fabbisogno finanziario e flussi di finanziamento					
Miliardi di euro	2010	2011	2012	2013	Totale
Fabbisogno lordo del settore pubblico	7.9	28.7	26.5	23.0	86.1
Supporto al sistema bancario	0.0	16.5	1.6	0.0	18.1
Fabbisogno finanziario	7.3	43.9	17.7	16.4	85.0
Finanziamento sul mercato	0.5	1.4	10.7	6.6	19.2
Proprie risorse	7.3	9.4	-4.3	5.0	17.4
Prestiti UE-FMI	0.0	34.5	21.7	11.3	67.5
EFSM/EFSF	0.0	21.5	12.3	6.4	40.2
Bilaterali	0.0	0.5	2.9	1.5	4.8
FMI	0.0	12.5	6.5	3.7	22.5
Fonti di finanziamento	7.3	43.9	17.4	16.4	85.0

Fonte: Commissione Europea

Portogallo: il rischio crescita potrebbe rendere insufficiente la manovra 2013

Il Portogallo sta procedendo nella giusta strada per concludere l'adeguamento fiscale e strutturale necessario, come il rapporto della sesta missione di controllo della Troika ha delineato. La preoccupazione maggiore per il Paese è però data dalla dinamica di crescita, che potrebbe sorprendere al ribasso rispetto alle stime del Governo e dei creditori ufficiali, mettendo a rischio il raggiungimento degli obiettivi fiscali e potenzialmente rendendo inefficace l'aspra manovra di bilancio messa a punto dal Governo nell'ottobre di quest'anno.

Sara Molinari

Il PIL dovrebbe essere in contrazione del 3% nel 2012, per poi rallentare il declino nel 2013 con una discesa dell'1%. Le proiezioni ufficiali per il prossimo anno, però, sono molto lontane dal consensus che ipotizza un rallentamento del 2%. Le riforme strutturali che il Paese ha concluso hanno portato i loro frutti in termini di maggiore competitività, che si è riflessa in un andamento estremamente dinamico delle esportazioni: i forti legami commerciali con la Spagna e la zona euro fino ad ora hanno aiutato il tessuto industriale portoghese a rimanere vitale, ma potrebbero diventare fonte di rallentamento, nell'ipotesi di recessione economica dell'area.

I rischi per la crescita sono verso il basso

Proprio a causa delle ridotte prospettive di crescita la Troika aveva allentato gli obiettivi fiscali per l'anno in corso e il prossimo, per non rendere necessario un nuovo pacchetto di aiuti: il rapporto deficit/PIL obiettivo per il 2012 è ora pari al 5%, contro l'iniziale 4,5%, ma soprattutto è stato ridotto lo sforzo fiscale necessario per il 2013, con l'obiettivo ora pari al 4,5% (dal 3%). L'obiettivo 2014 è rimasto invece al 2,5%.

Il rallentamento economico è stato così importante che anche con l'allentamento degli obiettivi fiscali che abbiamo ricordato il Governo ha dovuto predisporre una rigida manovra fiscale, che secondo le proiezioni dovrebbe consentire di chiudere il 2013 con un disavanzo del 4,5% del PIL.

Lo sforzo complessivo richiesto al Paese è di 4,3 miliardi di euro, inclusi gli effetti automatici della sostituzione parziale dei sussidi e i tagli di tredicesime e ferie. La manovra pesa particolarmente sulle famiglie: l'esecutivo ha deciso di ridurre gli scaglioni di reddito da otto a cinque, aumentando le aliquote applicate. La modifica degli scaglioni di reddito fa sì che l'aliquota media passerà dal 9,8% all'11,8%, a cui si aggiungono altri incrementi impositivi che portano così il livello medio dell'aliquota al 13,2%. L'aumento delle entrate da imposizione diretta sulle persone fisiche dovrebbe essere pari al 30,7%; il Governo stima che le entrate totali saliranno del 10,2% (4,3 miliardi di euro). Dal lato spese, il Governo ha previsto tagli sui principali capitoli, in particolare al sistema di sicurezza sociale, pensioni e sanità: complessivamente i tagli dovrebbero ammontare a 2,7 miliardi di euro, che si riducono però a un solo miliardo al netto della sostituzione parziale dei sussidi a dipendenti pubblici e pensionati. L'accoglienza non è stata favorevole: in effetti, la manovra pare essere troppo sbilanciata sulle entrate, e ciò potrebbe creare tensioni nel Partito di governo.

La manovra 2013 è di dimensioni ragguardevoli sbilanciata sulle entrate

Se la crescita del 2013 si allontanasse dalle ipotesi del Governo, si amplierebbe il *gap* da finanziare, rendendo insufficiente l'attuale pesante manovra. Un calo del PIL del 2%, che come abbiamo visto è la proiezione di *consensus*, renderebbe necessario coprire circa lo 0,5% del PIL di deficit aggiuntivo, pari a poco meno di un miliardo di euro.

Il rischio crescita potrebbe rendere necessari ulteriori sforzi fiscali nel 2013

Il sistema finanziario appare essere in un buono stato di capitalizzazione e liquidità e non desta quindi grande preoccupazione. Rimane invece ancora complesso il quadro degli enti pubblici locali e delle società a partecipazione statale, i cui debiti sono difficili da quantificare.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2012

Fabbisogno finanziario e flussi di finanziamento					
miliardi di euro	2011	2012	2013	2014	Totale
	Giu-Dic				
Deficit del settore pubblico	11.3	16.1	8.6	4.8	40.9
Ammortamento	9.5	17.5	11.2	14.6	52.8
Supporto al sistema bancario	1	12.6	4.4	0.4	18.4
Fabbisogno finanziario	21.8	46.2	24.2	19.8	112.1
Finanziamento sul mercato	-6.4	6.9	9.3	14.1	23.8
Proprie risorse	-5.7	12.0	5.1	-2.0	9.3
Prestiti UE-FMI	34.0	27.3	9.8	7.8	78.9
EFSM/EFSSF	21.0	19.2	6.6	5.1	51.9
FMI	13.0	8.1	3.2	2.7	27.0
Fonti di finanziamento	21.8	46.2	24.2	19.8	112.1

Fonte: Commissione Europea

Regno Unito – 2013: crescita avanti adagio, ma bene

Diversamente dalle ultime volte, non effettuiamo alcuna revisione al ribasso sulla crescita britannica. Rivediamo al rialzo da -0,4% a -0,1% quella del 2012 e lasciamo invariata a 1,0% quella del 2013. Il miglioramento sul 2012 deriva solo da un T3 risultato molto positivo – ma per ragioni una tantum – con un +1,0% t/t dopo tre trimestri di contrazione. Tuttavia, vi sono almeno tre elementi che lasciano sperare per un'evoluzione meno grigia a partire dal 2013:

(1) nell'Autumn Statement del 5 dicembre, a fronte della revisione al ribasso della crescita da parte dell'OBR da 2,0% a 1,2% nel 2013, il governo ha prolungato di un anno (fino all'a.f. 2017-18) la durata del programma di riduzione del disavanzo pubblico – il che consente di non soffocare la ripresa incipiente attraverso la restrizione fiscale, senza però perdere credibilità;

(2) si iniziano a scorgere primi segnali favorevoli dell'efficacia del Funding for Lending Scheme lanciato in estate: la richiesta di fondi da parte delle banche partecipanti al programma è stata pari a 4,4 miliardi di sterline nel T3, con associato incremento di circa mezzo miliardo dei prestiti (netti) erogati dalle banche a famiglie e imprese. La BoE aggiunge inoltre che vi è evidenza di un diffuso calo del *cost of funding* e dei tassi sui prestiti concessi al settore privato;

(3) i dati ad ora disponibili sul T4 sembrano suggerire che con lo scavalco dell'anno si sia a un punto di svolta, anche se una crescita dell'1% per l'economia britannica non è nemmeno la metà del potenziale. Il 4° trimestre sarà debolissimo, ma solo per un effetto statistico sfavorevole dopo l'ottimo T3. Stimiamo un progresso marginalmente positivo (+0,1% t/t scarso), guidato da consumi e investimenti, supportati da (i) tassi di mercato in calo, (ii) una discreta stabilizzazione (e non ulteriore peggioramento) delle condizioni del mercato del lavoro, (iii) effetti del FLS. Il contributo del canale estero dovrebbe invece tornare negativo, complice anche il precedente ulteriore rafforzamento della sterlina.

Saranno ancora consumi e investimenti a trainare la crescita nel 2013, per effetto delle politiche economiche implementate fino adesso: *quantitative easing*, FLS e diluzione del programma di risanamento fiscale. Il mix di misure di policy attuate nel Regno Unito dovrebbe consentire all'economia britannica di tenersi più al riparo nel futuro prossimo dalle turbolenze che scuotono l'area euro, elemento favorevole a un rafforzamento della sterlina nel 2013. Fattori in parte strutturali in parte temporanei terranno l'inflazione sopra *target* più a lungo del previsto, e questa è una delle ragioni per cui la BoE a novembre (e anche a dicembre) ha deciso di non aumentare l'APF e a nostro avviso la fase espansiva può considerarsi terminata, salvo un grave e imprevisto deterioramento della crescita. Il primo rialzo dei tassi dovrebbe arrivare intorno a metà 2014. A novembre BoE e Tesoro hanno deciso che i proventi dei titoli detenuti dalla BoE sotto lo schema APF verranno trasferiti al Tesoro per ridurre lo stock di debito pubblico: in termini di effetti sull'economia reale questo equivale a un *quantitative easing*.

Regno Unito - Previsioni macro	2011	2012	2013	2012				2013			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi cost.,a/a) t/t	0.9	-0.1	1.0	-0.1	-0.5	-0.1	0.4	0.8	1.5	0.9	1.0
Consumi privati	-1.1	0.6	1.2	0.3	-0.2	0.6	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4
Investimenti fissi	-2.4	1.3	2.2	3.2	-2.7	0.5	0.6	0.4	0.8	1.4	1.8
Consumi pubblici	0.2	2.5	-0.8	3.1	-1.6	0.6	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4
Esportazioni	4.5	0.1	2.7	-1.6	-1.1	1.7	0.1	0.3	0.9	1.5	1.1
Importazioni	0.5	2.1	3.3	-0.1	1.4	-0.4	0.6	0.4	1.3	1.9	1.2
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.3	-0.5	0.7	-1.3	1.3	-0.3	0.5	0.0	0.1	0.1	-0.2
Partite correnti (% Pil)	-1.9	-3.9	-3.0	-4.0	-5.4	-3.0	-3.3	-3.1	-3.4	-3.5	-3.0
Deficit (% Pil)	-8.0	-7.0	-6.5								
CPI (a/a)	4.5	2.8	2.2	3.5	2.8	2.4	2.6	2.2	2.4	2.2	2.0
Produzione Industriale	-0.8	-1.7	0.7	-0.1	-0.7	0.8	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1
Disoccupazione (%)	4.7	4.9	4.8	4.9	4.9	4.8	4.8	4.9	4.9	4.8	4.7
Tasso interbancario a 3 mesi (%)	0.87	0.83	0.57	1.07	0.99	0.73	0.53	0.55	0.56	0.57	0.58
Sterlina/dollaro	1.60	1.58	1.67	1.57	1.58	1.58	1.61	1.64	1.67	1.69	1.69
Cambio effett. (1990=100)	80.0	83.0	85.4	81.2	83.2	84.1	83.4	84.8	85.7	85.7	85.6

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

Asia

Giappone: fino a quando abuserà della pazienza dei mercati?

Giovanna Mossetti

- L'economia giapponese è in recessione. La contrazione del PIL dovrebbe essere di breve durata: nel 2013 la crescita dovrebbe tornare in territorio positivo. La previsione per il 2012 è rivista verso il basso a 1,8% (da 2% di settembre). Per il 2013, la previsione è di crescita di 0.9%. La ripresa del 2013 dovrebbe essere trainata dalle esportazioni e da un modesto miglioramento della domanda domestica privata. Il sentiero del PIL nel prossimo triennio sarà influenzato dal rialzo dell'imposta sui consumi, che dovrebbe raddoppiare dal 5% attuale al 10% entro ottobre 2015.
- L'**inflazione** è di nuovo in territorio negativo. La previsione è di deflazione moderata nella prima metà del 2013, con un ritorno verso lo zero a fine anno. Nel 2014-15, il sentiero dei prezzi sarà estremamente volatile per via del rialzo dell'imposta sui consumi.
- I conti pubblici sono su un sentiero sempre più insostenibile: la correzione degli squilibri fiscali richiede interventi di dimensioni enormi anche solo per stabilizzare il debito sui livelli attuali (230% del PIL). Lo scenario di **politica fiscale** è reso più incerto dal rinnovo della Camera Bassa con le elezioni del 16 dicembre. Il Governo uscente aveva approvato un piano di rientro fiscale con misure strutturali per circa il 5% del PIL, grazie all'aumento dell'imposta sui consumi dall'attuale 5% al 10% entro ottobre 2015 e ad altre misure ancora da attuare. Il budget 2013 e l'indirizzo della politica fiscale del nuovo Governo saranno cruciali per vedere se verrà mantenuta la moderata restrizione fiscale annunciata nel 2012.
- La **Banca centrale** ha modificato in direzione più espansiva la strategia di politica monetaria, aumentando il programma di acquisto titoli, introducendo prestiti a lungo termine, e segnalando che la politica monetaria resterà espansiva fino a quando non sarà finita la deflazione. Prevediamo ulteriori incrementi del programma di acquisto titoli nel 2013.

Giappone - Previsioni macroeconomiche											
	2011	2012	2013	2012				2013			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.5	1.8	0.9	3.3	4.0	0.5	-0.7	-1.2	-0.2	1.5	3.7
- trim/trim annualizzato				5.7	-0.1	-3.5	-4.4	3.2	4.3	3.1	4.1
Consumi privati	0.5	2.2	1.0	4.7	0.3	-1.7	-0.8	1.8	2.1	2.2	3.6
IFL - priv. non residenziali	3.3	2.2	-1.4	-9.3	0.5	-11.3	-3.6	-1.0	2.5	4.0	1.2
IFL - priv. residenziali	5.5	1.3	4.7	-4.3	6.3	3.7	-6.5	10.4	12.3	1.3	2.5
Investim. pubblici	-7.0	11.4	3.3	34.9	23.6	6.1	3.0	1.1	1.0	1.5	0.5
Consumi pubblici	1.4	2.5	-0.1	5.7	1.9	2.4	-1.2	-1.6	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	-0.4	0.2	2.5	13.9	3.3	-18.9	-9.6	10.6	13.6	10.4	10.4
Importazioni	5.9	6.1	3.5	9.7	7.4	-1.8	2.0	3.5	3.9	6.7	8.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.0	0.4	0.3	-0.3	0.3	-0.4	0.3	0.2	0.1	0.3
Partite correnti (% PIL)	2.0	1.0	0.9	1.3	1.3	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9	1.2
Deficit (% PIL)	-9.2	-9.9	-10.2								
Debito/PIL (% PIL)	203.6	210.1	220.3								
CPI (a/a)	-0.3	-0.1	-0.2	0.3	0.2	-0.3	-0.4	-0.8	-0.4	0.2	0.3
Produzione Industriale	-2.3	-0.9	-0.5	5.1	-7.7	-15.8	-6.3	4.7	5.8	6.5	6.3
Disoccupazione (%)	4.6	4.3	4.4	4.5	4.4	4.2	4.2	4.4	4.4	4.5	4.5
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.19	0.15	0.39	0.20	0.20	0.19	0.00	0.20	0.63	0.43	0.30
Dollaro/Yen (Yen)	79.7	79.7	86.1	79.3	80.1	78.6	80.8	83.6	85.4	87.0	88.5
Cambio effettivo (1990=100)	174.3	179.1	163.1	179.0	178.5	183.1	175.9	169.2	164.6	160.9	157.6

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

Una modesta ripresa nel 2013, spinta dalle esportazioni e da una crescita moderata dei consumi

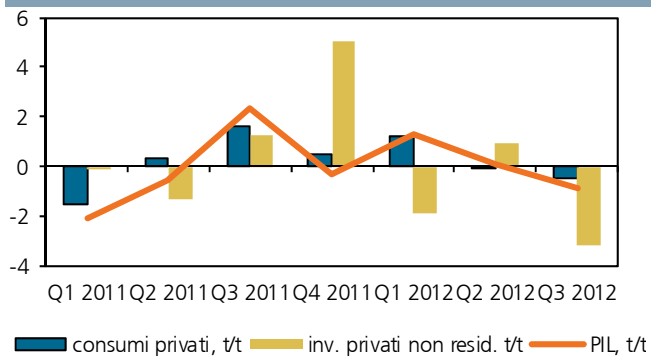
Lo scenario giapponese è soggetto a **enorme incertezza**, collegata al **contesto politico** e alla **politica fiscale**. Le elezioni per il rinnovo della Camera Bassa del 16 dicembre rimettono in discussione l'impostazione di politica fiscale per il medio termine, con un possibile spostamento verso posizioni nuovamente centrate sullo stimolo per la crescita, rispetto a quelle dell'ultimo anno, mirate ad affrontare gli squilibri dei conti pubblici. Le nostre previsioni mantengono come scenario centrale il programma di rialzo dell'aliquota dell'imposta sui consumi nel 2014 e 2015, anche se la campagna elettorale di novembre ha messo in dubbio non solo il rialzo programmato per il 2015, ma anche quello previsto per aprile 2014. I rischi di una crisi del debito aumenterebbero in assenza degli interventi programmati sulla tassa sui consumi. Per lo scenario strettamente economico del 2013, il **canale estero resterà il motore della crescita nel 2013-14: il cambio, le esportazioni e una politica monetaria più aggressiva restano cruciali per la previsione di una ripresa modesta** dopo la recessione del 2° semestre 2012.

L'economia giapponese è tornata in recessione. La contrazione del 2° semestre 2012 dovrebbe essere di breve durata, con un ritorno alla crescita nel 2013. La nostra previsione è di variazione del PIL dell'1,8% nel 2012 e dello 0,9% nel 2013. Due **fattori temporanei** hanno influenzato il sentiero del 2012. Gli **incentivi all'acquisto di auto** hanno gonfiato i consumi nella prima parte dell'anno, e dato luogo a una successiva contrazione della spesa delle famiglie. Inoltre, il riacutizzarsi dello scontro con la Cina sulla sovranità delle isole Diaoyu/Senkaku ha accentuato il **calo delle esportazioni** nel 2° semestre. Un **fattore negativo per tutto il 2012** è stato invece lo yen forte, che ha causato un netto peggioramento dell'attività nel settore manifatturiero e delle esportazioni, in un contesto di crescita mondiale debole. A novembre, gli sviluppi politici, una svolta più aggressiva della politica monetaria e il deterioramento della bilancia dei pagamenti, hanno determinato **una svolta nel trend dello yen**. Il recente deprezzamento del cambio, se esteso al 2013 come atteso nelle nostre previsioni, sarà il principale elemento a favore della crescita. La **ripresa resta strutturalmente debole**, con ampi freni derivanti dal consolidamento fiscale, dalla deflazione e da un canale estero che rimane frenato dalle importazioni di energia.

I **consumi**, dopo un 1° trimestre spinto dagli incentivi auto, sono stati negativi nel 2° e 3° trimestre. Prevediamo che nella prima metà del 2013 il sentiero della spesa ritorni positivo, con una crescita media di 0,5% t/t. Nel 2014-15, i consumi saranno influenzati dal **rialzo dell'imposta sui consumi**, dall'attuale 5% all'8% ad aprile 2014 e al 10% a ottobre 2015. Prevediamo un'accelerazione della spesa a fine 2013 e soprattutto a inizio 2014. Il sentiero tornerà a indebolirsi nel resto del 2014, per poi riaccelerare nella parte centrale del 2015. La figura 3 mostra l'andamento delle vendite in occasione del rialzo dell'imposta sui consumi del 1997. Il fattore fiscale prevarrà per la previsione del prossimo biennio, anche perché occupazione e salari dovrebbero essere in deterioramento molto contenuto nel 2013-14.

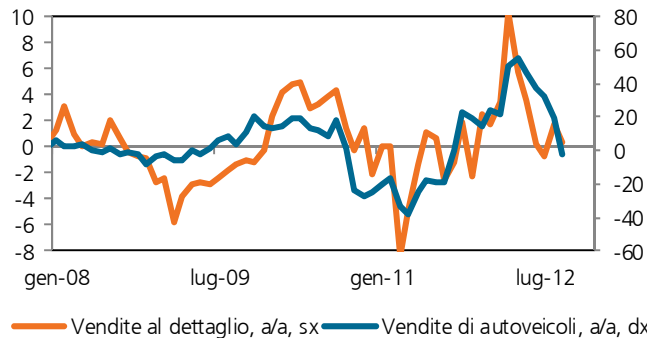
Il settore manifatturiero ha sofferto degli effetti dello yen forte e della flessione della domanda estera. La ripresa prevista per la **produzione industriale e per gli investimenti fissi** non residenziali nel 2013 deriva dall'aspettativa di **espansione delle esportazioni**. Il **canale estero** è la chiave dello scenario 2013. Il deficit commerciale è diventato strutturale dopo il terremoto del 2011, per l'aumento delle importazioni energetiche. Tuttavia il crollo delle esportazioni ha aggravato lo squilibrio, portando a un deficit di partite correnti a settembre 2012 per la prima volta da quando esiste la serie. Le previsioni per il 2013 vedono **una ripresa dell'export** spinta dal miglior andamento delle economie emergenti, dal deprezzamento del cambio e dall'aspettativa che il conflitto con la Cina si risolva. Il recente indebolimento dello yen e le indicazioni positive dall'economia cinese danno supporto a questa previsione. Nella prima parte del 2013, la crescita dell'export dovrebbe essere trainata da Cina e Asia, mentre Stati Uniti ed Europa sono ancora in rallentamento. Nel 2° semestre la probabile riaccelerazione, se pure moderata, dell'economia americana, dovrebbe fornire ulteriore sostegno.

Fig. 1 - La domanda domestica privata è sparita nel 2012



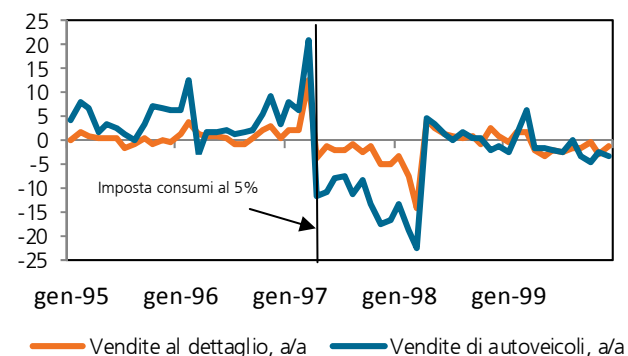
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - Volatilità delle vendite al dettaglio generata dagli incentivi per l'acquisto di auto



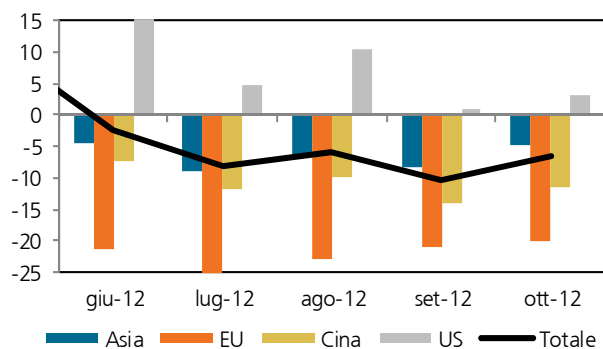
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - Le vendite al dettaglio nel 1997-98: ecco cosa succede quando sale l'imposta sui consumi



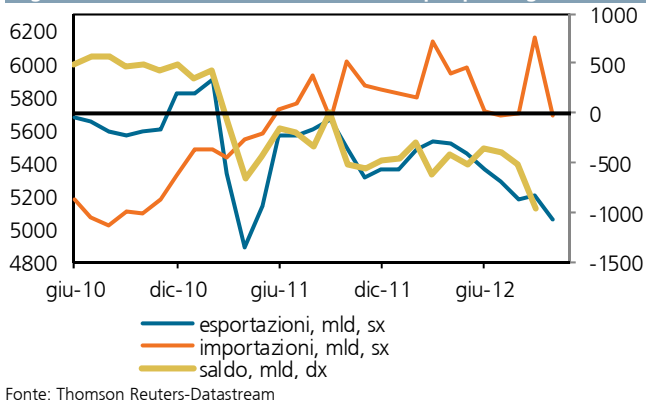
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 - Esportazioni a/a: 2012 in profondo rosso



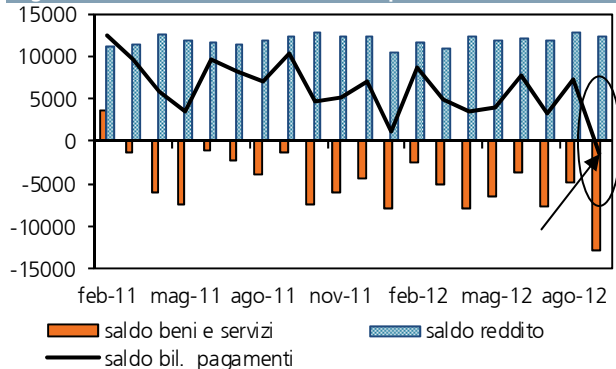
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - Bilancia commerciale: il saldo sempre più negativo...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - ...trascina sotto zero anche le partite correnti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Deflazione, politica monetaria e politica fiscale: una matassa difficile da dipanare

Deflazione e sostenibilità dei conti pubblici dominano lo scenario giapponese. Questi fattori rendono sempre più inscindibili politica monetaria e politica fiscale, come è apparso chiaro dalla recente svolta nella strategia di politica monetaria.

Le **previsioni di inflazione** per il prossimo biennio sono influenzate dal rialzo atteso dell'imposta sui consumi. Nelle proiezioni macroeconomiche di ottobre, la BoJ ha una previsione di inflazione vicina a zero, in aumento molto graduale verso l'1% nel 2014 (prev. BoJ: 0,8%), al netto del rialzo dell'imposta sui consumi previsto nell'aprile 2014. La BoJ stima un effetto temporaneo dal rialzo dell'imposta pari a circa il 2%, ipotizzando un trasferimento totale sui prezzi finali.

La **politica monetaria** è diventata più interventista nel corso del 2012 e prevediamo che il trend prosegua nel 2013. In particolare, la posizione rigida della BoJ riguardo alla dimensione degli acquisti di JGB si è ammorbidita e il programma di acquisto titoli vede un progressivo aumento della quota di JGB. Sulla base di uno scenario di crescita molto moderata nel 2013 (1,6%), in ulteriore rallentamento nel 2014 per il rialzo dell'imposta sui consumi (0,6%), e di un'inflazione ancora al di sotto dell'obiettivo dell'1%, a fine ottobre la BoJ ha attuato una svolta espansiva più aggressiva rispetto a quanto fatto finora. Le nuove misure sono un ampliamento del programma di **acquisto titoli** (+11 tln di yen, di cui 5 tln di JGB e 5 tln di T-bills), l'introduzione di **prestiti a 3 anni per un ammontare illimitato** e la decisione di **condizionare lo stimolo alla fine della deflazione**. La Banca centrale ha deciso di muoversi su più fronti, senza limitarsi agli acquisti di titoli, spostandosi su un terreno simile a quello della Fed sul fronte della comunicazione. Inoltre, con previsioni di inflazione ancora inferiori all'obiettivo dell'1% sull'orizzonte al 2014, si è aperto un nuovo capitolo di **cooperazione fra Banca centrale e Governo**. A ottobre è stato emesso un comunicato congiunto da BoJ e Governo ("Misure per vincere la deflazione"), mirato a rendere più efficaci gli interventi delle Autorità. Nel comunicato, fra le altre dichiarazioni, si afferma che **lo stimolo monetario verrà mantenuto fino a quando non sarà finita la deflazione** e che la Banca centrale riporterà regolarmente lo scenario dei prezzi al "Consiglio Ministeriale per l'Uscita dalla Deflazione". La reazione del mercato alla svolta della BoJ è stata modesta; il deprezzamento dello yen iniziato a novembre ha, infatti, seguito gli eventi politici, l'annuncio delle elezioni del 16 dicembre e le indicazioni interventiste in termini di politica fiscale del leader dell'LDP.

La svolta accomodante della BoJ ha rilievo anche per il finanziamento del deficit. Nel prossimo triennio le necessità di finanziamento totali del Giappone, in media al 60% del PIL (si veda figura 11), restano straordinariamente elevate. A giugno 2012 la BoJ deteneva il 10% dei JGB; sulla base dei programmi in atto, la Banca centrale nel 2013 aggiungerà ai suoi acquisti regolari di JGB (21,6 tln all'anno) acquisti netti per 15 mld, oltre a un incremento di T-bills per 10 tln di yen. In questo modo l'offerta netta sul mercato di titoli da parte del Governo verrà ridotta di 46,5 tln di yen. Nel budget 2012, la spesa complessiva, stimata a 90,3 tln di yen, dovrebbe essere finanziata attraverso 46 tln di yen di entrate (di cui 42,3 entrate tributarie), e 44,24 tln di yen di emissioni nette (9,1% del PIL). Di queste, 38,3 tln sono emissioni di JGB, i restanti 5,9 tln sono *Construction Bonds*. I numeri rendono chiaro il ruolo della Banca centrale nel contenimento dei rischi di crisi del debito. Prevediamo che nel 2013 la BoJ aumenti ulteriormente lo stimolo monetario, con nuovi incrementi del programma di acquisto titoli.

Sul fronte della **politica fiscale**, le elezioni del 16 dicembre spingono in avanti i tempi per il budget 2013. Il Governo uscente ha definito a giugno la "Strategia di gestione fiscale" con l'obiettivo di portare il deficit primario delle pubbliche amministrazioni al 2,8% del PIL nel 2016 da -6,4% nel 2011 (al netto degli interventi per la ricostruzione). L'elemento principale della strategia è il rialzo dell'imposta sui consumi dal 5% attuale al 10% nel 2015. L'aumento delle imposte indirette previsto dalla legislazione vigente comunque non rende sostenibili i conti pubblici giapponesi. Il FMI stima il saldo primario necessario a stabilizzare il debito al livello del

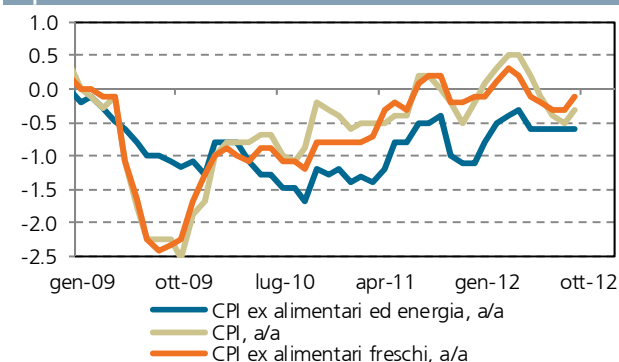
2011 (210% del PIL) al 10,7%. E' evidente che la strategia fiscale annunciata nel 2012 non è sufficiente a rendere sostenibili i conti pubblici. Il ruolo dominante dello yen sui mercati valutari e la posizione attiva verso l'estero contengono i rischi di crisi del debito. La dimensione crescente del debito, insieme a un deficit commerciale strutturale, influenza però il quadro: il debito pubblico giapponese nel 2011 era pari all'11% del PIL mondiale. Il Giappone è l'unico paese industrializzato a non avere attuato alcuna correzione fiscale nel 2009-13, pur essendo il paese che deve compiere lo sforzo più ampio anche solo per stabilizzare il debito/PIL al 210%. **Il piano fiscale del nuovo Governo sarà cruciale per evitare un significativo aumento dei rischi finanziari.**

Fig. 7 – Misure espansive della BoJ – 30 ottobre 2012

Orizzonte	Prima del 30.10.2012	Dopo l'aumento del 30.10.2012			Var.
		Dic.'12	Giul. '13	Dic. '13	
Totale	circa 61.8	circa 65	circa 78	circa 91	Circa +11
Acquisto titoli		40	53	66	11
JGB	18.1	24	31.5	39	5
T-Bills	7.4	9.5	14.5	19.5	5
CP	1.4	2.1	2.1	2.2	0.1
Corporate bonds		2.9	2.9	3.2	0.3
ETF	1.4	1.6	1.6	2.1	0.5
J-REITs	0.1	0.12	0.12	0.13	0.01
Op. contro collaterale		25	25	25	-

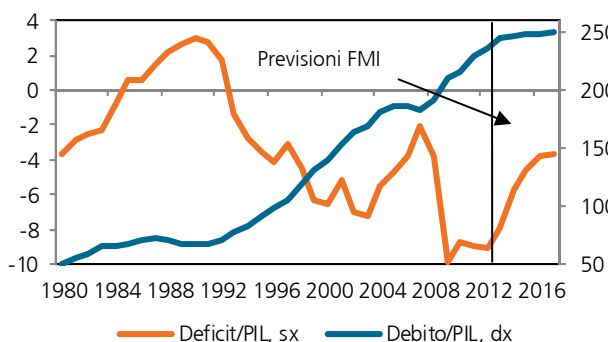
Fonte: BoJ. Dati in triloni di yen

Fig. 8 - La deflazione persiste e dà segnali per ulteriore espansione monetaria



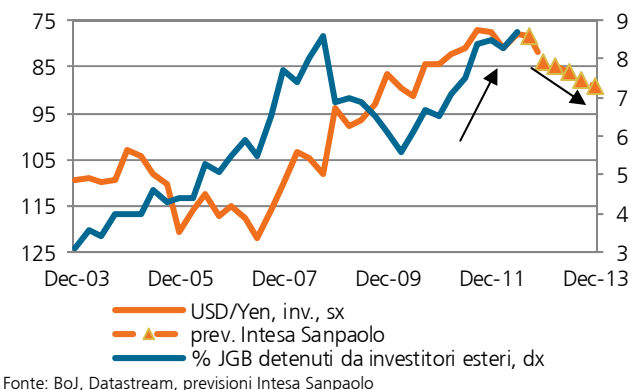
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 9 - Debito e deficit delle pubbliche amministrazioni



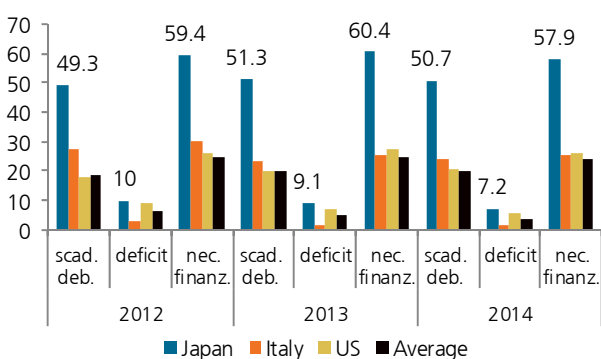
Fonte: FMI

Fig. 10 - Cambio e JGB detenuti all'estero: rischi in aumento



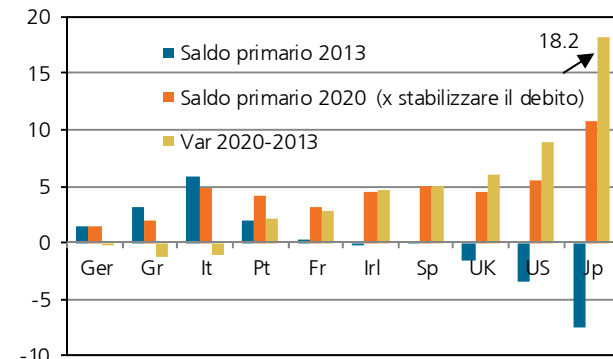
Fonte: BoJ, Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 - Necessità di finanziamento vicina al 60% del PIL ogni anno: la BoJ diventerà l'acquirente di ultima istanza?



Fonte: FMI

Fig. 12 - Saldo primario al 2020 per stabilizzare il debito al livello del 2011



Fonte: FMI

Cina: il punto di minimo è superato ma la ripresa non vola

Silvia Guizzo

- La crescita del PIL ha registrato un ulteriore rallentamento nel 3° trimestre 2012 (7,4% a/a vs 7,6% nel precedente), in un trend di continuo rallentamento dall'inizio del 2010 (+11,9% a/a nel 1° trimestre). In termini congiunturali tuttavia, secondo i dati dell'Ufficio Statistico, la crescita del PIL è accelerata da un minimo dell'1,5% t/t nel 1° trimestre dell'anno al 2,2% t/t nel 3° trimestre. I dati del trimestre settembre-novembre di vendite al dettaglio, produzione industriale, investimenti e commercio estero indicano che l'economia ha superato il punto di minimo anche se la ripresa appare debole. Nonostante il miglioramento dei PMI complessivi, che sono stati per la prima volta entrambi poco sopra 50 nel mese di novembre, le piccole e medie imprese continuano ad avere forte difficoltà. Il recupero della produzione industriale dai minimi di agosto è stato guidato essenzialmente da quello della produzione dell'industria pesante e gli indici di fiducia degli imprenditori nelle indagini della PBOC sono scesi ancora nel 3° trimestre, oltre i minimi di fine 2011.
- La fiducia dei consumatori è stata in aumento tra agosto e ottobre, in linea con il miglioramento delle vendite al dettaglio reali, colmando parzialmente il forte divario tra la valutazione della situazione corrente e delle aspettative, nonostante il rallentamento delle retribuzioni medie. La componente occupazione degli indici PMI rimane al di sotto di 50 e le intenzioni di assunzione per il 1° trimestre 2013 sono state ancora in calo, in particolare nel settore costruzioni. Un ulteriore rallentamento dell'export, verosimile date le prospettive ancora deboli per Europa, Stati Uniti e Giappone nel 2013, peserà negativamente sull'andamento del mercato del lavoro, impedendo una forte accelerazione dei consumi.
- La nuova leadership politica porterà avanti le riforme gradualmente avendo come obiettivo primario la stabilità economica. Ci aspettiamo che la National Development and Reform Commission (NDRC) continui ad accelerare l'approvazione di nuovi progetti infrastrutturali e il completamento dei progetti esistenti mantenendo tuttavia in piedi le misure amministrative anti-speculazione sul mercato immobiliare. Gli investimenti saranno dunque solo in moderato recupero nel 2013, sostenuti anche da un contenuto allentamento della politica monetaria, i cui effetti saranno maggiormente visibili nel 2014. Rivediamo marginalmente al ribasso la crescita del 2013 da un precedente 8,1% a 7,9% a causa di una minore crescita dei consumi privati e delle esportazioni rispetto allo scenario precedente. I rischi sullo scenario rimangono al ribasso per gli impatti negativi che potrebbe avere un ulteriore rallentamento del mercato immobiliare sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla *performance* del settore bancario. Esternamente, per un ulteriore rallentamento della crescita negli Stati Uniti e nell'area euro, associato al rallentamento delle altre economie asiatiche, con un impatto negativo sulle esportazioni.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2011	2012E	2013F	2014F
PIL (prezzi costanti)	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	7.9	8.1
Consumi privati	9.5	11	11.4	8.5	8.4	8.6	8.8
Consumi pubblici	4.8	3.8	6.9	9.4	9.7	9.4	9
Investimenti fissi	9.2	22.2	11.3	9.2	7.8	7.9	8.1
Esportazioni	-1.1	-11.2	25.9	3.9	2.4	4.1	8
Importazioni	-6	5.2	18.4	2.7	2.7	4.9	10
Produzione industriale	9.9	9.9	12.3	10.3	8	8.6	8.4
Inflazione (CPI)	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.8	3.4
Tasso di disoccupazione	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0
Salari medi	16	10.6	12.8	14.9	14.8	14.5	13.8
Tasso sui depositi a 1 anno	4.3	1.7	2.7	5.3	4.6	3.8	3.7
Cambio USD/CNY (media)	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.19	6
Saldo delle partite correnti	2912.1	1661.6	1604.2	1298.6	1532.3	1701.8	1823.9
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	5.7	3.2	3.1	2.5	3.0	3.3	3.5
Saldo di bilancio in % del PIL	-0.2	-1.5	-1.3	-1.0	-2.9	-3.3	-3.0

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

Economia reale e inflazione

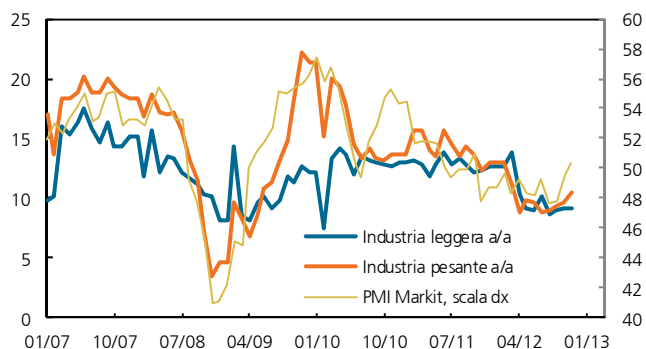
La crescita del PIL ha registrato il tasso tendenziale più basso degli ultimi tre anni nel 3° trimestre 2012 (7,4% a/a), in un trend di continuo rallentamento dall'inizio del 2010 (+11,9% a/a nel 1° trimestre), a causa della decelerazione degli investimenti e di un minor contributo del canale estero. In termini congiunturali tuttavia, secondo i dati dell'Ufficio Statistico, la crescita del PIL è accelerata da un minimo dell'1,5% t/t nel 1° trimestre dell'anno al 2,2% t/t nel 3° trimestre. Dal lato dell'offerta il rallentamento del settore industriale nel corso dell'anno è stato nuovamente compensato dall'accelerazione del settore dei servizi. I dati del trimestre settembre-novembre di vendite al dettaglio, produzione industriale e investimenti, indicano che l'economia ha superato il punto di minimo anche se la ripresa appare debole.

L'indice **PMI del settore manifatturiero** della rilevazione Markit, dopo essere stato al di sotto di 50 per un intero anno, è salito a 50,5 a novembre e, mentre la componente ordini è scesa da 51,2 a 50,1 quella degli ordini dall'estero è balzata da 46,7 a 52,4. L'indice PMI dell'Ufficio Statistico è salito di poco a 50,6. I dati sul traffico cargo confermano solo un moderato miglioramento del traffico internazionale, mentre quelli sul traffico passeggeri nelle vie ferroviarie registrano un rallentamento. Nonostante il miglioramento dei PMI complessivi, la scomposizione per imprese indica ancora forti difficoltà tra le piccole e medie imprese, dove il PMI rimane al di sotto di 50. Il dato è confermato dal rimbalzo più marcato della **produzione industriale** dell'industria pesante (+10,5% a/a in novembre rispetto a 9,7% in ottobre) rispetto alla contenuta accelerazione della produzione dell'industria leggera. La crescita degli **investimenti** fissi in termini nominali è rimasta stabile a 20,7% cum. a/a con un miglioramento degli investimenti in costruzioni, ma con un rallentamento ulteriore degli investimenti nel settore manifatturiero. Il **settore immobiliare** mostra qualche segnale di miglioramento. La superficie residenziale venduta ha registrato per la prima volta dopo mesi un aumento sia in mq sia in valore e negli ultimi tre mesi si sono registrati aumenti dei prezzi in circa metà delle città in cui si rilevano i dati. Tuttavia le compravendite di terreni sono ancora in calo e la superficie in cui si avviano i lavori o si completano rallenta ancora. Gli indici di **fiducia degli imprenditori** nelle indagini della People's Bank of China (PBOC) (*Business Climate Index, Entrepreneur Expectation Indicator*, EEI) sono scesi ancora nel 3° trimestre, oltre i minimi di fine 2011. Gli unici settori in cui la fiducia ha un trend in aumento da mesi sono quelli della produzione di energia e gestione e distribuzione dell'acqua. Il settore manifatturiero e quello immobiliare hanno registrato ancora un marginale calo dopo il piccolo miglioramento del 2° trimestre, mentre è stabile sui minimi il settore del commercio al dettaglio.

Il commercio estero a novembre ha registrato un rallentamento rispetto al mese precedente. Le importazioni sono diminuite dello 0,2% a/a, a causa del calo sia delle importazioni di beni da assemblare che di quelli ordinari. Le esportazioni, in aumento di un mero 2,8%, hanno risentito di un calo esteso a Europa, Stati Uniti e Giappone, e di un rallentamento verso l'area ASEAN, che finora ha contribuito alla tenuta dell'export.

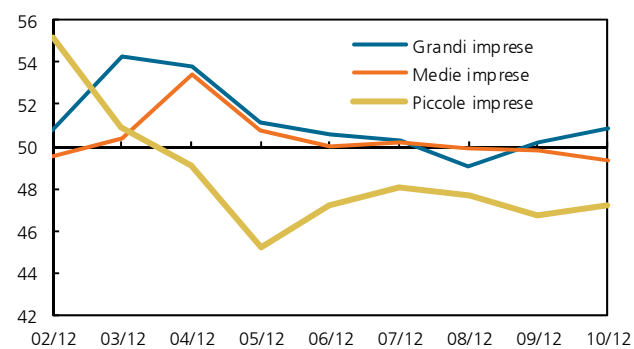
I dati non stagionalizzati sul consumo reale pro-capite delle famiglie registrano un lieve rallentamento tendenziale nel 3° trimestre dell'anno nonostante il marginale miglioramento del reddito reale. La **fiducia dei consumatori** è stata in aumento tra agosto e ottobre, in linea con il miglioramento delle vendite al dettaglio reali, colmando parzialmente il forte divario tra la valutazione della situazione corrente e delle aspettative. L'**inflazione** è risalita al 2% a/a in ottobre dall'1,7% a/a in settembre a causa dell'aumento dei prezzi degli alimentari, in particolare delle verdure. L'aumento dei prezzi degli alimentari, in particolare nel mese in cui cade il capodanno cinese (nel 2013 febbraio) e nel precedente, nei prossimi mesi influirà ancora nell'inflazione totale che potrebbe toccare il 4% a febbraio per poi tornare a ridiscendere. L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia è rimasta sostanzialmente stabile e anche l'andamento dei prezzi alla produzione non prefigura pressioni sui prezzi. In media annua ci attendiamo che l'inflazione si attesti a 2,8% nel 2013, poco al di sopra di quest'anno.

Produzione industriale: l'industria pesante migliora



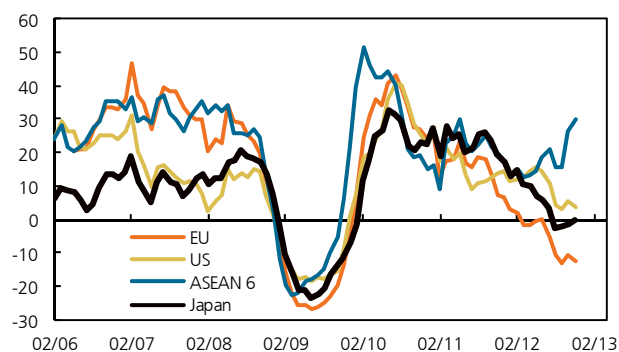
Fonte: Bloomberg

Le piccole imprese continuano ad essere in difficoltà



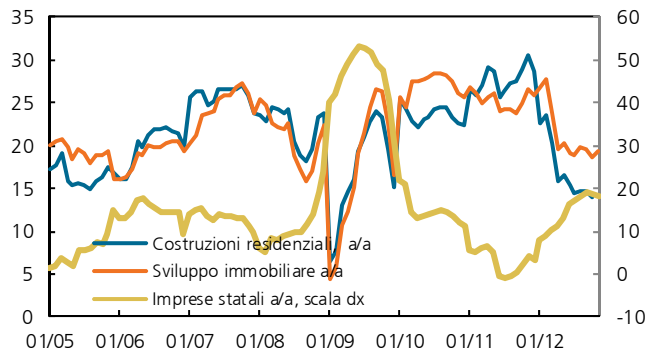
Nota: PMI manifatturiero; Fonte: CEIC

Le esportazioni vs i paesi industrializzati restano deboli



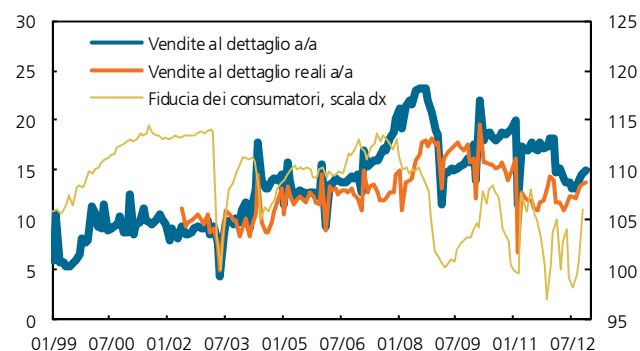
Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli investimenti delle imprese statali guidano la ripresa



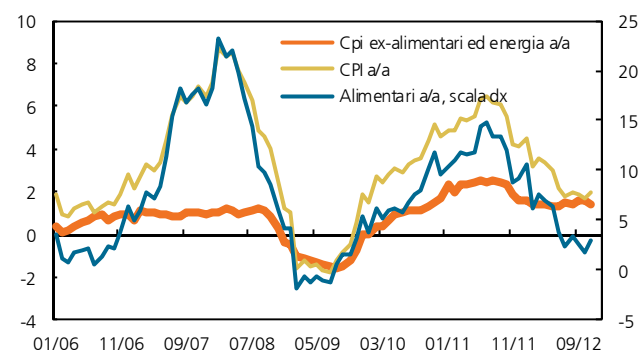
Nota: Investimenti reali. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le vendite al dettaglio migliorano con la fiducia



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione core rimane stabile



Fonte: Bloomberg

Politica monetaria, fiscale e cambio

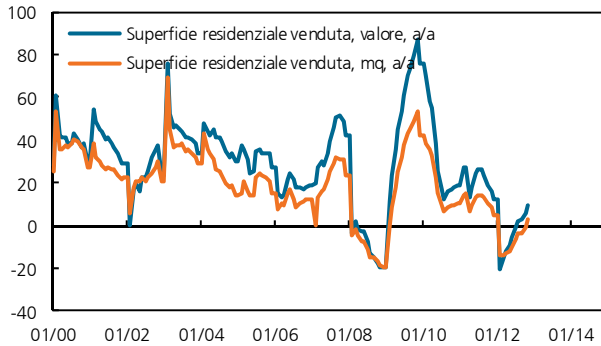
La nomina dei nuovi vertici del Partito Comunista in novembre è stata all'insegna della continuità. La nuova leadership porterà avanti le riforme gradualmente, in linea con il Piano quinquennale, avendo come obiettivo la stabilità economica. I dettagli e gli obiettivi per il 2013 verranno delineati nell'annuale Conferenza Centrale sul Lavoro Economico (*Central Economic Work Conference*) che si terrà a metà dicembre. L'annuncio dell'obiettivo di raddoppio del PIL e del reddito pro-capite entro il 2020 in realtà non costituisce una novità, ma è in linea con i piani strategici di lungo periodo e con il corrente Piano quinquennale. Le Autorità hanno tuttavia segnalato da tempo la necessità di accettare un tasso di crescita dell'economia più contenuto (7-7,5%) ma più bilanciato verso una maggiore quota di consumi privati dal lato della domanda e un maggior peso del settore dei servizi dal lato dell'offerta. Ci attendiamo quindi che nel corso dell'anno vengano annunciate misure fiscali in questo senso, quali la riduzione delle aliquote almeno per i redditi più bassi, la riforma dei prezzi dei prodotti energetici e probabilmente l'estensione del progetto pilota per quanto riguarda l'IVA sui servizi, tuttavia senza pacchetti di stimolo fiscale di grossa entità. Ci aspettiamo inoltre che la NDRC continui ad accelerare l'approvazione di nuovi progetti infrastrutturali e il completamento dei progetti esistenti mantenendo tuttavia in piedi le misure amministrative anti-speculazione sul mercato immobiliare.

Nei primi tre trimestri del 2012 il flusso di nuovo credito bancario è salito del 18,3% a/a e quello dell'aggregato più ampio del cosiddetto "finanziamento sociale" è salito del 19,6% a/a grazie ai prestiti fiduciari (*trust loans*), alle emissioni corporate e in misura minore ai prestiti in valuta estera. Entrambi hanno mostrato una variazione tendenziale positiva per il secondo trimestre consecutivo dopo due anni di variazioni negative. Tuttavia i dati evidenziano un calo del nuovo credito nel 3° trimestre rispetto al trimestre precedente e i dati mensili registrano un calo tendenziale negli ultimi due mesi in linea con il rallentamento di M2 e dello stock di credito (15,7% a/a in novembre vs 16,3% a/a in settembre). Il rapporto dei crediti incagliati sul totale dell'attivo (*Non Performing Loans, NPL*) è ai minimi storici (1% nel 2° trimestre 2012), tuttavia il livello dei NPL è in aumento fin dal 4° trimestre 2011 ed è salito quasi del 17,4% a/a nel 3° trimestre 2012.

La PBOC, nel Rapporto trimestrale sulla politica monetaria di settembre, sottolinea che continuerà ad agire con l'obiettivo di armonizzare una crescita stabile e piuttosto veloce (*stable and fairly rapid growth*) con gli aggiustamenti strutturali di cui necessita l'economia e la gestione delle aspettative d'inflazione, mettendo maggiore enfasi nel raggiungimento dell'obiettivo di una crescita stabile. La PBOC ha lasciato i tassi invariati dopo il taglio di luglio ed ha invece agito con operazioni di mercato aperto attraverso *reverse repo* a 7,14 e più recentemente anche a 28 giorni, per mantenere ampia la liquidità.

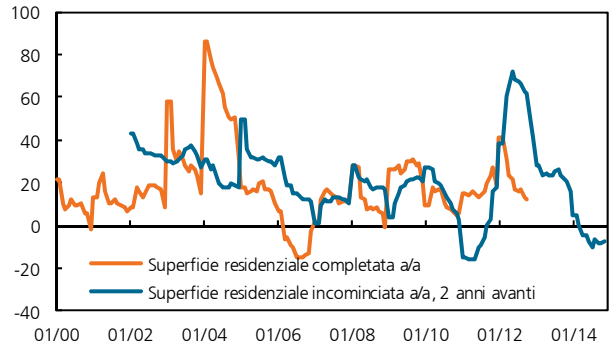
Il cambio effettivo si è deprezzato di circa lo 0,7% dai massimi di luglio in termini sia reali sia nominali. Il cambio vs dollaro è ritornato ad apprezzarsi guadagnando l'1,9% tra l'inizio di settembre e la fine di novembre, anche se ha poi ritracciato parzialmente nella prima metà di dicembre. I rischi al ribasso sulla crescita cinese e le deboli prospettive dell'export limiteranno lo spazio di apprezzamento del CNY nel corso del 2013 e indurranno la PBOC a effettuare almeno altri due tagli del coefficiente di riserva obbligatoria.

Superficie residenziale venduta in recupero



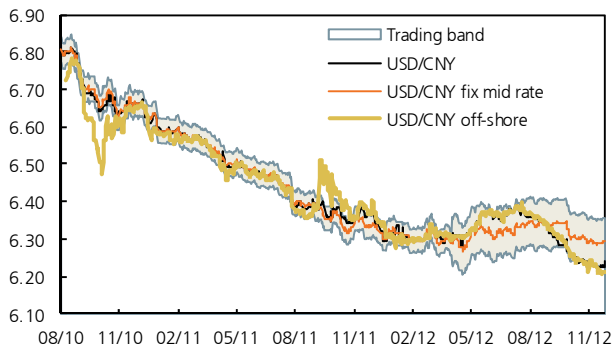
Fonte: Bloomberg

La superficie residenziale completata invaderà il mercato



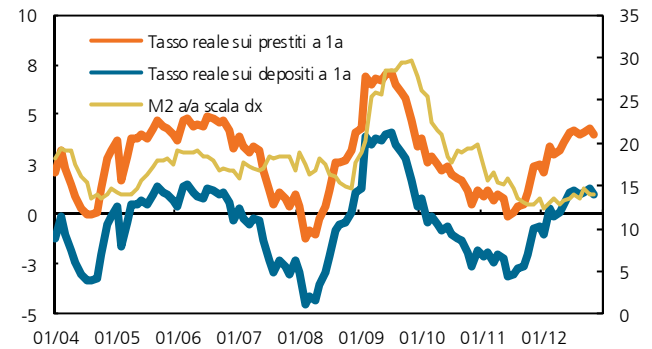
Fonte: CEIC

Il cambio ritorna ad apprezzarsi



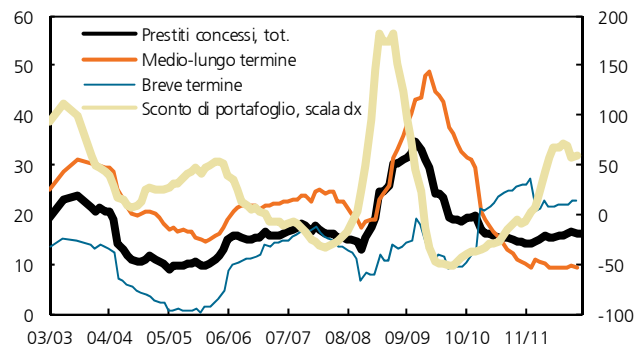
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I tassi reali risalgono



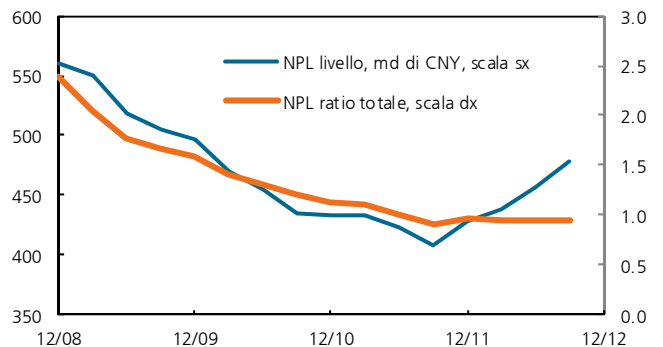
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita del credito rimane stabile



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

I crediti incagliati cominciano a salire



Nota: NPL delle banche commerciali. Fonte: CEIC

Focus: la composizione del nuovo Comitato Permanente del Partito Comunista Cinese

Il XVIII Congresso del Partito Comunista cinese (PCC, *Chinese Communist Party*, CCP), svoltosi tra l'8 e il 14 novembre, ha eletto i nuovi membri del Comitato Centrale (CC), dell'Ufficio Politico (Politburo) e del Comitato Permanente del Politburo (CPP, *Politburo Standing Committee*, PSC), gli organi di potere decisionale più importanti in Cina, in quanto i loro membri ricoprono, a seconda del grado di importanza, le cariche più alte dello stato, assicurando di fatto il controllo del Partito sugli organi istituzionali.

Secondo la Costituzione del PCC del 2007 i membri del Politburo, del Comitato Permanente del Politburo e il Segretario generale del Partito vengono eletti dal Comitato Centrale del PCC a sua volta eletto dall'Assemblea Generale dei delegati. I membri del Comitato Permanente del Politburo sono scelti tra quelli del Politburo e il Segretario Generale è scelto tra i membri del Comitato Permanente. Nella pratica, tuttavia, il processo di elezione è basato sulle indicazioni dei vertici del partito in carica (o da ex-leader politici di grande influenza) che guidano la selezione dei membri degli organi di base, come il Comitato Centrale, che poi a sua volta "approva" la lista di candidati suggeriti per le posizioni più elevate. La selezione dei candidati per il rinnovamento degli organi a questo XVIII Congresso è stata particolarmente difficile e segnata da alcuni scandali: dalla ormai nota destituzione di Bo Xilai, ex-segretario del partito di Chongqing e dato tra i maggiori papabili al CPP fino all'inizio del 2012, fino alla più recente rimozione di Ling Jihua⁴, stretto alleato di Hu Jintao e capo del suo staff. Le negoziazioni per la scelta dei candidati si sono protratte a lungo tanto che la data del Congresso è stata ritardata di alcune settimane rispetto al passato. Il Partito, infatti, si riunisce in sessione plenaria ogni autunno generalmente a metà ottobre e rinnova i propri organi ogni cinque anni. Il prossimo appuntamento per il rinnovo delle cariche politiche sarà nell'autunno del 2017. Parallelamente il Parlamento si riunisce in sessione plenaria ogni primavera, generalmente a marzo, e rinnova i propri componenti così come le cariche istituzionali ogni cinque anni, immediatamente dopo il rinnovo dei vertici del partito. Le prossime elezioni saranno dunque a marzo del 2013 e poi a marzo del 2018.

Struttura del Partito Comunista Cinese e numero dei componenti dopo XVIII Congresso

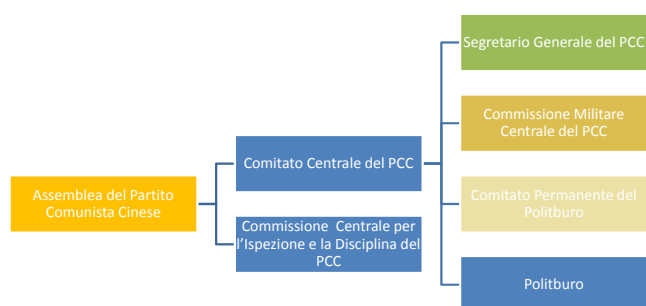


Fonte: People's Daily – The 18th National Congress of the Communist Party of China – Press Center; "Understanding China's Political System" Susan V. Laurence, Micheal F. Martin – US Congressional Research Service, May 2012; <http://www.cfr.org/>.

⁴ Rimosso dall'Ufficio Generale del CC a settembre in seguito allo scandalo provocato dalla morte del figlio in un incidente stradale avvenuta alcuni mesi prima, ma inizialmente non divulgata dalla stampa. Secondo le fonti giornalistiche, il figlio ventenne sarebbe stato alla guida di una Ferrari e le due passeggere sarebbero rimaste gravemente ferite. Ling è stato "retrocesso" a capo dello *United Front Work Department* (Ufficio del CC che si occupa di migliorare le relazioni con i gruppi di interesse non affiliati al partito sia all'interno che all'esterno della Cina), meno importante dell'Ufficio Generale, e comunque eletto nel presente CC.

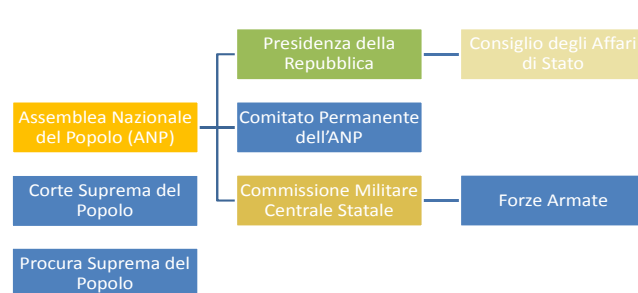
Come largamente atteso, Xi Jinping è stato eletto segretario generale del Partito Comunista Cinese (PCC), prima posizione in ordine di importanza all'interno del Comitato Permanente del Politburo, e Li Keqiang è stato eletto alla seconda posizione nel Comitato. Entrambi ne facevano parte dal 2007, rispettivamente in posizione numero sei e numero sette, ed hanno ricoperto dal 2008 la carica di vice-presidente della Repubblica (Xi) e di vice-premier (Li). I due leader sono destinati a diventare rispettivamente Presidente della Repubblica e Primo Ministro quando il Parlamento si riunirà in sessione plenaria a marzo 2013 per rinnovare queste cariche. Il terzo membro nella gerarchia del Comitato Permanente è di solito nominato presidente del Comitato Permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo (attualmente Wu Bangguo) e il quarto è nominato presidente dell'Assemblea Politico Consultiva del Popolo (*Chinese People's Political Consultative Conference*), con cui sia gli organi di partito sia quelli dello stato si consultano su temi politici (attualmente presieduta da Jia Qinglin).

La struttura del Partito Comunista Cinese è riflessa ...



Fonte: People's Daily – The 18th National Congress of the Communist Party of China – Press Center; "Understanding China's Political System" Susan V. Laurence, Micheal F. Martin – US Congressional Research Service, May 2012

... nella struttura degli organi istituzionali



Fonte: <http://www.gov.cn/english/about.htm>, "Understanding China's Political System" Susan V. Laurence, Micheal F. Martin – US Congressional Research Service, May 2012

I nuovi leader sembrano aver avuto una carriera politica più spedita rispetto a quelli attualmente in carica e sembrano godere di una base di potere più solida. Entrambi sono stati, infatti, eletti nel Comitato Permanente del Politburo nel 2007 senza prima essere stati membri del Politburo a differenza di Hu Jintao che entrò a far parte di esso a 49 anni nel 1992 e solo nel 1997 fu eletto nel Comitato Permanente. Xi è stato inoltre contemporaneamente eletto anche a capo della Commissione Militare Centrale del Partito, un organo di potere importantissimo perché a capo delle Forze Armate. Ricopre inoltre dal 2010 la carica di vice-presidente della Commissione Militare Statale⁵. A differenza di Xi invece, quando Hu Jintao è stato eletto segretario generale del partito nel 2002 e successivamente presidente della Repubblica nel 2003, la presidenza della Commissione Militare Centrale del partito è rimasta in mano all'ex-presidente della repubblica Jang Zemin per altri due anni, fino al settembre del 2004, quando il leader aveva 78 anni.

Come molti membri del precedente Comitato Permanente eletto al 17° Congresso, i nuovi leader hanno avuto ruoli amministrativi o politici di dirigenza nelle province. Secondo alcuni commentatori questo da un lato dimostrerebbe il crescente potere degli amministratori locali e dall'altro evidenzerebbe la volontà delle autorità centrali di frenare il localismo economico e la

⁵ La Commissione Militare Centrale del Partito e la Commissione Militare Centrale Statale costituiscono di fatto un'identica istituzione perché i loro membri sono gli stessi. Il presidente della Commissione Militare è il Segretario Generale del Partito, ossia il Presidente della Repubblica, che è anche il presidente della Commissione Militare Statale e dunque capo dell'esercito, l'Armata Popolare di Liberazione (*People's Liberation Army*).

nascita di fazioni regionali attraverso la promozione e la sostituzione dei leader provinciali⁶. Molti di essi sono inoltre laureati in materie economiche e legali, con ampie competenze per poter portare avanti le riforme economiche o istituzionali di cui il Paese avrebbe bisogno.

Dopo la scomparsa di Deng Xiaoping nel 1997, il PCC e la scena politica cinese non sono più stati dominati dalla presenza di un leader capace di concentrare su di sé il ruolo di decisore di ultima istanza come era stato in passato, anche se in molti ritengono che Jang Zemin sia riuscito comunque ad esercitare una forte influenza politica sulla presidenza Hu, nonché sul recente ricambio ai vertici del Partito. A partire dalla quarta generazione di politici, ossia dalla presidenza di Hu Jintao, la leadership cinese si è progressivamente strutturata intorno a correnti o coalizioni informali che controllano e controbilanciano i poteri l'una dell'altra. Il Presidente della Repubblica può quindi essere ora considerato un "*primus inter-pares*" che funge da punto di equilibrio tra le diverse correnti che coesistono all'interno del partito. La caratteristica fondamentale della politica cinese è diventata quindi quella di una leadership collettiva, frutto dalla ricerca di un consenso tra coalizioni contrastanti.

Analizzando gli obiettivi o l'origine politica dei candidati si possono individuare alcune correnti o coalizioni principali che tuttavia non hanno contorni netti.

A seconda dei diversi obiettivi economici e dei modelli di sviluppo perseguiti dai leader la distinzione principale vede una coalizione "populista", guidata dall'attuale presidente della repubblica Hu Jintao e dall'attuale premier Wen Jiabao, e una coalizione, definita "elitista" che è emersa durante la presidenza Jiang e che è guidata da Wu Bangguo, attuale presidente dell'ANP e da Jia Qinglin. Questa "suddivisione" del potere è spesso definita dagli osservatori come un sistema politico di "un partito, due coalizioni". Xi Jinping e Li Keqiang sono esponenti rispettivamente della prima e della seconda coalizione che sono state finora ugualmente rappresentate all'interno del Politburo e del suo Comitato Permanente⁷.

Le due coalizioni rappresentano interessi economici e regionali diversi. La maggior parte dei membri della coalizione elitista proviene da famiglie di veterani rivoluzionari che hanno ricoperto ruoli politici o amministrativi di alto rango e sono per questo detti anche *taizidang*, "principini" (*princeling*) o anche "principi rossi". Hanno spesso fatto carriera nelle ricche e sviluppate regioni costiere e generalmente rappresentano gli interessi della classe imprenditoriale cinese. Al contrario, la maggior parte degli esponenti della coalizione populista provengono da famiglie meno privilegiate e generalmente hanno accumulato esperienze di leadership nelle province più interne e meno sviluppate. Inoltre, molti di loro hanno progredito nella carriera politica muovendo i primi passi nella Lega della Gioventù Comunista Cinese (*Chinese Communist Youth League*, CCYL) e per questo sono soprannominati *tuanpai*, termine cinese che significa fazione o lega. La distinzione sulla base dell'estrazione del ceto politico vede quindi contrapporsi i "principi rossi" e i "tuanpai", distinzione che è generalmente sovrapponibile alla prima tra elitisti e populistici, anche se non nettamente, perché alcuni politici sono definibili sia come "principi rossi" sia come "tuanpai", come ad esempio Li Yuanchao (vedi paragrafi successivi).

⁶ Li Cheng "A Pivotal Stepping-Stone: Local Leaders' Representation on the 17th Central Committee", *China Leadership Monitor*, no. 23.

⁷ Cheng Li, "The Battle for China's Top Nine Leadership Posts", *The Washington Quarterly*, Winter 2012. Altre correnti di potere sono rappresentate dalla cosiddetta "fazione di Shanghai" o "Shanghai clique" e dalla "fazione di Tsinghua" o "Tsinghua clique". La prima è rappresentata dai membri dell'amministrazione di Shanghai che sono assurti a ruoli politici di primo grado con la presidenza di Jang Zemin, che ha inoltre posto molti di loro in ruoli preminenti prima di andare in pensione nel 2003. Anche questo gruppo può considerarsi rappresentante degli interessi delle regioni costiere e della classe media imprenditoriale. La seconda è rappresentata dai laureati alla Tsinghua University negli anni '50, sotto l'influenza dell'ex segretario di partito Hu Yaobang in carica tra il 1982 e il 1987.

Una distinzione basata più su criteri occidentali⁸ nell'analisi delle posizioni di politica interna ed estera, vede contrapposta l'*estrema sinistra* ossia i *neo maoisti*, sostenitori di politiche redistributive dei redditi all'interno del Paese e, all'esterno, politiche più assertive nei confronti dell'Occidente, e la *nuova destra* o i *neo liberali*, sostenitori di una Cina più integrata nel sistema economico e finanziario internazionale e dunque più cooperativa con le istituzioni internazionali. A queste correnti si aggiunge quella dei *neo-confuciani*, che trae ispirazione dai valori tradizionali della cultura cinese interpretandoli in senso patriottico e aspirando a una loro universalizzazione al di fuori degli orizzonti del Paese.

Componenti del Comitato Permanente del Politburo eletti al 18° Congresso del PCC				
Nome	Anno di nascita	Corrente/coalizione	Estrazione politica	Breve Curriculum Vitae
1 Xi Jinping	1953	Elitista	Principino	Laureato in Lettere e Scienze Sociali alla Tsinghua University con una specializzazione in Teoria Marxista e educazione Politica e Ideologica (Marxist theory and ideological and political education) ha un dottorato in Legge. Dal 2007 è membro del Comitato Centrale (CC) del partito, dell'Ufficio Politico, e del Comitato Permanente dell'Ufficio Politico, dal 2008 vice presidente della Repubblica. Ha in passato svolto ruoli nelle Commissioni per la Mobilitazione della Difesa Nazionale in Nanjing e Zhejiang , e in ambito militare in Zhejiang, è stato governatore del Fujian e segretario di partito a Shanghai . Xi è stato contemporaneamente eletto anche a capo della Commissione Militare Centrale del Partito e vice-presidente di quella Statale, presidente della Scuola Centrale del Partito.
2 Li Keqiang	1955	Populista	Tuanpai	Laureato in Economia con dottorato alla School of Economics della Peking University, ha ricoperto ruoli politici e di governo in Henan e Liaoning , dal 2007 membro del Comitato Centrale, dell'Ufficio Politico e del Comitato Permanente, vice premier nel Consiglio di Stato, direttore del Comitato di Costruzione delle Tre Dighe e del Comitato per la Diversione delle Acque Sud-Nord.
3 Zhang Dejiang	1946	Elitista	Principino	Economista laureato alla Kim Il Sung University della Corea del Nord. Ha avuto ruoli come segretario del comitato politico provinciale in Zhejiang , Guandong e attualmente segretario del comitato politico municipale di Chongqing . Dal 2007 è membro del Comitato Centrale del PCC e dell'Ufficio Politico.
4 Yu Zhengsheng	1945	Elitista	Principino	Ex segretario di partito di Shanghai, laureato in ingegneria missilistica al Harbin Military Engineering Institute, ha lavorato come ingegnere in industrie e istituti di ricerca negli anni '80, ha avuto ruoli politici in Shandong e Qingdao, segretario del partito nell' Hubei all'inizio del 2000, è stato vice-ministro nel Ministero delle Costruzioni. Eletto nel Comitato Centrale del partito dal 2002 e membro dell'Ufficio Politico è stato riconfermato nel 2007. Attualmente anche segretario del Comitato municipale del Partito di Shanghai .
5 Liu Yunshan,	1947	Populista	Tuanpai, vicino a Jiang Zemin	Educazione universitaria alla Central Party School, dal 1993 a oggi direttore (Deputy Head) del Dipartimento della Propaganda del Comitato Centrale del PCC e dal 1997 membro della Central Commission for Guiding Cultural and Ethical Progress, dal 2002 nel Politburo.
6 Wang Qishan	1948	Elitista	Principino	Laureato in Storia alla Northwest University, economista. In passato a lavorato all'Accademia delle Scienze sociali e si è occupato di sviluppo economico nelle aree rurali, ha avuto ruoli politici in Guandong e a Pechino , attualmente è segretario della Central Commission for Discipline Inspection, vice premier nel Consiglio di Stato. Dal 2007 membro del Comitato Centrale del Partito e del Politburo
7 Zhang Gaoli	1946	Elitista	Favorito dell'ex presidente Jiang Zemin	Laureato in Economia e Statistica alla Xiamen University, attualmente segretario di partito di Tianjin, ha lavorato in passato per la Maoming Petroleum Industrial Company sotto il Ministry of Petroleum Industry, ha avuto ruoli politici nel Guandong e nello Shandong . Dal 2007 membro del CCPCC e del Politburo.

Fonte: <http://english.cpcnews.cn/index.html>, <http://www.chinavitae.com/>, Cheng Li, "The Battle for China's Top None Leadership Posts", The Washington Quarterly, Winter 2012; <http://www.brookings.edu/about/centers/china/top-future-leaders>

⁸ Vedi Giovanni Andornino, "Successione al vertice e lotta tra fazioni in Cina", OrizzonteCina, febbraio 2012.

Un'ultima distinzione si basa sulle priorità del Partito. Ai riformisti, rappresentati da Wang Qishan e dai vertici della Banca centrale, si contrappone una coalizione trasversale molto forte tutrice della stabilità, in linea con l'obiettivo della "società armoniosa" che ha caratterizzato la politica di Hu e Wen in questi anni. La forza di quest'ultima coalizione fautrice della stabilità si può desumere dalla crescente influenza di apparati come il Dipartimento della Propaganda, la Commissione per l'Ispezione e la Disciplina e l'articolato sistema di sicurezza interna, nonché dall'aumento della visibilità dell'Armata Popolare di Liberazione.

Queste ultime due distinzioni definiscono tuttavia delle correnti molto meno nette delle precedenti, da esse, infatti, emergono degli aspetti che in realtà possono caratterizzare sia membri definiti elitisti sia membri definiti populistici. Secondo Cheng Li⁹ infatti, le correnti principali, ma anche quelle minoritarie, pur in competizione tra loro, cooperano su obiettivi strategici largamente condivisi, quali la stabilità socio-economica, la supremazia del Partito Comunista e il consolidamento della Cina come potenza economica internazionale.

Il CP emerso da quest'ultima elezione risulta molto sbilanciato verso la coalizione elitista e dei principini (solo due membri sono infatti "tuanpai", Li Keqiang e Yu Zhengsheng) e, anche se riconfermati come membri del Politburo, sono stati da esso **esclusi** personaggi considerati **riformisti** come **Li Yuanchao** e **Wang Yang**. **Li Yuanchao**, classe 1950, coalizione populista, principino e tuanpai, a capo del Dipartimento Organizzativo del CC, laureato in matematica alla Fudan University, un master in economia gestionale alla Peking University e un dottorato in legge, nel 2002, nel mezzo della sua carriera politica, ha trascorso un periodo di studio alla Kennedy School of Government di Harvard. **Wang Yang**, classe 1955, coalizione populista, tuanpai, ha studiato scienze gestionali e amministrazione pubblica alla China University of Science and Technology di Hefei, master in ingegneria alla University of Science and Technology of China, segretario di partito della ricca provincia del Guangdong con esperienze passate anche nella municipalità di Chongqing, forte sostenitore di un modello economico basato sull'iniziativa privata e su un maggiore ruolo della società civile, come ha dimostrato nella gestione della crisi della città di Wukan scoppiata a fine 2011. Non è stato rieletto nell'Ufficio Politico né nel CC l'attuale Governatore della PBOC, **Zhou Xiaochuan**, che a 64 anni è vicino al limite pensionabile di 65 anni per le cariche pubbliche, estendibili a 68 solo per completare un mandato. Zhou è governatore della Banca centrale dal 2002 e nel 2012 avrà completato due mandati. Le più alte cariche del partito e dello stato possono essere ricoperte solo per due mandati. Altri eliminati "eccellenti" dal Politburo e dal CC includono la signora Ma Wen, capo del Ministero della Supervisione, l'ente che monitora i dirigenti di governo una delle figure femminili più influenti nel panorama politico cinese, e Xie Xuren, attuale Ministro delle Finanze, nonché Zhang Ping, ministro della National Development and Reform Commission e l'alto militare Zhang Qingsheng.

Li e Xi sono i membri più giovani del nuovo Politburo. Gli altri cinque membri sono vicini ai limiti di età pensionabile (e data la prassi negli ultimi due congressi, chi ha più di 68 anni abbandona la carica). Essi non hanno dunque speranza di essere riconfermati nelle loro posizioni al prossimo congresso del Partito che si terrà nel 2017 e che vedrà dunque il rinnovamento del CPP per almeno 5 membri su 7. Questa necessità di rinnovo apre fin da ora la corsa all'elezione e al ribilanciamento delle posizioni. E' opinione di molti analisti politici che due nuovi leader rappresentino nella sostanza una forte continuità con il passato e che non ci siano di fatto elementi per ritenere probabile una forte accelerazione delle riforme economiche e politiche almeno nel breve periodo. Da un lato esse comportano molte difficoltà di implementazione in quanto minano in ultima istanza gli interessi economici e politici dei grandi centri di potere rappresentati dalle aziende di stato nonché la stessa struttura del partito unico, difesa da una corrente fautrice della stabilità che ha ancora un grosso peso. Dall'altro in ogni caso l'agenda economica è già definita fino al 2015 all'interno del XII Piano Quinquennale.

⁹ Vedi nota 6.

India: la crescita rimane debole

- Il PIL indiano (al costo dei fattori) è rallentato nuovamente nel 3° trimestre a 5,3% da 5,5% del trimestre precedente. L'accelerazione degli investimenti fissi (+4,1% a/a vs 0,7% del 2° trimestre) ha solo in parte compensato un ulteriore rallentamento di consumi privati, esportazioni e spesa pubblica. Dal lato dell'offerta il settore industriale ha registrato una lieve accelerazione guidata dal rimbalzo della produzione del settore minerario e da un timido miglioramento del settore manifatturiero (+0,8% a/a).
- Le indagini di clima del 3° trimestre del 2012 mostrano ancora un quadro di rallentamento dell'attività economica e di calo della fiducia delle imprese anche se con un moderato aumento delle aspettative per il 4° trimestre dell'anno. L'analisi dei piani di investimento del 3° trimestre del 2012 lancia ancora segnali di moderazione della dinamica degli investimenti nei prossimi trimestri. Considerato l'andamento degli indicatori mensili, le deboli prospettive degli investimenti e il rallentamento dei consumi privati, rivediamo al ribasso la crescita da 5,7% a 5,3% nel 2012 e da 6,5% a 5,7% nel 2013.
- Nonostante il rallentamento dell'attività economica, l'inflazione rimane ancora elevata. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è rimasta intorno al 7,5% per tutto il 2012 ed è scesa dal picco dell'8% a/a in agosto solo al 7,2% in novembre. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa marginalmente dal picco del 10% in agosto al 9,8% in ottobre ed è risalita a 9,9% in novembre. I rischi sull'inflazione rimangono al rialzo e limitano lo spazio di allentamento dei tassi da parte della Banca centrale. Riteniamo che la RBI, fino a che l'inflazione non darà maggiori segnali di svolta, continuerà ad agire fornendo liquidità più che utilizzando i tassi. Ci aspettiamo dunque che la RBI attenda il 1° trimestre dell'anno per ritoccare i tassi al ribasso.
- Gli sforzi del Governo per implementare le riforme strutturali necessarie al Paese, apprezzati dagli investitori internazionali, continueranno ad essere ostacolati dalla mancanza di una forte maggioranza parlamentare della coalizione di Governo in un anno che precede le elezioni politiche che si terranno nel maggio del 2014, con rischi al rialzo sulla traiettoria del deficit pubblico.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2008	2009	2010	2011	2012E	2013F	2014F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	8.1	6.4	8.9	7.5	5.3	5.7	7.1
Consumi privati	8.4	6.8	8.5	5.4	4.1	6.5	7.8
Consumi pubblici	18	9.5	9.6	5.8	8	6.9	6.7
Investimenti fissi	9.4	-1.3	12.2	5.5	3.4	4	8.2
Esportazioni	18	-7.8	15.4	19.4	9.8	5.8	11
Importazioni	32.6	-8.3	16.7	22.5	4.6	10.1	9.3
Produzione industriale	7.7	0.2	9.7	4.8	0.5	5	7.2
Inflazione (CPI)	8.3	10.9	12	8.9	9.2	8.2	4.4
Tasso di disoccupazione	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.2
Salari medi	13.9	7.5	18.4	15.1	10.4	11.1	10.3
Tasso sui prestiti a 1 anno	7.9	4.8	5.6	7.8	8.1	7.6	7.1
Cambio USD/INR (media)	43.5	48.36	45.74	46.69	53.45	52.54	52.05
Saldo delle partite correnti	-1394	-1247	-2396	-2958	-4527	-4068	-4044
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.5	-2.1	-3.3	-3.4	-4.7	-3.7	-3.3
Saldo di bilancio in % del PIL	-4.8	-7.1	-3.8	-6.8	-5.8	-5.4	-4.2

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

Il **PIL** indiano (al costo dei fattori) è rallentato nuovamente nel 3° trimestre a 5,3% da 5,5% del trimestre precedente. L'accelerazione degli investimenti fissi (+4,1% a/a vs 0,7% del 2° trimestre) ha solo in parte compensato un ulteriore rallentamento di consumi privati, esportazioni e spesa pubblica. Dal lato dell'offerta il settore industriale ha registrato una lieve accelerazione guidata dal rimbalzo della produzione del settore minerario e da un timido miglioramento del settore manifatturiero (+0,8% a/a). Il settore dei servizi è rallentato solo marginalmente nel 3° trimestre (7,1% a/a vs 7,4% nel 2° trimestre) e l'indice PMI dei servizi, dopo essere rimasto in area 53 tra luglio e ottobre, è sceso a 52 in novembre pur rimanendo stabilmente sopra 50. Il settore turistico sembra risentire del rallentamento degli arrivi di turisti, mentre il commercio al dettaglio continua a tenere bene.

Nel 3° trimestre le **importazioni** di soli beni sono calate dello 0,9% a/a, in miglioramento rispetto al calo del 6,2% del 2° trimestre, sostenute tuttavia dall'aumento delle importazioni di petrolio mentre le importazioni di beni capitali hanno continuato a calare. Le **esportazioni** sono calate di più delle importazioni (-12,1% a/a rispetto al -4,7% del 2° trimestre). I dati di ottobre e novembre hanno mostrato un miglioramento in linea con l'aumento della componente ordini del PMI. La **produzione industriale** ha registrato un aumento significativo in ottobre (+8,2% a/a) dopo un anno di forte debolezza, grazie al rimbalzo non solo della produzione di beni capitali ma anche dei beni intermedi e di consumo. In miglioramento anche la dinamica dell'industria pesante e delle infrastrutture (+6,5% a/a). L'indice PMI manifatturiero, dopo essersi stabilizzato a 52,8 tra luglio e ottobre, è salito a 53,7 in novembre, con un aumento sia degli ordini totali sia degli ordini dall'estero e le scorte in calo. Le **indagini di clima**¹⁰ relative del 3° trimestre mostrano tuttavia ancora un quadro di rallentamento dell'attività economica e di calo della fiducia delle imprese anche se con un moderato aumento delle aspettative per il 4° trimestre dell'anno. In particolare l'indice BEI (Business Expectation Index) del 3° trimestre è sceso a 103,8, toccando i livelli del 3° trimestre del 2008, all'inizio della crisi. Le aspettative per 4° trimestre sono invece marginalmente migliorate come anche l'indice di fiducia Dun&Bradstreet, in aumento dopo un anno di cali. L'utilizzo della capacità produttiva è sceso ai minimi degli ultimi due anni nel 2° trimestre. L'analisi dei **piani di investimento** del 3° trimestre del 2012 lancia ancora segnali di moderazione della dinamica degli investimenti nei prossimi trimestri.

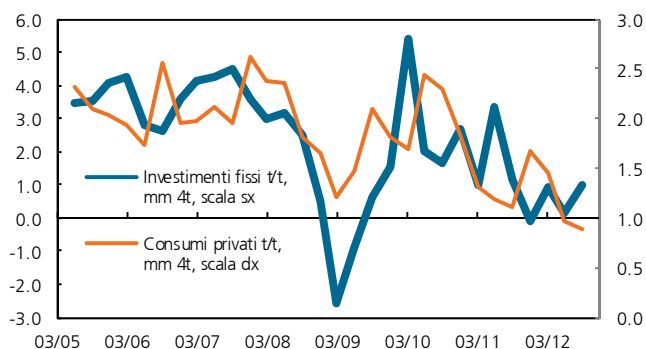
Lo spaccato dell'indagine sulla **fiducia dei consumatori** rivela un notevole calo della percentuale di persone che vedono la propria situazione economica corrente in miglioramento, tanto che l'indice delle risposte nette (miglioramento – peggioramento) è diventato negativo. Tuttavia, il rimbalzo della percentuale di persone che hanno riportato un aumento delle proprie spese rispetto a un anno fa, ha contribuito a mantenere quasi invariato l'indice della situazione corrente rispetto al 2° trimestre. Le aspettative hanno invece subito un brusco calo. Le **vendite di auto** continuano ad essere volatili pur mostrando un debole miglioramento negli ultimi mesi (+2,1% 3m a/a in novembre).

Nonostante il rallentamento dell'attività economica, l'**inflazione** rimane ancora elevata. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è rimasta intorno al 7,5% per tutto il 2012 ed è scesa dal picco dell'8% a/a in agosto solo al 7,2% in novembre, soprattutto grazie al rallentamento dei prezzi degli alimentari. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa marginalmente dal picco del 10% in agosto al 9,8% in ottobre ma è risalita a 9,9% in novembre. I colli di bottiglia nella distribuzione, il deprezzamento della rupia, condizioni climatiche meno favorevoli delle attese nonché probabili nuove revisioni al rialzo dei prezzi dei carburanti e dell'energia lasciano i rischi sull'inflazione ancora verso l'alto nei prossimi mesi.

¹⁰ Quarterly Industrial Outlook Survey e Quarterly Order Books, Inventories and Capacity Utilization Survey condotte dalla RBI.

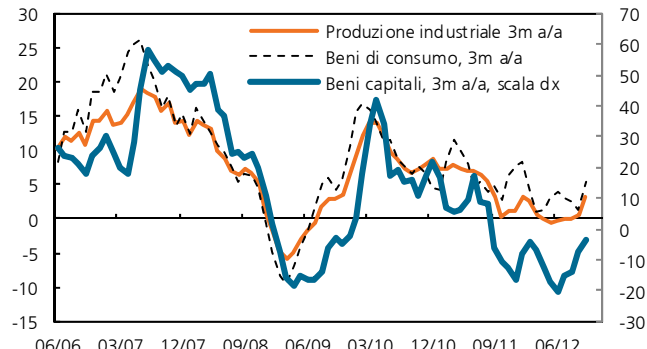
Economia reale e inflazione

Gli investimenti rimangono deboli, i consumi rallentano



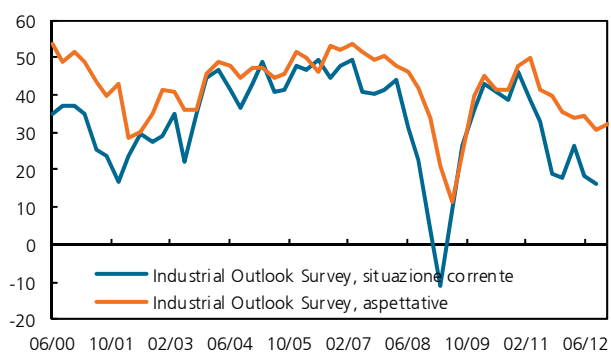
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale migliora



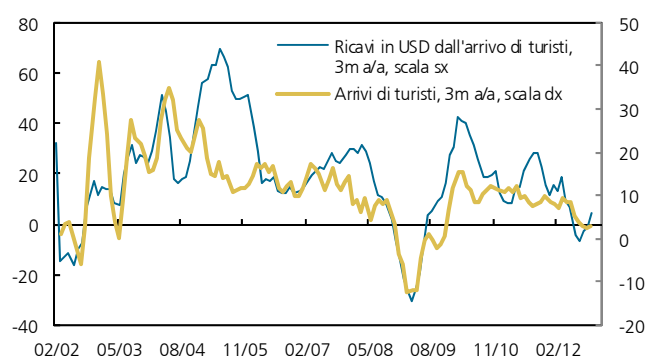
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici di fiducia delle imprese: migliorano le aspettative



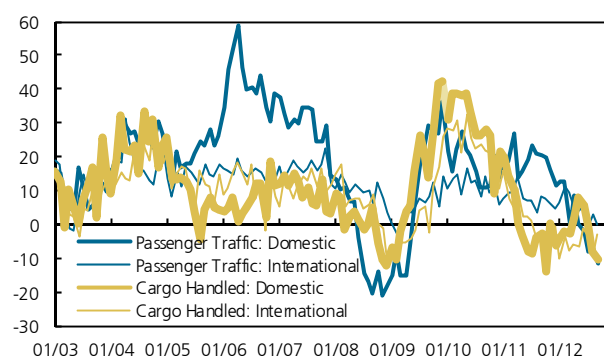
Fonte: CEIC

Rallentano i ricavi dal turismo



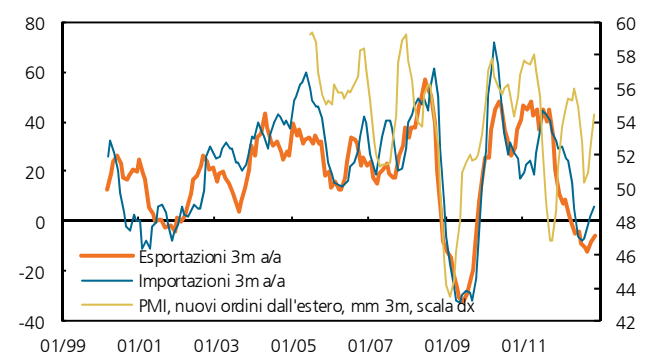
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico domestico e internazionale in rallentamento



Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

Commercio estero



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politica economica e fiscale, politica monetaria e cambio

Il Governo ha recentemente approvato la costituzione di un Comitato nazionale per gli investimenti (National Investment Board) per accelerare l'approvazione di progetti infrastrutturali superiori a 10 miliardi di rupie. I **provvedimenti di liberalizzazione** annunciati a settembre nel settore degli FDI e dei prezzi dell'energia¹¹ sono stati accolti positivamente dagli investitori stranieri ma continuano a trovare oppositori in patria. Il partito Trinamool Congress TMC, secondo più grande partito della Coalizione con 19 seggi, ha infatti ritirato il suo sostegno alla coalizione di maggioranza (la *United Progressive Alliance*, UPA) rendendola più debole. L'implementazione dei provvedimenti dipende inoltre dall'approvazione dei Governi locali. I prossimi mesi saranno dunque cruciali per valutare la credibilità del Governo nel portare avanti le riforme e la parziale privatizzazione di molte compagnie pubbliche ancora in corso. Gli sforzi del Governo continueranno comunque ad essere ostacolati dalla mancanza di una forte maggioranza parlamentare della UPA in un anno pre-elettorale (le elezioni politiche si terranno nel maggio del 2014). Il Governo ha confermato la volontà di ridurre il **deficit pubblico** al 5,3% del PIL nel corrente anno fiscale dal 5,8% dell'anno fiscale precedente pianificando inoltre una riduzione annua dello 0,6% nei prossimi cinque anni, che dovrebbe portare il deficit al 3% del PIL nell'anno fiscale 2016-17. Il deficit per l'anno fiscale corrente è stato tuttavia rivisto al rialzo rispetto all'obiettivo iniziale di 5,1% e l'obiettivo di futura riduzione appare poco credibile almeno nel prossimo anno, che sarà un anno pre-elettorale. Un rapporto del Comitato¹² per la *roadmap* di riduzione del debito suggerisce il rischio che il deficit possa addirittura salire al 6,1% nel corrente anno fiscale.

M3 ha proseguito il rallentamento in atto fin dal 4° trimestre del 2011, registrando una crescita del 12,5% a/a a novembre. La crescita del **credito** al settore commerciale non alimentare è migliorata solo marginalmente da 15,7% a/a in settembre a 16,3% in novembre. Gli aggregati monetari (M3) e creditizi rimangono al di sotto delle proiezioni della RBI a causa della bassa domanda di credito e del rallentamento del credito concesso dalle banche del settore pubblico e dalle banche straniere. L'aumento dei NPL ratios nel 2° e nel 3° trimestre ha indotto la RBI ad innalzare il coefficiente di accantonamento da 2% a 2,75% a fine ottobre.

La **Banca centrale** ha lasciato fermi i tassi di riferimento all'ultimo meeting del 29 ottobre e ha tagliato invece il tasso di riserva obbligatoria (CRR, Cash Reserve Ratio) di altri 25pb, portandolo al 4,25% per allentare le condizioni di liquidità. La Banca centrale ha ribadito che i rischi al ribasso sulla crescita sono saliti rispetto alla valutazione della primavera, sia per l'economia internazionale sia per l'economia indiana e ha ridotto le previsioni per il corrente anno fiscale (2012-13, aprile – marzo) da 6,5% a 5,8%. L'inflazione rimane invece elevata e la RBI ha rivisto al rialzo le previsioni per marzo 2013 a 7,5% rispetto al 7% pubblicato a luglio. L'inflazione persistente insieme ai rischi provenienti dal finanziamento dei "deficit gemelli" pongono dei limiti a un'azione della politica monetaria volta a contrastare il rallentamento economico. Tuttavia la Banca centrale ha sottolineato come l'impegno ribadito recentemente dal Ministro delle finanze al consolidamento dei conti pubblici apre maggiori spazi per la politica monetaria. Lo scenario centrale della RBI indica una "ragionevole probabilità" di un ulteriore allentamento della politica monetaria nel corso del 1° trimestre dell'anno, anche se i rischi sull'inflazione rimangono al rialzo. Riteniamo che la Banca centrale fino a che l'inflazione non darà maggiori segnali di svolta continuerà ad agire fornendo liquidità più che utilizzando i tassi. Ci aspettiamo dunque che la RBI attenda il 1° trimestre dell'anno per ritoccare i tassi al ribasso.

La **rupia** è tornata a deprezzarsi dall'inizio di ottobre a fine novembre, perdendo il 7,7%, solo in parte recuperato nella prima metà di dicembre e rimarrà esposta alla volatilità dei flussi di capitale nonché al giudizio degli investitori internazionali sulla credibilità delle riforme.

¹¹ Vedi Scenario Macroeconomico di settembre 2012.

¹² Report of the Committee on the Roadmap to Fiscal Consolidation, September 2012

Politica fiscale, monetaria e cambio

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso rimane elevata



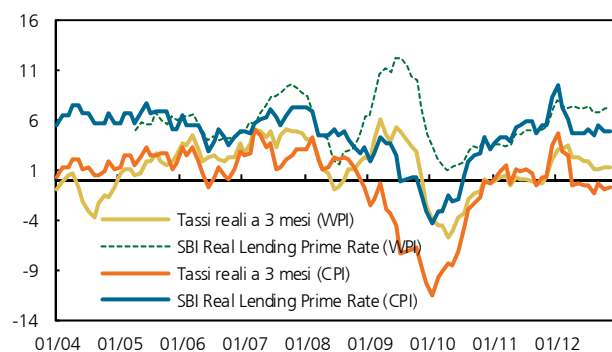
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

La RBI taglia il coefficiente di riserva obbligatoria



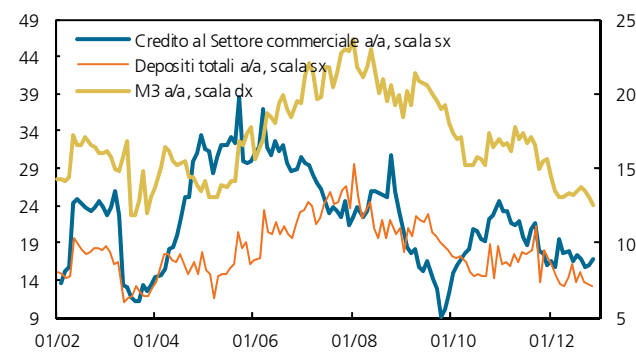
Fonte: Bloomberg

Tassi reali, scendono grazie al taglio dei tassi



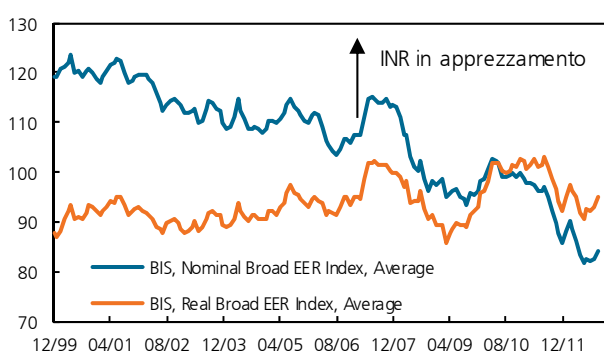
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito rimane stabile



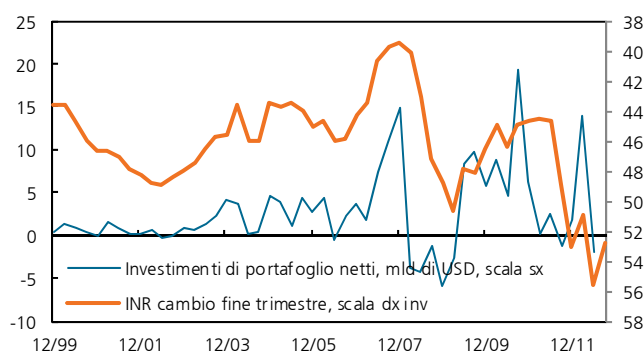
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di cambio effettivo in deprezzamento



Fonte: CEIC

La rupia soffre l'aumento dell'avversione al rischio



Fonte: Bloomberg

Mercati valutari: nel 2013 la crisi area euro “peserà” di meno

EURO

Asmara Jamaleh

“Allegro andante” nel 2013: apprezzamento, ma moderato e a condizione che...

Il 2012 può essere considerato l’anno “per eccellenza” della crisi del debito sovrano dell’area euro: il 2013 dovrebbe quindi offrire condizioni migliori rispetto a un’annata così negativa, con effetto favorevole sull’euro. Infatti, anche se la crisi è scoppiata due/tre anni prima, è nel 2012 che si sono dispiegati al massimo tutti i possibili effetti negativi del rischio di rottura dell’euro, ovvero dell’UEM. Tra i record toccati quest’anno e che bene esprimono lo stato di crisi raggiunto ricordiamo (i) il minimo storico dei tassi ufficiali BCE, arrivati a 0,75% (Fig. 1), e (ii) il minimo storico dei rendimenti tedeschi, sia a breve (con il 2 anni sotto lo zero a 0,08%) sia a lunga (con il 10 anni a 1,15%).

Fig. 1 – Euro e tasso BCE

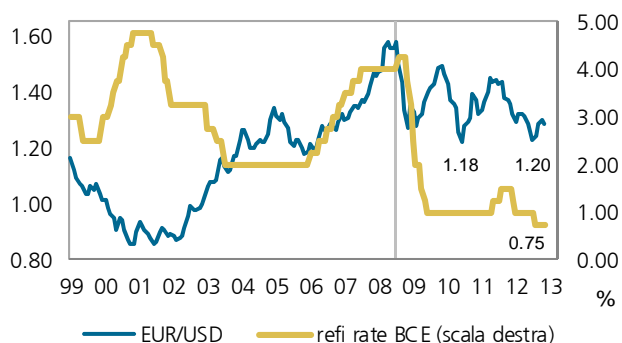
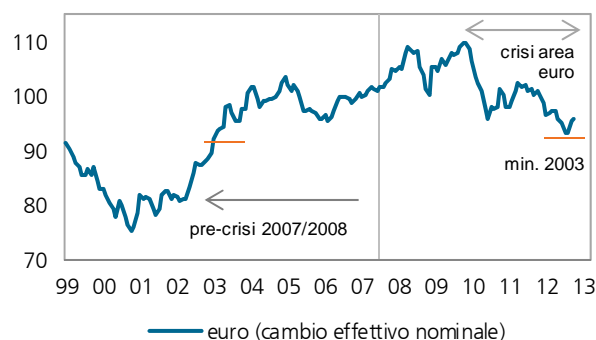


Fig. 2 – Euro e crisi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Per quanto riguarda l’euro, questo è sceso sui minimi (Fig. 2) che aveva abbandonato quasi dieci anni prima in termini di cambio effettivo nominale (inizio 2003), e ha quasi replicato i minimi dello scoppio della crisi (Fig. 1) in termini di EUR/USD (minimo 2012 in area 1,20 vs. minimo 2010 in area 1,18). Nel 2012, inoltre, per la seconda volta dalla sua nascita, l’area euro è scivolata in recessione (la precedente era stata a ridosso della crisi economico-finanziaria globale del 2007-08). Il 2012, infine, è stato l’anno dello “spread” (dei periferici).

Se si guardasse la situazione solo dal lato dell’area euro, ci si potrebbe domandare come mai l’euro non sia sceso di più contro dollaro: l’escursione tra massimo (1,34) e minimo (1,20) è stata del 10%, contenuta rispetto alla gravità degli eventi (nel 2010 era stata circa doppia, da 1,45 a 1,18). Questa discreta tenuta è riconducibile in estrema sintesi a tre ordini di ragioni:

- 1) lo stato di salute dell’economia USA, non sufficientemente solida quest’anno da poter far percepire il dollaro come un porto sicuro al riparo dalle turbolenze della crisi dell’euro;
- 2) lo stato di salute di altre economie che, anche se piccole, temporaneamente hanno goduto di condizioni più stabili rispetto ad area euro e Stati Uniti: è il caso, tra le altre, di Norvegia e Svezia, con corona norvegese e svedese utilizzate alla stregua di quello che era fino all’anno scorso il franco svizzero. In questo modo la diversificazione rispetto al rischio euro si è distribuita su più alternative, evitando di scaricare tutto il *downside* sull’EUR/USD e distribuendolo invece su altri rapporti di cambio, come appunto EUR/NOK e EUR/SEK;
- 3) la differenziazione all’interno dell’area euro, dove la crisi – in prima battuta – riguardava solo la periferia, non l’intera area euro, ragion per cui la superiorità “sovrana” della Germania ha

reso il Bund tedesco il principale bene rifugio dalla crisi del debito, senza quindi far uscire flussi dall'euro.

L'euro nel 2013

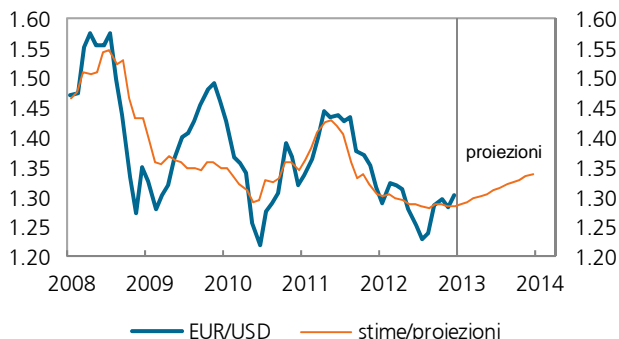
Questi tre ordini di fattori dovrebbero agire a favore dell'euro anche nel 2013, ma – a parte il primo – dovrebbero perdere di importanza: **la prospettiva sotto cui guardare l'euro nel 2013 dovrebbe essere sempre meno quella della crisi del debito (in qualche modo ormai "prezzata") e l'attenzione dovrebbe gradualmente tornare sul confronto tradizionale tra crescita e tassi (politiche monetarie) di area euro e Stati Uniti. Lo scenario centrale per l'euro nel 2013 diventa così di rafforzamento (rispetto al 2012), ma limitato**: si potrebbe definirlo un consolidamento sopra 1,30, con obiettivo rialzista intorno a 1,35 EUR/USD. Le ipotesi principali su cui si basa l'aspettativa di rafforzamento sono:

- 1) tendenziale miglioramento del *sentiment* nei confronti dell'area euro, sia in termini differenziali (ovvero rispetto ai picchi di avversione al rischio raggiunti quest'anno nei momenti di maggior percezione del rischio di rottura dell'euro) sia in relazione al progredire – per quanto lento – delle riforme messe in atto per risolvere strutturalmente la crisi del debito;
- 2) miglioramento, per quanto lento e faticoso, del quadro di **crescita** generale dell'area euro, sia rispetto alla pessima performance di quest'anno, sia in termini differenziali rispetto agli Stati Uniti, attesi in moderato rallentamento l'anno prossimo;
- 3) tendenziale aumento del **differenziale tassi/rendimenti** tra area euro e USA: i rendimenti a breve tedeschi, tornati di recente poco sotto lo zero, dovrebbero portarsi stabilmente in territorio positivo e salire sia che si generino nel 2013 aspettative di rialzo dei tassi BCE nel 2014, sia che si mantengano attese di tassi BCE invariati anche nel 2014. La condizione è che non si generino nel 2013 attese di rialzo dei tassi Fed nel 2014, perché quando la fase di espansione monetaria volge al termine sia nell'area euro sia negli Stati Uniti, diventa significativa anche l'evoluzione relativa dei tassi/rendimenti area euro in rapporto a quelli USA.

L'individuazione di un **obiettivo rialzista solo di poco superiore ai valori attuali** in termini di livello, ovvero intorno a 1,35 EUR/USD, vuole sostanzialmente trasmettere il messaggio che il generalizzato miglioramento che si attende per l'area euro l'anno prossimo viene definito "miglioramento" perché valutato in relazione alla "pessima annata" del 2012. Sul fronte crescita, infatti, il termine stagnazione descrive meglio il quadro atteso. Mentre sul fronte della crisi del debito in senso stretto la strada per uscire dalla crisi sarà lunga e non priva di ostacoli, e non sono da escludere fasi temporanee di riacutizzazione delle crisi locali, periferiche e non.

Comunque, **la "scelta" del livello di 1,35 EUR/USD è motivata anche dai risultati forniti dalle nostre stime della relazione (Fig. 3) tra cambio e rendimenti** a breve dell'area euro (rendimenti tedeschi a due anni) e Stati Uniti (rendimenti USA a due anni). Il nostro modello suggerisce, infatti, che attualmente il cambio è abbastanza in equilibrio: il *fair value* corrispondente all'attuale combinazione di rendimenti area euro (a zero/leggermente negativi) e USA (0,25% circa) è 1,29-1,30 EUR/USD (Fig. 3), di fatto allineato al valore corrente del cambio. Ipotizzando che i rendimenti area euro salgano per fine 2013 portandosi intorno a 0,75% e che quelli USA arrivino circa a metà strada tra 0,25% e 0,50%, il modello fornisce per l'euro una proiezione a 1,35 EUR/USD (1,34 con rendimenti USA a 0,50% e 1,36 con rendimenti USA ancora immobili a 0,25%: Fig. 4).

Fig. 3 – Euro: stime basate sulla relazione con i rendimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Simulazioni

		rendimenti area euro (%)					
		0.00	0.25	0.50	0.75	1.00	2.00
rendimenti Stati Uniti (%)	0.00	1.30	1.33	1.35	1.38	1.40	1.51
	0.25	1.29	1.31	1.33	1.36	1.38	1.48
	0.50	1.27	1.29	1.31	1.34	1.36	1.46
	0.75	1.25	1.27	1.30	1.32	1.34	1.44
	1.00	1.23	1.25	1.28	1.30	1.32	1.42
	2.00	1.16	1.18	1.21	1.23	1.25	1.34

Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come mostrano le simulazioni sintetizzate in tabella (Fig. 4), se ci fossero sorprese verso l'alto sulla crescita USA in generale o se le condizioni del mercato del lavoro USA dovessero migliorare prima del previsto, i rendimenti a breve salirebbero di più, incorporando il formarsi di attese di (successivo) rialzo dei tassi USA, e l'euro salirebbe molto meno o scenderebbe poco sotto 1,30. Questo rappresenta il **principale scenario alternativo di rischio verso il basso** per l'euro. **Simmetricamente**, qualora per effetto, ad esempio, di una restrizione fiscale più severa delle attese, la performance della crescita USA dovesse risultare più debole del previsto, l'eventuale arretramento dei rendimenti statunitensi al di sotto di 0,25% fornirebbe all'euro la possibilità di visitare nuovamente livelli compresi tra 1,35 e 1,40 EUR/USD – valori abbandonati da novembre 2011 (Fig. 4).

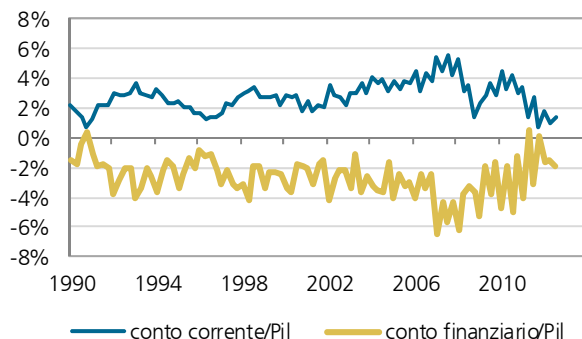
Per quanto riguarda, infine, le oscillazioni del cambio in corso d'anno il principale rischio verso il basso è rappresentato dal riaccutizzarsi di problemi strutturali locali; il **downside** dovrebbe generalmente restare limitato entro 1,27-1,25 EUR/USD e avere una durata temporanea.

YEN

Il disequilibrio che non c'era

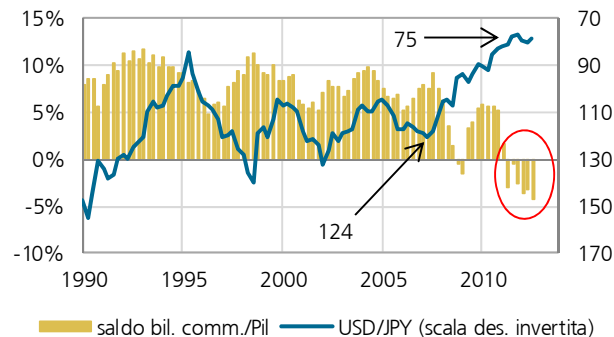
Il **disequilibrio che non c'era** e che negli ultimi anni ha consentito allo yen di apprezzarsi – laddove i fondamentali suggerivano che sarebbe dovuto partire un deprezzamento – è **quello della bilancia dei pagamenti (BoP)**. Questo disequilibrio, alle condizioni attuali dell'economia giapponese e del contesto globale, rappresenta il fattore discriminante affinché il calo intrapreso di recente dallo yen abbia seguito e quel deprezzamento da tanto tempo atteso e per tanto tempo mancato finalmente si realizzi. L'equilibrio di bilancia dei pagamenti richiede sostanzialmente che i saldi delle macro-voci componenti (conto corrente, conto finanziario e conto capitale) sommino a zero. Nel caso del Giappone i due macro-saldi (Fig. 1) che storicamente hanno dinamica speculare consentendo il sostanziale equilibrio di BoP sono quello di conto corrente (che comprende la bilancia commerciale) e quello finanziario (che comprende investimenti diretti e flussi di portafoglio). Da inizio 2011 in poi **il saldo di bilancia commerciale è diventato stabilmente negativo**, laddove storicamente e strutturalmente è sempre stato positivo (Fig. 2). Ciononostante lo yen, complice l'accresciuta *risk aversion* generata dalla crisi globale del 2008 e poi dalla crisi dell'area euro, ha continuato ad apprezzarsi: **dallo scoppio della crisi subprime del 2007 si è apprezzato del 65% contro dollaro**, passando da un minimo a 124 USD/JPY a un massimo di 75 USD/JPY (Fig. 2).

Fig. 1 – Giappone: saldi di Bilancia dei Pagamenti (BoP)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

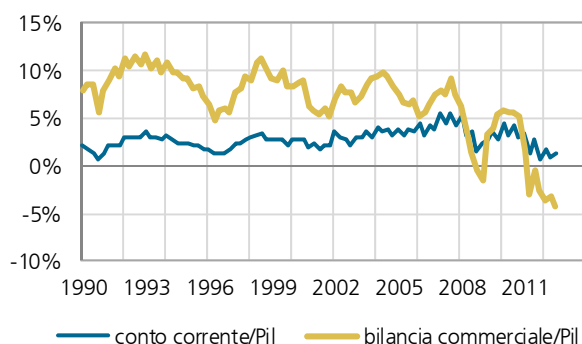
Fig. 2 – Saldo di bilancia commerciale: recente disavanzo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

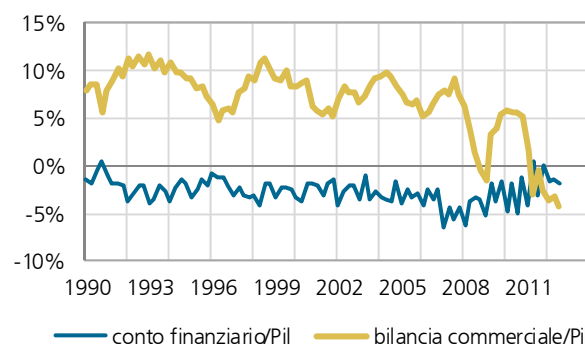
Questa situazione è sostenibile fintantoché il saldo di conto corrente non diventa negativo e riesce a compensare il saldo negativo del conto finanziario. Il problema è che negli ultimi due anni il disavanzo di bilancia commerciale è aumentato, mentre l'avanzo di conto corrente è diminuito (Fig. 3) e il disavanzo del conto finanziario è tornato a peggiorare (Fig. 4).

Fig. 3 – Bilancia commerciale vs. conto corrente di BoP (saldi)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

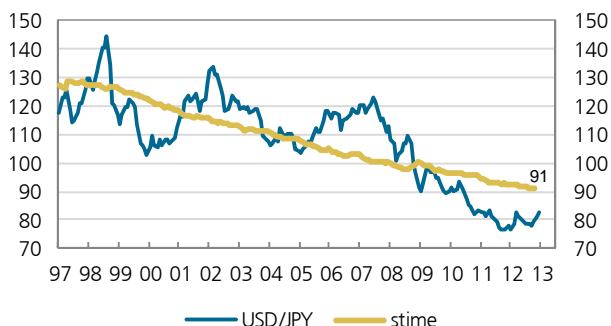
Fig. 4 – Bilancia commerciale vs. conto finanziario di BoP (saldi)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

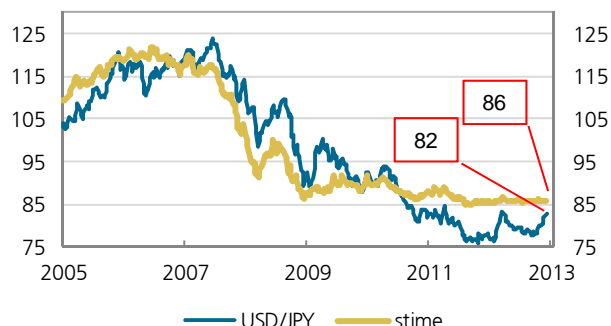
Senza una ripresa significativa della domanda globale che traini le esportazioni è necessario che lo yen si deprezzi per mantenere l'equilibrio di BoP, perché appare improbabile che investimenti e flussi di portafoglio invertano rotta consentendo al conto finanziario di iniziare a registrare saldi positivi. Infatti, (1) il mantenimento a oltranza di una politica monetaria massimamente espansiva per sostenere la crescita e per far salire l'inflazione (affinché entri in territorio positivo e si diriga verso il *target*), (2) il rallentamento atteso della crescita giapponese nel 2013 rispetto al 2012, e (3) il rischio che il nuovo governo conceda altro stimolo fiscale che renderebbe ancora più insostenibile la situazione dei conti pubblici (deficit/PIL prossimo al 10% e debito/PIL superiore al 200%) suggeriscono semmai un peggioramento del saldo finanziario. Riteniamo pertanto che il recente calo dello yen – da 77 USD/JPY (inizio ottobre) a 83 USD/JPY (valore attuale) – sia l'inizio dell'inversione ribassista da tempo attesa e che dovrebbe gradualmente condurre il cambio verso quota 90 USD/JPY nel 2013, livello obiettivo in linea con le nostre stime di parità dei poteri d'acquisto (Fig. 5) e della relazione tra cambio USD/JPY e rendimenti USA e giapponesi (Fig. 6).

Fig. 5 – Parità dei poteri d'acquisto



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Stime della relazione tra cambio e rendimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

STERLINA

Attese di apprezzamento contro dollaro e contro euro basate sulle ns. previsioni di crescita

Nell'Autumn Statement del 5 dicembre il cancelliere dello Scacchiere George Osborne ha prolungato di un anno (fino all'a.f. 2017-18) il periodo programmato per portare a termine il piano di consolidamento fiscale. Il rapporto debito/PIL comincerà di conseguenza a scendere non prima del 2016-17. L'auto-concessione di un po' di tempo in più consente di mantenere la credibilità nei confronti degli investitori internazionali (prevenendo il rischio di perdita della tripla A) senza soffocare sul nascere la ripresa. Nonostante tale revisione sia la diretta conseguenza della **revisione al ribasso della crescita attesa del Regno Unito** (da +0,8% a -0,1% nel 2012 e da 2,0% a 1,2% nel 2013) **da parte dell'OBR** (Office for Budget Responsibility), ci sembra che possa rappresentare una buona strategia per affrontare la difficile situazione in cui versa l'economia britannica. Inoltre, il mantenimento degli obiettivi di risanamento lascia margine di intervento pro-crescita alla politica monetaria, qualora la BoE decidesse di aggiungere ulteriore stimolo nei prossimi mesi. A nostro avviso, la fase espansiva dovrebbe potersi considerare conclusa, a meno di un grave e imprevisto deterioramento del quadro di crescita domestico e/o internazionale (area euro in primis). Come la stessa Bank of England rileva, il Funding for Lending Scheme in vigore dovrebbe fornire uno stimolo mirato alla ripresa attraverso il sostegno alla domanda domestica. Questa "integrazione" tra intervento di politica monetaria e fiscale rappresenta, a nostro avviso, un fattore di forza rispetto all'area euro, e dovrebbe quindi favorire un **rafforzamento della sterlina rispetto all'euro**, soprattutto se si aggiunge che **(1)** le nostre previsioni di crescita per il Regno Unito sono per un'accelerazione verso l'1,0% l'anno prossimo dal -0,1% atteso quest'anno, laddove per l'area euro le nostre previsioni sono di contrazione del PIL sia nel 2012 (-0,4%) sia nel 2013 (-0,3%), e che **(2)** ci aspettiamo che la BCE possa tagliare ancora i tassi nel 1° trimestre dell'anno prossimo portandoli da 0,75% a 0,50% – lo stesso livello dei tassi ufficiali BoE – mentre la Bank of England ha ribadito che non intende mettere in discussione il livello del *bank rate*, limitandosi, se necessario, ad aumentare l'APF.

Analoghe argomentazioni dovrebbero favorire un **apprezzamento** della sterlina **anche contro dollaro**. Infatti: **(1)** le nostre previsioni di crescita per gli Stati Uniti sono per un rallentamento verso 1,7% nel 2013 dal 2,2% atteso quest'anno, e **(2)** ci aspettiamo che la BoE inizi ad alzare i tassi nel 2014, ovvero prima della Fed, e i differenziali di tasso/rendimento tra Regno Unito e USA dovrebbero salire. Il *target* rialzista per il cambio GBP/USD si colloca nella parte alta del range 1,65-1,70. Più contenuto (parte centrale del range 0,80-0,75 EUR/GBP) è invece il *target* rialzista nel rapporto con l'euro, a causa della correlazione positiva tra valuta britannica e moneta unica (in ragione dell'elevata interazione economica tra area euro e Regno Unito).

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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.