

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Giugno 2012

Indice

L'infezione europea indebolisce l'economia mondiale	2
Materie Prime	6
Petrolio	8
Metalli	11
Stati Uniti – La ripresa ha di nuovo bisogno della Fed	12
La ripresa prosegue, ma comincia a dare segni di cedimento	13
Mercato del lavoro – Where have all the workers gone?	15
Inflazione in discesa grazie al petrolio in calo e alla domanda debole	17
Politica fiscale e politica monetaria: tiro alla fune	17
Politica fiscale USA – A spasso sul baratro...	19
Politica monetaria - "Let's twist again like we did last year"!	23
Area euro - La crisi infinita	26
Lo scenario in sintesi	26
Ipotesi alla base dello scenario e rischi	26
La periferia inizia a trascinare il centro?	28
L'export resta l'unico motore di crescita...	30
...in presenza di una domanda domestica fortemente colpita dalla correzione fiscale	31
Crisi del debito: la strategia di gestione cambia poco o nulla	32
Inflazione: sotto il 2% nel 2013 ed i rischi sono verso il basso	34
Politica monetaria - A qualcuno piace caldo	36
Germania: soffia aria di scirocco	37
Francia: conti pubblici sotto stretta osservazione	40
Spagna: prognosi riservata	45
Focus: tremano le colonne d'Ercole	48
Grecia: le sfide del nuovo Governo	52
Portogallo: conti pubblici sulla strada della sostenibilità ma rimangono elementi di incertezza	56
Irlanda: buoni risultati, ma rimangono incertezze	63
Regno Unito – Peggio del previsto, per "colpa" dell'area euro	65
Asia	66
Giappone – Un anno di transizione, prima della volatilità attesa con il rialzo dell'imposta sui consumi	66
Cina: le Autorità si attivano per frenare il rallentamento dell'economia	71
India: L'inflazione rimane elevata mentre il quadro sulla crescita si fa più incerto	77
Mercati valutari - L'euro rimane al centro di tutto	85

Giugno 2012

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Economista – Commodities

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Sara Molinari
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

L'infezione europea indebolisce l'economia mondiale

L'espansione economica si va raffreddando. Non tutta la responsabilità è imputabile alla crisi dell'area euro, ma non vi è dubbio che quest'ultima sta giocando un ruolo cruciale soprattutto nel rallentare il commercio mondiale e nel minare il clima di fiducia degli operatori economici. Se la crisi europea continuerà ad essere controllata, la fase di crescita si estenderà al 2013, ma l'area euro non sarà della partita.

Luca Mezzomo

La modesta riaccelerazione dell'attività economica mondiale notata tre mesi fa si è esaurita tutta nel primo trimestre 2012. Da aprile, gli indici di diffusione globali PMI hanno mostrato un progressivo cedimento, che li ha portati a 50,3 in giugno, ben 4,2 punti sotto i livelli di picco. Nel settore manifatturiero, l'indice di attività segnala per la prima volta dal 2009 una moderata contrazione dell'attività a livello globale.

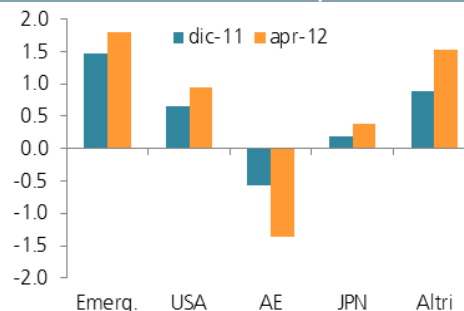
Il peggioramento della situazione economica riflette in parte tendenze locali al rallentamento della domanda interna, alimentate da fattori specifici e disgiunti. Un'importante eccezione è la crisi del debito nell'Eurozona, la quale sta ormai esercitando effetti depressivi sulla domanda di importazioni dell'area e sul clima di fiducia globale che necessariamente si ripercuotono sulle prospettive di crescita anche fuori dal continente europeo. La contrazione della domanda nell'Eurozona si è già tradotta in una contrazione su base tendenziale delle importazioni tale da abbassare il dato globale di 1,4 punti, quasi tre volte il livello di fine 2011.

Variation a/a delle importazioni



Fonte: elaborazioni su dati CPB, World Trade Monitor

Contributi alla crescita delle importazioni



Calcolati sulla variazione tendenziale.

Fonte: elaborazioni su dati CPB, World Trade Monitor

La situazione dell'Eurozona continua a rimanere preoccupante, nonostante il miglioramento nelle condizioni della raccolta delle banche europee consentito dalle misure introdotte dalla BCE. Sul fronte reale, si stanno osservando le prime serie ripercussioni negative sull'attività produttiva anche nei paesi *core*, che pure beneficiano di un mix di condizioni finanziarie e fiscali favorevoli. Sul fronte finanziario, la BCE ha cessato di fornire sostegno al mercato dei titoli di stato dei paesi periferici, scaricando tutto l'onere sui fondi europei EFSF/ESM (il primo ormai in via di esaurimento, il secondo ancora da costituire). La banca centrale ormai limita il suo ruolo a quello di garante di un agevole accesso alla liquidità alle banche dell'Eurozona. Comprensibilmente, gli investitori attendono prove che i fondi europei, finora utilizzati per finanziare programmi standard di assistenza finanziaria, siano in grado di contenere i problemi degli Stati sotto pressione. Questi ultimi stanno riemergendo, sia per i dubbi sull'efficacia della rete di sicurezza (v. p. 32 per gli sviluppi recenti), sia per alcuni sviluppi negativi sul fronte fondamentale (crisi del programma di aggiustamento in Grecia, accelerazione della crisi bancaria e fiscale in Spagna, profondità della recessione in Italia). La crisi non sembra allontanarsi dalla strada fin qui tracciata: un percorso di graduale risanamento fiscale, con temporanee misure di sostegno finalizzate ad evitare una degenerazione incontrollata, in un contesto di persistente tensione finanziaria che si somma alle misure di austerità nel deprimere la domanda interna.

La crisi del modello di sviluppo basato sul debito, privato o pubblico a seconda delle specificità nazionali, non riguarda però soltanto l'Europa. Anche gli Stati Uniti devono riportare i conti pubblici su un sentiero di sostenibilità, sebbene con minore urgenza grazie al prezioso sostegno fornito dalla Federal Reserve e da quelle autorità monetarie straniere che continuano ad accumulare riserve valutarie. Il FMI stima in ben il 17,6% del PIL la variazione del saldo primario necessaria a ridurre il rapporto debito/PIL al 60% nel 2030 e compensare l'aumento della spesa collegata all'età. Il nostro scenario macroeconomico per gli Stati Uniti ipotizza che la correzione sia limitata a 200 miliardi di dollari nel 2013 grazie a un accordo dell'ultima ora per rinviare a dopo le elezioni i tagli (v. p. 17). In Giappone, il debito lordo ha raggiunto nel 2011 il 229,8% del PIL, generando un fabbisogno lordo da rifinanziare annualmente pari al 59% del PIL. Le nostre previsioni ipotizzano che le autorità monetarie e il sistema finanziario domestico continuino a fornire la necessaria copertura, mentre il governo si prepara a ridurre il deficit mediante l'aumento delle imposte indirette, ma senza riportare i saldi a livelli in grado di garantire la sostenibilità di lungo periodo. In nessuno dei due casi la correzione fiscale pregiudicherebbe l'espansione economica, se fosse coerente con le ipotesi. La fragilità della situazione fiscale di Stati Uniti e Giappone è uno degli elementi per cui riteniamo che l'euro potrebbe non crollare nei prossimi mesi.

L'altro sono le **condizioni monetarie**, destinate a rimanere complessivamente molto accomodanti, ma con differenze nella aggressività delle singole banche centrali nel reagire alle difficoltà. Il tasso reale di interesse a breve termine per l'aggregato OCSE, negativo dal 2010, dovrebbe rimanere tale almeno fino al 2014; il tasso reale a lungo termine, che rimane marginalmente positivo, dovrebbe restare su livelli ampiamente inferiori alla media storica. Nei paesi avanzati, con poche eccezioni, lo spazio di ulteriore allentamento delle condizioni finanziarie è ormai legato a misure non convenzionali, come i programmi di acquisto di titoli di stato o di obbligazioni garantite da prestiti, oppure a un calo autonomo dei premi al rischio. La creazione aggressiva di base monetaria fatica però a tradursi in nuovi impieghi: il clima di tensione finanziaria e l'incertezza sugli sviluppi macroeconomici, infatti, favoriscono l'accumulo di riserve libere da parte del sistema bancario. Una tendenza, questa, che comincia a essere contrastata cancellando la remunerazione abitualmente prevista per i depositi di liquidità presso la banca centrale. La Danimarca è andata oltre, introducendo una penalizzazione di 0,2% annuo sulle riserve in eccesso. Una gestione molto aggressiva dello stimolo monetario continua ad essere meno probabile nell'Eurozona che in altre aree.

Nonostante il rallentamento non stia interessando anche le economie avanzate, l'espansione del PIL mondiale a parità di potere d'acquisto continua a basarsi, come nel 2011, sul contributo prevalente dei paesi emergenti: stimiamo che la percentuale della crescita mondiale ascrivibile ai paesi emergenti sarà pari al 77% nel 2012, marginalmente meno che nel 2011 (78%), e che rimarrà sostanzialmente invariata nel 2013. Di tale contributo, tre quarti sono ascrivibili ai paesi emergenti dell'Asia.

La crescita economica per area geografica					
	2009	2010	2011	2012	2013
Stati Uniti	-3.5	3.0	1.7	2.1	1.7
Giappone	-5.5	4.5	-0.7	2.2	1.8
Area euro	-4.4	1.9	1.5	-0.4	0.5
Europa Orientale	-5.6	1.0	3.9	3.4	3.4
America Latina	-2.3	6.7	4.7	3.3	4.0
OPEC	0.9	4.2	3.8	4.7	4.8
Asia Orientale	5.4	9.0	7.1	5.8	6.9
Africa	1.8	3.7	3.4	3.2	4.6
Crescita mondiale	-0.6	5.3	3.9	3.2	3.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2009	2010	2011	2012	2013
Petrolio (Brent, \$/barile)	61.5	79.5	111.5	112.2	109.0
	-36.7	+29.1	+40.3	+0.6	-2.8
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	127.4	161.0	189.6	171.8	178.1
	-15.7	+26.4	+17.8	-9.4	+3.7
Metalli (1990=100)	136.5	202.3	229.7	197.0	209.4
	-19.2	+48.2	+13.5	-14.2	+6.3
Agricole (1990=100)	94.1	125.3	153.8	133.0	124.8
	-17.0	+33.2	+22.7	-13.5	-6.2

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

La ripresa prosegue, ma sta rallentando, con crescita modesta della domanda domestica privata, restrizione fiscale e rischi sulla domanda estera. Il PIL nel 2012 dovrebbe crescere del 2,1%, con rischi verso il basso nella seconda metà dell'anno; nel 2013-14 prevediamo una crescita intorno all'1,7%. L'inflazione *core* dovrebbe calare nel 2° semestre sulla scia della domanda debole e dello scarso *pricing power* delle imprese. I rischi per lo scenario sono molto ampi e lievemente verso l'alto per il 2013. Il punto centrale del nostro scenario è l'aumento di restrizione fiscale, controbilanciato solo in parte da ulteriore stimolo monetario. Proprio la politica fiscale però è l'elemento principale di incertezza, esacerbata dalle elezioni dell'autunno. La legislazione vigente include misure restrittive "automatiche" pari a circa 600 miliardi di dollari (4% del PIL) per l'a.f. 2013: se attuate, darebbero luogo a una contrazione già da inizio 2013. Inoltre, a novembre 2012 si dovrebbe nuovamente raggiungere il limite legale del debito. Nel nostro scenario prevediamo che un accordo dell'ultima ora blocchi gran parte delle misure restrittive, ma non tutte, determinando un **aumento di restrizione fiscale di almeno 200 mld di dollari nel 2013**. In caso di accordo pre-elettorale, la restrizione sul 2013 sarebbe circa dimezzata, con una crescita attesa intorno all'1,9%. La Fed ha prolungato i programmi di estensione delle scadenze del suo portafoglio e di reinvestimento di cedole e capitale di titoli delle agenzie e di MBS fino a fine 2012. Il FOMC mantiene un *bias* interventista. In caso di ulteriore rallentamento della crescita e di mancato aggiustamento del mercato del lavoro, il FOMC è pronto a introdurre nuovo stimolo. Assegniamo una **probabilità superiore al 50% all'annuncio di un QE3** per circa 400-600 mld entro settembre, con una quota ampia di acquisti di MBS.

Stati Uniti

La nostra idea che il perdurare della crisi del debito potesse causare una profonda contrazione del PIL nei paesi periferici ma non uno scenario di "recessione severa" per l'insieme dell'area euro sta trovando conferma. Ovviamente, l'eventualità di evoluzioni "traumatiche" della crisi finanziaria (al di là delle sorti della Grecia, l'eventuale perdita di accesso al mercato da parte di Spagna e Italia), che peraltro a nostro avviso restano a probabilità ridotta, cambierebbe significativamente lo scenario macroeconomico. Assumendo il persistere delle attuali tensioni di mercato ma escludendo dallo scenario centrale tali eventi "estremi", riteniamo che la flessione del PIL per l'insieme dell'area euro possa rimanere limitata a qualche decimo di punto quest'anno (-0,4%), e che si possa vedere un moderato rimbalzo l'anno prossimo (+0,5%). I motivi restano due: 1) le economie dei Paesi *core* (e in particolare la maggiore economia dell'eurozona, la Germania) continuano a beneficiare di un mix di politiche economiche non tali da causare una recessione; 2) il quadro macroeconomico mondiale non è recessivo, a differenza che nel 2009. L'export anche nella seconda metà dell'anno sarà l'unico motore di crescita, in presenza di una domanda domestica fortemente colpita dalla restrizione fiscale (oltre che dagli effetti sul credito delle tensioni finanziarie).

Area euro

A luglio la BCE ha portato il *refi* sotto l'1,%, e il tasso sui depositi a zero, livelli senza precedenti. A questo punto lo spazio per un allentamento convenzionale della politica monetaria si può considerare esaurito. Nonostante le dichiarazioni di Draghi, non escludiamo che la BCE possa

annunciare un'altra asta lunga entro la fine dell'anno, ma la riapertura dell'SMP rimane un rimedio da ultima istanza, plausibile soltanto nell'ipotesi di completo fallimento dell'ESM.

Il **2012** resta un anno positivo per l'economia giapponese. La crescita quest'anno dovrebbe essere pari al 2%, spinta in gran parte dall'attività di ricostruzione, dopo -0,7% del 2011. Il **2013** dovrebbe vedere un rallentamento all'1,5%. Tuttavia, le previsioni per gli anni 2013-15 sono soggette ad ampia incertezza in seguito all'approvazione alla Camera bassa del piano di rientro fiscale che include il rialzo dell'imposta sui consumi dall'attuale 5% al 10% entro ottobre 2015. Se la Camera alta approverà la legge passata nell'altro ramo della Dieta, allora la crescita fra fine 2013 e inizio 2014 sarà spinta verso l'alto dall'effetto dell'imposta, con un sostegno di circa 0,2-0,4pp sul 2013. L'**inflazione** rimane vicina allo zero nelle nostre previsioni per il 2012 e in modesto rialzo nel 2013. Dal 2014 al 2016, se verrà attuato il rialzo dell'imposta sui consumi, ci sarà enorme volatilità. La **politica fiscale** ha mosso un primo passo sul sentiero del consolidamento dei conti pubblici, con il piano di rialzo dell'imposta sui consumi al 10% entro fine 2015. La misura contribuirebbe a ridurre il deficit/PIL di circa 2,5pp. Questa è una condizione necessaria ma certo non sufficiente a riportare in ordine i conti pubblici giapponesi e a garantire la sostenibilità del debito, già ora oltre il 200% del PIL. La **BoJ** ha ampliato il programma di acquisto titoli a febbraio e ad aprile. Il persistente apprezzamento del cambio e la distanza dell'inflazione dall'obiettivo dell'1% fanno prevedere altri interventi di acquisto titoli, soprattutto concentrati sui JGB e in misura minore sulle altre classi di attività già incluse nei programmi precedenti. Gli effetti degli interventi della politica monetaria sono modesti, e non riescono a indebolire in modo duraturo il cambio.

Asia:
Giappone

La crescita del PIL ha registrato il tasso tendenziale più basso degli ultimi due anni nel 1° trimestre del 2012 (8,1% a/a), in un trend di rallentamento che prosegue dall'inizio del 2010, a causa della decelerazione degli investimenti e di un minor contributo del canale estero. Tuttavia l'allentamento della politica monetaria, insieme a un'accelerazione nell'approvazione dei nuovi progetti da parte della NDRC (National Development Reform Commission), dovrebbe favorire un moderato recupero degli investimenti nella seconda parte dell'anno. La revisione al ribasso delle nostre previsioni di crescita da un precedente 8,2% al 7,9% nel 2012 è dovuta a un rallentamento più marcato delle attese nella prima parte dell'anno. La revisione al ribasso per il 2013 da 8,8% a 8,4% è coerente con un minor contributo degli investimenti fissi a favore dei consumi e a una ripresa lenta delle esportazioni. Il calo del prezzo del petrolio e delle materie prime alimentari punta ad una discesa dell'inflazione anche nei prossimi mesi lasciando spazio ad un ulteriore allentamento della politica monetaria.

Cina

I maggiori istituti internazionali hanno rivisto al ribasso il profilo di crescita di circa mezzo punto percentuale per il 2012 e di circa un punto per il 2013, con previsioni massime del 7% nel 2012 e del 7,5% nel 2013. Riteniamo che i rischi sulla crescita continuino ad essere al ribasso nel breve medio termine e provengano da più fronti. Sul fronte interno mancate riforme strutturali e fiscali rischiano di peggiorare ulteriormente il clima imprenditoriale con un effetto negativo sul profilo degli investimenti. A questo si aggiunge il rischio di una discesa dell'inflazione più lenta delle attese con un impatto frenante sui consumi. Sul fronte esterno l'acuirsi della crisi europea e il rallentamento delle economie industrializzate continueranno a pesare sulla performance dell'export indiano e sull'andamento dei flussi di capitale. È probabile che la RBI continui a effettuare operazioni di mercato aperto per allentare le condizioni di liquidità sul mercato interbancario.

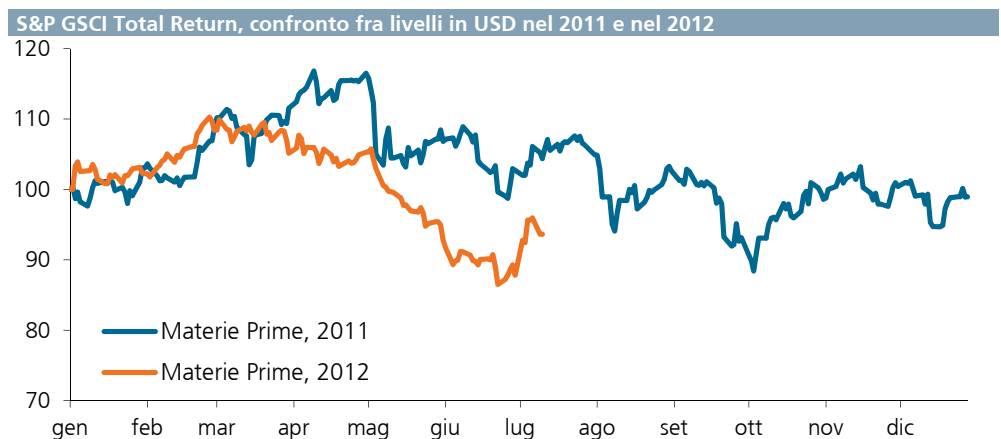
India

Materie Prime: ancora incertezze all'orizzonte

Nei prossimi mesi, il rendimento delle materie prime sarà determinato principalmente da fattori esogeni: prospettive di crescita globale e rischi geopolitici. I rischi al ribasso sono diventati molto più significativi rispetto a tre mesi fa per l'incapacità dei leader europei di proporre piani di azione credibili ed efficaci e per la svolta politica in Europa, dove le ultime tornate elettorali hanno evidenziato l'insofferenza della popolazione per le misure di austerità. Lo scenario base è che nei prossimi mesi iniezioni di liquidità e misure a sostegno della crescita in Europa e America, insieme agli annunciati investimenti governativi in Cina riescano a sostenere la fiducia degli investitori. Tuttavia, in caso di fallimento o inadeguatezza dei futuri interventi monetari e fiscali, ampie correzioni delle quotazioni saranno inevitabili.

Daniela Corsini

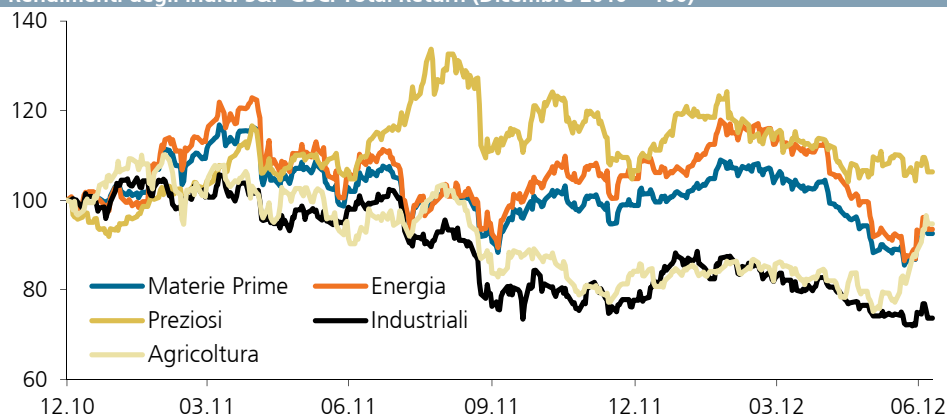
Dopo i rendimenti positivi di inizio anno, le materie prime hanno perso terreno, con una dinamica che ha inizialmente ricordato l'andamento di mercato del 2011.



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tuttavia, i primi importanti segnali di discontinuità hanno iniziato a maturare in primavera per poi sfociare nel mese di maggio in un brusco aumento del rischio percepito riguardo la zona euro, dopo le prime elezioni in Grecia e in Francia, che hanno evidenziato l'insofferenza della popolazione per le misure di austerità. Inoltre, il deterioramento dei dati macroeconomici americani e cinesi ha contribuito a deprimere la fiducia degli investitori. Tutti i comparti hanno sofferto dato che il significativo peggioramento nella crisi europea e conseguentemente nelle prospettive di crescita economica mondiale hanno portato a rivedere al ribasso le attese riguardo al consumo di materie prime. In termini relativi, i preziosi hanno cumulato i rendimenti migliori, mentre energia e industriali sono stati i peggiori comparti da inizio anno, coerentemente con la maggiore esposizione ai temi di crescita e produzione industriale.

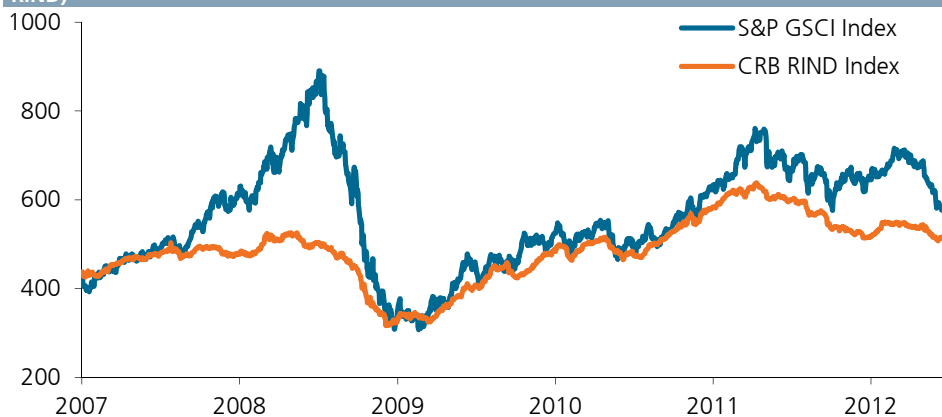
Rendimenti degli indici S&P GSCI Total Return (Dicembre 2010 = 100)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Inoltre, lo storno è stato più evidente per quelle materie prime per le quali esistono contratti future e opzioni e che quindi sono maggiormente interessate da rilevanti flussi di investimenti finanziari, come emerge dal confronto fra l'indice S&P GSCI e l'indice Raw Industrials Index pubblicato dal Commodity Research Bureau (CRB RIND Index), composto da materie prime esposte alla domanda industriale, per la maggior parte delle quali non esistono derivati. Questo dimostra come la componente speculativa sia molto importante in momenti di profondo stress di mercato.

Livelli di indici di materie prime quotate su mercati finanziari (S&P GSCI) e non quotate (CRB RIND)

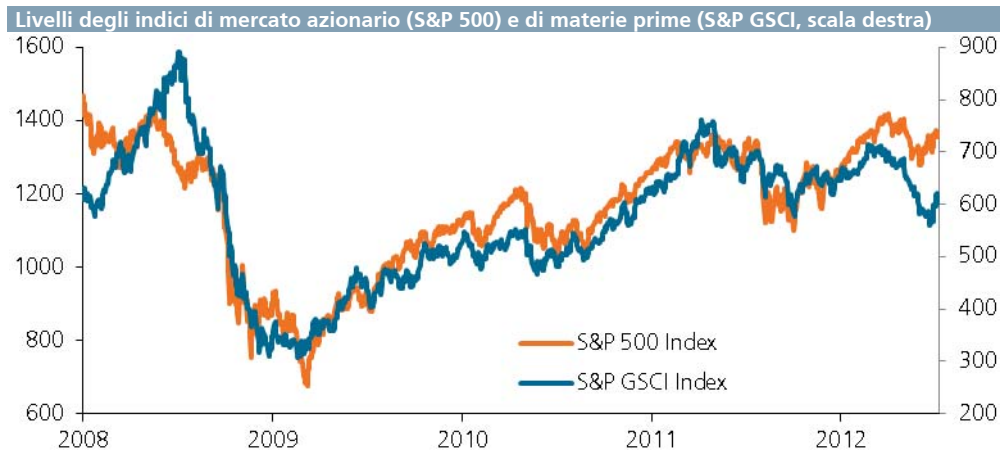


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'importanza degli investimenti finanziari emerge anche dall'analisi della relazione fra materie prime e mercato azionario americano. In particolare, la correlazione positiva fra le due asset class si è rafforzata negli ultimi anni e si è riflessa nell'andamento sincrono di materie prime e mercato azionario a partire dalla crisi finanziaria del 2008, a ulteriore dimostrazione della rilevanza del processo di finanziarizzazione delle materie prime. Risulta particolarmente interessante la divergenza maturata nei primi mesi del 2012, che ha visto le materie prime cumulare un peggior rendimento relativo da inizio anno rispetto all'indice azionario di riferimento. A nostro avviso, la diminuzione del premio al rischio geopolitico ha portato i mercati delle materie prime a preoccuparsi maggiormente della crisi del debito in Europa, incorporando nei prezzi un maggior premio al rischio europeo, già prezzato dal mercato azionario americano nel corso del 2011.

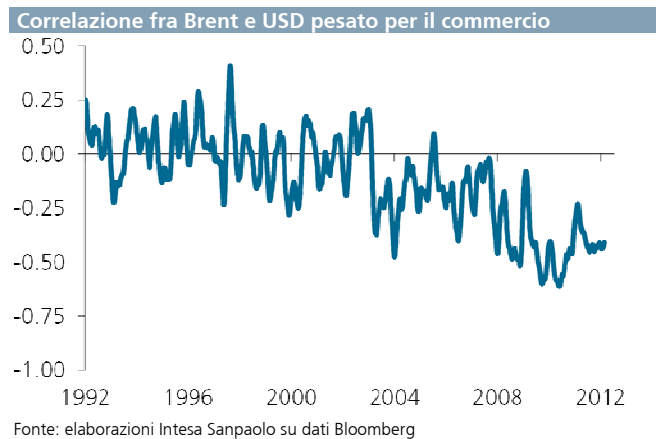
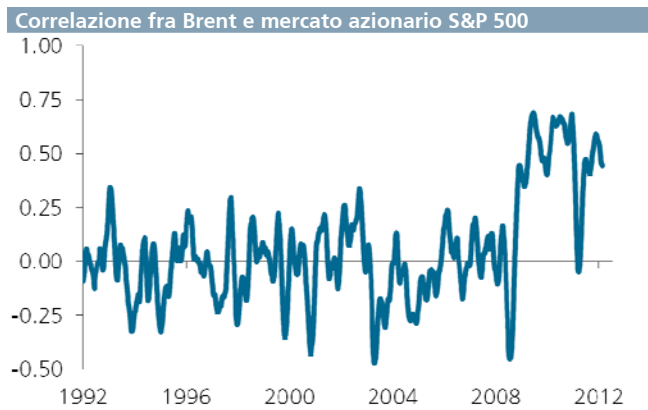
Scenario Macroeconomico

Giugno 2012



Petrolio

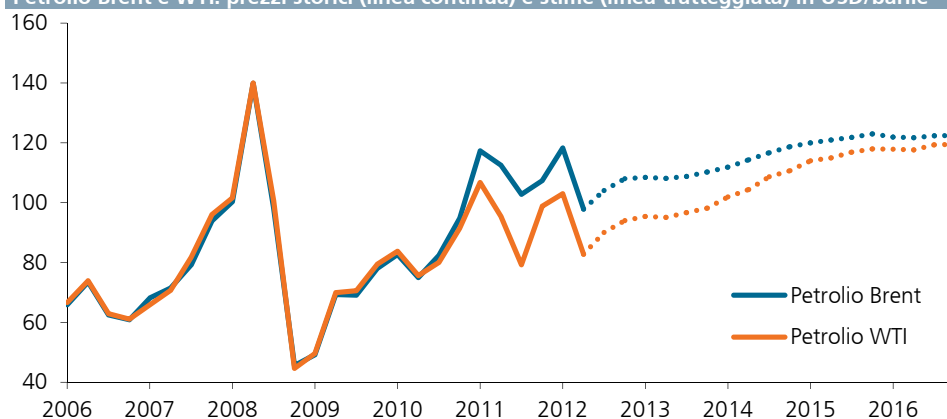
Esaminando il petrolio Brent, emerge molto chiaramente come negli ultimi anni la correlazione con il mercato azionario sia diventata significativamente positiva. Al contrario, la correlazione negativa con il dollaro americano si è rafforzata. In particolare, negli ultimi anni, momenti di estremo stress sui mercati causati dalle attese di deterioramento del ciclo economico sono sempre stati accompagnati da un rafforzamento del dollaro americano. Riteniamo quindi che l'apprezzamento del dollaro resterà uno dei principali rischi che graverà sulle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi, anche alla luce della debolezza della zona euro.



Previsioni

Stimiamo un prezzo medio per il Brent a 111 dollari al barile per il 2012. Lo scenario che riteniamo più probabile sulla base dei fondamentali è un petrolio in trading range per i prossimi mesi, fra i 90 e i 110 dollari al barile, con livelli medi nel secondo semestre significativamente inferiori rispetto ai primi mesi dell'anno. Le variabili chiave che guideranno i movimenti del Brent all'interno del trading range saranno le prospettive di crescita globale e i rischi geopolitici.

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



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

Stime di prezzo del petrolio Brent

	3° Trim. 2012	4° Trim. 2012	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	2012	2013	2014	2015
Stima	110.9	108.2	108.0	108.4	111.3	108.9	115.4	121.4
Mediana da Bloomberg	114.5	114.5	116.0	118.0	115.0	115.0	115.0	117.5
Contratti forward	91.3	93.2	93.3	93.3	103.3	93.0	91.5	89.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Al momento, vediamo come supporto 90 dollari al barile in quanto tale livello è adeguato sia con le esigenze di pareggio di bilancio della maggior parte dei paesi produttori in Medio Oriente, caratterizzati da una elevata spesa pubblica necessaria a mantenere l'ordine sociale dopo le proteste iniziate a gennaio 2011 (prezzo di *budget break-even*), sia con un debole ciclo economico mondiale su cui gravano importanti rischi di rallentamento.

Nell'ipotesi che un ulteriore grave deterioramento della crisi in Europa porti a un sostenuto rialzo dell'avversione al rischio e inneschi un nuovo prolungato *sell off* sui *risky asset*, un nuovo livello di supporto sarebbe 80 dollari al barile, compatibile con i fondamentali macroeconomici dei principali paesi produttori. Tuttavia, le alte quotazioni del Brent (quasi ininterrottamente superiori ai 100 dollari da febbraio 2011 a marzo 2012) hanno permesso ai paesi produttori di accumulare abbastanza riserve per sostenere per qualche mese prezzi del Brent inferiori ai livelli di budget break-even. Per cui, non escludiamo la possibilità di storni sino a 60 dollari al barile.

Al contrario, vediamo come livello di resistenza un prezzo di 110 dollari al barile, in quanto riteniamo che sarebbe giustificato dai fondamentali di domanda e offerta globali nel caso in cui l'Europa riesca a contenere la crisi e la crescita economica mondiale riprenda slancio. Inoltre, tale livello è ritenuto appropriato da vari membri dell'OPEC, con l'importante eccezione dell'Arabia Saudita, più preoccupata delle prospettive di crescita mondiale, che ha indicato che un target di 100 USD al barile sarebbe coerente con il bilancio attuale di domanda e offerta.

Nel caso in cui si riacuiscono inaspettatamente le tensioni geopolitiche, non escludiamo la possibilità di assistere a veloci rialzi nel prezzo del petrolio legati a preoccupazioni di blocchi improvvisi all'offerta. Tuttavia, riteniamo che livelli superiori ai 120 dollari al barile siano ancora insostenibili per periodi prolungati e ci attendiamo che le attese di un conseguente declino nella domanda mondiale siano sufficienti per riportare le quotazioni a livelli più contenuti.

Driver di breve periodo

Nel breve termine, l'andamento delle quotazioni del petrolio sarà guidato da:

- Prospettive di crescita globale ed evoluzione della crisi europea. Un profondo rallentamento della crescita economica internazionale comprometterebbe la domanda mondiale di petrolio poiché comporterebbe:
 - Gravi conseguenze dirette e immediate in termini di minori consumi, calo della produzione industriale, diminuzione della vendita di autoveicoli;
 - Il rischio di una strutturale diminuzione della domanda pro capite nel lungo termine, guidata dai fenomeni di risparmio energetico e cambiamenti nello stile di vita, più pronunciati nei paesi sviluppati;
- Tensioni geopolitiche, che rischiano di compromettere significativamente l'offerta mondiale.
 - Iran: l'attività iraniana di arricchimento dell'uranio legata al programma di sviluppo nucleare è da mesi al centro delle trattative fra Iran e paesi membri delle Nazioni Unite. Dal clima di dialogo e cooperazione di aprile, si è ritornati a un clima più teso per l'imminente inizio dell'embargo europeo (1 luglio) e per le pesanti sanzioni finanziarie americane. Un conflitto e/o un inatteso blocco della produzione iraniana danneggerebbero gravemente l'offerta mondiale sia per la rilevanza della produzione petrolifera locale, che per la criticità dello stretto di Hormuz, da cui transita circa il 20% del consumo mondiale;
 - Riduzioni dell'offerta in molti paesi produttori hanno notevolmente limitato la *spare capacity*, ovvero la capacità produttiva in eccesso disponibile. In particolare, l'IEA stima che circa 1 milione di barili al giorno siano persi a causa di combattimenti in Yemen, Siria, attacchi terroristici in Nigeria, dispute legate al trasporto del greggio fra Sudan e Sudan del Sud e problemi tecnici nei giacimenti del Mare del Nord.

Driver di medio-lungo periodo

I principali fattori che dovrebbero contribuire a mantenere elevato il prezzo del Brent nel medio/lungo periodo sono:

- Robusta crescita nei paesi emergenti e in Cina, dove nonostante il rallentamento in corso (riduzione del target di crescita ufficiale dall'8 al 7,5%) le dimensioni raggiunte dall'economia manterranno elevata la domanda di carburanti in termini di volumi, anche se in moderazione in termini di crescita percentuale su base annua;
- Strutturale aumento della domanda asiatica, per il minor ricorso al nucleare nella generazione di elettricità da parte del Giappone;
- Crescita dei costi di produzione:
 - Elevata spesa fiscale nei paesi mediorientali: La «Primavera Araba» ha portato a una espansione vertiginosa della spesa fiscale nei paesi dell'area MENA. Un importante livello di supporto è il prezzo che garantisce il pareggio della bilancia fiscale (prezzo di budget break-even), stimato dall'FMI a 80 dollari al barile in media a fine 2011, ma significativamente più alto per l'Arabia Saudita, il principale produttore;
 - Rendimenti decrescenti per il deterioramento nella resa dei giacimenti petroliferi più vecchi. Lo sfruttamento di nuove risorse si concentra in luoghi meno facilmente

accessibili ed è accompagnato da importanti investimenti in nuove tecnologie e infrastrutture.

Rischi allo scenario

I principali fattori di rischio alle nostre previsioni di breve e di lungo periodo sono rappresentati da:

- Apprezzamento del dollaro americano (pesato per il commercio). Un apprezzamento significativo indebolirebbe la domanda mondiale erodendo il potere d'acquisto dei paesi importatori. Tuttavia, i rischi sarebbero minori se l'apprezzamento fosse graduale e accompagnato da un contestuale miglioramento dello scenario internazionale;
- Qualità della crescita cinese. Oltre alla minore domanda legata al rischio di un rallentamento economico, si aggiunge il rischio che l'intensità di utilizzo di materie prime possa diminuire nei prossimi anni per la volontà politica di ribilanciare il modello di sviluppo da un modello basato su esportazioni e investimenti governativi ad uno maggiormente orientato ai consumi domestici;
- Crescita globale minore delle attese, che potrebbe essere causata da vari elementi fra cui: un acuirsi improvviso della crisi europea, con contagio ad altre aree e conseguenze negative sui finanziamenti al commercio; una ripresa americana meno brillante del previsto; un rallentamento eccessivo dell'economia cinese.

Metalli

Per quanto riguarda i principali metalli, ci attendiamo che il 2012 sia complessivamente negativo, con l'eccezione dell'oro, che continuerà a beneficiare dei bassi tassi di interesse in occidente e della forte domanda di oro fisico in Asia. Nel 2013, stimiamo un generalizzato rialzo con l'eccezione del settore siderurgico (ferro e acciaio) che risente dell'*over-capacity* in Cina e del progressivo ribilanciamento nel modello cinese di sviluppo economico dagli investimenti ai consumi.

Previsioni dei prezzi dei principali metalli, in USD					
	Media 2011	Stima 2012	Stima 2013	% 2011-2012	% 2012-2013
Oro	1571	1720	1850	9.5	7.6
Argento	35.1	32	34	-8.8	6.3
Platino	1724	1650	1800	-4.3	9.1
Rame	8850	8300	8800	-6.2	6.0
Alluminio	2424	2150	2400	-11.3	11.6
Piombo	2391	2100	2300	-12.2	9.5
Ferro	168	143	140	-14.7	-2.1
Acciaio	745	650	600	-12.7	-7.7

Note: Ferro: The Steel Index, media ponderata dei prezzi spot per materiali ferrosi a 62% di contenuto di ferro, consegna al porto di Tianjin. Acciaio: The Steel Index, indice calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano. Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati storici da Bloomberg

Stati Uniti – La ripresa ha di nuovo bisogno della Fed

Giovanna Mossetti

- La ripresa prosegue, ma sta rallentando, con crescita modesta della domanda domestica privata, restrizione fiscale e rischi sulla domanda estera.
- Il PIL nel 2012 dovrebbe crescere del 2,1%, con rischi verso il basso nella seconda metà dell'anno. Nel 2013-14 prevediamo una crescita intorno all'1,7%. **Il punto centrale del nostro scenario è l'aumento di restrizione fiscale, controbilanciato solo in parte da ulteriore stimolo monetario.** L'inflazione *core* dovrebbe calare nel secondo semestre sulla scia della domanda debole e dello scarso *pricing power* delle imprese
- I rischi per lo scenario sono molto ampi, e lievemente verso l'alto per il 2013. L'elemento principale di incertezza è la **politica fiscale, esacerbata dalle elezioni dell'autunno.** La legislazione vigente include misure restrittive «automatiche» pari a circa 600 miliardi di dollari (4% del PIL) per l'a.f. 2013: se attuate, darebbero luogo a una contrazione già da inizio 2013. Inoltre, a novembre 2012 si dovrebbe nuovamente raggiungere il limite legale del debito.
- Nel nostro scenario prevediamo che un accordo dell'ultima ora blocchi gran parte delle misure restrittive, ma non tutte, determinando un **aumento di restrizione fiscale di almeno 200 mld di dollari nel 2013.** In seguito alle elezioni dovrebbe esserci un **governo diviso**, condizione generalmente associata a stallo legislativo.
- La **Fed** ha prolungato i programmi di estensione delle scadenze del suo portafoglio e di reinvestimento di cedole e capitale di titoli delle agenzie e di MBS fino a fine 2012. Il FOMC mantiene un *bias* interventista. In caso di ulteriore rallentamento della crescita e di mancato aggiustamento del mercato del lavoro, il FOMC è pronto a introdurre nuovo stimolo. Visti i rischi sulla crescita e sulla dinamica occupazionale, assegniamo una **probabilità superiore al 50% all'annuncio di un QE3** per circa 400-600 mld entro settembre, con una quota ampia di acquisti di MBS.

Previsioni macro	2011	2012p	2013p	2011			2012			2013	
				3	4	1	2p	3p	4p	1p	2p
PIL (US\$ 1996,a/a)	1.7	2.1	1.7	1.5	1.6	2.0	2.1	2.2	2.0	1.9	1.8
- trim./trim. annualizzato				1.8	3.0	1.9	1.8	2.3	2.0	1.6	1.4
Consumi privati	2.2	2.0	2.0	1.7	2.1	2.5	1.8	2.2	2.1	1.7	2.3
IFL - privati non residenziali	8.8	6.6	5.8	15.7	5.2	3.1	5.0	7.9	7.2	5.9	4.3
IFL - privati residenziali	-1.3	10.6	11.2	1.2	11.7	20.0	7.0	9.0	10.8	12.2	13.4
Consumi e inv. pubblici	-2.1	-2.4	-3.1	-0.1	-4.1	-4.0	-1.2	-2.5	0.1	-4.4	-4.8
Esportazioni	6.7	4.5	6.1	4.7	2.7	4.2	5.2	6.3	5.5	6.5	5.5
Importazioni	4.9	3.2	5.2	1.2	3.7	2.7	3.2	5.1	6.3	4.8	4.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	0.4	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.1	-2.8	-2.9	-3.3	-3.5	-3.2	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
Deficit Federale (% PIL)	-8.8	-6.7	-4.7								
Debito pubblico (% PIL)	102.9	106.5	107.2								
CPI (a/a)	3.2	2.2	1.7	3.8	3.3	2.8	1.9	2.1	2.2	1.7	1.6
Produzione Industriale	4.1	4.3	0.7	5.7	4.9	5.6	4.2	2.6	1.4	0.8	-0.4
Disoccupazione (%)	9.0	8.1	7.8	9.1	8.7	8.3	8.1	8.0	7.9	7.8	7.8
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	1.76	1.84	2.41	2.03	2.02	1.81	1.59	1.62	1.69	1.84
Cambio effettivo	70.9	74.2	72.8	69.8	72.4	72.9	74.1	75.7	74.2	73.3	72.6

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

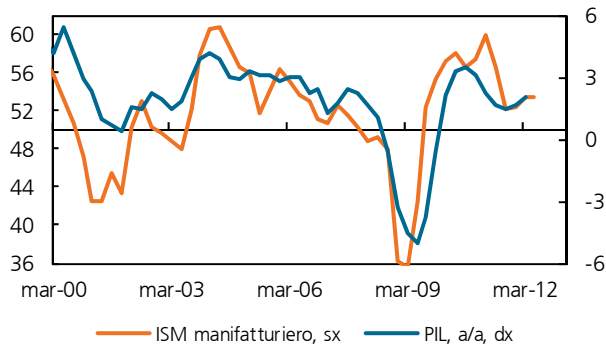
Fonte: Ecwin, Intesa Sanpaolo

La ripresa prosegue, ma comincia a dare segni di cedimento

Lo scenario per la domanda privata resta moderatamente positivo. Tuttavia diversi freni alla crescita restano attivi (riduzione del debito delle famiglie, modesta crescita occupazionale, dinamica salariale quasi piatta), mentre si aggiungono nuovi venti contrari (politica fiscale restrittiva, tensioni sui mercati finanziari, apprezzamento del dollaro, incertezza politica). Manteniamo la previsione di rallentamento della crescita nel prossimo biennio.

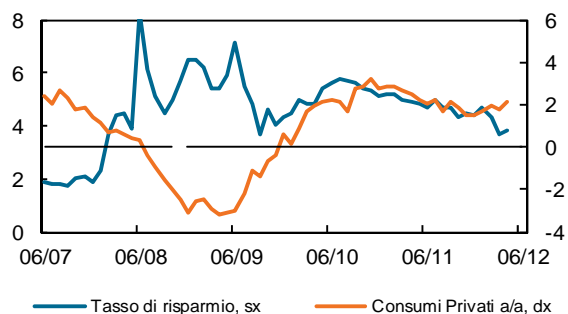
- La necessità di proseguire sul sentiero di riduzione del debito e la modesta crescita occupazionale limita la dinamica della spesa delle famiglie. L'accelerazione dei **consumi** nel 1° trimestre 2012, spinta ancora dai beni durevoli (soprattutto auto), è stata finanziata in gran parte dal calo del risparmio, non sostenibile nel medio termine. Nel 1° trimestre la ricchezza totale e la ricchezza netta sono aumentate, soprattutto grazie alla ripresa dei mercati finanziari. Tuttavia, la crescita dei consumi poggia su quella del reddito da lavoro, che resta su un trend in calo dal picco del 2006: i salari orari continuano a rallentare (1,4% a/a in maggio da una media del 4% a/a fra il 2006 e il 2008). Il sentiero del reddito da lavoro e del reddito disponibile non è compatibile con una crescita della spesa sopra il 2%, nonostante il calo del prezzo della benzina. Il reddito disponibile reale è rimasto circa invariato nel 1° trimestre e potrebbe riaccelerare verso l'1-1,5% a/a nel secondo semestre, ma già dal 2013 potrebbe tornare a frenare per l'attesa restrizione fiscale. **Prevediamo una dinamica dei consumi di poco superiore al 2% in media nel 2012.**
- Le imprese hanno beneficiato di una spinta della domanda nel settore manifatturiero (auto, ma non solo) a fine 2011. L'incertezza sullo scenario fiscale e l'indebolimento della domanda estera stanno cominciando a farsi sentire attraverso un rallentamento di **ordini e investimenti e una stabilizzazione dell'output**. Le indagini di settore danno indicazioni di stabilizzazione dell'attività e delle assunzioni, alcune addirittura sono entrate in territorio negativo (Philly Fed). Gli ordini di beni capitali danno un messaggio anche meno positivo. Nella seconda metà dell'anno, e soprattutto nel corso dell'estate ci sarà un ulteriore elemento di freno derivante dal rallentamento dell'attività produttiva nel settore auto. Le case produttrici hanno aumentato la produzione nei primi 4 mesi dell'anno e nonostante un modesto calo a maggio, la variazione annua era pari a +27% a/a. Le scorte si sono normalizzate a circa 6 mesi di vendite dopo un 2011 anomalo, con gli effetti del terremoto in Giappone e dello tsunami in Corea. Il peso del settore auto sul totale della produzione industriale è pari al 5,3% e del 7% rispetto al manifatturiero: una flessione, anche se probabilmente temporanea, nel comparto auto avrebbe effetti significativi sul resto del settore. Gli **investimenti residenziali** si sono ripresi, ma restano su minimi storici in termini di livelli e offrono un contributo modesto alla crescita. I prezzi delle case si stanno stabilizzando e cantieri e vendite sono in moderato aumento: questi trend dovrebbero proseguire anche nel 2013.
- Il **mercato del lavoro** resta frenato dalla debolezza della domanda aggregata. La media di nuovi occupati mensili fra gennaio e maggio è stata pari a 156 mila. L'ampio calo del tasso di disoccupazione dal 2011 in poi è in larga misura spiegato dal crollo della partecipazione, solo in parte dovuto al fattore demografico (vedi scheda nelle pagine successive). Riteniamo che il mercato del lavoro sia ancora su un sentiero di aggiustamento drammaticamente lento, che sta alla base dell'atteggiamento interventista della Fed. Prevediamo un tasso di disoccupazione ancora vicino all'8% a fine 2012.
- Il **canale estero** in termini reali ha dato qualche segnale incoraggiante, nonostante la debolezza della domanda internazionale. Le esportazioni in valore sono in rallentamento su base annua

Fig. 1 – Da qui in poi si scende!



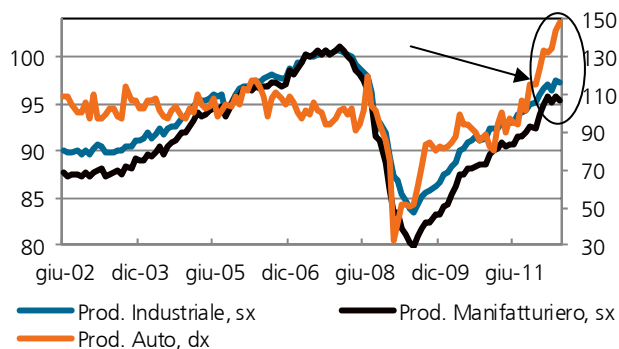
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 2 – Il calo del debito delle famiglie deve ancora proseguire, quello del debito federale deve ancora iniziare



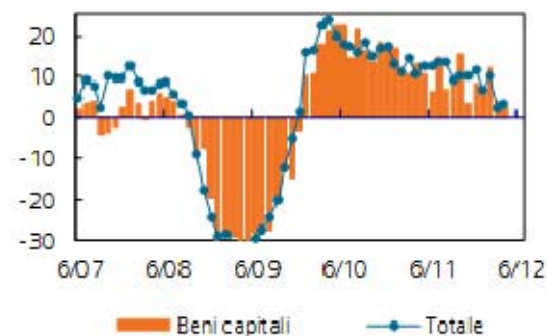
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 3 – L'attività nel settore manifatturiero si stabilizza



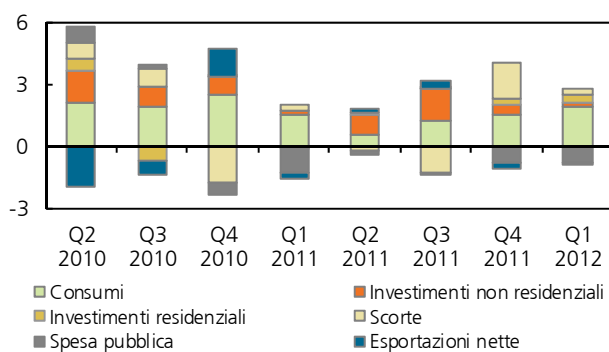
Fonte: Fed

Fig. 4 – Frenata degli ordini di beni durevoli e di beni capitali



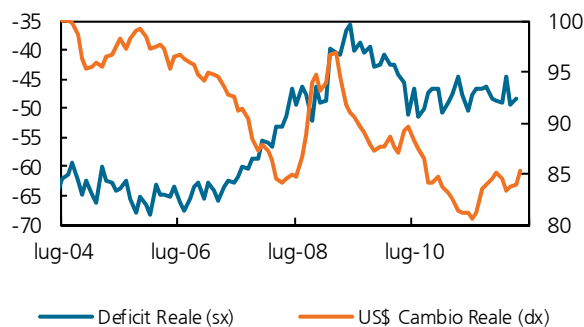
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 5 – Il rallentamento atteso dei consumi frenerà la crescita



Fonte: Thomson Reuters - Datastream. Contributi alla crescita t/ann.

Fig. 6 – Il deficit commerciale reale quasi neutrale per la crescita

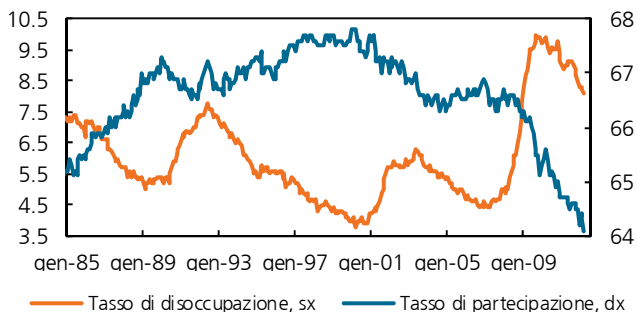


Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Mercato del lavoro – Where have all the workers gone?

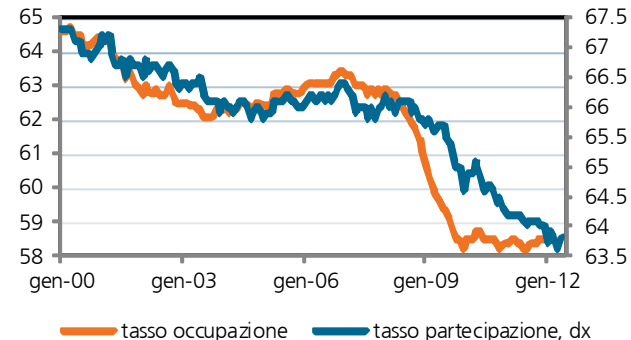
- Il mercato del lavoro USA ha dato segnali misti, con un progressivo indebolimento dei principali indicatori. L'ampio calo del tasso di disoccupazione visto nell'ultimo anno è spiegato in larga parte dal trend verso il basso della partecipazione. Solo una parte di questo fenomeno ha origini demografiche. Sulla base di analisi del funzionamento del mercato del lavoro, gran parte del calo di partecipazione sembra essere dovuto a una domanda eccessivamente debole, e non a fattori strutturali. Questa è anche l'opinione della Fed, come appare dalle decisioni della riunione del FOMC di giugno.
- La dinamica occupazionale degli ultimi tre mesi è stata in netta decelerazione. Da inizio anno la media dei nuovi posti è stata pari a 164 mila, la media aprile-maggio è più che dimezzata, scendendo a 73 mila. A fronte di una modesta dinamica occupazionale, il tasso di disoccupazione è sceso di circa un punto da 9,1% di inizio 2011 grazie alla correzione del tasso di partecipazione, da 64,2% di gennaio 2011 a 63,8% di maggio 2012. La **componente ciclica appare essere ancora la forza dominante per l'equilibrio fra domanda e offerta di lavoro**. Dal lato della **domanda** si rileva un trend positivo dal settore manifatturiero, che però potrebbe rallentare in estate. La crescita dei nuovi posti per l'economia nel suo complesso difficilmente potrà accelerare rispetto alla nostra precedente previsione (volutamente ottimistica) di un aumento di occupati fra l'1,8 e il 2% a/a contro l'attuale 1,5% a/a, coerente con una crescita di occupati compresa fra 200 mila e 230 mila mensile. Questa previsione è basata principalmente sulla **crescita attesa per il PIL** quest'anno (2,1%) e sul rallentamento previsto per il 2013 (dovuto a un aumento della restrizione fiscale, peraltro già in atto dall'autunno 2011).
- Dal lato dell'**offerta**, che contribuisce a determinare il tasso di disoccupazione, il trend straordinariamente rapido di calo della partecipazione prosegue. **Quanto del calo del tasso di partecipazione è legato a fattori demografici, quanto a fattori strutturali** (uscita definitiva dalla forza lavoro) **e quanto a fattori ciclici** (domanda troppo debole)? Secondo stime dell'Atlanta Fed poco meno del 40% del calo della partecipazione dal 2000 in poi è spiegabile con l'invecchiamento della popolazione, secondo DeLong circa il 30%, secondo la Chicago Fed circa il 25%. Con le stime dell'Atlanta Fed, il tasso di partecipazione corretto per i fattori demografici ad aprile 2012 sarebbe pari al 65,1%, invece del 63,6% effettivo. Questa stima è vicina a quella di altri lavori della Kansas City Fed e della Chicago Fed (stime vicino al 65,4%). Secondo le proiezioni di gennaio 2012 del BLS, il tasso di partecipazione nel 2012 dovrebbe essere pari al 64,4%. Tutte le stime sono comunque ben al di sopra dei livelli effettivi. Dall'inizio della recessione (2007), secondo l'Atlanta Fed il **fattore demografico** spiegherebbe quindi 0,9 punti di calo del tasso di partecipazione, secondo il BLS 1,6 punti, su un totale di 2,4 punti. Sempre facendo un esercizio "controfattuale" si può calcolare che con un tasso di partecipazione al 65,1% il tasso di disoccupazione sarebbe pari al 10,2%; con le stime del BLS, il tasso di disoccupazione sarebbe al 9,3%. Gran parte del calo di partecipazione (e quindi di disoccupazione) è da attribuire all'uscita dalla forza lavoro di individui scoraggiati. Questa interpretazione è rafforzata dal trend in significativo rallentamento dei salari (1,4% a/a, maggio 2012), che contribuisce alla debolezza complessiva della dinamica del reddito personale. In caso di rallentamento della crescita occupazionale, si potrebbe vedere un ulteriore calo della disoccupazione, che andrebbe però letta in chiave negativa, come un fenomeno ciclico e non strutturale.
- Concludiamo quindi che i rischi verso il basso restano sia sulla dinamica della domanda e del reddito, sia sull'aggiustamento del mercato del lavoro, lasciando aperto più di uno spiraglio per ulteriore stimolo monetario.

Fig. 7 - Disoccupazione e partecipazione: qui il quadro sembra positivo



Fonte: BLS

Fig. 8 - Occupazione e partecipazione: qui invece si vede che il miglioramento non c'è



Fonte: BLS

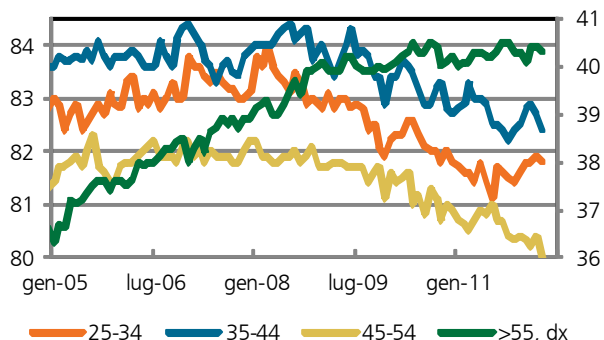
Fig. 9 - Di quanto devono aumentare gli occupati per soddisfare le proiezioni macroeconomiche del FOMC per fine 2013?

	Tasso di partecipazione	Aumento mensile degli occupati
Partecipazione - maggio 2012	63.8%	140368
Partecipazione - stime BLS	64.4%	211181
Partecipazione - stime Atlanta Fed	65.1%	293795

Proiezioni Fed di giugno 2012: tasso di disoccupazione al 7,7% nel 4° trimestre 2013.

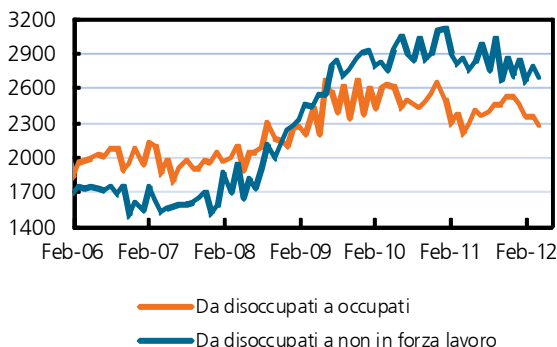
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, Atlanta Fed utilizzando il "jobs calculator" dell'Atlanta Fed

Fig. 10 - Tasso di partecipazione per età (%): il calo più ampio è nelle coorti centrali, 35-44 e 45-54 anni



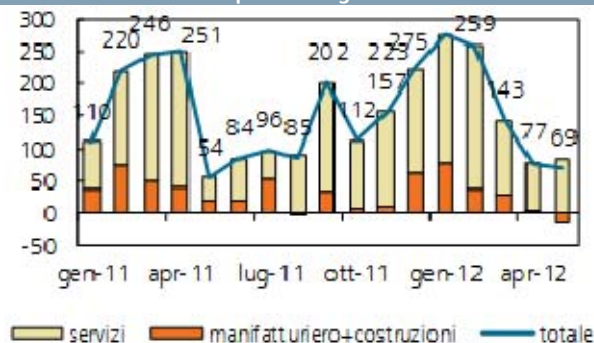
Fonte: BLS

Fig. 11 - Flussi dallo stato di "disoccupato" a quelli di "occupato" e di "non in forza lavoro"



Fonte: BLS. Dati in migliaia

Fig. 12 - Il mercato del lavoro è tornato a peggiorare: variazione dei nuovi occupati non agricoli



Fonte: BLS

Inflazione in discesa grazie al petrolio in calo e alla domanda debole

L'**inflazione** è tornata a scendere nel 2° trimestre sulla scia della correzione dei prezzi energetici. A maggio il CPI ha toccato 1,7% a/a. L'inflazione *core* si è mantenuta su un sentiero più stabile. Il CPI senza alimentari ed energia era a 2,3% a/a in maggio, in linea con la media dei 5 mesi precedenti. Altre misure di inflazione *core* sono su livelli più bassi: il deflatore *core* è rimasto in media a 1,9% a/a da fine 2011, la media troncata al 16% è in calo al 2,1% in maggio da una media di 2,4% dei 3 mesi precedenti.

Quello che più conta è che **tutti gli indicatori prospettici dell'inflazione *core* puntano verso il basso**, come si osserva dai grafici nella pagina seguente. Le intenzioni di prezzo dell'NFIB, il trend recente del CLUP, il rafforzamento del dollaro e l'indebolimento della domanda aggregata concordano nell'indicare pressioni verso il basso. Gli indici di prezzi ricevuti delle indagini sono in calo e in alcuni casi addirittura in territorio negativo (Philadelphia Fed). Inoltre, l'elemento centrale che aveva determinato il rialzo dell'inflazione *core* nell'ultimo anno, gli affitti figurativi, si è ora stabilizzato su una dinamica mensile fra 0,1% e 0,2%, e non contribuirà più a spingere l'indice *core* verso l'alto. La nostra previsione è di calo di tutte le misure di inflazione *core* fra l'1,7 e il 1,9% a/a nella seconda metà dell'anno. Questo è un tassello importante per permettere al FOMC di intervenire ancora con una possibile espansione del bilancio a settembre, se il mercato del lavoro e la domanda aggregata resteranno deboli, come ci aspettiamo.

Politica fiscale e politica monetaria: tiro alla fune

Politica monetaria – Aspettando il QE3. Il FOMC ha deciso, alla riunione di giugno, di estendere l'operazione Twist e il reinvestimento delle scadenze di titoli delle agenzie e MBS fino a fine anno (vedi focus a pag. 23). Le preoccupazioni per la debolezza della domanda domestica e internazionale e per l'arrivo di restrizione fiscale rendono probabile, a nostro avviso, l'apertura di un programma QE3 alla riunione di settembre, quando verranno riviste le proiezioni macro. La Fed è preoccupata della mancata trasmissione del calo dei rendimenti sui Treasuries al resto dei mercati, e in particolare ai tassi sui mutui. Pertanto lo scenario centrale è un programma di acquisto titoli ampio, per circa 600 mld di dollari, concentrato per almeno 2/3 su MBS. Il resto potrebbe riguardare Treasuries, magari su scadenze più corte per rimpinguare lo stock ridotto nell'ultimo anno dalle due operazioni di estensione delle scadenze.

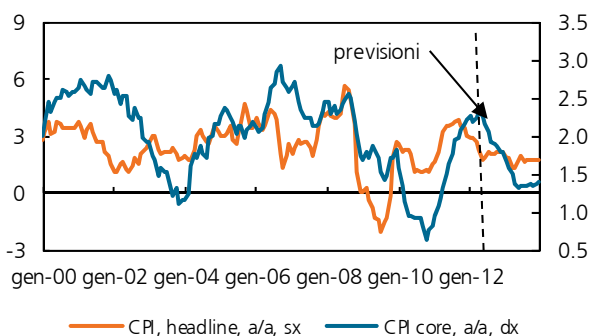
Politica fiscale: la restrizione è già qui - L'incertezza sulla politica fiscale del 2013 domina lo scenario USA, mentre si riaccende qualche spia di emergenza sul fronte congiunturale. La legislazione vigente prevede l'entrata in vigore di rialzi di imposte e tagli di spesa per circa 600 miliardi di dollari nell'a.f. 2013 (v. focus a pag. 19). Per l'anno solare, la restrizione sarebbe pari a 770 miliardi di dollari (5,1% del PIL). In assenza di un accordo politico che blocchi in tutto o almeno in parte le misure, l'economia americana entrerebbe in recessione a inizio 2013. Il nostro scenario centrale è che si trovi un accordo dell'ultima ora che dilazioni gran parte delle misure automatiche. Nel 2013 prevediamo una crescita in rallentamento. La restrizione fiscale dovrebbe proseguire anche negli anni successivi, frenando la dinamica del PIL USA in un *range* vicino al 2% su un orizzonte pluriennale.

Secondo il Bipartisan Policy Center, i leader del Congresso starebbero discutendo un **accordo che permetta di rimandare a marzo 2013** tutti le misure restrittive previste dalla legislazione vigente. L'accordo includerebbe anche una legge di spesa che finanzi il Tesoro fino a marzo, con l'obiettivo di arrivare fino a metà del prossimo anno fiscale senza dover discutere un budget e senza dover approvare un budget per l'anno fiscale in corso. Questo accordo permetterebbe di rimandare ancora tutte le decisioni su imposte e spese a dopo l'insediamento del nuovo presidente e del nuovo Congresso. In caso di un accordo di questo tipo, riteniamo che il 2013 vedrebbe comunque un aumento di restrizione fiscale, ma più contenuto di quanto incluso ora nel nostro scenario (circa 200 mld di dollari) anche perché la restrizione si applicherebbe solo per metà anno solare. **La crescita prevista potrebbe quindi essere portata a 1,9% per il 2013, dalla nostra attuale previsione di 1,7%, ma la restrizione sarebbe poi più ampia sul 2014.**

Scenario Macroeconomico

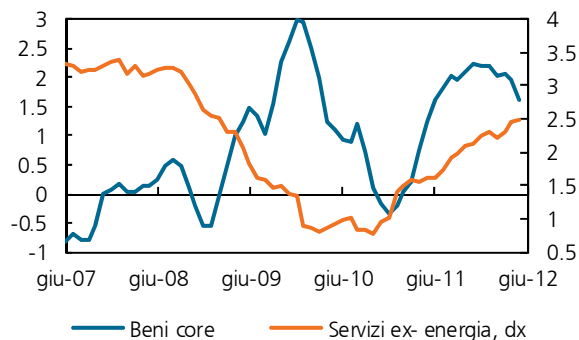
Giugno 2012

Fig. 13 - Inflazione core sotto il 2% nella seconda metà del 2012



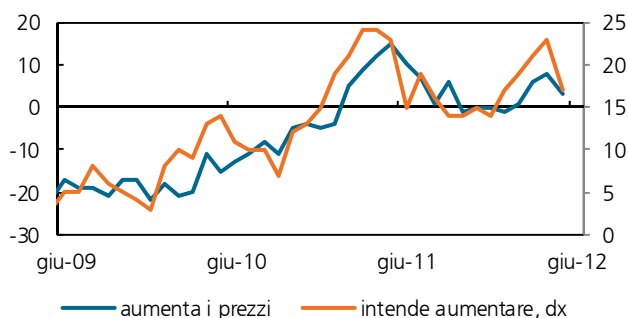
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Department of Energy e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 - CPI e carburanti: ottovolante temporaneo



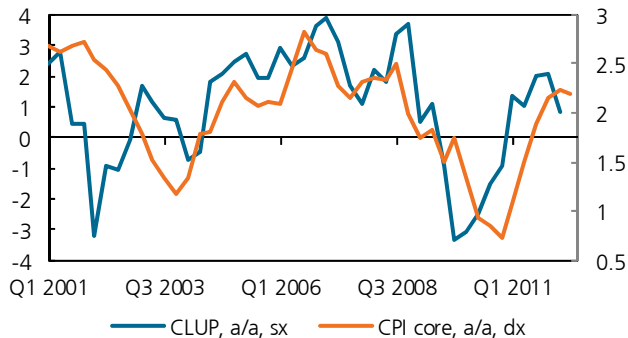
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Department of Energy e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 - Il pricing power delle imprese è di nuovo in calo...



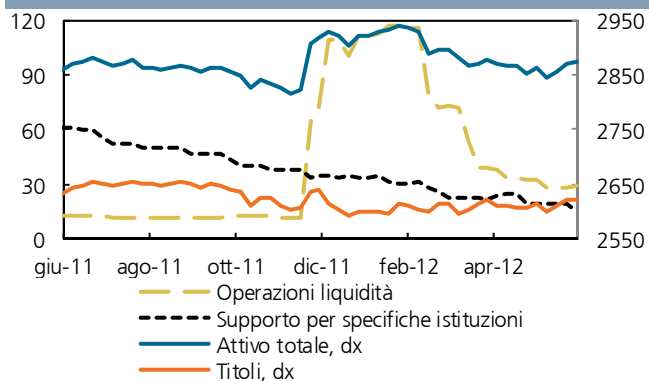
Note: Intenzioni di prezzo delle imprese rilevate dall'indagine della National Federation of Independent Business. Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 16 - ... ma anche dal lato dei costi le pressioni inflazionistiche sono in calo



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 17 - Bilancio della Fed: attivo



Fonte: Federal Reserve Board, dati in miliardi di dollari

Fig. 18 - Conti federali nell'a.f. 2011: la base di partenza per la restrizione

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

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

Politica fiscale USA – A spasso sul baratro...

Giovanna Mossetti

La possibile deflagrazione di un massiccio shock fiscale a inizio 2013 è il principale rischio per lo scenario USA. Da gennaio 2013, la legislazione vigente include misure restrittive pari a circa 600 miliardi di dollari (4% del PIL) per l'a.f. 2013, con la scadenza di tagli di imposte, l'introduzione di nuovi tributi e l'attivazione di riduzioni di spesa. **In assenza di interventi per bloccare o modificare le misure automatiche, il 2013 sarebbe un anno di recessione negli Stati Uniti.** Inoltre, a novembre 2012 si dovrebbe nuovamente raggiungere il limite legale del debito.

Questi eventi, già di per sé difficili da gestire in un contesto politico assestato, avverranno a ridosso delle elezioni presidenziali e del rinnovo del Congresso. In una situazione "normale", l'esperienza recente insegna che la soluzione adottata a Washington è fondamentalmente quella di rimandare il problema con misure temporanee. Tuttavia l'appuntamento elettorale di novembre e una campagna caratterizzata da ulteriore inasprimento dello scontro fra democratici e repubblicani rende difficile la costruzione di un consenso *bipartisan*, anche solo sull'obiettivo minimo di accordo per dilazionare l'entrata in vigore delle misure.

L'esito delle elezioni con ogni probabilità confermerà una situazione di governo diviso, con un Congresso spaccato fra i due partiti – Camera controllata dai repubblicani, Senato con potere di veto di entrambi i partiti – e un presidente probabilmente democratico. Al margine, in questa situazione, il presidente è meno rilevante rispetto alla situazione del Congresso: sono ormai due anni che la spaccatura del Congresso impedisce sostanzialmente l'approvazione di qualsiasi misura rilevante di politica economica diversa dall'estensione di misure in scadenza. Prova ne è il fatto che il budget viene approvato sempre più tardi. Quest'anno la situazione è anche meno governabile del solito: l'anno fiscale è iniziato il 1° ottobre 2011 e gli Stati Uniti sono ancora in esercizio provvisorio, con i 2/3 dell'anno fiscale ormai trascorso senza un accordo.

Nei paragrafi che seguono riassumiamo i contorni del "baratro fiscale" del 2013, **le alternative possibili e quelle più probabili**, con le relative **conseguenze economiche**. Va sottolineato che l'incertezza politica è tale da lasciare completamente sfuocati i dettagli dello scenario fiscale dei prossimi 2-3 anni. Si possono fare ipotesi sui grandi aggregati del budget, ma le linee guida sulle misure specifiche sono soggette a incertezza enorme fino a dopo le elezioni.

Infine, vanno ricordati due punti, relativi uno al brevissimo termine (6 mesi) e l'altro al medio-lungo termine. 1) Per quanto riguarda il primo, la politica fiscale è già restrittiva da diversi trimestri e contribuisce negativamente alla crescita anche per via dell'esercizio provvisorio che contiene la dinamica della spesa essenzialmente a quanto già in atto: questo sentiero durerà anche nel 2° semestre 2012, rallentando la crescita. 2) Su orizzonti oltre i 5 anni, i conti federali sono comunque insostenibili. Anche ipotizzando che gli Stati Uniti operino la correzione inclusa nella legislazione attuale, con tagli di spesa di più di 100 miliardi all'anno, rialzi di imposta sulle misure in scadenza e correzione delle altre distorsioni normalmente bloccate su base annuale (AMT, taglio delle tariffe dei medici convenzionati con *Medicare*), il sentiero del debito federale è comunque esplosivo¹. Questo è un ulteriore motivo che dovrebbe spingere il Congresso a trovare una soluzione *bipartisan* di ampio respiro. Tuttavia, la polarizzazione recente rende difficile prevedere un comportamento ottimale: la questione fiscale resta un'incognita del quadro economico e politico negli USA da anni, ipotizzando la velocità della crescita nel medio-lungo termine.

¹ La previsione di un sentiero esplosivo per i conti federali è confermata dal recente rapporto del CBO sullo scenario di lungo termine, "The 2012 Long-Term Budget Outlook", CBO, giugno 2012.

1. Quanto è profondo il baratro fiscale?

In base alla legislazione vigente, il **deficit** nell'anno fiscale 2013 dovrebbe quasi dimezzarsi, calando a **612 miliardi di dollari, da 1.171 miliardi previsti per l'anno fiscale in corso**, secondo stime del Congressional Budget Office (CBO). La correzione del deficit sarebbe pari a 560 miliardi di dollari. Le misure che dovrebbero entrare in vigore sono pari a 607 miliardi di dollari (4% del PIL), ma la correzione del deficit è ridotta di 46 miliardi di dollari per via degli effetti sugli ammortizzatori sociali.

Le previsioni sono ancora più strabilianti se tradotte sugli anni solari, anziché su quelli fiscali, dato che gran parte delle misure restrittive entra in vigore a gennaio 2013. L'anno fiscale negli USA inizia il 1° ottobre e termina il 30 settembre: pertanto le previsioni per l'a.f. 2013 includono solo 3 trimestri di restrizione. Per l'anno solare 2013, il CBO stima che le misure restrittive previste dalla legislazione vigente siano pari al 5,1% del PIL, per 774 miliardi di dollari. Ipotizzando effetti di feedback analoghi a quelli stimati per l'anno fiscale, e pari a circa 60 miliardi di dollari, la riduzione effettiva del deficit sarebbe pari a 710 miliardi di dollari (4,7% del PIL).

Tabella 1 - Variazioni previste dalla legislazione vigente fra l'a.f. 2012 e l'a.f. 2013	
	Miliardi di dollari
Deficit 2012	-1171
Deficit 2013	-612
Variazione totale	560
Fattori che contribuiscono alla variazione senza effetti di feedback sull'economia	
Variazioni a politiche sulle entrate	
- Misure 2001-2006 su imposte sul reddito, su successioni e donazioni in scadenza il 31/12/2012 più scadenza indicizzazione AMT	221
- Scadenza riduzione <i>payroll tax</i>	95
- Altre misure in scadenza	65
- Tasse incluse nell' <i>Affordable Care Act</i>	18
Sub-totale	399
Variazioni a politiche sulle spese	
- Effetti delle misure incluse nel <i>Budget Control Act</i>	65
- Scadenza sussidi disoccupazione di emergenza	26
- Riduzione dei pagamenti ai medici di <i>Medicare</i>	11
Sub-totale	103
Altre variazioni a entrate e spese	105
Variazione totale del deficit senza effetti di <i>feedback</i>	607
Effetti di <i>feedback</i> economico	-47
Variazione deficit totale	560

Fonte: CBO

Come appare dalla tabella qui sopra, **la scadenza di misure esistenti dal lato delle entrate**, 381 miliardi di dollari, **rappresenta gran parte della restrizione prevista per le imposte** (totale: 399 miliardi). Sull'anno solare, le misure in scadenza più l'aggiustamento dell'AMT (ed escludendo la riduzione della *payroll tax*) sarebbero pari a circa 360 miliardi di dollari: di questi, circa 160 miliardi riguarderebbero redditi al di sotto di 250 mila dollari, e 55 miliardi sarebbero relativi a imposte su redditi al di sopra di 250 mila dollari, a imposte su *capital gain* e imposte di successione; circa 130 miliardi riguarderebbero la correzione per l'*Alternative Minimum Tax* (AMT).

2. Gli scenari possibili sono un *continuum* fra due estremi

Il CBO considera tre alternative. Di queste, due sono "estreme": 1) tutte le misure vengono attuate (si veda tabella 1) e 2) nessuna misura entra in vigore il 1° gennaio 2013. In una terza ipotesi, intermedia, si definisce 3) uno "scenario fiscale alternativo", in cui solo un sottoinsieme di misure entra in vigore. Nello scenario 3), il CBO ipotizza che dal lato delle entrate vengano

estesi i tagli di imposta su reddito, successione e dividendi, venga estesa l'indicizzazione dell'AMT, e non entri in vigore l'imposta per la riforma sanitaria: complessivamente le entrate sarebbero inferiori di 308 miliardi rispetto al caso 1). Per le spese, lo scenario 3) prevede solo la scadenza dell'estensione dei sussidi di emergenza, con spese in aumento di 80 miliardi rispetto al caso 1) nell'a.f. 2013. In questo scenario, i tagli di spesa automatici del *Budget Control Act* verrebbero bloccati. La riduzione del deficit sarebbe pari a "solo" 171 miliardi di dollari, circa 1,1% del PIL.

I due scenari estremi (attuati o bloccate tutte le misure restrittive) sono a nostro parere molto improbabili. Le circostanze politiche non permettono di formulare previsioni senza includere un ampio grado di incertezza. Tuttavia riteniamo che la probabilità dei due scenari estremi sia vicina al 5% per il caso 2) - nessuna misura restrittiva attuata - e del 10% per il caso 1) - tutte le misure entrano in vigore. Il motivo per assegnare una probabilità più elevata al caso 1) che al caso 2) deriva dal fatto che in una situazione politica così complicata come quella di fine 2012, potrebbero esserci problemi procedurali, o incapacità di trovare accordi dell'ultimo minuto.

In questo quadro estremamente incerto, formuliamo uno scenario 4) che aggiunge allo scenario fiscale alternativo del CBO tagli di spesa discrezionale per circa 40 miliardi di dollari, limitando i tagli di spesa del *Budget Control Act* alla parte ex-difesa per il 2013 e rimandando a nuovi negoziati l'implementazione del mandato deciso ad agosto 2011. Le alternative si possono riassumere nella tabella seguente:

Tabella 2 - Scenari fiscali *à la carte*

	Probabilità (%)	Misure a.f. 2013	Misure a.f. 2013
	Intesa Sanpaolo	Miliardi dollari	% PIL
1 Attuate tutte le misure previste dalla legislazione vigente	10	607	4.0
2 Bloccate tutte le misure previste dalla legislazione vigente	5	0	0.0
3 Scenario fiscale alternativo (SFA) CBO	30	170	1.1
4 SFA più tagli spesa discrezionale ex-difesa <i>Budget Control Act</i>	55	210	1.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CBO

3. Conseguenze economiche degli scenari fiscali

Gli scenari delineati sopra sono molto diversi fra loro e implicano effetti economici radicalmente differenti, almeno per i casi 1) e 2). Le proiezioni del CBO sugli effetti economici dei casi 1), 2) e 3) sono basati su moltiplicatori della domanda stimati con diverse metodologie². Tenendo conto delle indicazioni di diversi tipi di modelli e stime, il CBO adotta un intervallo per i moltiplicatori della spesa compreso fra 0,5 e 2,5; per l'estensione del taglio della *payroll tax*, il CBO assume un moltiplicatore fra 0,16 e 1,0; per altre variazioni di imposte si ipotizza un effetto sul PIL fra 0,25 e 1,5. Lo scenario 1) implica una previsione di recessione nella prima metà del 2013. Negli altri casi, l'economia rallenterebbe più o meno a seconda della restrizione attuata. Occorre aggiungere che la previsione resa incerta dal fatto che l'eventuale blocco delle misure sarebbe comunque percepito come temporaneo dagli agenti economici, pertanto anche una dilazione avrebbe effetti restrittivi sulla crescita. Quindi ci sono **rischi verso il basso sulle previsioni associate a tutti gli scenari descritti** nelle tabelle.

² F. Reichling, C. Whalen, *Assessing the short-term effects on output of changes in federal fiscal policies*, CBO, Working Paper 2012-08, maggio 2012.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

Variazione percentuale annua	1° semestre 2013 (4° trim. 2012-2° trim.)	2° semestre 2013 (2° trim. 2013-4° trim.)	Anno solare 2013 (4° trim. 2012-4° trim.)
Scenario 1 – Legislazione vigente	-1.3	2.3	0.5
Scenario 2 – Nessuna restrizione	5.3	3.4	4.4
Intervallo	1.0-9.6	1.9-5.0	1.4-7.3
Scenario 3 – Scenario fiscale alternativo CBO	1.7	2.5	2.3
Intervallo	-0.4-3.8	2.0-3.0	0.8-3.4
Scenario 4 – Intesa Sanpaolo	1.3	2.5	1.8

Fonte: Scenari 1-3, CBO; scenario 4, Intesa Sanpaolo

Nonostante, l'enorme incertezza previsiva legata anche alla componente politica, riteniamo che lo scenario più probabile sia quello che include solo una parte di restrizione fiscale. L'assenza di informazioni sul sentiero di imposte e spesa pubblica per sanità e previdenza, se ancora in essere negli ultimi mesi del 2012, determinerebbe un rallentamento della crescita già nel 4° trimestre.

4. I rischi politici

L'incertezza previsiva per il 2013, che si riverbera già nella seconda metà del 2012, deriva dalle condizioni politiche prevalenti negli USA da fine 2010. Il Congresso è spaccato e incapace di approvare legislazione di rilievo. L'anno fiscale è iniziato a ottobre, e dopo otto mesi gli USA restano senza un budget approvato, governati in esercizio provvisorio da un mese all'altro.

La polarizzazione ideologica di fronte ai temi di politica economica rende difficile prevedere una tregua prima delle elezioni di novembre, quando si rinnoverà tutta la Camera (oggi ad ampia maggioranza repubblicana) e un terzo del Senato (ora a maggioranza democratica, ma soggetta all'ostruzionismo repubblicano). I piani fiscali presentati da repubblicani e democratici sono divisi da uno spartiacque, tasse versus spesa programmatica. In realtà i conti federali difficilmente potranno essere riportati su un sentiero sostenibile senza il contributo di entrambe le componenti, ma al momento persistono veti incrociati.

I rischi per fine 2012-inizio 2013 riguardano però decisioni di brevissimo termine, prima ancora di quelle relative all'orizzonte più lungo. Senza un accordo *bipartisan*, esiste il rischio che il Congresso uscente in autunno non trovi accordi per bloccare l'entrata in vigore delle misure previste dalla legislazione vigente su imposte e spese. Il calendario dell'autunno è il seguente, e la tempistica parla da sola:

6 novembre - Elezioni

1. **Camera:** rinnovo di tutti i 435 seggi; per raggiungere la maggioranza i democratici dovrebbero guadagnare 25 seggi, evento praticamente impossibile;
 2. **Senato:** rinnovo di 33 seggi su 100 di cui 21 detenuti da democratici, 2 da indipendenti che votano con i democratici e 10 da repubblicani; la maggioranza attualmente è democratica (51 democratici + 2 indipendenti); probabile il mantenimento di una risicata maggioranza democratica;
 3. **Presidente:** i sondaggi per ora danno Obama favorito rispetto al candidato repubblicano Romney.
- **Mese di novembre** – Raggiungimento del **limite del debito**: il Tesoro potrebbe ritardare il momento in cui il limite "morde" sulla solvibilità del governo fino a febbraio 2013;
 - **1 gennaio 2013** – **Entrata in vigore di misure fiscali restrittive per 607 miliardi di dollari** con la fine dei tagli delle imposte e l'inizio dei tagli di spesa discrezionale previsti dal Budget Control Act. (si veda tabella nelle pagine precedenti);
 - **3 gennaio 2013** – Insediamento del **nuovo Congresso**;

- **20 gennaio 2013 – Inauguration Day.** il presidente e il vice presidente eletti a novembre giurano in Congresso.

Come evidente dalla sequenza degli eventi politici fra novembre 2012 e gennaio 2013, lo scenario è anche più incerto di quanto non sia stato negli ultimi anni, già segnati da crescente *impasse* politica. Il Congresso uscente, e potenzialmente anche il presidente, dovrebbero accordarsi in autunno per bocciare le misure in arrivo prima dell'insediamento, a gennaio 2013, dei nuovi organi eletti il 6 novembre.

Il **nostro scenario centrale** è una riedizione di quelli del passato: **dilazionare le decisioni rilevanti**, lasciando in vigore una parte della restrizione fiscale. Riteniamo che, dopo le elezioni, i partiti si accordino per bloccare, ancora una volta **temporaneamente**, il rialzo delle imposte che scatterebbe con la fine dei tagli originariamente introdotti da Bush nel 2001 e una parte dei tagli di spesa della difesa. L'orizzonte temporale però sarà breve: riteniamo più probabile che la **dilazione sia di circa 6 mesi**, in ogni caso inferiore all'anno. La restrizione nell'anno fiscale 2013 dovrebbe essere pari a circa 200-220 miliardi di dollari (1,4% del PIL). Lo scenario centrale è però che si attui ulteriore restrizione negli anni successivi, frenando la crescita su un orizzonte di 2-3 anni. In questo quadro la politica monetaria si sforzerebbe di controbilanciare almeno una parte della restrizione fiscale.

5. Conclusioni

Il quadro fiscale rappresenta il principale rischio per lo scenario USA. L'avvicinarsi dell'entrata in vigore il 1° gennaio 2013 di misure restrittive automatiche per circa 600 miliardi di dollari senza indicazioni di un accordo *bipartisan* aumenta rischi di rallentamento già a fine 2012 e di frenata molto brusca nel 2013.

Il nostro scenario centrale è da tempo un **rallentamento della crescita nel 2013**: riteniamo che il Congresso entro fine anno trovi un accordo per **dilazionare temporaneamente** l'entrata in vigore di gran parte dei rialzi di imposte e di una parte della riduzione di spesa previsti dalla legislazione vigente. Ipotizziamo quindi una **crescita compresa fra l'1,6 e l'1,8% nel 2013**. Sottolineiamo che ci sono rischi verso il basso sulla dinamica della crescita già nel 2° semestre 2012. Inoltre prevediamo che **l'insostenibilità del sentiero delle finanze federali induca il nuovo Congresso ad attuare un piano di rientro che dovrebbe avere effetti restrittivi per altri 2-3 anni**. La **crescita USA** dovrebbe quindi essere frenata dalla politica fiscale e compresa in un intervallo **fra l'1,5% e il 2% per diversi anni**. In questo scenario, la **politica monetaria interverrebbe con un ulteriore stimolo**, cercando di controbilanciare gli effetti restrittivi della politica fiscale.

Politica monetaria - "Let's twist again like we did last year"!

Il FOMC estende *Operation Twist* fino a fine 2012 ed è pronto a lanciare QE3 se il mercato del lavoro non si aggiusta.

- Il FOMC, come atteso, ha annunciato **nuovo stimolo monetario**, attraverso l'**estensione di Operation Twist (OT2) e del reinvestimento di cedole e scadenze** di titoli delle agenzie e di MBS **fino a fine 2012**. La decisione, non sorprendentemente, è stata presa con il dissenso di Lacker, contrario all'estensione di OT. La decisione di estendere le attuali politiche per altri due trimestri dovrebbe, secondo il FOMC, "mettere pressione verso il basso sui rendimenti a più lungo termine e rendere più accomodanti le condizioni finanziarie".

- Il quadro congiunturale è ancora coerente con una ripresa moderata, ma si riscontra un rallentamento della dinamica occupazionale con un tasso di disoccupazione ancora elevato, al contrario di una valutazione più ottimistica delle prospettive del mercato del lavoro nelle riunioni precedenti. Questa è la differenza che ha spostato il baricentro del FOMC verso la nuova azione. Per il resto la valutazione di domanda aggregata e prezzi è poco variata. Le **proiezioni macroeconomiche** sono, come previsto, riviste verso il basso in misura piuttosto ampia sul biennio 2012-13 (v. tab.2). Le **proiezioni sui tassi ufficiali** non sono variate e nel comunicato si mantiene l'indicazione di tassi fermi probabilmente fino "almeno al tardo 2014" come indicato in precedenza.
- Il programma di estensione delle scadenze dei titoli in portafoglio viene prorogato fino a fine 2012, con un allungamento di due trimestri rispetto alla scadenza di fine giugno. La Fed acquisterà titoli con vita residua fra 6 e 30 anni, a fronte di vendite di uguale ammontare di titoli con scadenza fra 0 e 3 anni, allo stesso ritmo a cui ha operato da quando è in essere OT. Inoltre, verrà mantenuta la politica di reinvestimento di cedole e titoli in scadenza dei titoli delle agenzie e MBS. Il reinvestimento di Treasuries in scadenza viene invece interrotto per il periodo di OT2. L'estensione di OT corrisponderà a **vendite e riacquisti per circa 267 miliardi di dollari entro fine 2012**. Gli acquisti saranno distribuiti come indicato nella tabella 1, a meno di cambiamenti dettati da condizioni di mercato. La NY Fed continuerà a pubblicare un calendario indicativo di acquisti alla fine di ogni mese per il mese successivo. In media **ogni mese verranno acquistati e venduti titoli per un totale nominale di circa 44 miliardi di dollari**.
- Il FOMC conclude il comunicato affermando che la Fed resta pronta ad agire ancora come appropriato per promuovere la ripresa e un "miglioramento sostenuto delle condizioni del mercato del lavoro". La Fed continuerà a monitorare l'aggiustamento del mercato del lavoro, e la decisione di giugno permette alla Banca centrale di vedere anche gli sviluppi politici e di politica fiscale nell'autunno e di preparare azioni efficaci in caso di necessità.
- Nella conferenza stampa, Bernanke ha ribadito l'impegno della Fed a contribuire al riequilibrio del mercato del lavoro, segnalando che in un contesto di inflazione prevista al di sotto dell'obiettivo del 2%, la Banca centrale si concentrerà su **crescita e occupazione**. Bernanke ha detto che la Fed "ha ancora munizioni" e "se non si vedrà continuo miglioramento nel mercato del lavoro, saremo preparati a fare passi addizionali". Il monitoraggio del mercato del lavoro e della crescita della domanda sarà ancora la bussola per prevedere la rotta della politica monetaria americana nei prossimi trimestri. Un peggioramento del mercato del lavoro potrebbe portare anche a intervenire in corso d'opera, prima della fine di OT2, con misure aggiuntive. Questo messaggio conterrà eventuali rafforzamenti del dollaro e manterrà i rendimenti a lungo termine vicini ai livelli attuali. Sappiamo comunque che la Fed è preoccupata dell'incompleta trasmissione della politica monetaria dai rendimenti dei Treasuries a quelli delle attività più rischiose e ai tassi dei mutui. **Eventuali cedimenti congiunturali porterebbero a un programma di acquisti di attività diverse dai Treasuries**.
- In termini di **effetti**, analisi della Fed e della BRI mostrano che in media QE e OT hanno ridotto i rendimenti di circa 15-20pb (v. tab. 3). Il calo dell'inflazione limita il trasferimento sui tassi reali, e sulla crescita. Riteniamo possibile l'annuncio di un QE3 nell'autunno.

Tab. 1 - Distribuzione degli acquisti di OT2

Titoli nominali per scadenza	TIPS				
	6-8 anni	8-10 anni	10-20 anni	20-30 anni	6-30 anni
	32%	32%	4%	29%	3%

Fonte: NY Fed

Tab. 2 - Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei Presidenti delle Reserve Banks –
Giugno 2012

	Tendenza centrale			
	2012	2013	2014	Lungo termine
PIL reale	1.9 - 2.4	2.2 - 2.8	3.0 - 3.5	2.3 - 2.5
Proiezione aprile	2.4 - 2.9	2.7 - 3.1	3.1 - 3.6	2.3 - 2.6
Tasso di disoccupazione	8.0 - 8.2	7.5 - 8.0	7.0 - 7.7	5.2 - 6.0
Proiezione aprile	7.8 - 8.0	7.3 - 7.7	6.7 - 7.4	5.2 - 6.0
Deflatore consumi	1.2 - 1.7	1.5 - 2.0	1.5 - 2.0	2.0
Proiezione aprile	1.9 - 2.0	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0	2.0
Deflatore consumi core	1.7 - 2.0	1.6 - 2.0	1.6 - 2.0	
Proiezione aprile	1.8 - 2.0	1.7 - 2.0	1.8 - 2.0	

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

Tab.3 - Interventi sul bilancio della Fed: effetti stimati

	Totale acquisti	% del totale esistente	Treasuries mld	% totale Treasuries	Agenzie mld	MBS mld	-pb curva	-pb tratto lungo
QE1	1750	14.6%	300	4.70%	200	1250	30	50
QE2	600*		600	6.60%			21-23	32
OT1	400**		400					22

Fonte: J. Meaning, F. Zhu, BRI, Dic. 2011 e NY Fed. * Oltre ad acquisti per 600 mld di Treasuries, la Fed ha acquistato 150 mld di titoli per reinvestire cedole e capitale in scadenza. ** Gli acquisti riguardano titoli con scadenza fra 6 e 30 anni, a fronte di vendite per ammontare equivalente di titoli con scadenza inferiore a 3 anni.

Area euro - La crisi infinita

Lo scenario in sintesi

- La nostra idea che il perdurare della crisi del debito potesse causare una profonda contrazione del PIL nei paesi periferici ma non uno scenario di "recessione severa" per l'insieme dell'area euro sta trovando conferma. Ovviamente, l'eventualità di evoluzioni "traumatiche" della crisi finanziaria (al di là delle sorti della Grecia, l'eventuale perdita di accesso al mercato da parte di Spagna e Italia), che peraltro a nostro avviso restano a probabilità ridotta, cambierebbe significativamente lo scenario macroeconomico.
- Assumendo il persistere delle attuali tensioni di mercato ma escludendo dallo scenario centrale tali eventi "estremi", riteniamo che la flessione del PIL per l'insieme dell'area euro possa rimanere limitata a qualche decimo di punto quest'anno, e si possa vedere un moderato rimbalzo l'anno prossimo. I motivi restano due: 1) le economie dei Paesi *core* (e in particolare la maggiore economia dell'eurozona, la Germania) continuano a beneficiare di un *mix* di politiche economiche non tali da causare una recessione; 2) il quadro macroeconomico mondiale non è recessivo, a differenza che nel 2009.
- L'export anche nella seconda metà dell'anno sarà l'unico motore di crescita, in presenza di una domanda domestica fortemente colpita dalla restrizione fiscale (oltre che dagli effetti sul credito delle tensioni finanziarie).
- A luglio la BCE ha portato il refi sotto l'1,0% e il tasso sui depositi a zero, livelli senza precedenti. A questo punto lo spazio per un allentamento convenzionale della politica monetaria si può considerare esaurito. Nonostante le dichiarazioni di Draghi, non escludiamo che la BCE possa annunciare un'altra asta lunga entro la fine dell'anno, ma la riapertura dell'SMP rimane un rimedio da ultima istanza, plausibile soltanto nell'ipotesi di completo fallimento dell'ESM.

Paolo Mameli

Proiezioni - Eurozona	2011	2012p	2013p	2011		2012			2013	
				3	4	1	2p	3p	4p	1p
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	-0.4	0.5	1.3	0.7	-0.1	-0.5	-0.8	-0.4	0.4
- t/t				0.1	-0.3	0.0	-0.4	-0.1	0.1	0.2
Consumi privati	0.2	-1.0	0.2	0.3	-0.5	0.0	-0.7	-0.4	0.0	0.3
Investimenti fissi	1.6	-2.9	0.6	-0.3	-0.4	-1.4	-1.0	-0.6	0.0	0.4
Consumi pubblici	-0.3	-0.6	-0.2	-0.3	-0.1	0.2	-0.5	-0.3	-0.2	0.1
Esportazioni	6.3	1.8	3.9	1.5	-0.7	1.0	-0.3	0.6	1.0	1.1
Importazioni	4.1	-0.3	2.4	0.7	-1.7	0.1	0.2	0.2	0.5	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	0.6	0.1	-0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-0.3	0.1	0.0							
Deficit pubblico (% PIL)	-4.2	-3.3	-3.0							
Debito pubblico (% PIL)	87.2	91.3	92.0							
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.7	2.5	1.7	2.7	2.9	2.7	2.5	2.6	2.4	1.7
Produzione industriale (a/a)	3.6	-2.0	0.7	0.8	-2.0	-0.4	-0.9	0.4	-0.2	0.6
Disoccupazione (ILO, %)	10.2	11.1	11.1	10.2	10.6	10.9	11.1	11.2	11.2	11.2
Euribor 3 mesi	1.39	0.69	0.80	1.56	1.50	1.04	0.70	0.50	0.53	0.73

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

Fonte: Thomson Reuters - Datastream, Intesa Sanpaolo

Ipotesi alla base dello scenario e rischi

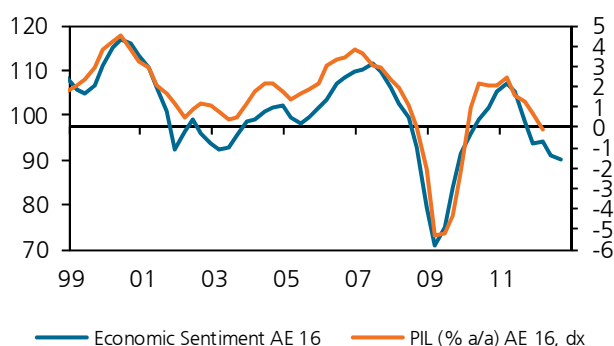
La nostra idea che il perdurare della crisi del debito potesse causare una profonda contrazione del PIL nei paesi periferici ma non uno scenario di "recessione severa" per l'insieme dell'area euro sta trovando conferma. Infatti, al momento per il ciclo eurozona nel suo complesso non si può parlare nemmeno di recessione in senso tecnico, visto che il PIL, dopo la flessione (di -0,3% t/t) registrata a fine 2011, è rimasto stabile nel 1° trimestre. Per la verità, riteniamo che l'attività economica possa ritornare in territorio lievemente negativo nel 2° (e probabilmente nel 3°)

trimestre, e che un ritorno alla crescita si possa avere non prima che a inizio 2013. Tuttavia, nel nostro scenario centrale (sul quale gravano peraltro rischi non trascurabili, vedi *infra*), il quadro rimarrebbe quello di una recessione "lieve", limitata a un paio di trimestri consecutivi di calo del PIL su base congiunturale e di una flessione limitata a qualche decimo di punto percentuale su base annua per l'intero 2012 (-0,4%, nelle nostre stime; vediamo poi un contenuto rimbalzo nel 2013, a 0,5%).

I motivi restano due: 1) le economie dei Paesi *core* (e in particolare la maggiore economia dell'eurozona, la Germania) continuano a beneficiare di un *mix* di politiche economiche (una politica monetaria ultra-espansiva e una politica fiscale neutrale o quantomeno non restrittiva) non tali da causare una recessione; peraltro, tali economie non sono esenti dal rallentamento principalmente indotto dal calo dell'export verso i Paesi più colpiti dalla crisi (vedi *infra*), ed eventuali eventi "traumatici" potrebbero cambiare significativamente questo quadro anche per i Paesi del centro; 2) il quadro macroeconomico mondiale non è recessivo, a differenza che nel 2009.

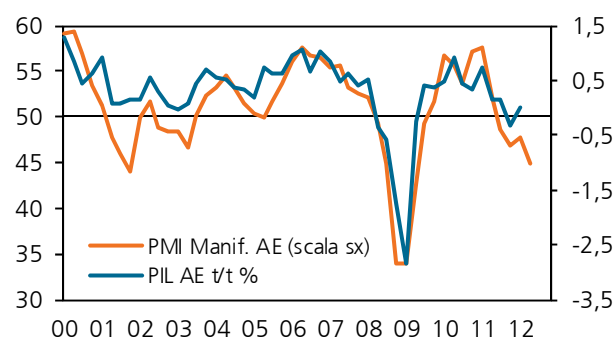
Le indagini di fiducia al momento segnalano per la verità rischi verso il basso sulle stime contenute nel nostro scenario centrale; peraltro non escludiamo che nella seconda metà dell'anno, almeno in assenza di eventi "traumatici", si possa assistere ad un ritorno su livelli non certo ottimistici ma di minore pessimismo delle indagini (il livello attuale degli indici di fiducia sembra infatti scontare un precipitare della crisi finanziaria). Ovviamente, l'eventualità di evoluzioni "estreme" della crisi finanziaria cambierebbe lo scenario.

Sia l'indice composito della Commissione...



Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che l'indagine PMI segnalano ancora rischi al ribasso sul PIL area euro



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

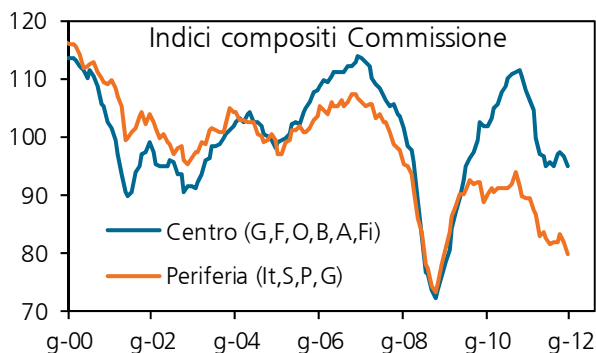
Il nostro scenario centrale assume il persistere delle tensioni di mercato agli attuali livelli e non si fonda su un rapido rientro delle tensioni, che sarebbe a nostro avviso giustificato solo da interventi massicci e tempestivi da parte della autorità (i vertici dell'UE e la Banca centrale), che attualmente non sono in vista.

Un'escalation delle tensioni finanziarie connesse alla crisi sul debito continua a costituire il principale rischio per lo scenario macroeconomico nell'area dell'euro, visto che il perdurare su livelli depressi degli indici di fiducia e su livelli elevati degli indici di rischio sovrano ha rilevanti effetti sull'economia reale attraverso le decisioni di spesa di famiglie e imprese e l'impatto sul circuito del credito. L'esito del secondo voto in Grecia e il sostegno europeo alla ricapitalizzazione delle banche spagnole hanno consentito se non altro di guadagnare tempo riducendo le fonti di incertezza, ma non costituiscono certo un *game changer* in grado di ridurre significativamente le tensioni di mercato. L'eventualità di eventi "traumatici" (al di là delle sorti della Grecia, l'eventuale perdita di accesso al mercato da parte di Spagna e Italia) resta a nostro avviso uno scenario a probabilità ridotta ma non del tutto trascurabile.

La periferia inizia a trascinare il centro?

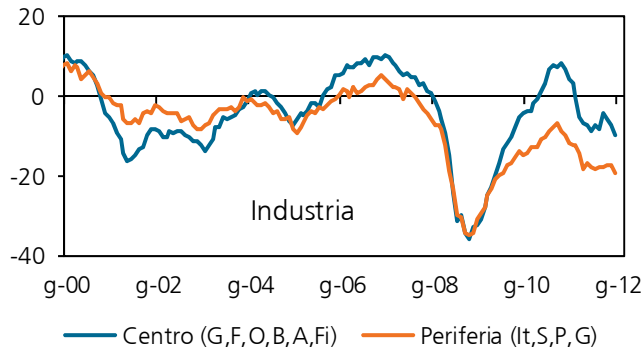
Come evidenziato dagli indici di fiducia della Commissione Europea, permane sempre ampia la divergenza tra centro e periferia. Anzi le tensioni finanziarie e l'effetto delle misure fiscali restrittive stanno ampliando ancora il divario. Lo *"spread"* in termini di clima di fiducia degli operatori economici è particolarmente ampio nel caso del *sentiment* dei consumatori e delle imprese di costruzioni (ma anche nel commercio e nei servizi); è meno significativo nell'industria.

Indici compositi Commissione UE: indici sintetici (media semplice Paesi del centro e della periferia)



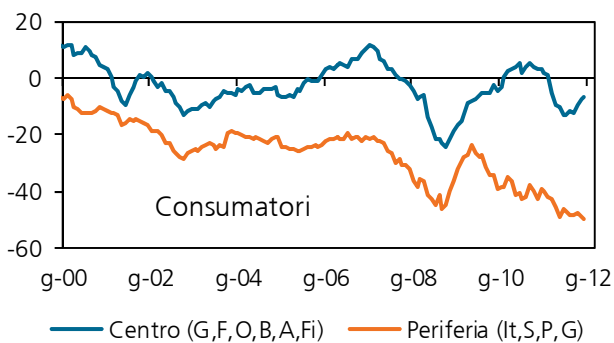
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici compositi Commissione UE: fiducia delle imprese industriali (media semplice Paesi del centro e della periferia)



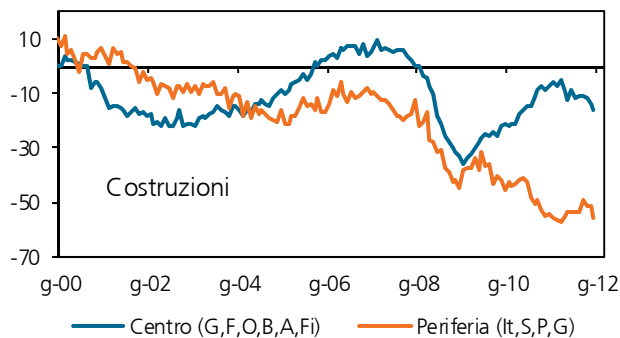
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici compositi Commissione UE: fiducia dei consumatori (media semplice Paesi del centro e della periferia)



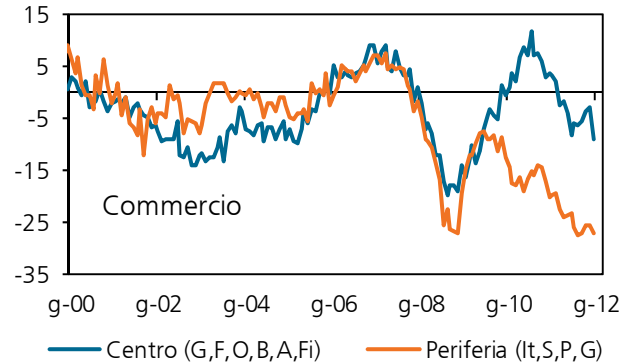
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici compositi Commissione UE: fiducia delle imprese delle costruzioni (media semplice Paesi del centro e della periferia)



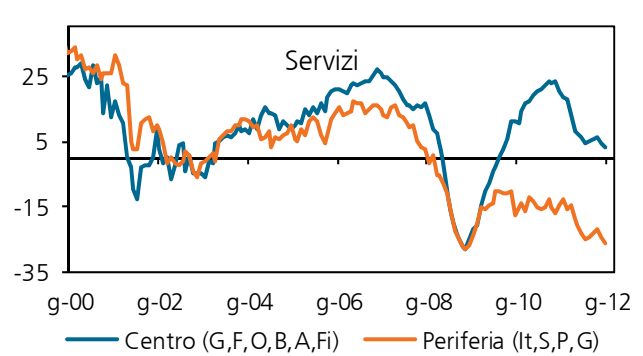
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici compositi Commissione Ue: fiducia delle imprese del commercio (media semplice Paesi del centro e della periferia)



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici compositi Commissione Ue: fiducia delle imprese dei servizi (media semplice Paesi del centro e della periferia)



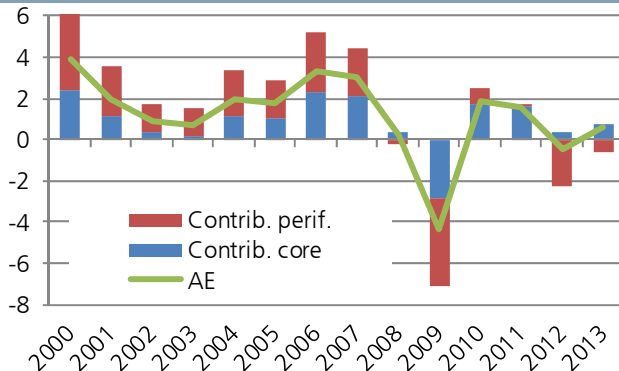
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non soltanto gli indici di fiducia ma anche i dati reali segnalano (e continueranno a mostrare in prospettiva, nelle nostre stime) questa divergenza. Abbiamo scomposto le variazioni passate e attese del PIL area euro e delle sue componenti in due aggregati: il centro (ivi comprendendo in maniera indubitabile Germania, Austria e Finlandia, in maniera più discutibile ma per semplicità Francia, Belgio e Olanda) e la periferia (Italia, Spagna, Grecia, Portogallo e Irlanda). Prescindiamo dai Paesi minori (che insieme valgono solo tre decimi del PIL area euro). L'aggregato così definito della periferia vale circa un terzo del PIL area euro (contro i due terzi del centro).

Nel nostro scenario centrale, quest'anno il contributo negativo dalla periferia (circa -0,7%) prevarrà su quello, lievemente positivo (circa 0,3%), del centro, causando la flessione del PIL area euro attesa per quest'anno (-0,4%). Anche l'anno prossimo la periferia darà un contributo negativo al PIL area euro. Da notare che quanto visto a partire dal 2008 è l'esatto contrario della dinamica avutasi negli anni dal 2000 al 2007, quando la periferia costituiva (eccezion fatta per l'Italia) il principale "motore" di crescita dell'Europa.

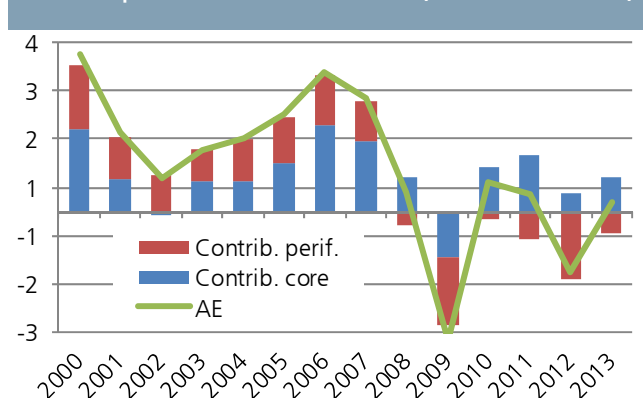
Ma è interessante notare come nell'attuale fase la "zavorra" della periferia sia ancor più rilevante per l'area euro nel suo complesso laddove si consideri non il PIL nel suo insieme ma la sola domanda domestica (al netto delle scorte, cioè data dalla somma dei consumi privati e pubblici e degli investimenti). In questo caso, il contributo della periferia quest'anno è di ben -1,5% (in presenza di un contributo alla domanda domestica dal centro sempre positivo di tre decimi), il che spiega la flessione di -1,2% della domanda domestica nell'intera area dell'euro che ci aspettiamo per quest'anno.

Il freno alla crescita dell'area euro dato dalla periferia è rilevante sul PIL...



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

... e ancor più sulla domanda domestica (al netto delle scorte)



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

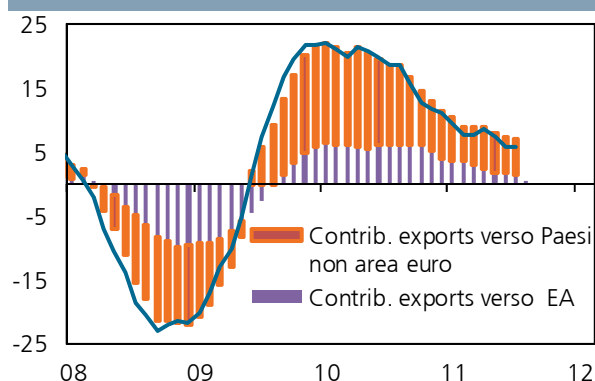
L'export resta l'unico motore di crescita...

Il centro non è però immune dal rallentamento, e anzi inizia a soffrire attraverso il canale dell'export degli effetti della contrazione della domanda in periferia, come mostra l'evoluzione degli indici di fiducia (guardando agli stessi indicatori della Commissione Ue di cui sopra) negli ultimi mesi.

Anche in questo caso, ciò non è segnalato solo dagli indici di fiducia ma anche dai dati reali: i numeri sul commercio con l'estero della Germania, sia pure fermi al mese di aprile, mostrano che il contributo all'export tedesco delle vendite verso gli altri Paesi dell'euro si è in pratica annullato negli ultimi mesi. Tale tendenza dovrebbe essersi senz'altro accentuata nei mesi più recenti con una caduta in territorio negativo di tale contributo. L'export tedesco (e degli altri Paesi dell'eurozona) pare al momento sostenuto solo dalle vendite al di fuori dell'area.

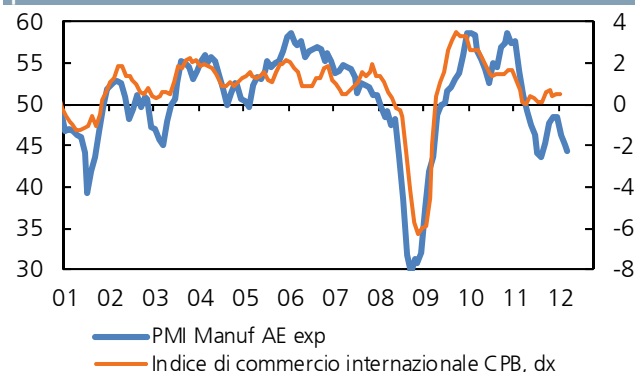
Per la verità, si nota al riguardo un minor dinamismo anche delle esportazioni al di fuori dell'area euro, in relazione al minor vigore del commercio e della crescita mondiale. Peraltro, occorre rilevare che: 1) gli indici di commercio mondiale hanno rallentato significativamente dopo il rimbalzo evidenziato nel 2010-2011, ma il calo della fiducia delle imprese nei Paesi dell'area euro, e in particolare delle loro valutazioni circa gli ordini dall'estero, è andato ben oltre, arrivando a livelli coerenti con cali ben più pronunciati degli indici di commercio mondiale quali quelli registrati durante la recessione del 2009 (non sui minimi ma negli stadi iniziali della fase recessiva); ciò segnala che, nel caso in cui gli indici di commercio mondiale non mostrassero lo stesso andamento catastrofico che nel 2009, si potrebbe assistere a un recupero della fiducia in particolare nella componente ordini dall'estero delle indagini nel settore manifatturiero; 2) il rallentamento della crescita (e del commercio) mondiale appare in buona parte essere legato proprio alla trasmissione degli effetti della crisi dall'Eurozona, piuttosto che dovuto a genuine dinamiche "proprie" di Paesi al di fuori dell'area dell'euro; continuiamo infatti a ritenere che l'impostazione delle politiche economiche nelle principali economie al di fuori dell'Eurozona (non solo nel caso della politica monetaria, che è ultra-espansiva ovunque con l'eccezione di alcuni Paesi emergenti - e in particolare nell'economia-guida, gli Stati Uniti - ma anche per quanto riguarda la politica fiscale) non sia tale da causare una recessione sincronizzata a livello mondiale come fu nel 2008-2009.

L'export tedesco è ormai sostenuto solo dai Paesi al di fuori dell'area euro



Nota: linea: export tedesco % a/a; tutte le variazioni sono espresse in medie mobili degli ultimi 6 mesi. Fonte: Thomson Reuters -Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In presenza di indici di commercio mondiale che si mantengono in territorio (lievemente) espansivo, l'export area euro potrebbe tornare a sostenere la crescita



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... in presenza di una domanda domestica fortemente colpita dalla correzione fiscale

In ogni caso, il calo di “appena” quattro decimi di PIL che ci aspettiamo quest’anno nasconde una flessione ben più marcata per la **domanda interna** (-1,2% al netto delle scorte, seconda solo a quella subita nel 2009, pari a -2,7%). Ma altrettanto severa che nel 2009 sarà la contrazione per i **consumi** privati, stimiamo di almeno un punto percentuale (e difficilmente la spesa delle famiglie potrà tornare a crescere già dal 2013). Infatti le famiglie appaiono le più colpite dalle manovre di consolidamento dei conti pubblici nei Paesi periferici, e il combinato disposto del rilevante calo dell’occupazione e di un’inflazione ancora elevata fa sì che il 2012 sia il quarto anno consecutivo di calo del reddito disponibile reale delle famiglie (l’ultimo anno in cui si è avuto un miglioramento del potere d’acquisto dei consumatori è stato il 2007).

Ancora più colpiti gli investimenti, attesi in negativo anche nella seconda metà dell’anno per una flessione media annua vicina ai tre punti percentuali. Gli **investimenti** però potrebbero in prospettiva ripartire prima dei consumi, tornando a crescere dall’inizio del prossimo anno sulla scia del traino dall’export; ovviamente il discorso fatto vale per gli investimenti in macchinari e attrezzature, mentre le altre tipologie di investimenti (principalmente costruzioni) si contrarranno quest’anno per il quinto anno consecutivo (e dovrebbero mostrare una sostanziale stagnazione l’anno prossimo).

Persino pleonastico aggiungere che un contributo alla crescita non potrà certo venire dalla **spesa pubblica**, vista proseguire per tutto il biennio 2012-2013 la correzione iniziata l’anno scorso sull’esigenza di aggiustare i conti pubblici nella maggior parte dei Paesi.

Il principale motivo della contrazione della domanda domestica va ricercato proprio nell’entità della correzione fiscale in corso (e dei suoi effetti sul PIL), evidenziata in tabella per l’area euro nel suo complesso e per tutti i principali Paesi. Come *proxy* dello *stance* di politica fiscale abbiamo assunto la variazione dei saldi strutturali primari corretti per il ciclo (desunti dalle ultime stime del FMI) in % del PIL. L’impatto sul ciclo è massimo quest’anno (ben un punto di PIL), ma anche il 2013 sarà un anno di politica fiscale restrittiva (che nelle nostre stime sottrarrà tre decimi alla crescita l’anno prossimo).

Correzione fiscale e impatto sul PIL nei principali Paesi dell’area dell’euro (%)								
Correzione Fiscale	2010	2011	2012	2013	2014	Tot 2010-2014	2012-2014	
Grecia	7.8	4.4	1.6	2.0	1.8	17.6	5.3	
Irlanda	2.1	2.0	2.7	2.3	1.9	11.0	6.9	
Portogallo	0.6	3.7	4.0	1.5	0.0	9.7	5.4	
Spagna	1.9	1.3	3.6	0.5	0.2	7.6	4.4	
Italia	0.2	0.8	3.2	1.1	-0.1	5.3	4.2	
AE	0.2	1.1	1.6	0.5	0.2	3.6	2.4	
Francia	0.3	1.4	0.8	0.5	0.4	3.4	1.7	
Belgio	0.8	-0.3	1.8	0.8	0.3	3.3	2.8	
Austria	-0.8	1.1	0.1	0.7	0.3	1.4	1.1	
Olanda	0.1	-0.2	1.3	-0.1	0.1	1.2	1.3	
Germania	-1.2	0.8	0.5	0.1	0.1	0.4	0.7	
Impatto sul PIL	2010	2011	2012	2013	2014	Tot 2010-2014	2012-2014	
Grecia	-4.9	-2.8	-1.0	-1.2	-1.1	-11.0	-3.3	
Irlanda	-1.3	-1.3	-1.7	-1.4	-1.2	-6.9	-4.3	
Portogallo	-0.4	-2.3	-2.5	-0.9	0.0	-6.1	-3.4	
Spagna	-1.2	-0.8	-2.3	-0.3	-0.2	-4.7	-2.7	
Italia	-0.1	-0.4	-1.5	-0.5	0.0	-2.4	-1.9	
AE	-0.1	-0.7	-1.0	-0.3	-0.1	-2.3	-1.5	
Belgio	-0.5	0.2	-1.1	-0.5	-0.2	-2.1	-1.8	
Francia	-0.1	-0.7	-0.4	-0.3	-0.2	-1.7	-0.8	
Austria	0.5	-0.7	-0.1	-0.4	-0.2	-0.9	-0.7	
Olanda	-0.1	0.1	-0.8	0.1	-0.1	-0.8	-0.8	
Germania	0.6	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	
Finlandia	0.7	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.5	0.2	

Nota: variazioni annue dei saldi strutturali corretti per il ciclo. L’impatto sul PIL è calcolato tenendo conto dei moltiplicatori delle entrate e delle spese nel modello OECD Interlink. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI

Crisi del debito: la strategia di gestione cambia poco o nulla

In primavera, la crisi del debito nell'Eurozona ha preso una nuova piega per il peggio con il turbolento avvio del secondo programma di sostegno per la Grecia, subito seguito dallo scioglimento della camera e da due tornate elettorali in rapida sequenza (la prima non aveva prodotto alcuna maggioranza in grado di governare il paese). Nonostante il successivo insediamento di un governo consapevole della necessità di continuare con l'esecuzione del programma di aggiustamento, il rischio che quest'ultimo fallisca è ancora ritenuto molto elevato. Ancor peggio, la crisi bancaria in Spagna subiva una rapida evoluzione, che induceva il governo a chiedere in data 25 giugno il sostegno finanziario dell'Eurozona. Anche in Italia, il governo incontrava crescenti difficoltà nell'attuare il suo programma di risanamento fiscale e riforme strutturali, oggetto di veti incrociati da parte delle forze politiche che lo sostenevano. L'incertezza sulla capacità e la volontà dell'Eurozona di risolvere la crisi hanno portato a un netto aumento dei costi di rifinanziamento per Spagna e Italia, che a loro volta hanno alimentato i timori di dissoluzione dell'Eurozona.

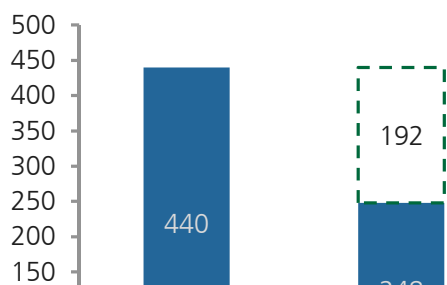
Luca Mezzomo

La risposta delle autorità europee al nuovo peggioramento della crisi è stata ancora una volta parziale e poco efficace. Da una parte, le dichiarazioni di numerosi membri del consiglio direttivo BCE ha reso progressivamente sempre più chiaro che non intendeva riavviare il suo programma di acquisto di titoli di stato, e che stava scaricando sui governi europei la responsabilità di provvedere a interventi di sostegno finanziario mediante gli strumenti esistenti (EFSF) o in via di creazione (ESM). Come è emerso recentemente, tale scelta non dipende neppure dal fatto che sia o no avviato un processo di maggiore integrazione fra gli Stati membri: la BCE, infatti, ritiene l'attuale infrastruttura "adeguata" alla situazione. L'implicita rinuncia a svolgere per l'Eurozona un ruolo analogo a quello svolto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna dalle rispettive banche centrali impone ai paesi in difficoltà condizioni finanziarie punitive durante la fase di consolidamento fiscale, rendendo quest'ultima più difficile dal punto di vista economico e sociale. In effetti, soltanto la Banca centrale dispone dei mezzi per poter garantire i detentori di debito contro il rischio che l'emittente sovrano non riesca a garantirsi il rifinanziamento delle scadenze.

Anche sul fronte dei meccanismi comunitari di sostegno, le novità non sono state positive. La **ratifica del Trattato ESM** procede a rilento: ad oggi, l'atto è stato depositato da 9 paesi su 17 (Belgio, Cipro, Finlandia, Francia, Grecia, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna), sebbene altri 4 (Germania, Irlanda, Lussemburgo, Malta e Olanda) abbiano già completato il passaggio parlamentare. Ciò significa che gli aiuti devono essere erogati ancora dal solo EFSF, che ha risorse disponibili per meno di 150 miliardi, una volta sottratti i 100 miliardi potenzialmente impegnati per ricapitalizzare le banche spagnole. In secondo luogo, diversi governi hanno opposto resistenza all'idea di utilizzare EFSF/ESM per sostenere il debito dei Paesi sotto pressione, pur essendo questa possibilità già prevista dalle attuali procedure.

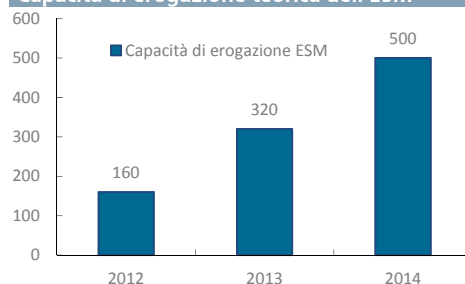
A tale riguardo, a seguito della pressione esercitata di Spagna e Italia, il **vertice del 28-29 giugno** ha prodotto qualche novità: primo, si ammette la possibilità di utilizzare i fondi europei al fine di stabilizzare i mercati; secondo, pur non modificando le procedure esistenti, si accetta il principio che ai Paesi in regola con il Patto di Stabilità e gli altri meccanismi di sorveglianza e indirizzo non siano imposte condizioni aggiuntive. Si attende ora la definizione dei meccanismi operativi da utilizzare, che dovrebbe arrivare nel corso del mese di luglio. L'intervento diretto nelle aste sembrerebbe fornire il miglior compromesso fra risorse (scarse) e obiettivi (contenere il rischio di rifinanziamento). Tuttavia, l'attivazione del meccanismo richiede comunque una richiesta dello Stato in difficoltà, la firma di un memorandum di intenti e un monitoraggio regolare del rispetto delle condizioni. Inoltre, le procedure decisionali dell'ESM richiedono l'unanimità o (ipotizzando che BCE e Commissione valutino che la stabilità dell'euro è a rischio) una maggioranza qualificata dell'85%: ciò espone ancora al rischio di veti individuali o minoranze di blocco.

Capacità di erogazione dell'EFSF



Fonte: EFSF e Intesa Sanpaolo

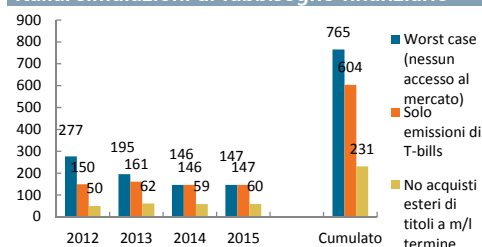
Capacità di erogazione teorica dell'ESM



Fonte: ESM e Intesa Sanpaolo

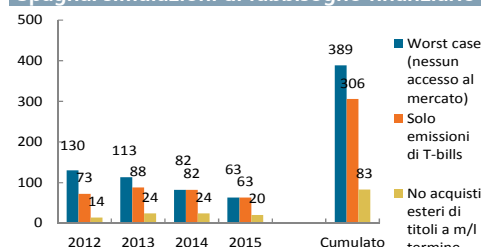
Quanto tempo si può guadagnare con questo meccanismo? La capacità di erogazione dell'EFSF è di 440 miliardi ma di questi 192 miliardi sono già stati impegnati per Grecia, Irlanda e Portogallo. Nel caso di una richiesta di aiuti formale di Italia e Spagna, i due Paesi andrebbero esonerati dal versamento delle garanzie EFSF: di conseguenza la capacità di erogazione del fondo scenderebbe rispettivamente di 48 e 32 miliardi. Inoltre, fino a 100 miliardi della capacità residua saranno presto impegnati nella ricapitalizzazione delle banche iberiche. Di contro, la capacità di erogazione dell'ESM è limitata dal capitale versato, e raggiungerà il massimo soltanto nel 2014. Ipotizzando che EFSF/ESM acquistino il 50% delle emissioni a medio e lungo termine a partire dall'agosto 2011, basterebbero poco più di 100 miliardi di euro per sostenere l'Italia fino a tutto il 2013. Ma, essendo la potenza di fuoco dell'ESM limitata, nulla garantisce che ciò ripristini la fiducia degli investitori e con essi i flussi di domanda dall'estero, e che basti a conseguire una sostenibile riduzione dei premi al rischio. In effetti, è noto a tutti che i fondi europei sarebbero largamente inadeguati nelle ipotesi peggiori di crisi (v. grafici sottostanti).

Italia: simulazioni di fabbisogno finanziario



Fonte: EFSF e Intesa Sanpaolo

Spagna: simulazioni di fabbisogno finanziario



Fonte: EFSF e Intesa Sanpaolo

La novità più importante che va emergendo è costituita dalla **proposta di istituire una vigilanza centrale sulle banche europee**, probabilmente con il contributo della BCE. Il Consiglio dovrebbe esaminare il progetto proposto dalla Commissione Europea entro la fine dell'anno. Una volta introdotto questo livello indipendente di supervisione, l'ESM potrà intervenire direttamente nella ricapitalizzazione delle banche – qualcosa di simile a un meccanismo comune di risoluzione delle crisi. Nessun progresso, invece, riguardo ai vari progetti di **mutualizzazione del debito**. Né l'ipotesi del fondo di redenzione (che prevedeva l'emissione congiunta del debito eccedente il 60% del PIL, a fronte di garanzie), né l'ipotesi di emettere congiuntamente soltanto titoli a breve termine hanno possibilità di ricevere il necessario consenso a questo stadio della crisi.

In conclusione, la gestione della crisi del debito non sta attraversando ancora una svolta risolutiva. La strategia attuale rimane imperniata su un processo di austerità fiscale, supportato da misure temporanee e limitate di sostegno finanziario che è poco probabile possano produrre un miglioramento sostanziale delle condizioni di rifinanziamento per gli emittenti sovrani.

Inflazione: sotto il 2% nel 2013 ed i rischi sono verso il basso

L'inflazione a giugno si è stabilizzata al 2,4% a/a, dal 2,6% a/a, di aprile e dal 2,7% a/a di giugno scorso. La relativa inerzia della dinamica inflativa area euro è ancora una volta da ricondursi a pressioni dalla componente energia (ancora +8,1% a/a, a maggio) ed alimentari freschi (2,2% a/a). Al netto di energia ed alimentari freschi (circa 30% del paniere dell'indice armonizzato), l'inflazione si è mantenuta negli ultimi sei mesi appena al di sotto del 2,0% a/a, per effetto dei rincari di prezzi amministrati e tassazione indiretta. Al netto del contributo dei prezzi amministrati, l'inflazione sottostante si è aggirata all'1,7% a/a.

Le indicazioni più recenti dalle indagini congiunturali suggeriscono che sono del tutto rientrate le pressioni a monte anzi, il PMI indice prezzi pagati è calato sotto 50 a giugno e segnala quindi un rallentamento dei prezzi alla produzione, questa anche l'indicazione dall'indice dei prezzi all'importazione tedeschi.

Rispetto allo scenario di marzo rivediamo le stime di inflazione 2012 al 2,4% da un precedente 2,6% mentre la previsione per il 2013 è sostanzialmente invariata (a 1,8% da 1,7%).

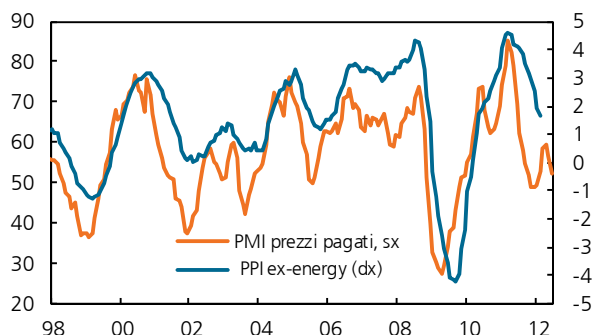
Le nostre stime scontano un calo più marcato del prezzo del petrolio nella seconda metà di quest'anno che dovrebbe lasciare la media 2012 a 110 dollari a barile nel 2012 (da una precedente stima di 116 dollari). Nel 2013, il prezzo del greggio dovrebbe aggirarsi a 109 dollari a barile a fronte di un cambio in apprezzamento a 1,35 da 1,29 stimato per il 2012.

Per quel che concerne la dinamica dei prezzi interni, ci aspettiamo un rallentamento dell'inflazione *core* nel corso del 2013 all'1,4% dall'1,7% a/a, stimato in media per il 2012. Le nostre stime di crescita più deboli per il biennio in corso suggeriscono un ulteriore allargamento dell'*output gap*. La disoccupazione potrebbe continuare a salire fino all'11,8%, dall'11,1% toccato a maggio scorso. Nonostante i generosi aumenti in Germania e qualche pressione residuale da Belgio e Olanda, la dinamica dei salari negoziali ha rallentato all'1,9% da un precedente 2,0% a/a. A partire dalla seconda metà di quest'anno ci aspettiamo un recupero ciclico di produttività che dovrebbe tenere sotto controllo il costo del lavoro.

Le uniche pressioni verso l'alto sulla dinamica dei prezzi interni verranno da tassazione indiretta e prezzi amministrati. La Spagna potrebbe trovarsi costretta ad aumentare l'IVA di due punti percentuali (dall'attuale 18%). In Italia, l'IVA è attesa salire di due punti a luglio 2013. In Germania sono in calendario rialzi delle accise sui tabacchi.

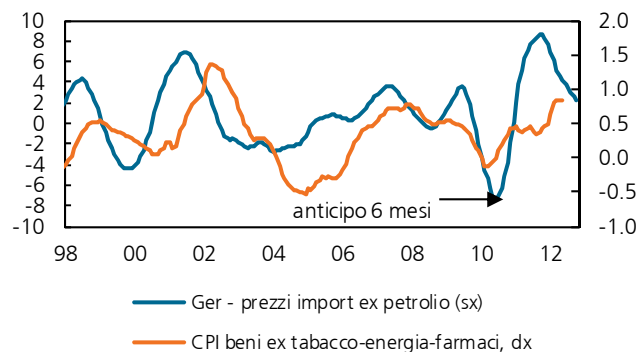
Ci sembra che nel complesso i rischi per la dinamica inflazionistica sull'orizzonte di previsioni siano più verso il basso che non verso l'alto **dato l'ampio eccesso di offerta nel mercato del lavoro, limiteranno le pressioni da salari e costi sulla dinamica dei prezzi interni**. Un rallentamento più marcato di quello incorporato nelle nostre stime potrebbe spingere la dinamica sottostante pericolosamente verso l'1,0%. La BCE tuttavia ha assicurato che ha a disposizione un'ampia artiglieria per difendere la stabilità dei prezzi da eccessive pressioni verso l'alto e verso il basso.

Fig. 1 - PMI prezzi pagati: del tutto rientrate le pressioni a monte



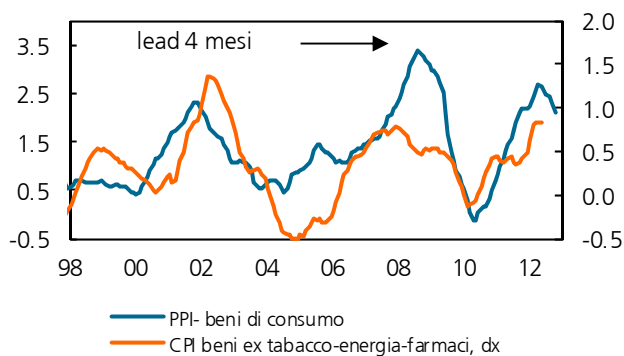
Fonte: Markit, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Nei primi mesi del 2012 saranno presenti pressioni residuali al rialzo



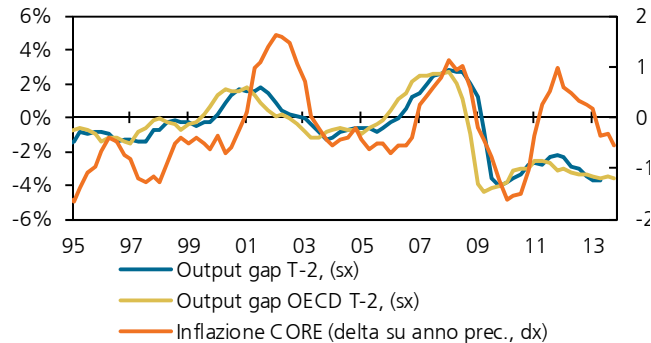
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Beni ex energia e farmaci in frenata



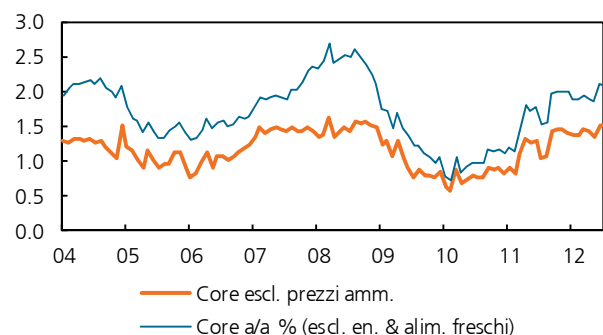
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Per effetto dell'ampio output gap



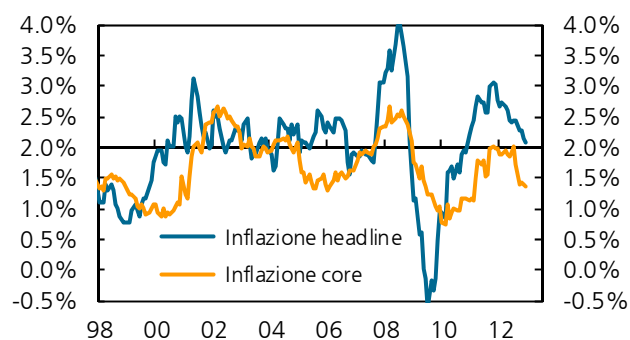
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - In arrivo ulteriori aumenti di tasse e prezzi amministrati



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - I rischi rispetto al nostro scenario centrale sono più verso il basso che non verso l'alto



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Tab. 1 - Contributo della tassazione indiretta alla dinamica inflazionistica

	Area euro	Austria	Belgio	Finlandia	Francia	Germania	Grecia	Italia	Olanda	Portogallo	Spagna
2004	0.1	0.2	0.1		0.1	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0
2005	0.1	0.1	0.2		0.0	0.2	0.6	0.1	0.3	0.5	0.0
2006	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.7	0.5
2007	0.5	0.0	0.1	-0.1	0.0	1.6	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
2008	0.0	0.2	0.1	0.4	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.1
2009	0.0	-0.1	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.2
2010	0.1	0.0	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	3.3	0.0	0.1	0.4	0.7
2011	0.2	-0.3	0.1	0.6	0.0	0.0	2.0	0.3	0.2	1.5	0.6

Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

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

Politica monetaria - A qualcuno piace caldo

A luglio la BCE ha portato il refi sotto l'1, % e il tasso sui depositi a zero, livelli senza precedenti. A questo punto lo spazio per un allentamento convenzionale della politica monetaria si può considerare esaurito. Nonostante le dichiarazioni di Draghi, non escludiamo che la BCE possa annunciare un'altra asta lunga entro la fine dell'anno, ma la riapertura dell'SMP rimane un rimedio da ultima istanza, plausibile soltanto nell'ipotesi di completo fallimento dell'ESM.

Anna Maria Grimaldi

A luglio, la BCE, come largamente atteso, ha tagliato i tassi di 25pb portando il refi a 0,75%, il tasso sui depositi a zero e il tasso di rifinanziamento marginale a 1,5%. I livelli attuali sono senza precedenti. La decisione è stata unanime ed è motivata dagli accresciuti rischi verso il basso per lo scenario macro in tutta l'area (anche la Germania), a fronte di rischi per la dinamica dei prezzi al consumo nel medio periodo ampiamente sotto controllo. Come specificato da Draghi il taglio ridurrà il costo sulle operazioni di rifinanziamento marginale e avrà un impatto positivo anche sul costo dell'ELA (il rifinanziamento speciale per le banche non ammesse alle operazioni ordinarie). Riguardo al taglio a zero del tasso sui depositi, Draghi ha indicato che l'effetto è da verificare dal momento che se da un lato la misura dovrebbe scoraggiare il parcheggio della liquidità sulla *deposit facility*, dall'altro riduce i margini per le banche.

Al di là del taglio dei tassi, e come in parte ci aspettavamo, **non vi è stato alcun indizio che la BCE possa annunciare a breve un'altra operazione di rifinanziamento su scadenze oltre l'anno.** Draghi ha indicato che "al momento la BCE non sta valutando l'adozione di nuove misure straordinarie" anche perché non vi sono interventi che possano ritenersi efficaci per tutta l'area euro e che piuttosto le eterogeneità che permangono all'interno dell'area possono essere in parte gestite con le nuove regole sul collaterale. Lo scorso 28 Giugno³, la BCE aveva deciso di estendere il *pool* di attività stanziabili anche ad asset (ABS) garantiti da prestiti auto e mutui residenziali e commerciali con un rating di "A" e cartolarizzazioni di mutui residenziali con rating "BBB". Chiaramente queste attività di qualità inferiore saranno scontate con un margine di garanzia più elevato. La misura risponde all'esigenza di garantire accesso alla finestra BCE alle banche della periferia in condizioni di perdurante chiusura del mercato interbancario e di crescente dipendenza dal canale ufficiale per il rifinanziamento delle scadenze, situazione che porta a un graduale depauperamento degli attivi stanziabili.

Riguardo all'**esito del Summit Europeo** Draghi ha sottolineato che le decisioni prese e l'impegno a definire entro la fine dell'anno una *roadmap* che consenta di potenziare il grado di integrazione europea e di muovere verso un'unione monetaria e fiscale sono un segno che l'euro "è qui per durare". Il **trasferimento alla BCE dei poteri di vigilanza bancaria è un risultato molto importante.** La Commissione ha per il momento presentato solo un documento preliminare ma la BCE attende ulteriori indicazioni e una maggiore legittimazione democratica.

³ http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_ecb_2012_11_f_sign.pdf

Le nuove funzioni dovranno essere svolte in modo efficace, rigoroso e in piena autonomia, in modo da non compromettere la reputazione della Banca centrale.

La BCE ha chiuso nettamente la porta a ogni ipotesi di riattivazione dell'SMP. Draghi ha indicato che ritiene che **gli strumenti europei EFSF e ESM devono esser fatti bastare "you have to make it do"** e che in ogni caso le risorse dovrebbero essere adeguate per gestire eventuali emergenze. In ogni caso il ricorso alle *facility* europee deve avvenire nell'ambito del *framework* di riferimento e già concordato. Draghi ha specificato che "l'uso flessibile delle risorse", cui si fa riferimento nel comunicato del summit, non significa che gli aiuti non saranno soggetti a stretta condizionalità, dal momento che questo è l'unico modo per assicurare la credibilità dell'intervento.

Germania: soffia aria di scirocco

L'economia tedesca continuerà a fare meglio del resto della zona euro nel biennio in corso. Rispetto allo scenario di marzo manteniamo invariata la stima per il 2012 (1,0-0,8%, corretto per gli effetti di calendario), mentre rivediamo marginalmente al ribasso la previsione per il 2013: 1,5% da un precedente 1,7%. In realtà, dopo un 1° trimestre più forte delle attese, **le prospettive per l'economia tedesca sono peggiorate negli ultimi tre mesi e riteniamo che il PIL non sia cresciuto nel 2° trimestre.** Si attende una crescita solo moderatamente positiva in estate e in autunno, in linea con le recenti indicazioni delle indagini IFO e PMI.

Anna Maria Grimaldi

Nonostante la maggior diversificazione dei mercati di sbocco tedeschi e le quote crescenti di economie dinamiche, **l'export sta risentendo del rallentamento della domanda dal resto della zona euro.** La quota delle esportazioni verso la periferia è scesa rispetto al 16% del 1991, ma continua a rappresentare ancora l'11% del totale. Oltretutto il supporto della domanda mondiale sembra essersi affievolito nei mesi primaverili dal momento che il PMI globale è tornato sui livelli di fine 2011 (49,5) dopo un recupero sopra quota 50 a inizio anno.

La durata del rallentamento in Germania dipenderà, quindi, **da quanto a lungo si protrarrà la crisi nell'area euro** e dalle ripercussioni che questa avrà anche sulla dinamica della domanda mondiale. Inoltre, non **vanno sottostimati i rischi derivanti dal perdurare di un elevato grado d'incertezza** e volatilità sui mercati finanziari sulle decisioni di consumo e investimento. Già a inizio anno la spesa per investimenti è calata più del previsto e, secondo il rapporto annuale della Bundesbank, la componente precauzionale ha avuto un peso non trascurabile. Come negli ultimi due anni, e a differenza di quanto avveniva nel periodo 2000-2008, **il supporto alla crescita del PIL continuerà a venire in misura crescente dalla domanda interna e meno dal commercio estero.** La tendenza recente non ha però ancora determinato una chiusura significativa del surplus di bilancia commerciale, che nel 2012-13 ci aspettiamo si aggiri ancora intorno al 5,2-5,4% del PIL, restando comunque ben al di sotto del picco toccato nel 2007 (7,5% del PIL).

Il commercio estero offrirà un contributo marginalmente negativo. A fronte del rallentamento dell'export, 3,3% quest'anno e 6,5% il prossimo dopo il +8,3% del 2011, la domanda interna trainerà la crescita delle importazioni (+3,8% nel 2012 e 7,2% nel 2012) in eccesso rispetto a quella dell'export.

La domanda interna è, difatti, attesa crescere più del PIL (1,0-1,7%) grazie a condizioni finanziarie eccezionalmente espansive (grazie anche al calo dei rendimenti a medio lungo termine generato dall'effetto *safe haven*) e a una politica fiscale neutrale.

In particolare, **i consumi delle famiglie dovrebbero avanzare dell'1,0% quest'anno e dell'1,3% il prossimo.** Il reddito da lavoro è in crescita del 3-3,5% *a/a* grazie alla tenuta della dinamica occupazionale (si veda sotto) e dal momento che le negoziazioni finora concluse dovrebbero essere coerenti con una crescita dei salari contrattuali del 2,5% quest'anno e del 3,0% il prossimo. La crescita delle retribuzioni dovrebbe essere circa in linea con quella dei salari dal

momento che sono stati concessi, come nel 2011, premi di produttività nel settore privato. Il taglio dei contributi sociali dovrebbe sostenere la dinamica delle retribuzioni nette.

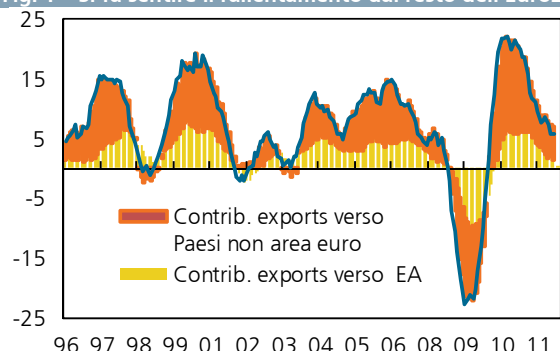
Ci aspettiamo una **crescita degli investimenti di +1,0% nel 2012 e di +5,6% nel 2013** dal 7,4% del 2011. La spesa in macchinari ha già frenato più del previsto a inizio 2012, in parte per motivi precauzionali, secondo le valutazioni della Bundesbank nel bollettino annuale. Per la restante parte dell'anno ci aspettiamo una crescita solo moderatamente positiva degli investimenti aziendali. Al rientrare dell'incertezza su questo fronte, e dati costi di finanziamento particolarmente favorevoli, le imprese riprenderanno a investire in linea con i piani di medio termine. Dopo il calo di inizio anno, in parte spiegato da fattori climatici, gli **investimenti in costruzioni resteranno orientati positivamente nel biennio in corso** (+1,3% e +3,0%). Gli ordini nelle costruzioni residenziali suggeriscono un proseguimento della fase espansiva. Del resto gli investimenti nel settore residenziale rimangono favoriti dalla crescita sostenuta dei salari, da tassi d'interesse storicamente bassi e dall'incertezza su altre forme d'investimento.

Il mercato del lavoro perde giri. Nel 2011, l'occupazione è cresciuta di 560 mila unità e gli occupati soggetti a contribuzione sono aumentati di oltre 700 mila unità. Nei primi quattro mesi del 2012, sono stati creati ancora 200 mila posti di lavoro, su base annua l'occupazione viaggia all'1,4% a/a. Le indicazioni dalle indagini congiunturali sono solo per un modesto rallentamento delle intenzioni ad assumere. La crescita dell'occupazione dipenderà anche dall'aumento del tasso di partecipazione, che a sua volta è legato ai flussi migratori. Dopo flussi netti di 280 mila unità nel 2011 (grazie alla piena apertura agli otto paesi dell'Est-Europa a cui è stato esteso il diritto alla piena circolazione delle persone da maggio 2011), la Bundesbank stima ingressi netti per 180 mila unità. Ci aspettiamo, quindi, che in media l'occupazione totale cresca di 0,9% quest'anno e dell'1,0% il prossimo dal +1,3% del 2011. L'aumento del tasso di partecipazione non dovrebbe essere così significativo da determinare cali di rilievo del tasso di disoccupazione, già vicino al livello naturale. Piuttosto pensiamo che il ciclo possa generare un peggioramento della dinamica occupazione e aumenti della disoccupazione fino al 7%.

L'inflazione tedesca dovrebbe aggirarsi in media al 2,1% nel 2012 per ritornare sotto l'1,0% il prossimo anno, 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. La politica fiscale dovrebbe essere neutrale dal momento che tagli delle tasse scolastiche (in Baden-Württemberg e Amburgo) dovrebbero essere compensati dai rialzi delle accise sui tabacchi.

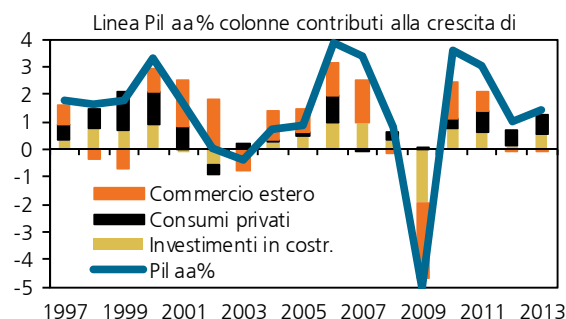
Finanze pubbliche: i benefici di essere percepiti un bene rifugio. Il deficit nel 2011 ha chiuso all'1,0%, circa un punto al di sotto del target concordato nel PS 2011-2014. Il deficit è atteso calare a -0,7% nel 2012 e rimanere circa stabile nel 2013. Nell'anno in corso, la dinamica delle entrate sarà ancora sostenuta dalla crescita dei salari contrattuali e delle retribuzioni, nonostante il rallentamento ciclico. Il calo della disoccupazione compenserà gli aumenti di spesa associati al taglio dei contributi pensionistici. Il crollo dei tassi a medio e lungo termine generato dall'afflusso di investitori esteri determinerà un netto calo della spesa per interessi. L'esaurirsi dei programmi d'investimento introdotti con la crisi 2008-2009 contribuirà a contenere la spesa. Il debito, che è sceso all'81,2% nel 2011, è atteso risalire all'81,8% 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). Nel 2013, il rapporto debito/PIL potrebbe tornare a scendere grazie al miglioramento del deficit, e allo scadere delle passività legate al sostegno delle "bad banks".

Fig. 1 – Si fa sentire il rallentamento dal resto dell'Eurozona



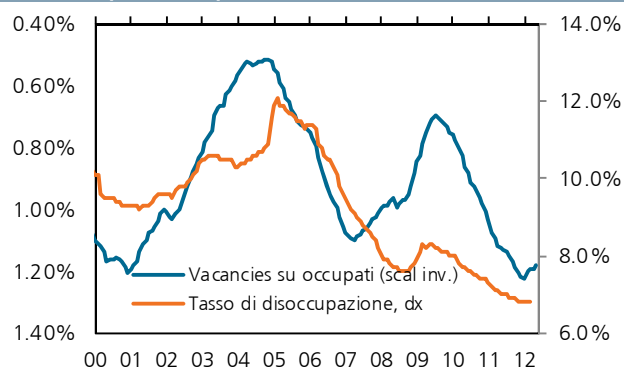
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Si fa sentire il rallentamento dal resto dell'Eurozona



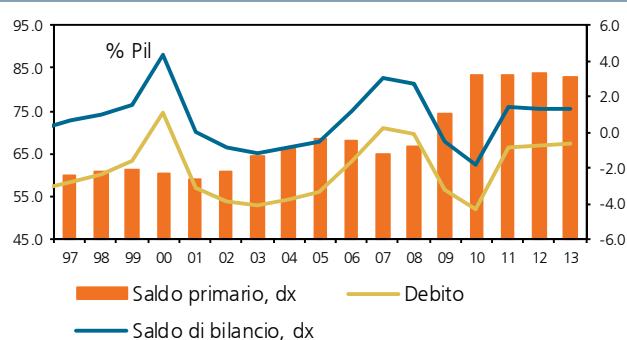
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Disoccupazione sui minimi dai tempi dell'unificazione. Posizioni aperte/occupati rimane sui massimi



Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Deficit in lieve miglioramento, debito circa stabile per effetto del contributo ai Paesi assistiti



Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Proiezioni - Germania

	2011			2012p			2013p				
	3	4	1	2p	3p	4p	1p	2p			
PIL (prezzi 1995, a/a)	3.1	1.0	1.4	2.7	2.0	1.2	0.9	0.6	1.2	1.0	1.4
t/t	0.6	-0.2	0.5	0.0	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.3	0.4
Consumi privati	1.3	1.1	1.3	1.2	-0.2	0.4	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	6.6	0.8	4.3	0.5	1.1	-1.1	0.4	0.6	1.2	1.0	1.4
Consumi pubblici	1.1	1.2	1.1	0.2	0.6	0.2	0.2	0.1	0.0	0.4	0.4
Esportazioni	8.4	3.3	6.5	2.6	-1.5	1.7	-0.1	0.8	1.8	2.0	1.5
Importazioni	7.9	3.8	7.4	2.4	-0.8	0.0	0.8	2.5	2.0	1.7	1.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	-0.2	-0.5	0.0	-0.4	0.2	0.7	-0.1	-0.3	-0.1
Partite correnti (% PIL)	5.7	5.3	4.2	6.1	5.9	6.0	6.0	5.0	4.2	4.2	4.3
Deficit (% PIL)	-1.0	-0.7	-0.6								
Debito (% PIL)	81.2	81.7	80.9								
CPI (a/a)	2.6	2.0	1.6	2.6	2.6	2.4	2.1	1.9	1.5	1.2	1.3
Produzione Industriale	8.0	0.6	2.1	1.7	-1.7	-0.1	0.2	1.2	0.4	-0.1	0.9
Disoccupazione (%)	7.1	6.8	6.9	7.0	6.9	6.8	6.8	6.8	6.9	7.0	7.0

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

Francia: conti pubblici sotto stretta osservazione

La primavera ha portato per la Francia un importante rinnovamento: Hollande è uscito vincitore dalle elezioni presidenziali e ha ottenuto una forte maggioranza dopo le votazioni parlamentari di giugno. Sulla carta ha quindi la possibilità di intraprendere le riforme strutturali che gli potranno permettere la maggiore equità, che è stata la bandiera della sua campagna elettorale. La Francia che Hollande ha trovato, però, è un paese con una delicata situazione occupazionale, conti pubblici non in equilibrio e rigidità in molti settori chiave, che strozzano la crescita economica. La congiuntura internazionale, europea in particolare, pesa inoltre sulla fiducia di imprese e consumatori, appesantendo ancor di più le prospettive future. L'operato del nuovo Governo sarà quindi soggetto ad una molteplicità di vincoli che renderanno difficile raggiungere gli obiettivi prefissati.

Sara Molinari

La stima di crescita per l'anno in corso è mantenuta costante allo 0,3%: la parte centrale dell'anno con buona probabilità vedrà una contrazione del PIL maggiore di quanto atteso a fine inverno, ma il dato migliore delle attese della crescita nei primi tre mesi dell'anno compenserà la maggiore negatività dell'estate. La stima di crescita attesa risulta inferiore a quella prevista dalla Commissione Europea, poiché riteniamo che il peggioramento delle condizioni di mercato, a causa dell'aggravarsi della crisi del debito sovrano, avrà ulteriori ripercussioni negative sul clima di fiducia. Dopo un tentativo di stabilizzazione, sebbene a livelli compressi, gli indicatori anticipatori del ciclo hanno ripreso una nuova discesa che fa propendere per il proseguimento della debolezza dell'attività produttiva. Il peggioramento delle condizioni cicliche ha portato anche il Governo a ridurre la stima di crescita, che per il 2012 ora è allineata alle nostre previsioni.

La stima del PIL 2012 (0,3%)
risulta inferiore a quella della
Commissione Europea

La sorpresa registrata nel primo trimestre per il PIL, rimasto stabile contro un'attesa contrazione, è da attribuirsi alla buona dinamica dei **consumi**, che nei primi tre mesi dell'anno sono cresciuti dello 0,2%. La dinamicità sperimentata da questa variabile nel corso del primo trimestre è in buona parte attribuibile ad una dinamica stagionale anomala, che ha portato all'incremento dei consumi di energia. Anche la primavera ha serbato qualche sorpresa, ma le prospettive non sono certamente a sostegno di un andamento dei consumi brillante per il prosieguo dell'anno, dal momento che il peggioramento delle condizioni occupazionali e la restrizione fiscale in atto (che molto probabilmente diverrà ancor più pesante, vedi sotto) pongono un freno importante alle spese delle famiglie. Gli **investimenti** delle imprese sono stati in netta contrazione nel corso del primo trimestre; l'andamento degli indicatori anticipatori porta a pensare ad un contributo meno negativo in primavera, per poi osservare un lieve miglioramento nel secondo semestre dell'anno; tuttavia, gli investimenti non saranno ancora in grado di contribuire alla crescita. Le **esportazioni** hanno registrato un aumento dello 0,3% nel corso dei primi tre mesi dell'anno, ma la dinamica prevista per la primavera è in peggioramento; soltanto nella seconda metà d'anno si potrà assistere una ripresa della crescita, sebbene a ritmi contenuti. Come segnalato dalla Commissione Europea nel report di accompagnamento alle raccomandazioni al Paese in merito al programma di riforma e stabilità finanziaria, la Francia sta progressivamente sperimentando un deterioramento della sua competitività, che pesa enormemente sulla capacità di mantenere quote di mercato. Inoltre, la Francia rimane fortemente esposta al resto della zona euro, principale mercato di sbocco, la cui domanda dovrebbe mantenere un profilo molto contenuto.

Il tasso di disoccupazione in Francia ha sperimentato un deciso peggioramento, salito al 10% nel primo trimestre del 2012, superando anche il livello massimo raggiunto a fine 2009. L'atteso rallentamento della crescita nel 2012 andrà a peggiorare ancor di più la situazione del mercato del lavoro, con effetti negativi sul tasso di disoccupazione che potrà raggiungere il 10,2% a fine anno e solo marginalmente ridiscendere sotto il 10% nel 2013. Il difficile contesto ciclico andrà a peggiorare la realtà del mercato del lavoro francese, già strutturalmente complessa e rigida, colpendo in particolar modo le fasce della popolazione più giovane. La rigidità del mercato del

Il tasso di disoccupazione
dovrebbe sperimentare un
ulteriore peggioramento

lavoro è una delle principali cause che hanno portato la Francia a perdere di competitività negli ultimi anni.

L'**inflazione** ha sperimentato una moderazione nel corso della primavera, raggiungendo il 2% a maggio, dal 2,5% di fine 2011. Al di là di alcuni effetti stagionali dei primi mesi dell'anno, la moderazione della domanda interna sta avendo effetti sull'andamento dei prezzi. Un lieve rialzo dovrebbe essere sperimentato dall'inflazione in chiusura d'anno, a causa dell'incremento dell'aliquota massima dell'IVA (aumentata al 21,2% dal 19,6%) che entrerà in vigore nel corso dell'autunno. Gli effetti nel 2012 dovrebbero essere limitati, così che l'inflazione potrebbe chiudere il 2012 vicino al 2%.

L'inflazione è attesa in moderazione, solo marginalmente colpita dall'aumento dell'IVA

Politica fiscale: occorreranno manovre fiscali aggiuntive per raggiungere l'obiettivo di bilancio 2013. L'avvicendamento al governo dei socialisti dopo la presidenza Sarkozy lascia aperti diversi interrogativi. Pur mantenendo fermi gli obiettivi fissati nel programma di rientro dell'eccesso di deficit, le proposte effettuate in campagna elettorale da Hollande potrebbero riservare sorprese negative sui conti pubblici. Nello specifico le preoccupazioni sulla tenuta dei conti pubblici risiedono nella decisione del Governo francese di ridurre l'età pensionabile, come promesso nel corso della campagna elettorale presidenziale. I cittadini francesi che al compimento dei 60 anni avranno versato 40 anni di contributi potranno andare in pensione (contro i 62 della precedente riforma del Governo Sarkozy), rendendo la Francia il paese con la minore età pensionabile in Europa. La decisione costerà allo Stato 1,1 miliardi di euro nel 2013 e la cifra salirà a 3 miliardi di euro l'anno dal 2017. La decisione del Governo è stata ufficializzata ad inizio luglio, dopo il passaggio al Consiglio di Stato. I maggiori oneri che le casse dello Stato si troveranno ad affrontare dovranno essere adeguatamente coperti dalla maggiore tassazione ai redditi elevati e dalla riduzione degli sgravi fiscali al capitale delle imprese, manovre che rientrano nel quadro di maggiore equità fiscale proposta dal Governo Hollande.

L'obiettivo di deficit fiscale 2013 (3% del PIL) richiederà, per essere raggiunto, manovre aggiuntive

Accanto alle criticità derivate dalle riforme proposte dal nuovo Governo, la Francia dovrà comunque necessitare di ulteriori manovre fiscali per raggiungere gli obiettivi di deficit previsti per il 2012 e 2013, come più volte affermato dal Ministro delle Finanze Moscovici e dal Primo Ministro Ayrault, e come richiesto dalla Commissione Europea nelle raccomandazioni al programma di stabilità. Il deficit/PIL annunciato come obiettivo dal Governo Hollande per il 2012, pari al 4,5%, appare essere raggiungibile, in primo luogo grazie alla buona base di partenza (visto che l'obiettivo fiscale del 2011 è stato superato), in secondo luogo alle manovre aggiuntive contenute nella legge di bilancio 2012, con successivo emendamento (Governo Sarkozy) che avranno un impatto fiscale di circa un punto percentuale di PIL, ed infine grazie alle nuove manovre sul fronte entrate previste dal Governo Hollande (vedi box seguente).

Molto più sfidante sarà raggiungere il livello target del 2013 (3% del PIL) per una articolata serie di motivazioni. **Secondo le stime della Commissione Europea⁴ il deficit 2013 potrebbe risultare superiore del target di ben 1,2 punti percentuali di PIL, considerando le proiezioni di crescita previste dalla Commissione** (l'ultima stima è pari all'1,5%, contro l'1,8% del Governo) **e la legislazione vigente**. Circa metà dello sforamento dovrebbe essere attribuita all'assenza di legislazione sui tagli alla spesa necessari per raggiungere l'obiettivo del 3% nel 2013 e dalla (finora) mancata conferma per il 2013 dei risparmi fiscali che derivano dal congelamento dei salari statali e dalla riduzione della forza lavoro nel settore statale. Un altro 0,2% di sforamento deriva dalla mancanza di dettagli sul fronte delle entrate per il 2013 e lo 0,1% dall'effetto base sfavorevole. Secondo i calcoli della Commissione europea, quindi, l'assenza di legislazione per il

⁴ Confronta, *Commission Staff Working Document, Assessment of the 2012 national reform programme and stability programme for France, May 2012*

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

2013, spiega 0,9 punti di PIL del differenziale con l'obiettivo fiscale mentre i rimanenti 0,3 punti sono dovuti alle diverse previsioni di crescita.

Certamente le ipotesi di crescita del Governo sottostanti l'obiettivo rimangono elevate anche dopo la revisione al ribasso esplicitata dal Primo Ministro Ayrault durante la sua audizione in Parlamento. Il Governo Hollande ora prevede che la crescita 2012 possa essere in linea con le nostre previsioni (0,3%) dalla precedente proiezione ufficiale dello 0,5%; inoltre ha ridotto la stima 2013 all'1,2% dal precedente 1,8%. Nonostante la recente revisione al ribasso, secondo le nostre proiezioni **sarà plausibile attendere una crescita pari allo 0,8%**. Questo scenario, darebbe origine ad un effetto peggiorativo sul deficit 2013 di circa lo 0,6% del PIL, che si va quindi ad aggiungere allo 0,9% calcolato dalla Commissione come provocato dalla mancanza di legislazione e dagli effetti base del 2012. Il Governo francese potrebbe quindi aver bisogno di reperire copertura per ulteriori 12 miliardi di euro circa, soltanto per la mancata crescita, che arriverebbero a circa 30 aggiungendo anche le minori entrate e i mancati risparmi dovuti alla carenza legislativa.

Le ipotesi di crescita negative peggiorano l'*outlook* dei conti pubblici

Impatto sulle variabili fiscali di una crescita minore delle previsioni						
	2011	2012	2012*	2013	2013*	2014
Proiezioni Governo						
Crescita (var. %)	1,7	0,5	0,3	1,8	1,2	2,0
Deficit/PIL (%)	-5,2	-4,5	-4,5	-3,0	-3,0	-2,0
Debito/PIL (%)	85,8	89,0	89,0	89,2	89,2	88,4
Proiezioni ISP						
Crescita (var. %)		0,3	0,3	0,8	0,8	1,5
Saldo di bilancio (%)		-4,6	-4,5	-3,6	-3,2	-2,8
Debito/PIL (%)		89,3	89,2	90,8	90,4	90,6
Differenza budget (mld euro)		-2,0	0,0	-11,5	-4,0	-16,9

Note: *proiezioni presentate dal Governo il 3 luglio 2012; Fonte: Commissione Europea ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Una conferma alle nostre ipotesi è arrivata dal rapporto annuale stilato della Corte dei Conti francese, che, evidenziando criticità ulteriori, ha reso ancor più fragile il quadro dei conti pubblici francesi. Il rapporto annuale mette in discussione l'ipotesi di elasticità del deficit rispetto alla crescita (su cui sono basate anche le nostre proiezioni) ritenendole eccessivamente elevate. In particolare la Corte dei Conti ha calcolato che la ridotta crescita economica possa gravare fortemente su alcune tipologie di imposte (più di quanto fino ad ora ipotizzato), appesantendo il deficit statale. La Corte inoltre utilizza una stima di crescita del PIL più bassa rispetto a quella originaria del Governo (0,4% nel 2012 e 1% nel 2013) e valuta anche l'effetto che alcuni contenziosi finanziari comunitari ancora aperti potranno avere sui flussi di cassa 2012-2014 (complessivamente pari a 7,5 miliardi di euro).

Il rapporto annuale della Corte dei Conti risulta avere stime peggiorative per il 2012 e 2013

Partendo da queste assunzioni, la Corte dei Conti rileva che l'obiettivo del 2012 (per la Corte pari al 4,4% del PIL, come inizialmente definito dal precedente Governo) non sarà raggiunto per un ammontare che potrà oscillare tra lo 0,3 e lo 0,5% del PIL, che si traduce in 6-10 miliardi di euro. Ben più elevato l'effetto sul 2013, nell'ordine dell'1,5% del PIL, cioè circa 33 miliardi di euro

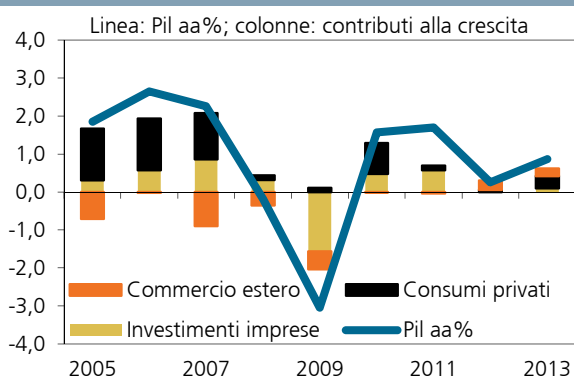
La risposta del Governo alle preoccupazioni della Corte dei Conti non si è fatta attendere. Il Primo Ministro Ayrault nel corso dell'audizione in Parlamento ha ribadito che **l'obiettivo per il 2012 del rapporto deficit/PIL pari al -4,5%, potrà essere raggiunto attraverso l'introduzione di nuove manovre sul fronte delle entrate, per reperire i 6-10 miliardi mancanti allo stato attuale** (a causa principalmente di una crescita del PIL inferiore alle previsioni del budget). Il Primo Ministro ha confermato di voler innalzare l'aliquota al 75% per i redditi superiori al milione di euro e al 45% per la fascia di reddito inferiore; ha confermato l'aumento dell'IVA già introdotta dal Governo Sarkozy e ha deciso di tassare il reddito da capitale in egual misura ai salari. Dal punto

di vista della crescita, Ayrault ha espresso la volontà del Governo di sostenere l'educazione, l'occupazione e il settore immobiliare, anche attraverso la creazione di nuovi impieghi pubblici.

La legge rettificativa 2012 proposta nel consiglio dei Ministri di inizio luglio e il discorso di Ayrault hanno quantificato in 7,2 miliardi di euro la **maggiore pressione fiscale** per il 2012, che salirà a 13,3 miliardi nel 2013. Per il 2012 circa il 50% delle maggiori entrate deriverà dalla maggiore tassazione delle famiglie, che dovrebbero apportare circa 3,4 miliardi di euro; 140 milioni saranno raccolti dall'incremento della tassa sulle successioni (che saliranno a 1,2 miliardi nel 2013); 50 milioni dalla tassazione incrementale del capitale (250 milioni nel 2013) ed infine 980 milioni dall'abolizione dei contributi versati per gli straordinari. Circa 3 miliardi di euro arriveranno invece dalla maggiore tassazione sulle imprese. La maggiore pressione fiscale dovrebbe concentrarsi per i redditi più elevati, secondo i principi ispiratori del quadro economico e fiscale che ha sostenuto la campagna elettorale di Hollande. Il Governo ha deciso di incrementare anche la tassa sul rischio sistemico pagata dalle banche, quella sulle transazioni finanziarie, sulle *stock option* e le rendite immobiliari dei non residenti.

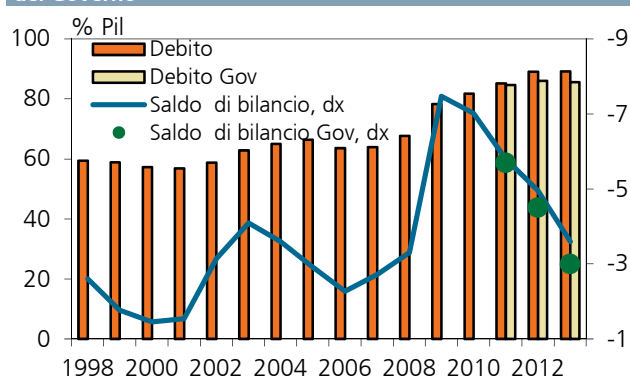
Nulla è stato segnalato sul fronte del contenimento della spesa pubblica. La Corte dei Conti aveva presentato come proposta per rendere l'obiettivo fiscale 2013 raggiungibile il congelamento della spesa statale e solo la crescita dell'1% della spesa pubblica; il Governo Hollande non pare intenzionato a seguire questa via, avendo anzi proposto un incremento delle assunzioni pubbliche.

Crescita del PIL e contributi, storico e previsioni



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Variabili di finanza pubblica: andamento previsto e proiezioni del Governo



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

Proiezioni - Francia											
	2011	2012p	2013p	2011			2012			2013	
				3	4	1	2p	3p	4p	1p	2p
PIL (prezzi 1995, a/a)	1.7	0.3	0.9	1.5	1.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.5	0.9
t/t				0.3	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.3	0.2	0.3
Consumi privati	0.3	0.3	0.6	0.4	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
Investimenti fissi lordi	3.6	0.3	0.7	0.2	1.3	-0.8	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
Consumi pubblici	0.2	0.8	0.2	0.2	0.2	0.5	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
Esportazioni	5.5	2.4	3.7	1.4	1.1	0.3	-0.4	0.6	1.2	1.0	0.8
Importazioni	5.2	1.3	2.8	0.4	-1.4	0.7	1.0	1.0	1.4	0.0	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.9	-0.4	0.1	-0.3	-1.0	0.1	0.4	0.1	0.2	-0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-3.0	-2.7	-2.1	-1.6	-2.8	-2.7	-3.2	-3.3	-2.9	-2.8
Deficit (% PIL)	-5.2	-6.5	-6.3								
Debito (% PIL)	97.9	103.9	109.5								
CPI (a/a)	2.1	2.0	1.8	2.1	2.4	2.3	2.0	1.7	1.9	1.7	1.7
Produzione Industriale	2.4	-0.2	0.6	0.5	-1.1	-0.3	0.9	0.3	0.1	0.0	0.3
Disoccupazione (%)	9.3	9.9	10.1	9.3	9.4	9.7	9.9	10.0	10.1	10.1	10.1

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spagna: prognosi riservata

Le prospettive per l'economia spagnola sono drammaticamente peggiorate negli ultimi mesi. La spirale negativa ha avuto inizio a fine dicembre scorso con l'emersione del buco di bilancio che, a seguito di successive revisioni, si è rivelato essere di circa tre punti di PIL. A maggio, la richiesta di aiuto di Bankia al Governo per 19 miliardi di euro ha scoperchiato i problemi di carenza di capitale del sistema bancario spagnolo. Lo scorso 9 giugno, il Governo si è trovato costretto a chiedere sostegno finanziario all'Unione Europea. Ma invece di placare le tensioni di mercato e l'inesorabile ascesa del premio al rischio (lo spread sul Bund si è allargato di oltre 200 punti base), la richiesta di aiuti per le banche ha seminato ulteriore panico. Il programma di sostegno sarà confinato alle banche o presto dovrà essere esteso anche al Governo? La crisi di fiducia ancora una volta rischia di essere *self-fulfilling* e di trasformarsi in una crisi di solvibilità, in assenza di una svolta nella strategia d'intervento. Come valutiamo nel focus che segue, anche a costi di finanziamento accettabili il Paese non può sfuggire a un massiccio processo di consolidamento fiscale, cui si aggiunge il *deleveraging* del settore bancario (che, nonostante gli aiuti europei e la generosa fornitura della liquidità da parte della BCE, potrebbe comunque passare per un ridimensionamento degli impieghi) e del debito delle famiglie. Va inoltre considerato che la correzione della bolla immobiliare potrebbe non essere conclusa, come valuta anche la Banca di Spagna nel rapporto annuale 2011.

Anna Maria Grimaldi

Il processo di *triple deleveraging* che grava sul Paese non potrà che penalizzare la crescita anche oltre il biennio in corso. Nelle crisi finanziarie e legate al comparto delle costruzioni residenziali il processo di contenimento del debito delle famiglie è tipicamente inerziale e passa per un contenimento del credito alle famiglie. Nel 2012 ci aspettiamo una contrazione di 1,6% e nel 2013 di 0,9%, ma anche successivamente la dinamica del PIL potrebbe rimanere sotto il potenziale (1,2-1,3% come da ultime stime OCSE/Commissione UE). Questa recessione arriva solo a due anni di distanza da quella del 2009 e lascerà il PIL poco al di sopra del livello del 2005. La correzione dei passati eccessi passa ancora per una severa contrazione della domanda interna (-5,1% e -2,8%) e, in particolare, per un calo dei consumi (-3,2% e -1,8%) e degli investimenti in costruzioni (-11,2% e -5%). La politica fiscale e il taglio della spesa per infrastrutture gravano difatti anche sugli investimenti in progetti.

Crescita penalizzata dal deleveraging di Governi, banche e famiglie anche oltre il 2013

A fronte della severa contrazione della domanda interna, il commercio estero dovrebbe offrire un contributo positivo del 3,0% sia quest'anno che il prossimo. Non solo per la minore domanda di importazioni (-6,7% e -3,0%) ma anche grazie alla performance delle esportazioni (+2,1% e +6,8%). La Spagna, a differenza dell'Italia e della Francia, è difatti riuscita a conservare una discreta competitività sui mercati internazionali. Stando ai dati Eurostat, la Spagna ha guadagnato quote di mercato tra il 1999 e il 2005 (probabilmente perché partiva da livelli significativamente più bassi del resto della zona euro e ha beneficiato della presenza nell'unione monetaria) per poi retrocedere marginalmente tra il 2006 e il 2011, ma rimanendo comunque in vantaggio rispetto all'Italia e alla Francia.

L'export controbilancerà solo in parte

Il deficit di bilancia commerciale si è chiuso dal -10% del PIL nel 2007 al -3,4% nel 2011 e stimiamo che possa arrivare al -1,5% del PIL nel 2013. La correzione si è avuta nonostante il permanere del deficit di bilancia energetica e di un ampio saldo negativo della bilancia dei redditi (legato all'elevato indebitamento verso il resto del mondo). Nel medio periodo, la chiusura del saldo di parte corrente potrebbe invertire a meno di un'ulteriore calmieramento di prezzi e salari interni e di un calo delle necessità di finanziamento dall'estero. L'elevata posizione debitoria verso il resto del mondo, accumulatasi negli anni di boom della domanda interna artificialmente indotta dal calo dei tassi d'interesse, continua a rappresentare un elemento di forte fragilità. Rimane urgente procedere con le riforme strutturali per riassorbire gli squilibri sull'estero e per ricondurre i saldi di bilancio su di un sentiero sostenibile nel medio periodo.

Una chiusura duratura del deficit commerciale richiede ulteriori miglioramenti strutturali

La disoccupazione ha toccato il 24,3% ad aprile da un minimo del 7,9% a metà 2007. La Banca di Spagna stima che circa la metà è disoccupazione di lunga durata. Ci aspettiamo che la crisi continui a pesare sulla dinamica occupazionale e che la disoccupazione possa salire fino al 25,6% nel 2013. La risposta piuttosto violenta del mercato del lavoro è spiegata dal sovradimensionamento del settore delle costruzioni. Dei 2,5 milioni di posti di lavoro distrutti dall'inizio della crisi, 1,5 milioni sono stati espulsi dal settore delle costruzioni. La quota di occupazione nel settore è passata dal 13% al 7%. Ci aspettiamo che il tasso di disoccupazione rimanga elevato e sopra i livelli pre-crisi (8,3% nel 2007) anche quando l'economia tornerà a crescere, dal momento che solo una parte della forza lavoro espulsa dalle costruzioni potrà essere riassorbita in altri settori a meno di politiche volte a riqualificare le competenze dei lavoratori espulsi verso quelle di lavoratori operanti in altri settori⁵.

Disoccupazione ancora in salita, data anche la rigidità del costo del lavoro

L'inflazione spagnola è attesa tornare appena al di sotto del 2% in media nel 2012 dal 3,2% del 2011. Nel 2013, l'inflazione calerà all'1,6% per effetto del rientro delle pressioni sull'energia. L'ampio *slack* nell'economia frenerà la dinamica dei prezzi interni, ma la dinamica dei salari ancora legata all'inflazione passata limiterà il calo dell'inflazione *core*. Nonostante le riforme recenti per sganciare i salari dalla dinamica inflazionistica rimane una significativa rigidità. Nel 2012, i salari negoziati tramite accordi collettivi sono cresciuti del 2,2% dal 2,8% del 2011. A fronte della rigidità (verso il basso) dei salari nominali, l'aggiustamento del costo del lavoro, da parte delle imprese, non può quindi che passare per un ridimensionamento dell'occupazione.

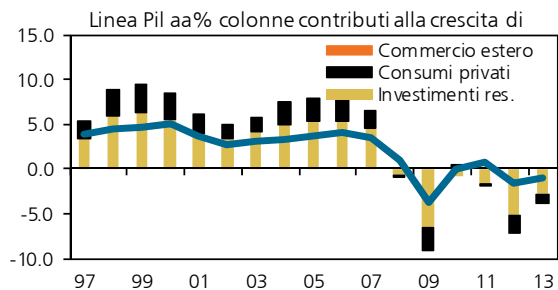
Inflazione in calo, salari ancora in crescita

Nonostante la correzione di circa quattro punti di PIL adottata con le manovre di fine agosto 2011 (0,5% di PIL) e di dicembre 2011 e marzo del 2012 (3,2%), riteniamo che senza interventi correttivi il deficit 2012 chiuderebbe al 6,8% quest'anno, ancora 1,5% in eccesso rispetto al nuovo obiettivo di Governo. La stima assume che il costo di rifinanziamento si aggiri tra la media dei primi cinque mesi dell'anno e il tasso spot al 28/6. Parte dello sfioramento 2011 potrebbe aver un effetto sui saldi strutturali. Le difficoltà di contenimento di controllo del Budget degli Enti Locali (responsabili per oltre 2 punti di PIL dello sfioramento 2011) potrebbero ripetersi. Inoltre, l'elevato tasso di disoccupazione e l'ulteriore deterioramento del mercato del lavoro potrebbero nuovamente deprimere le entrate e far salire la spesa sociale. Il Governo ha già indicato che un aumento dell'IVA nella seconda metà dell'anno non può escludersi. Senza correzioni, stimiamo che il debito in rapporto al PIL potrebbe sfiorare il 90% nel 2012 per effetto dell'elevato deficit, dell'emersione del debito verso fornitori (35 miliardi di euro), dei contributi ai Fondi salva-Stati (23 miliardi) e del debito per ricapitalizzare le banche (100 miliardi). Nel 2013, a legislazione vigente il deficit è atteso salire al 7,2% del PIL (in parte perché vengono a scadenza alcune delle misure sulle entrate adottate nel 2012) e dal momento che le nostre stime di crescita (-0,9%) sono più pessimistiche di quelle del Governo (+0,2%) il debito potrebbe salire al 99%. Il quadro di finanza pubblica spagnola è quindi piuttosto allarmante anche nell'ipotesi in cui i costi di finanziamento del debito retrocedano significativamente rispetto ai livelli attuali.

Controllo dei conti pubblici difficoltoso

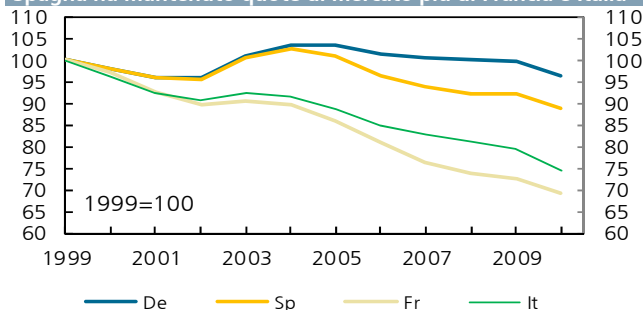
⁵ Si veda al riguardo lo studio della Banca di Spagna, pubblicato con il Bollettino di giugno 2012: <http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Jun/Fich/be1206-art3.pdf>

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



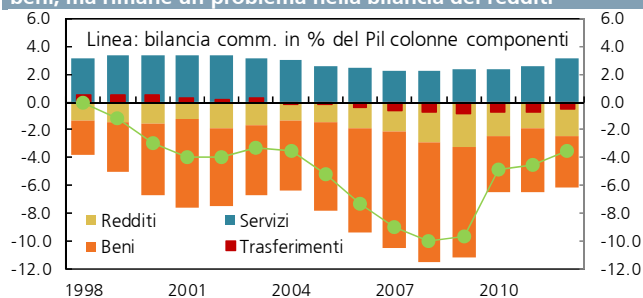
Fonte: INE e Intesa Sanpaolo

Supporto potrebbe venire dall'export, dal momento che la Spagna ha mantenuto quote di mercato più di Francia e Italia



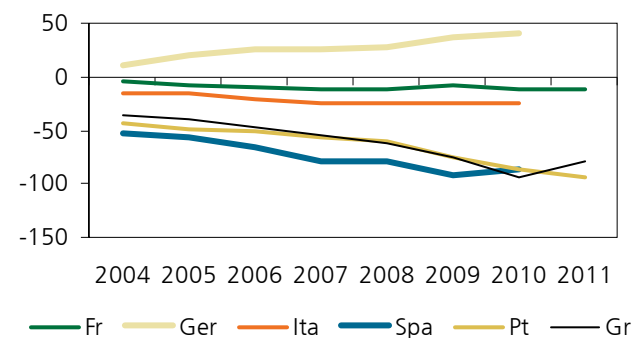
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Gli squilibri persistono: il deficit commerciale in calo grazie ai beni, ma rimane un problema nella bilancia dei redditi



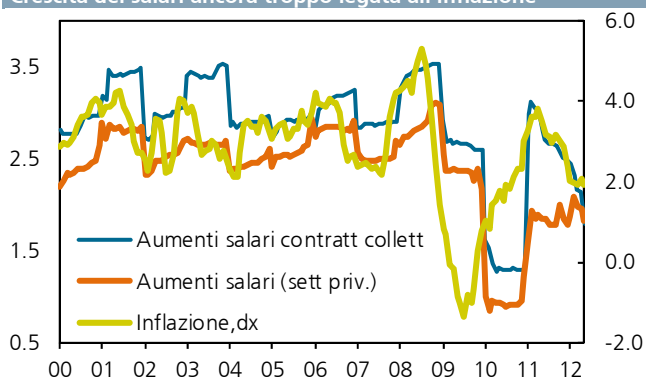
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La posizione debitoria sull'estero migliora solo gradualmente



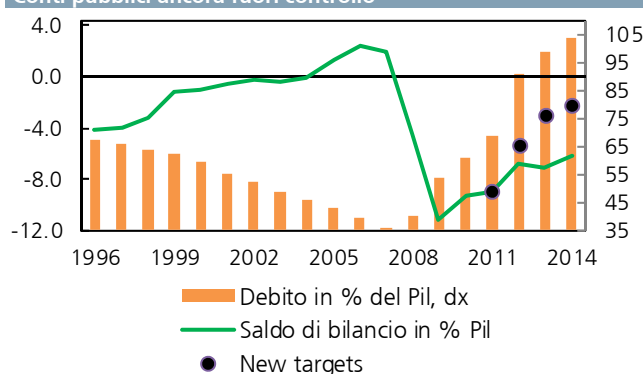
Fonte: Commissione UE Public Finances in EMU 2011 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Crescita dei salari ancora troppo legata all'inflazione



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Conti pubblici ancora fuori controllo



Fonte: PS 2012-2015, Commissione UE Public Finances in EMU 2011 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

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

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

Focus: tremano le colonne d'Ercole

Per stabilizzare il debito, nei prossimi anni sarà necessario un colossale sforzo di riduzione del deficit anche se i costi di rifinanziamento calassero. Come per l'Italia, una parte dei problemi di sostenibilità deriva dalle carenze dei meccanismi di gestione della crisi, che portano a costi di rifinanziamento troppo elevati.

Anna Maria Grimaldi

Per cercare di capire quanto fondate siano le preoccupazioni per la solvibilità del debito spagnolo abbiamo condotto un'analisi di sostenibilità sulla dinamica dei conti pubblici per capire che tipo di correzione il Paese dovrebbe adottare per riportare il debito in calo in ottemperanza alle nuove regole di stabilità finanziaria cui 25 paesi dell'UE si sono impegnati con la firma del nuovo Trattato fiscale.

Abbiamo proiettato le nostre stime sui saldi di finanza pubblica di qui al 2014, quali risultanti dal tendenziale disponibile dalle stime della Commissione Europea (Council Recommendation sul Programma di Stabilità 2012-15 della Spagna⁶), corretto per tenere conto delle nostre previsioni di crescita del PIL (si veda tabella sotto).

Abbiamo inoltre **corretto le stime di spesa per interessi** rispetto a quelle incorporate nel citato documento per tenere conto del rialzo dei rendimenti che si è innescato da metà aprile ad oggi. Abbiamo ipotizzato in uno scenario piuttosto conservativo che l'interesse sul debito di nuova emissione sia eguale alla media del tasso spot al 13 giugno 2012 e il livello medio osservato nei primi cinque mesi dell'anno. Le nostre simulazioni tengono inoltre conto del flusso di debito in scadenza e del fabbisogno da finanziare nel 2012-14. Dalle nostre stime deriva che la spesa per interessi salirebbe dal 3,3% del PIL stimato dal Governo e dalla Commissione UE ad aprile scorso al 3,5% nel 2013 e sarebbe più alta di mezzo punto nel 2015.

⁶http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/20_scps/2012/02_staff_working_document/es_2012-05-30_swd_en.pdf

Principali previsioni macro e proiezioni sui saldi				
	2011	2012	2013	2014
Crescita del PIL reale (%)				
Intesa Sanpaolo	0.7	-1.5	-0.7	1.1
Commissione UE	0.7	-1.8	-0.3	
PS 12-15	0.7	-1.7	0.2	1.4
Deflatore del PIL				
Intesa Sanpaolo	1.4	1	0.8	1.1
Commissione UE	1.4	0.9	0.7	
PS 12-15	1.4	1	1.6	1.6
Spesa per interessi (% del PIL)				
Intesa Sanpaolo	2.4	3.2	3.8	4.1
Commissione UE*	2.4	3.2	3.3	
PS 12-15	2.4	3.2	3.3	3.2
Saldo di bilancio % del PIL (in parentesi: saldo primario)				
Intesa Sanpaolo	-8.9 (-7.5)	-6.8 (-3.7)	-7.2 (-3.4)	-6.1 (-2.0)
Commissione UE*	-8.5 (-6.1)	-6.4 (-3.3)	-6.3 (-3.1)	
PS 12-15	-8.5 (-6.1)	-5.3 (-2.2)	-3.0 (0.2)	-2.2 (1.0)
Saldo strutturale (% del PIL)				
Intesa Sanpaolo	-7.3	-5.4	-5.5	-5.1
Commissione UE*	-7.3	-4.8	-4.8	
PS 12-15	-7.3	-4.4	-2.2	-0.9

Nota: (*) Le stime della Commissione UE non tengono conto della revisione di 0,5% di PIL del deficit 2011. Fonte: PS 2012-15, Commissione UE e stime Intesa Sanpaolo

Le nostre stime proiettano un saldo primario ancora in deficit nel 2014 del 2,0% a fronte di un surplus dell'1,0% incorporato nel PS 2012-15. Le stime della Commissione non sono disponibili, ma per il 2013 Bruxelles proietta un deficit del 3,5% del PIL, in linea con le nostre previsioni. Il debito nelle nostre stime centrali tocca il 104,6% del PIL nel 2012. Il costo medio del debito salirebbe al 4,5% nel 2012 (per effetto del rialzo dei tassi) per poi ridiscendere al 4,3% nel 2013-14.

Calcoliamo quale sarebbe il saldo primario necessario a soddisfare dal 2015 la nuova regola europea di riduzione del debito di 1/20 (rispetto al 60% del PIL)⁷ e di mantenimento del saldo strutturale (saldo di bilancio corretto per il ciclo al massimo a -0,5% del PIL). Da notare che anche se il debito si è ridotto di 1/20 in media in tre anni⁸, se il deficit strutturale è superiore allo 0,5% del PIL fa fede la correzione del deficit che può essere più onerosa di quella imposta dalla regola sul debito. Nel nostro **scenario centrale** il **PIL reale cresce dell'1,1%** (da notare che le stime di lungo termine della Commissione Europea⁹ e riportate nel 2012 Ageing Report situano la crescita potenziale della Spagna nel decennio 2010-10 all'1,3%) e il deflatore del PIL intorno all'1,6%. Il costo medio del debito è assunto in linea con il livello di fine 2014 (4,2%). La simulazione è basata sull'ipotesi che i **tassi di interesse sul nuovo debito 2012-14 ritornino tra il livello medio dei primi cinque mesi del 2012 e al tasso vigente sul mercato al 13/06/2012** sulle scadenze a 6, 12, 18 mesi e 3, 5, 10, 30 anni. Dalla nostra simulazione ne deriva che:

1. nel **2015 la Spagna dovrebbe raggiungere un saldo primario tra il 3,5 e il 4,0%** del PIL da un deficit del 2,0% nel 2014;

⁷ Il COUNCIL REGULATION (EU) No 1177/2011 dell'8 novembre 2011 prevede che non incorre in infrazione se il rapporto debito PIL nei tre anni precedenti si è ridotto in media di 1/20 (rispetto alla distanza dal 60% del PIL).

⁸ La regola si considera rispettata anche nel caso in cui l'intervallo di tre anni su cui si verifica un'adeguata riduzione del debito comprenda i due anni successivi all'ultimo per il quale sono disponibili i dati.

⁹ Per il decennio 2020-30 la Commissione stima una crescita potenziale del 2,6% e per il 2030-40 dell'1,5%.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

- il PS 2012-15 pone come obiettivo di saldo primario 2015 un surplus del 2,0%. Si noti che: la Commissione valuta come non raggiungibile già l'obiettivo di saldo primario 2013 di un surplus di +0,2% e proietta un deficit di -3,1% del PIL;
- la differenza tra il saldo 2015 e il saldo 2014, come da nostre stime, sarebbe di circa 6 punti di PIL. La differenza con il saldo primario 2011 (-6,5% del PIL) di circa 10 punti di PIL;
- il saldo medio tra il 2014 e il 2034 dovrebbe aggirarsi tra il 2,9% e il 3,3% del PIL;
- tra il 1996 e il 2007 il saldo primario in Spagna è stato in media pari al 2,2% del PIL. Solo nel 2006-07 il saldo primario è stato di oltre il 3,0%.

Saldo primario nel 2015 necessario a soddisfare la nuova regola europea di riduzione del debito

Crescita del PIL\Costo medio del debito							
	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0
-1.5	5.8	6.3	6.8	7.3	7.8	8.3	8.9
-1.0	5.2	5.8	6.3	6.8	7.3	7.8	8.3
-0.5	4.7	5.2	5.7	6.2	6.8	7.3	7.8
0.0	4.2	4.7	5.2	5.7	6.2	6.7	7.2
0.5	3.7	4.2	4.7	5.2	5.7	6.2	6.7
1.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5
1.5	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5
2.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo primario nel 2015 necessario a soddisfare la nuova regola europea di riduzione del debito (saldo medio 2014-34)

Crescita del PIL\Costo medio del debito							
	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0
-1.5	4.5	4.9	5.3	5.8	6.2	6.6	7.1
-1.0	4.0	4.5	4.9	5.3	5.8	6.2	6.6
-0.5	3.6	4.0	4.4	4.9	5.3	5.7	6.2
0.0	3.2	3.6	4.0	4.5	4.9	5.3	5.7
0.5	2.9	3.4	3.8	4.2	4.6	5.1	5.5
1.0	2.9	3.3	3.7	4.2	4.6	5.0	5.4
1.5	2.9	3.3	3.7	4.1	4.6	5.0	5.4
2.0	2.9	3.3	3.7	4.1	4.5	5.0	5.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Conclusioni della simulazione

- La Spagna deve ancora attuare una corposa correzione fiscale per riportare i conti pubblici su di un sentiero sostenibile, anche assumendo che i costi di rifinanziamento tornino su livelli intermedi tra quelli attuali (che chiaramente incorporano un elevato premio al rischio) e quelli osservati nei primi 5 mesi dell'anno;
- La correzione dei conti pubblici, necessaria a rispettare le nuove regole europee, non ci sembra implementabile su di un orizzonte di tre anni dal momento che solo nel 2012 il Paese ha varato misure per 4,6% punti di PIL. La Commissione Europea ha già prospettato, in occasione della pubblicazione dei Programmi di Stabilità, un anno in più (2014) per il rientro del deficit pubblico al 3% dall'8,9% del 2011.

Ai tassi attuali i conti pubblici sono fuori controllo

Ovviamente, utilizzando come riferimento i tassi *forward* sulla curva spagnola, la spesa per interessi salirebbe significativamente fino al 5,4% del PIL nel 2013 e al 5,8% nel 2014 rispetto al 3,8% del nostro scenario centrale. Il costo medio del debito salirebbe al 5,7% dal 4,2% del nostro scenario centrale.

Con i tassi impliciti nella curva fwd il debito non è sostenibile

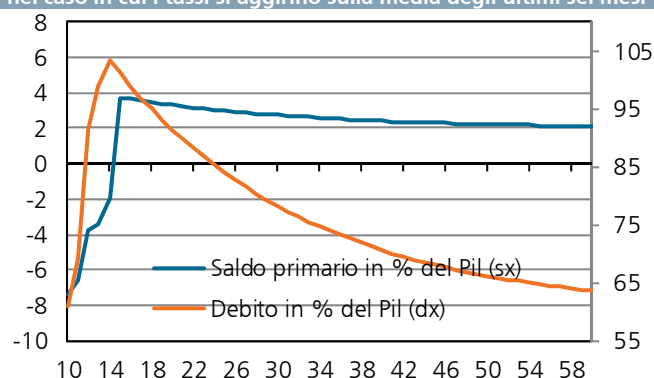
	2011	2012	2013	2014	2015
Spesa per interessi % PIL con tassi impliciti nella curva fwd al 13/06/12	2.4	3.7	5.0	5.7	
Costo medio del debito	4.0	5.4	5.4	5.7	
Saldo primario 2015 necessario al rispetto del nuovo Patto di stabilità	-6.5	-3.7	-3.4	-2.0	5.2
Spesa per interessi % PIL con media tassi primi 6 mesi 2012 e spot 13/06/12	2.4	3.2	3.8	4.1	
Costo medio del debito	4.0	4.6	4.2	4.2	
Saldo primario 2015 necessario al rispetto del nuovo Patto di Stabilità	-6.5	-3.7	-3.4	-2.0	4.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

In questo scenario alternativo il saldo primario 2015 necessario a rispettare il nuovo Patto di Stabilità sarebbe di oltre 5 punti di PIL. **Ciò sottolinea ancora una volta che l'adozione di meccanismi europei di salvaguardia in grado di contenere il costo del debito renderebbe più**

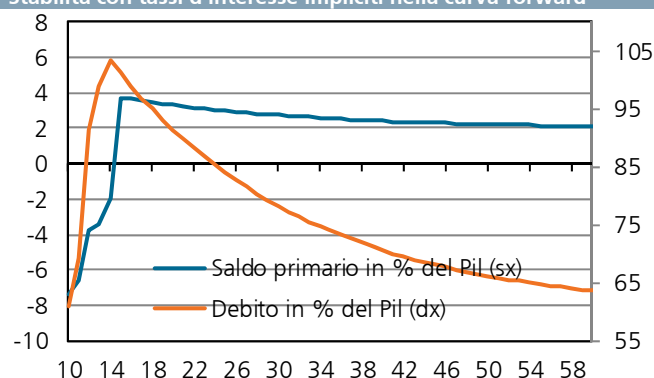
credibile e socialmente meno oneroso l'aggiustamento fiscale. D'altra parte, è evidente che neppure un programma di acquisto titoli così aggressivo da mantenere il costo medio del debito ai livelli attuali esenterebbe la Spagna dall'attuare pesanti manovre correttive nel corso dei prossimi anni.

Saldo primario necessario a soddisfare il nuovo Patto di Stabilità nel caso in cui i tassi si aggirino sulla media degli ultimi sei mesi



Fonte: Commissione UE, Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

Saldo primario nel 2015 necessario a soddisfare il nuovo Patto di Stabilità con tassi d'interesse impliciti nella curva forward



Fonte: Commissione UE, Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

La BCE rimane fondamentale

La nostra analisi suggerisce che il quadro di finanza pubblica spagnola di medio periodo è tutt'altro che rassicurante. Nell'immediato, nel caso in cui l'andamento dei conti pubblici nel corso dell'estate dovesse rivelarsi deludente il Paese avrebbe ampio margine per aumentare l'IVA (ancora al 18%), ma le ripercussioni sulla crescita potrebbero essere tali da controbilanciare l'effetto positivo sui saldi del rialzo dell'aliquota. L'elemento positivo è che il Governo ha un po' di margine di manovra avendo coperto circa l'80% delle emissioni nette. Tra il 2013 e il 2014 il Tesoro vede però in scadenza titoli per 60 e 95 miliardi di euro. Un elemento positivo è che la percentuale di titoli di Stato detenuta all'estero è scesa al 30%, questo fattore dovrebbe limitare la portata di un nuovo *sell off*. C'è da chiedersi se le banche possono ancora assorbire carta governativa domestica al ritmo visto tra fine 2011 e inizio 2012 (60 miliardi di euro). Se le tensioni di mercato dovessero intensificarsi, un sostegno nell'immediato potrebbe venire solo dalla BCE e sarebbe inevitabile sia per fronteggiare le esigenze di liquidità delle banche, che per fermare l'ascesa dei costi di rifinanziamento del Tesoro.

Grecia: le sfide del nuovo Governo

L'insuccesso delle elezioni Parlamentari del 6 maggio ha fatto precipitare la situazione in Grecia. L'impossibilità di formare un Governo democraticamente eletto, né tantomeno uno di unità nazionale in modo concertato tra le principali forze politiche, ha destato grande preoccupazione a livello internazionale, tanto che per settimane si è ipotizzato e temuto per l'uscita del Paese dall'area euro, con ripercussioni difficilmente quantificabili. Il 17 giugno si sono tenute le nuove elezioni che questa volta hanno portato ad una minore dispersione dei voti, permettendo al partito pro-euro Nuova Democrazia di formare un nuovo Governo. **Nonostante l'esecutivo goda di una ampia maggioranza parlamentare (179 seggi su 300), rimangono forti dubbi sulla capacità del nuovo esecutivo di condurre le riforme e le manovre richieste dai creditori ufficiali. Inoltre, sembra sempre più probabile che il Governo debba chiedere un nuovo piano di ristrutturazione fiscale che possa coinvolgere anche il debito detenuto dal settore ufficiale.**

Sara Molinari

La situazione attuale

Il primo pacchetto di aiuti alla Grecia, definito nel 2010, prevedeva prestiti bilaterali tra i paesi europei e la Grecia per complessivi 80 miliardi di euro e un prestito del Fondo Monetario Internazionale per 30 miliardi di euro. L'andamento economico peggiore delle previsioni e il difficile consolidamento della spesa pubblica, ha portato i conti pubblici di nuovo verso l'insostenibilità, richiedendo un piano di ristrutturazione del debito detenuto dai privati (PSI) e un nuovo pacchetto di aiuti.

Il secondo prestito internazionale, deciso a marzo in seguito alla conclusione del programma PSI, prevede l'esborso complessivo di 130 miliardi di euro, a cui si aggiungono i fondi che ancora rimangono da versare del primo piano di aiuti ufficiali, i versamenti relativi al PSI e alla ricapitalizzazione delle banche, che portano lo sforzo internazionale da completare a complessivi 165 miliardi di euro. Di questi 144,7 saranno a carico dell'EFSF che perfezionerà gli esborsi dovuti dall'Unione Europea.

Allo stato attuale, l'EFSF ha emesso titoli per coprire la prima tranche del prestito del secondo pacchetto, prevista pari a 38,4 miliardi di euro (ad oggi la tranche è stata erogata quasi completamente, rimane da versare soltanto 1 miliardo di euro); ha finanziato lo swap dei titoli di Stato detenuti dalla BCE (35 miliardi di euro) con una nuova emissione appositamente creata per evitare che la Banca rientrasse nel perimetro del PSI; ha versato 25 miliardi di euro per la ricapitalizzazione delle banche greche (di cui 18 sono stati effettivamente iniettati nei principali enti bancari, mentre i rimanenti 7 sono depositati in un fondo di garanzia e utilizzabili come *buffer*). Il Fondo Monetario Internazionale, invece, ha emesso una tranche pari ad 1,6 miliardi di euro.

La Grecia, quindi, se rispetterà il preciso piano di consolidamento fiscale e di riforme strutturali previsto dai creditori ufficiali (condizionale per l'erogazione delle tranche del pacchetto) potrà ottenere ancora 57 miliardi di euro entro il 2014, di cui 43 di competenza dell'Unione Europea. Questa somma dovrebbe essere in grado di finanziare il fabbisogno di cassa fino a quella data, sempre che le ipotesi di crescita previste si verifichino.

Da qui al 2014 la Grecia potrebbe ottenere ancora 57 miliardi di euro, rispettando il piano di rientro fiscale

Fabbisogno finanziario, miliardi di euro

	2012				2013				2014			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Fabbisogno finanziario	57.1	18.6	31.3	5.0	8.3	8.8	4.8	2.3	6.8	12.3	7.1	2.1
Esborsi del settore ufficiale	75.7	31.3	5.0	8.3	8.8	4.8	2.3	6.8	12.3	7.1	1.0	1.0
esborsi FMI	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
esborsi EU	74	29.6	3.4	5.6	8.2	3.2	0.6	5.1	10.7	1.9	1.9	1.9

Fonte: Commissione Europea

Come è stato evidenziato in precedenza, gli esborsi dei creditori ufficiali previsti dai pacchetti di aiuti concessi, sono condizionati al raggiungimento degli obiettivi (fiscali e di riforma) previsti per la Grecia. Al momento l'andamento di cassa è in linea con gli obiettivi intermedi posti dalla Troika, ma per poter raggiungere l'obiettivo di fine anno, cioè un deficit pari a 14,8 miliardi di euro, la Grecia dovrebbe riportare un surplus di cassa di almeno 3,6 miliardi al mese da maggio a fine anno, al netto della stagionalità. Ipotesi che appare estremamente difficile da ottenere, anche perché l'andamento dei primi mesi è viziato da rinvii di esborsi che appesantiranno il secondo semestre.

La disponibilità di cassa della Grecia è molto limitata: secondo fonti governative non confermate ad inizio maggio sarebbe stata pari a 2,5 miliardi di euro; somma utile solo per coprire il fabbisogno statale fino a luglio. L'ultima parte della prima tranche del pacchetto di aiuti ufficiali è stata erogata a fine giugno, successivamente all'insediamento del nuovo Governo, ma il Governo potrà iniziare ad avere i finanziamenti della seconda tranche soltanto dopo aver dimostrato di poter effettuare un taglio alla spesa pubblica per un ammontare pari a 11,5 miliardi di euro, come previsto dagli obiettivi fiscali definiti con la Troika.

La Grecia ha una limitata disponibilità di cassa

Lo sforzo fiscale richiesto alla Grecia appare enorme

I creditori ufficiali richiedono alla Grecia uno sforzo fiscale enorme, cioè una correzione del deficit fiscale di circa 2 punti percentuali di PIL nel 2012 e di circa 2,5 nel 2013. Nel 2012 il Governo ha votato misure fiscali che sommano all'1,5% del PIL, principalmente dal lato spesa, ma per raggiungere gli obiettivi fiscali per il prossimo biennio sono necessarie misure ulteriori che difficilmente saranno ottenibili. La pressione fiscale non può essere ulteriormente aumentata senza provocare effetti disastrosi su crescita e occupazione. Le ipotesi di rientro fiscale stilate dai creditori ufficiali si basano su di un ritorno dell'economia in territorio positivo nel 2014, dopo una stagnazione nel 2013, ipotesi che difficilmente saranno verificate.

È molto più probabile, al contrario che il 2013 veda anch'esso un PIL ancora in contrazione e soprattutto che la ripresa del 2014 sia molto meno brillante del previsto. La stessa Commissione Europea nel report che accompagna le raccomandazioni al programma di stabilità e riforma prevede un ampio fiscal gap per il biennio 2013-2014, nell'ordine del 5,5% del PIL, che chiede di coprire attraverso ulteriori tagli alla spesa.

Le prospettive di crescita sono molto più negative rispetto a quelle previste nel piano di rientro fiscale

Variabili macroeconomiche della Grecia, dati storici e proiezioni ufficiali								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
PIL reale	182.2	184.0	179.7	171.9	160.5	152.8	152.8	156.6
PIL nominale	223.0	233.3	232.1	227.9	216.1	204.2	203.2	208.0
PIL reale %	3	-0.1	-3.3	-3.5	-6.8	-4.8	0	2.5
Deflatore del PIL in %	3.5	4.7	2.8	1.7	1.6	-0.7	-0.5	-0.1
PIL nominale %	6.5	4.6	-0.5	-1.8	-5.2	-5.5	-0.5	2.4
Debito	239.5	263.3	299.7	329.5	368.0	343.8	351.0	345.5
Debito % PIL	107.4	112.9	129.1	144.6	170.3	168.4	172.8	166.1
Debito (criterio di Maastricht)	239.5	262.6	299	329	355.8	332.4	339.4	334.1
Debito (Maastricht) % PIL	107.4	112.6	128.8	144.4	164.7	162.8	167.1	160.6
Deficit	-15.15	-23.08	-36.6	-23.9	-19.7	-14.8	-9.4	-4.4
Deficit % PIL	-6.8	-9.9	-15.8	-10.5	-9.1	-7.2	-4.6	-2.1
Saldo Primario	-4.08	-11.3	-24.7	-10.7	-4.8	-2.0	3.6	9.4
Saldo Primario % PIL	-1.8	-4.8	-10.6	-4.7	-2.2	-1.0	1.8	4.5
Spesa per interessi	11.1	11.8	11.9	13.2	14.9	12.8	13	13.8
Spesa per interessi % PIL	5.0	5.1	5.1	5.8	6.9	6.3	6.4	6.6

Fonte: Elaborazioni interne su dati Commissione Europea; dati in miliardi di euro, dove non diversamente specificato.

La correzione fiscale richiesta alla Grecia dai creditori internazionali appare eccessiva e troppo rapida, così da strozzare qualsiasi possibilità di ripresa ciclica. L'aggiustamento fiscale dovrebbe essere al contrario modulato in un periodo di tempo più ampio e soprattutto potrebbe essere

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

ottenuto coinvolgendo anche la parte di debito detenuta dai creditori ufficiali, mentre ad oggi la ristrutturazione del debito ha interessato solo per la parte detenuta da creditori privati. **La Grecia non potrà, a queste condizioni, tornare sul mercato nel 2015 come ipotizzato dai creditori ufficiali.**

Due possibili soluzioni

Gli obiettivi fiscali che la Troika ha richiesto alla Grecia sono pressoché impossibili da raggiungere. Il nuovo Governo Samaras si appresterà a chiedere ai creditori ufficiali un alleggerimento della correzione fiscale necessaria, innalzando gli obiettivi di deficit fiscale per gli anni a venire. **Ciò genererebbe ovviamente un fabbisogno di finanziamento ulteriore rispetto a quello che troverebbe copertura dai fondi dei due pacchetti di aiuti, secondo le proiezioni ufficiali.** Accanto alla rimodulazione del percorso di risanamento fiscale, quindi, occorre che gli attuali pacchetti di aiuti vengano in qualche modo incrementati, se non direttamente attraverso l'esborso di fondi aggiuntivi, anche attraverso la riduzione del tasso di interesse pagato sul debito detenuto dai creditori ufficiali oppure introducendo un "periodo di grazia", durante il quale vengano sospesi i rimborsi del debito (ufficiale) andato a scadenza.

Gli obiettivi fiscali non sono raggiungibili

Come si osserva dalla tabella seguente, se la Grecia dovesse centrare i difficili obiettivi fiscali per l'anno in corso e i successivi due, il fabbisogno netto troverebbe copertura dall'erogazione dei fondi promessi, anche se già nel 2015 la Grecia dovrebbe ritornare sul mercato per coprire 9 miliardi di euro.

Scenario Unione Europea, FMI						
	2012	2013	2014	2015	2016	Totale
Deficit	-14,8	-9,4	-4,4	-3,6	0	
di cui: Interessi	12,8	13	13,8	13,3	14,4	
Debito ufficiale in scadenza	0	1,7	7,4	8,6	3,2	
Fabbisogno netto	142	43	39	30	16	269
Esborsi del settore ufficiale	119	24	22	7	2	173
Finanziamento da PSI	23	19	17	15	13	87
Fabbisogno non coperto	0	0	0	9	1	10

Fonte dati: Commissione europea, FMI

Certamente, l'attuale Governo non sarà in grado di predisporre un budget per il 2013 in grado di reperire risorse necessarie per una correzione fiscale dell'ordine di 2,6 punti di PIL. **Possiamo ritenere più equo spostare di due anni gli obiettivi fiscali prefissati**, in modo che la Grecia possa arrivare ad avere un deficit di 4,4 miliardi di euro nel 2016. Questa possibilità innalzerebbe immediatamente il fabbisogno non coperto dai fondi ufficiali, rendendo necessaria una copertura (seppure ridotta) aggiuntiva già per il 2013, pari a 3 miliardi di euro, come si può osservare dalla tabella che segue:

Scenario alternativo						
	2012	2013	2014	2015	2016	Totale
Deficit	-14,8	-12,1	-10,8	-9,4	-4,4	
di cui: Interessi	12,8	13,1	13,9	13,6	14,7	
Debito ufficiale in scadenza	0	1,7	7,4	8,6	3,2	
Fabbisogno netto	142	46	45	36	21	289
Esborsi del settore ufficiale	119	24	22	7	2	173
Finanziamento da PSI	23	19	17	15	13	87
Fabbisogno non coperto	0	3	6	15	6	29

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI e Commissione Europea

Complessivamente, lo slittamento di due anni degli obiettivi fiscali, comporterebbe esigenze finanziarie aggiuntive per 29 miliardi di euro. Abbiamo ipotizzato due soluzioni differenti per coprire il fabbisogno fiscale che nascerebbe dal posticipo degli obiettivi fiscali da raggiungere: la

prima consiste nel determinare un "periodo di grazia" di due anni, in cui vengono rinviati di due anni i rimborsi dei prestiti ufficiali in scadenza, mentre la seconda vede dimezzare il tasso di interesse pagato sui prestiti ufficiali.

Congelare il rimborso dei prestiti contratti con i creditori ufficiali porterebbe una limitata copertura: il profilo delle scadenze del debito ufficiale è spostato nel tempo, diventando più rilevante nel 2015 (si noti che si tratterebbe soltanto di debito del FMI, quello nei confronti dell'Unione europea dovrà essere ripagato dopo il 2016).

Soluzione a): "periodo di grazia" di due anni						
	2012	2013	2014	2015	2016	Totale
Deficit	-14,8	-12,1	-10,8	-9,4	-4,4	
di cui: Interessi	12,8	13,1	13,9	13,6	14,7	
Debito ufficiale in scadenza	0	0	0	1,7	7,4	
Fabbisogno netto	142	44	38	29	25	277
Esborsi del settore ufficiale	119	24	22	7	2	173
Finanziamento da PSI	23	19	17	15	13	87
Fabbisogno non coperto	0	1	-1	8	10	17

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI e Commissione Europea

Altra soluzione più efficiente potrebbe essere ridurre gli interessi pagati sui prestiti ufficiali, ad esempio dimezzandoli, come nell'ipotesi che viene qui di seguito verificata. In questo caso la copertura del fabbisogno finanziario aumenterebbe, anche se risulta per il 2015 un fabbisogno cospicuo, pari a 11 miliardi di euro.

Soluzione b): dimezzamento interessi sul debito ufficiale						
	2012	2013	2014	2015	2016	Totale
Deficit	-14.8	-8.2	-6.4	-5.3	0.0	
di cui: Interessi	9.2	9.2	9.6	9.5	10.3	
Debito ufficiale in scadenza	0	1.7	7.4	8.6	3.2	
Fabbisogno netto	142	42	41	32	16	272
Esborsi del settore ufficiale	119	24	22	7	2	173
Finanziamento da PSI	23	19	17	15	13	87
Fabbisogno non coperto	0	-1	2	11	1	13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI e Commissione Europea

Il Governo ha recentemente fatto trapelare di voler proporre alla Troika la vendita di asset pubblici in modo da reperire le risorse necessarie per finanziare il fabbisogno aggiuntivo che si creerà con una rimodulazione degli obiettivi fiscali per gli anni a venire. La dismissione di patrimonio, però, rappresenta una fonte di finanziamento assolutamente incerta. L'ammontare del debito che la Grecia ha contratto verso Unione europea e FMI, al contrario, apre spazi di manovra importanti per i conti pubblici: **la ristrutturazione del debito "ufficiale" dovrà, con buona probabilità, seguire quella del debito privato (il PSI concluso a marzo) per permettere al Paese di raggiungere la sostenibilità fiscale.**

Portogallo: conti pubblici sulla strada della sostenibilità ma rimangono elementi di incertezza

Sara Molinari

La quarta *review* trimestrale di Unione Europea, BCE e FMI compiuta in Portogallo tra il 22 maggio e il 4 giugno ha avuto un esito positivo. Il Paese, sottoposto al programma di revisione da parte della Troika dopo la richiesta di assistenza agli organismi internazionali, sta dimostrando di procedere nella giusta direzione per ottenere gli obiettivi fiscali e di riforma strutturale. Il Portogallo sta raggiungendo i target del programma, anche se rimangono punti di debolezza da monitorare con attenzione. La quarta missione di revisione della Troika si è conclusa con la revisione al rialzo delle stime di crescita per il 2012: nel corso dei primi tre mesi dell'anno l'economia portoghese ha dimostrato una tenuta maggiore delle attese che ha portato a migliorare le proiezioni del PIL per l'anno in corso, ora atteso in contrazione del 3%, rispetto al -3,3% della precedente *review* conclusa a marzo. Nel 2013 le attese sono per una crescita positiva seppure modesta. La disoccupazione rimane il grave problema che il Paese dovrà affrontare, potendo raggiungere il 16% nel 2013. Il deterioramento delle condizioni occupazionali rappresenta per il Portogallo una possibile fonte di stress per la crescita, così come il permanere o l'aggravarsi delle tensioni in zona euro in merito alla crisi del debito sovrano.

Nonostante la recessione, l'andamento dei conti pubblici appare sotto controllo e in più il Portogallo sta godendo di una favorevole stabilità politica: il Governo di Coelho, che ha preso in mano le redini del Paese dalla scorsa estate, gode di un vasto appoggio popolare che rende sicuramente più facile l'amministrazione e la riorganizzazione dello Stato.

Ciononostante il Portogallo dovrà affrontare importanti sfide per poter portare a termine le riforme necessarie a riconquistare una maggiore competitività e attuare con fermezza il necessario rigore fiscale anche negli anni a venire: queste condizioni sono indispensabili per poter riconquistare la fiducia dei mercati e poter nuovamente finanziarsi con l'emissione di titoli di Stato al termine del programma di aiuti internazionale nel 2014. Fino ad allora, infatti, il fabbisogno finanziario del settore pubblico sarà principalmente finanziato dai prestiti di Unione Europea e FMI, come si può osservare dalla tabella seguente.

Il rigore fiscale è necessario per riguadagnare accesso al mercato

Fabbisogno finanziario e fonti di finanziamento					
Miliardi di euro	2011	2012	2013	2014	Totale
Deficit del settore pubblico	11.3	14.9	6.8	4.7	37.7
Ammortamento	9.5	16.9	10.2	14.3	50.9
Supporto al sistema bancario	1.0	13.5	4.4	0.4	19.3
Fabbisogno finanziario	27.8	45.3	21.4	19.4	107.9
Finanziamento sul mercato	-6.4	1.1	11.3	12.8	18.9
Proprie risorse	-5.7	16.8	0.1	-1.3	9.9
Prestiti UE-FMI	34.0	27.3	10.0	7.8	79.2
EFSM/EFSF	21.0	19.3	6.6	5.1	52.0
FMI	13.0	8.0	3.4	2.7	27.1
Fonti di finanziamento	21.8	45.3	21.4	19.4	107.9

Fonte: Commissione Europea

Proiezioni macroeconomiche				
Valori in %	2011	2012p	2013p	2014p
PIL (% annua)	-1.5	-3.0	0.3	2.1
Inflazione (%)	3.6	3.2	1.3	1.5
Deficit/PIL	-4.0	-4.5	-3.0	-2.3
Debito/PIL	106.8	112.4	115.3	114.4

Fonte: Commissione Europea

I conti pubblici nel 2011

Il Portogallo è riuscito a chiudere il 2011 con un deficit di bilancio pari al 4% del PIL, superando ampiamente l'obiettivo prefissato per l'anno, pari al 5,9%. Il risultato però è stato ottenuto grazie all'introduzione di una manovra straordinaria, attivata in chiusura d'anno: il Governo ha deciso, infatti, di trasferire in bilancio i fondi pensione delle banche. Ciò ha permesso di ridurre il

deficit di 3,5 punti di PIL. Se non fosse stata attuata la manovra straordinaria, quindi, il saldo di bilancio avrebbe sfiorato l'obiettivo per un ammontare pari all'1,6% del PIL, nonostante le manovre correttive addizionali che, a partire dall'estate del 2011, il Governo portoghese appena eletto aveva iniziato ad attivare. Per cercare di riportare il deficit sul cammino corretto, infatti, l'esecutivo aveva introdotto un aumento *una tantum* dell'imposta sul reddito e anticipato l'incremento dell'IVA sull'energia (originariamente prevista per il 2012). Ciononostante, i maggiori proventi così ottenuti non sono stati in grado di ridurre il gap accumulato nella prima metà d'anno tra il fabbisogno di cassa e gli obiettivi prefissati, sia a causa di entrate minori del previsto, sia per l'inadeguato contenimento della spesa pubblica. Il Governo di Coelho ha così deciso di spostare in bilancio i fondi pensioni delle banche, pur sapendo di dover affrontare per gli anni a venire manovre aggiuntive, a correzione degli effetti negativi che questa decisione avrebbe provocato. Infatti, lo spostamento dei fondi pensione in capo allo Stato porterà come effetto diretto sui conti pubblici un aggravio della spesa pensionistica. La manovra ha anche effetti negativi potenziali, dal momento che va a peggiorare i bilanci delle banche, fattore che pur non avendo un impatto diretto e immediato sui conti pubblici, potrebbe avere effetti negativi in caso si renda necessario un intervento di salvataggio.

Il budget 2012

La manovra *una tantum* compiuta a fine 2011 ha destato grandi preoccupazioni relativamente agli effetti ricorsivi su bilanci degli anni a venire, in particolare sulla tenuta del budget 2012. I risultati mostrati dalla Commissione Europea e dal FMI a conclusione del terzo programma di revisione del Paese (avvenuto tra febbraio e marzo) hanno mostrato però una situazione migliore di quanto si poteva temere. Lo sfioramento sistematico degli obiettivi per il 2011 è dovuto, come abbiamo visto, ad un andamento più debole delle attese della componente entrate, ma in buona parte dovuto a proventi non da tassazione e in particolare non ricorsivi. La sotto-performance iniziale è stata causata, nello specifico, da proventi da concessioni e dismissioni minori del previsto. Dal lato delle spese, il peggioramento è da attribuire in buona parte all'inserimento in bilancio dei debiti di una impresa statale (SOE) in difficoltà e a problemi relativi ad alcuni rapporti contrattuali pubblici – privati (PPP), nonché alla contabilizzazione delle perdite della regione autonoma di Madera. Inoltre, gli effetti sul bilancio del 2012 della manovra straordinaria di fine 2012 risultano essere più contenuti di quanto in un primo momento temuto, quantificabili in 520 milioni di spesa aggiuntiva per le pensioni.

L'obiettivo 2012, pari a un deficit/PIL del 4%, è ambizioso, ma ottenibile con le manovre aggiuntive strutturali previste dalla legge di bilancio 2012, che, secondo le proiezioni della Commissione Europea, imporranno uno sforzo fiscale ulteriore pari al 5,4% del PIL (ricordiamo che le stime della Commissione non tengono conto dell'emendamento al bilancio presentato a marzo 2012, di cui si dà una breve descrizione nel box seguente).

Una buona parte della manovra sarà indirizzata al contenimento della spesa pubblica (principalmente attraverso tagli alle voci salari e pensioni) ma il Portogallo vedrà anche un contributo addizionale dall'aumento della tassazione indiretta. La legge di emendamento al bilancio 2012, resa nota a fine marzo, ha permesso di reperire i fondi per finanziare la maggiore spesa pensionistica e prevede il raggiungimento di un maggior risparmio fiscale dalla riorganizzazione dei finanziamenti dei fondi strutturali UE, in caso si concretizzino rischi al ribasso per la crescita, tali da mettere in dubbio il raggiungimento dell'obiettivo.

La manovra correttiva straordinaria di fine 2011 avrà impatti limitati sui conti pubblici del 2012.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

Nuove misure di consolidamento fiscale per raggiungere gli obiettivi 2012-13	
	% PIL
Deficit 2010	-9.8
Drift saldo primario 2011	1.8
Variazione nella spesa per interessi	-1
Dissipazione effetti <i>one-offs</i>	0.7
Nuove misure di consolidamento	4.3
Deficit 2011	-4
Drift saldo primario 2012	-2
Variazione nella spesa per interessi	-0.7
Dissipazione effetti <i>one-offs</i>	-3.1
Nuove misure di consolidamento	5.4
Deficit 2012	-4.5
Drift saldo primario 2013	-0.4
Variazione nella spesa per interessi	0.1
Dissipazione effetti <i>one-offs</i>	-0.4
Nuove misure di consolidamento	2.2
Deficit 2013	-3

Fonte: Commissione Europea

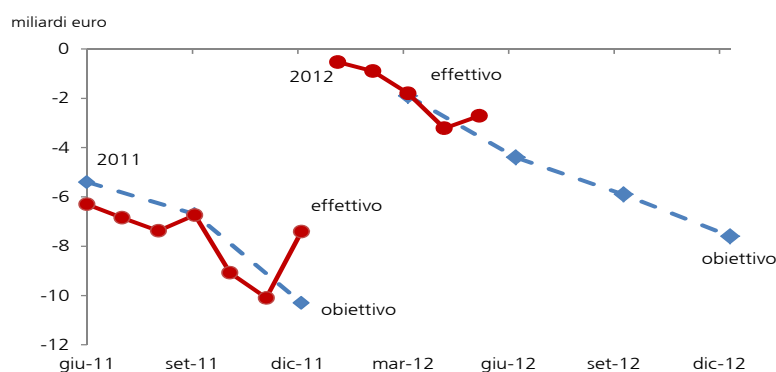
I rapporti di Commissione Europea e FMI sui conti pubblici portoghesi dimostrano che le finanze pubbliche del Paese sono su una buona strada verso la sostenibilità. Al netto della manovra straordinaria di fine 2011, l'aggiustamento fiscale compiuto dal Portogallo è stato notevole, pari a circa 3,5 punti di PIL (miglioramento del saldo primario strutturale) ed è altrettanto sfidante ma raggiungibile per il 2012.

Principali aggregati fiscali in percentuale del PIL	2009	2010	2011		2012
			seconda rev.	ultima stima	
Entrate	39.7	41.6	43.5	44.7	42.5
- di cui fondi pensione	0	1.6	1.9	3.5	0
Uscite	49.9	51.4	49.3	48.7	47
Deficit	-10.2	-9.8	-5.9	-4	-4.5
Deficit (ex entrate da fondi pensione)	-10.2	-11.4	-7.8	-7.5	-4.5
Deficit strutturale (% PIL potenziale)	-8.8	-8.3	-6.9	-5.7	-2.4
Saldo primario strutturale (% PIL potenziale)	-6	-5.3	-2.7	-1.7	2.1

Fonte: Commissione Europea

I dati del fabbisogno di cassa, disponibili a fine maggio, dimostrano che al momento il Portogallo potrebbe essere in linea con gli obiettivi prefissati per poter chiudere il 2012 con un deficit PIL pari al 4%. Lo scorso anno, al contrario, il gap con gli obiettivi è stato accumulato proprio nel corso del 1° semestre.

Fabbisogno di cassa e obiettivo di bilancio



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Da segnalare però che il rapporto trimestrale sui conti nazionali, per il 1° trimestre dell'anno, ha fornito un quadro meno brillante della situazione. Il dato sui conti pubblici pubblicato dall'istituto nazionale di statistica portoghese (INE) ha evidenziato come la reale situazione fiscale del paese sia peggiore di quanto fotografato dai dati a frequenza mensile del fabbisogno di cassa: il Portogallo avrebbe registrato un peggioramento delle entrate che ha portato ad accumulare un deficit di 7,9 miliardi di euro, pari al 4,3% del PIL, nell'anno concluso a fine marzo 2012 (era il 4,2% il dato precedente).

Il Governo portoghese potrebbe comunque avere la possibilità di raggiungere l'obiettivo di fine anno, in primo luogo perché ha programmato una manovra correttiva di bilancio su ipotesi di crescita più basse rispetto alle ultime revisioni della Troika (vedi box seguente) e perché ha dato prova in passato di poter agire rapidamente, con un ampio appoggio politico e sociale.

La manovra correttiva di bilancio 2012

A fine marzo, il Governo ha proposto il progetto di legge correttivo di bilancio 2012, attraverso il quale reperisce i fondi necessari per coprire le maggiori spese pensionistiche (dovute allo spostamento dei fondi pensioni dalle banche alle casse dello Stato) e gli effetti della minore crescita economica prevista (rivista dal -2,8% al -3,3% coerentemente con le previsioni di Commissione Europea e FMI della missione di revisione di marzo).

La proposta in esame determina un saldo di bilancio di -6,3 miliardi di euro, portando quindi un miglioramento di 1,2 miliardi di euro rispetto al deficit di bilancio approvato per il 2012 alla fine dello scorso anno. Il miglioramento deriva da emendamenti alla spesa per alcuni livelli di Governo e alla maggior tassazione diretta. A livello di sotto-settori della pubblica amministrazione, il miglioramento dei saldi coinvolge in particolare il Governo centrale e le agenzie statali (molto importanti in Portogallo, che gestiscono settori chiave, come l'istruzione e la sanità), ma si evidenziano ancora importanti criticità per le regioni e gli enti locali.

Nel dettaglio, tra i fattori aventi un impatto positivo sul bilancio complessivo del Governo, si evidenzia il calo della spesa degli interessi passivi, pari a 490 milioni di euro; l'incremento delle entrate in conto capitale derivanti dall'integrazione dei fondi pensione del sistema bancario; l'aumento delle entrate per i proventi delle aste delle frequenze per i telefoni cellulari di 4° generazione, pari a 272 milioni di euro (quest'ultima entrata non è ricorsiva, ma è di ammontare ridotto). D'altra parte, troviamo, con ripercussioni negative sul saldo complessivo, l'introduzione di una regolamentazione che impone il pagamento dei debiti passati del Servizio Sanitario Nazionale e prevede i trasferimenti necessari per coprirne il deficit previsto per il 2012; il pagamento delle pensioni del sistema bancario; l'aumento dei contributi di sicurezza sociale, effetto del peggioramento del mercato del lavoro; la revisione al ribasso dell'importo delle imposte indirette, causato dal peggioramento dello scenario macroeconomico.

Gli effetti dettagliati sul bilancio dello Stato derivanti dall'emendamento alla legge di bilancio 2012 sono rappresentati nella tabella seguente:

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

Variazioni alle voci di bilancio conseguenti agli emendamenti alla legge di bilancio 2012			
Miliardi di euro	Previsione Legge finanziaria 2012	Variazione	Previsione post-variazione
Entrate totali	39.3	2.7	42
Entrate correnti	38.9	-0.2	38.7
Entrate in conto capitale	0.4	2.9	3.3
Uscite totali	46.8	1.5	48.3
Uscite correnti	44.2	1.4	45.6
Uscite in conto capitale	2.6	0.1	2.7
Saldo corrente	-5.3	-1.6	-6.9
Deficit	-7.5	1.2	-6.3
Saldo primario	0.5	0.6	1.1

Fonte: Ministerio das Financas, Portugal, Alteracao ao Orcamento do Estado para 2012, Nota de Apresentacao

I rischi

I conti pubblici del Portogallo sembrano essere sulla giusta traiettoria per poter guadagnare la sostenibilità necessaria per poter far tornare il Paese sul mercato. Se le proiezioni del Governo, della Commissione Europea e del FMI si dovessero verificare, il Portogallo potrebbe tornare a prendere a prestito risorse dal mercato con gradualità già nel 2013, prima del termine del programma di aiuti ufficiale, a condizione che il panorama generale della zona euro risulti in sostanziale stabilizzazione rispetto all'attuale, cioè i tassi di mercato siano generalmente più bassi e vicini ai valori pre-crisi.

Ciononostante è opportuno analizzare tutti gli elementi di rischio che potrebbero impedire al Portogallo di raggiungere gli obiettivi fiscali prefissati, rendendo quindi necessaria un'ulteriore richiesta di aiuto ai creditori ufficiali.

Il primo elemento di rischio per lo scenario prospettato dal Governo e da Commissione Europea e FMI è senza dubbio la crescita. Le previsioni della troika sono per una contrazione del PIL nel 2012 del 3,0% (-3,3% nella *review* di marzo, pari a quella utilizzata dal Governo nella stesura della legge di emendamento al bilancio 2012), ma il *consensus* prevede un calo del PIL superiore a quello previsto. Nondimeno il 2013 è visto dal *consensus* ancora come un anno di contrazione economica, mentre le proiezioni di Commissione Europea e FMI vedono già una debole ripresa. Ovviamente, se i rischi per la crescita dovessero concretizzarsi, il Portogallo dovrebbe fronteggiare la necessità di ulteriori strette fiscali, nella dimensione di circa un punto di PIL per il solo 2013, che nel 2014 diventeranno poco meno di due punti.

Impatto della minor crescita sul saldo di bilancio			
Valori in percentuale	2012	2013	2014
Proiezioni Governo			
Crescita	-3.0	0.3	2.1
Deficit/PIL	-4.5	-3.0	-2.3
Debito/PIL	112.4	115.3	114.4
Proiezioni ISP			
Ipotesi di crescita	-3.4	-1.4	0.5
Deficit/PIL	-4.7	-3.9	-4.0
Debito/PIL	114.7	117.5	120.4
Differenza saldo di bilancio	-0.2	-0.9	-1.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rischio crescita appare al momento quello con la più elevata probabilità di concretizzazione: il peggioramento che è stato recentemente dimostrato nell'andamento del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico nel corso del 1° trimestre dell'anno deriva in buona parte da minori entrate fiscali (sia dalle imprese, sia dalle famiglie) causate dal peggioramento delle condizioni economiche e dell'*outlook* dell'economia.

Il Portogallo sta procedendo nella giusta strada per la sostenibilità fiscale, ma rimangono fattori di incertezza

(1) Crescita.
Le stime di crescita ufficiali, su cui si basano gli obiettivi fiscali, sono elevate

Un'altra criticità, potenzialmente fonte di instabilità per i conti pubblici portoghesi è l'entità del debito di enti locali e imprese pubbliche.

(2) Rimane poco chiara la dimensione del debito degli enti locali

Gli enti locali dovrebbero avere un debito complessivo per un ammontare che oscilla tra gli 8 e i 12 miliardi di euro, ma non esiste al momento alcuna stima precisa. Proprio per cercare di porre fine a questa incertezza, il Governo ha chiesto agli enti locali una accurata revisione dei conti, la conclusione della quale, però, è stata rimandata a dicembre 2012. Al momento quindi non è possibile attribuire una dimensione precisa al problema delle finanze degli enti locali.

Altro nodo rilevante è rappresentato dalle società statali (State Owned Enterprises, SOE), il cui problema ha un perimetro meno incerto, ma non per questo meno preoccupante. Il Portogallo ha 98 imprese statali, che controllano snodi chiave dell'economia del Paese (banche, aeroporti, porti, autostrade, ospedali, ecc.). Accanto alle grandi imprese statali ce ne sono oltre 500 di minori dimensioni, controllate da enti locali e regionali. Complessivamente le imprese statali rappresentano il 4,6% del PIL, con un deficit dello 0,5% del PIL e un debito che arriva al 23% del PIL (dati al 2010). Soltanto con la crisi del debito sovrano una parte delle SOE ha dovuto consolidare il proprio bilancio in quello dello Stato, per cercare di migliorare la propria sostenibilità finanziaria. Per evitarne il default, lo Stato ha dovuto finanziare direttamente le imprese in difficoltà. Tra gli obiettivi del Governo la ristrutturazione delle SOE in crisi è uno dei principali obiettivi, nel tentativo di ridurne la dipendenza dal finanziamento dello Stato centrale, ma il processo potrebbe essere più lungo del previsto e serbare problematiche.

Il sistema bancario portoghese, come altri in zona euro, ha subito il deterioramento delle condizioni economiche generali e sta risentendo della crisi del debito sovrano, rimanendo così sotto forte pressione e rappresentando un elemento di debolezza, da cui possono scaturire effetti negativi sui conti pubblici. La liquidità delle banche portoghesi è migliorata grazie alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) messe in atto dalla BCE, ma la situazione rimane ancora incerta a causa delle necessità di capitale, che derivano da una molteplicità di fattori.

(3) La manovra straordinaria del bilancio statale 2011 ha peggiorato la situazione delle banche

Famiglie e imprese portoghesi hanno sperimentato un rapido aumento dei debiti nel periodo intercorso tra il 2005 e 2009: il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie era pari all'83,8% nel 2000, quindi è salito rapidamente al 114% nel 2005 e ha raggiunto il massimo del 131% nel 2009; analogamente le imprese non finanziarie hanno visto salire il loro indebitamento da circa il 100% del PIL nel 2005 al 120% nel 2009¹⁰. La crisi finanziaria del 2008 prima e quella del debito sovrano poi hanno portato ad una rapida inversione di tendenza, che ha condotto nel corso dell'ultimo anno alla contrazione del credito erogato a famiglie e imprese. La recessione economica ha portato ad un netto peggioramento della qualità degli attivi bancari, che a sua volta ha reso necessari interventi di ricapitalizzazione (ad oggi pari a 600 milioni di euro, a cui si aggiungeranno altri 1,6 miliardi a giugno). La manovra una tantum decisa dal Governo a fine 2011 e la svalutazione dei titoli greci in portafoglio degli istituti di credito hanno peggiorato ulteriormente il livello di capitalizzazione, così che per soddisfare i requisiti imposti dall'EBA di un capitale *core Tier 1* rispetto all'attivo ponderato per il rischio almeno pari al 9%, si renderanno necessari ulteriori iniezioni di capitale. I dati forniti dalla Commissione Europea evidenziano che nel terzo trimestre 2011 il *core Tier 1* delle banche portoghesi era mediamente pari all'8,5% delle attività ponderate per il rischio, ma il dato non tiene conto del peggioramento provocato dalla manovra di fine anno.

(4) Una fonte di rischio è rappresentata dal sistema bancario spagnolo

Il Portogallo ha legami economici e finanziari molto stretti con la Spagna. Dal punto di vista puramente commerciale, circa il 26% delle esportazioni portoghesi ha come destinazione la Spagna, che va così a rappresentare il principale mercato di sbocco del Paese: il potenziale

¹⁰ Fonte dati Eurostat e Banca per i Regolamenti Internazionali

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

effetto di rallentamento sul PIL portoghese dovuto ad una contrazione più marcata del previsto della Spagna avrebbe un effetto diretto sulla crescita del Portogallo sebbene di ammontare ridotto (un calo del PIL spagnolo dell'1% ha un effetto stimato nell'ordine dello 0,06% sul PIL portoghese).

Più preoccupante sarebbe invece un peggioramento delle condizioni del sistema finanziario spagnolo, dal momento che da questo punto di vista i legami tra Spagna e Portogallo sono molto forti. Dall'analisi dei dati della Banca per i Regolamenti Internazionali del 4° trimestre 2011 si evince che le banche portoghesi hanno complessivamente 100 miliardi di euro di crediti verso il sistema finanziario estero, di cui il 16% del totale verso la Spagna (percentuale che sale al 26% se si considerano soltanto i crediti nei confronti della zona euro). Un aggravamento della condizione dei bilanci delle banche spagnole potrebbe quindi rendere ancora più fragili i bilanci degli istituti di credito portoghesi.

Esposizione delle banche portoghesi: il rischio derivante dalla zona euro

Crediti esteri consolidati delle banche portoghesi

	mld di euro	% sul totale
Verso tutti i paesi	100.3	
Paesi sviluppati	66.3	66.2
Europa	62.0	61.9
Spagna	16.6	16.6
Irlanda	13.5	13.4
Centri <i>offshore</i>	8.3	8.2

Fonte: Banca per i Regolamenti Internazionali

Irlanda: buoni risultati, ma rimangono incertezze

L'Irlanda sta ottenendo buoni risultati nel processo di correzione fiscale e di riforma strutturale, come emerso dalle *review* trimestrali dell'Unione Europea, sia dalle raccomandazioni che la Commissione Europea ha stilato a fine maggio in merito al programma di stabilità e riforma. Si confermano, inoltre, i grandi miglioramenti sul fronte dell'equilibrio esterno, con il ritorno all'attivo del saldo di parte corrente. Il nodo rimane la capacità dell'Irlanda di proseguire lungo il cammino del risanamento fiscale anche dopo la conclusione del programma, dato che la situazione di uscita non sarà comunque tale da garantire la sostenibilità del debito, senza interventi ulteriori.

Sara Molinari

Il 2012 potrebbe chiudersi per il Paese con una modesta crescita, dello 0,5%. Sarebbe comunque un buon risultato, vista la difficile congiuntura dell'area euro. Il 2013 è atteso essere in riaccelerazione, grazie alla presenza di capacità inutilizzate e alla flessibilità che caratterizza il mercato del lavoro irlandese.

Debole crescita nel 2012, in-
accelerazione nel 2013

L'Irlanda ha mantenuto fede agli impegni presi in termini di obiettivi fiscali per il 2011 e il primo trimestre 2012 ha dimostrato la buona tenuta dei conti pubblici, rendendo quindi raggiungibile anche l'obiettivo per l'anno, posto all'8,6% del PIL. Per raggiungere tale obiettivo, è stato definito uno sforzo fiscale pari al 2,7% del PIL, equamente suddiviso tra contenimento della spesa ed incremento della tassazione. Il percorso di correzione fiscale che l'Irlanda sta compiendo sembra ben indirizzato per permettere al Paese di raggiungere un rapporto deficit/PIL al 3% nel 2015, anche se al momento il Governo non ha ancora completamente esplicitato le misure per poterlo raggiungere. Nonostante i buoni risultati fino a qui raggiunti, sono evidenti, però, alcuni punti di debolezza che potrebbero rendere più difficile la gestione dei conti pubblici: la ricapitalizzazione delle banche che è avvenuta fino a questo momento è stata superiore agli obiettivi prefissati, ma il peggioramento delle condizioni internazionali di mercato potrebbe rendere più complessa e difficoltosa la conclusione del programma di risanamento del sistema finanziario. Lo stesso motivo potrebbe rendere più difficile il ritorno dell'Irlanda sul mercato, previsto per il 2013.

Gli obiettivi di rientro fiscale
appaiono raggiungibili

Fino a questo momento l'Irlanda ha ricevuto 47,8 miliardi di euro di aiuti internazionali, rappresentanti il 71% della complessiva assistenza finanziaria internazionale (pari a 67,5 miliardi di euro). Il pacchetto di aiuti per l'Irlanda, deciso a novembre 2010 per il periodo 2010-2013 ammonta però a 85 miliardi di euro, 17,5 dei quali auto finanziati dallo stesso Paese attraverso propri *asset* finanziari.

Fabbisogno finanziario e flussi di finanziamento					
Miliardi di euro	2010	2011	2012	2013	Totale
Fabbisogno lordo del settore pubblico	7.9	28.8	27.8	22.6	87.0
Supporto al sistema bancario	0.0	16.5	1.6	0.0	18.1
Fabbisogno finanziario	7.9	45.3	29.4	22.6	105.1
Finanziamento sul mercato	0.5	1.4	3.9	14.2	20.1
Proprie risorse	7.3	9.4	2.5	-1.7	17.5
Prestiti UE-FMI	0.0	34.4	22.9	10.1	67.5
EFSM/EFSF	0.0	21.5	13.6	5.1	40.2
Bilaterali	0.0	0.5	2.8	1.5	4.8
IMF	0.0	12.5	6.5	3.6	22.5
Fonti di finanziamento	7.8	45.2	29.3	22.6	105.1

Fonte dati: Commissione Europea

Il fabbisogno finanziario risulterebbe coperto fino al 2013, anche se il Paese dovrebbe iniziare a ritornare gradualmente sul mercato a fine 2012. Il contesto difficile in cui si trovano i paesi periferici della zona euro potrebbe rappresentare un rilevante impedimento: la crisi del debito

sovrano sta mantenendo i livelli dei rendimenti dei titoli di stato a livelli troppo elevati, ostacolando il necessario ritorno al mercato dell'Irlanda.

Il vertice europeo che si è tenuto il 27 e 28 giugno, però, ha inaspettatamente aperto una possibilità importante per l'Irlanda: **il Paese potrebbe iniziare una trattativa con i vertici UE in modo che i prestiti da lei ricevuti per la ricapitalizzazione delle banche possano essere direttamente posti in capo agli istituti finanziari interessati, alleggerendo così i conti pubblici.** L'Irlanda si potrebbe cioè avvantaggiare di quanto dovrebbe essere concesso alla Spagna. EFSF e ESM potrebbero ricapitalizzare direttamente le banche in difficoltà, anche se occorrerà prima istituire un organismo di sorveglianza bancaria.

L'Irlanda ha ricevuto aiuti internazionali per la ricapitalizzazione degli istituti finanziari in difficoltà che hanno determinato un incremento del 40% del debito pubblico rispetto al PIL tra il 2009 e il 2011. Il Governo irlandese ha annunciato di voler iniziare i colloqui con i vertici UE per poter modificare la natura dei prestiti ricevuti, pur riconoscendo che la propria situazione risulta essere più complessa di quella spagnola a causa delle necessità di controllo del pregresso a cui l'Irlanda deve sottostare. **L'Irlanda potrebbe chiedere la riduzione della metà del debito contratto per ricapitalizzare gli istituti bancari, così portando il rapporto debito/PIL al 100% dal 120% atteso per il 2012.** Tutto ciò comporterebbe un minor esborso in termini di interessi annui, calcolabile in circa 2 miliardi di euro all'anno. L'esito delle trattative è ancora incerto, ma di certo il Governo irlandese ha buone speranze di ottenere risultati significativi già nel corso dell'autunno.

Importanti possibilità per l'Irlanda dal vertice europeo

Il debito pubblico irlandese potrebbe scendere dal 120% al 100%

Regno Unito - Peggio del previsto, per "colpa" dell'area euro

Rivediamo pesantemente al ribasso la crescita attesa quest'anno nel Regno Unito, da 0,6% a 0,2% a/a. Infatti, dopo il pessimo -0,4% del 4° trimestre 2011, il 1° trimestre del 2012 ha subito un'altra contrazione, pressoché analoga: -0,3% t/t. I consumi privati, dopo un'eccezione positiva nell'ultimo quarto dello scorso anno, sono tornati a contrarsi, come avevano fatto per tutto il resto del 2011. Gli unici contributi positivi sono giunti dalla spesa pubblica – che difficilmente però potrà continuare così, dato il programma di consolidamento fiscale in corso – e dagli **investimenti privati**. Come avevamo previsto nel numero precedente dello "Scenario", questi ultimi **sembrano essere l'unica componente del PIL in grado di avviare una ripresa** sostenibile sfruttando le condizioni straordinariamente espansive delle politiche precedenti e di quelle in atto. A giugno, infatti, al culmine della crisi dell'area euro, Banca d'Inghilterra e Tesoro hanno annunciato di lavorare insieme a un **nuovo programma di stimolo per la crescita** onde far fronte alle ricadute negative del deterioramento del quadro nell'area euro sull'economia britannica. Uno dei punti cardine del piano è il **fundings for lending scheme**, il programma che mette a disposizione delle banche fondi pluriennali (a tassi inferiori a quelli di mercato) destinati a finanziare la concessione di credito da parte degli istituti bancari. Si stima che il programma potrebbe arrivare a supportare una massa critica pari a circa 80 miliardi di sterline in nuovi crediti. Tra le altre misure sono da menzionare nuove *facilities* per le banche e un'ulteriore estensione dell'APF (atteso incremento da 325 a 375 miliardi di sterline questo mese).

Molto negativo nel 1° trimestre è stato anche il contributo del **canale estero** (-0,4%), per via della pesante contrazione delle esportazioni, penalizzate dalla debolezza della domanda estera e dall'ulteriore rafforzamento del cambio. Ancora più pesante è stato l'ammacco arrecato dal calo delle scorte, che hanno tolto lo 0,6% alla crescita. Dopo due trimestri consecutivi di decumulo il ciclo dovrebbe però ripartire nel 2° trimestre. Se gli investimenti dovrebbero beneficiare ancora delle nuove misure di stimolo, i consumi privati dovrebbero tornare in territorio positivo anche grazie al calo dell'**inflazione**, che **sta scendendo più rapidamente di quanto la BoE si aspettasse**, complice la recente correzione delle *commodities*. A maggio è scesa sotto il limite superiore della banda obiettivo (3,0%), attestandosi al 2,8% dopo 25 mesi consecutivi di permanenza sopra il 3,0%.

Riduciamo solo leggermente le proiezioni di crescita **per il 2013**, da 1,8% a 1,7%, con rischi però verso il basso. La ripresa prevista per l'area euro l'anno prossimo, l'estensione delle misure di stimolo nel Regno Unito, l'inflazione più bassa di quanto si aspettasse la BoE sono tra i principali ingredienti dello scenario di **(moderato) recupero**. Con l'estensione dell'APF aumenta la probabilità che l'avvio del ciclo di rialzi dei tassi venga posticipato tra fine 2013 e inizio 2014.

Proiezioni – Regno Unito	2011	2012p	2013p	2011			2012			2013	
				3	4	1	2p	3p	4p	1p	2p
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	0.8	0.2	1.7	0.5	0.6	-0.2	0.2	-0.1	0.8	1.5	1.6
Consumi privati	-1.1	0.1	1.4	-0.7	0.5	-0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	-1.4	2.5	2.9	0.6	-0.6	1.9	0.5	0.3	0.7	0.8	1.0
Consumi pubblici	0.1	1.1	-2.0	-0.1	0.8	1.9	-1.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5
Esportazioni	4.4	1.0	3.4	0.7	3.1	-1.7	0.2	1.2	0.5	1.2	1.0
Importazioni	0.5	1.7	4.0	0.2	1.6	-0.3	0.3	1.3	0.2	1.5	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.2	1.0	0.8	-0.8	-0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	-1.9	-2.1	-1.7	-2.8	-2.2	-2.4	-2.2	-2.0	-1.9	-1.8	-1.7
Deficit (% PIL)	-8.3	-6.8	-7.6								
CPI (a/a)	4.5	2.9	2.0	4.7	4.6	3.5	2.9	2.7	2.5	2.2	2.3
Produzione Industriale	0.2	-2.3	0.7	-1.4	0.0	-1.2	-0.4	-0.1	0.3	0.4	0.1
Disoccupazione (%)	4.7	5.0	4.9	4.8	4.9	4.9	4.9	5.0	5.1	5.0	5.0
Eurosterlina a 3 mesi	0.87	0.94	0.99	0.87	1.02	1.07	0.99	0.90	0.80	0.70	0.80
Sterlina/dollaro	1.60	1.56	1.61	1.61	1.57	1.57	1.58	1.53	1.56	1.59	1.61
Cambio effett. (1990=100)	79.9	82.3	82.4	79.2	80.2	81.1	83.2	82.8	82.0	82.4	82.3

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

Asia

Giappone – Un anno di transizione, prima della volatilità attesa con il rialzo dell'imposta sui consumi

Giovanna Mossetti

- Il **2012** resta un anno positivo per l'economia giapponese. La crescita, quest'anno, dovrebbe essere pari al 2%, spinta in gran parte dall'attività di ricostruzione, dopo il -0,7% del 2011. Il **2013** dovrebbe vedere un rallentamento all'1,5%. Tuttavia, le previsioni per gli anni 2013-15 sono soggette ad ampia incertezza in seguito all'approvazione alla Camera bassa del piano di rientro fiscale che include il rialzo dell'imposta sui consumi dall'attuale 5% al 10% entro ottobre 2015. Se la Camera alta approverà la legge passata nell'altro ramo della Dieta, allora la crescita fra fine 2013 e inizio 2014 sarà spinta verso l'alto dall'effetto dell'imposta, con un sostegno di circa 0,2-0,4pp sul 2013.
- La **domanda domestica privata** fornirà gran parte del sostegno all'accelerazione del 2012, con consumi privati e investimenti fissi in crescita sostenuta. Il **canale estero** resterà probabilmente un freno, mentre la spesa pubblica almeno nel 2012 contribuirà positivamente alla crescita.
- L'**inflazione** rimane vicina allo zero nelle nostre previsioni per il 2012 e in modesto rialzo nel 2013. Dal 2014 al 2016, se verrà attuato il rialzo dell'imposta sui consumi, ci sarà enorme volatilità.
- La **politica fiscale** ha mosso un primo passo sul sentiero del consolidamento dei conti pubblici, con l'approvazione (per ora solo alla Camera bassa) di una legge che prevede il rialzo dell'imposta sui consumi al 10% entro fine 2015. La misura contribuirebbe a ridurre il deficit/PIL di circa 2,5pp. Questa è una condizione necessaria ma certo non sufficiente a riportare in ordine i conti pubblici giapponesi e a garantire la sostenibilità del debito, già ora oltre il 200% del PIL.
- La **BoJ** ha ampliato il programma di acquisto titoli a febbraio e ad aprile. Il persistente apprezzamento del cambio e la distanza dell'inflazione dall'obiettivo dell'1% fanno prevedere altri interventi di acquisto titoli, soprattutto concentrati sui JGB e in misura minore sulle altre classi di attività già incluse nei programmi precedenti. Gli effetti degli interventi della politica monetaria sono modesti, e non riescono a indebolire in modo duraturo il cambio.

Proiezioni - Giappone	2011	2012p	2013	2011			2012			2013	
				3	4	1	2p	3p	4p	1p	2p
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.7	2.2	1.8	-0.6	-0.5	2.7	2.8	1.3	1.9	1.2	2.0
- trim/trim annualizzato				7.8	0.1	4.7	-1.1	1.5	2.6	1.9	1.8
Consumi privati	0.1	2.5	1.1	4.3	2.9	4.9	-0.6	0.6	1.5	1.2	1.2
IFL - priv. non residenziali	1.0	1.9	3.6	0.6	22.3	-8.2	-2.0	3.3	3.4	5.8	3.8
IFL - priv. residenziali	5.4	0.9	1.0	20.6	0.3	-6.0	3.4	1.9	0.7	0.0	0.8
Investim. pubblici	-3.0	3.5	0.5	-3.8	-3.2	16.3	-5.9	1.2	1.2	1.2	0.8
Consumi pubblici	1.9	1.2	-0.1	0.9	1.6	3.0	-0.8	-0.4	0.4	0.4	0.0
Esportazioni	-0.2	4.2	4.8	39.6	-14.1	31.9	-18.2	6.8	8.2	5.8	5.8
Importazioni	5.9	5.9	4.3	14.8	3.8	7.9	0.7	7.5	5.5	3.4	3.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.4	0.3	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.0	1.4	1.6	2.2	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.5
Deficit (% PIL)	-9.5	-8.4	-7.5								
Debito/PIL (% PIL)	204.7	207.8	210.5								
CPI (a/a)	-0.3	0.4	-0.9	0.2	-0.3	0.3	0.2	0.3	0.7	-0.1	-0.4
Produzione Industriale	-2.3	3.1	3.8	23.6	1.7	5.1	-3.6	2.5	5.0	4.9	5.0
Disoccupazione (%)	4.6	4.3	4.5	4.4	4.5	4.5	4.1	4.3	4.3	4.3	4.4
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.19	0.29	0.09	0.19	0.20	0.20	0.24	0.33	0.40	0.31	0.05
Dollaro/Yen (Yen)	79.7	81.7	89.5	77.7	77.3	79.3	80.1	82.2	85.4	87.7	89.2
Cambio effettivo (1990=100)	174.3	175.3	157.1	177.4	182.1	179.0	178.4	176.5	167.3	161.4	157.5

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

Fonte: Datastream, Intesa Sanpaolo

Un 2012 positivo per la domanda domestica giapponese, ma il cambio e la domanda internazionale debole frenano le imprese

Il 2012 è iniziato in modo positivo con una crescita del PIL di +1,2% t/t e della domanda domestica di +1% t/t. Nel 1° trimestre il PIL ha recuperato i livelli pre-terremoto, ma è ancora al di sotto del picco pre-crisi di metà 2008 (-2,3%). La composizione della crescita riflette gli obiettivi del Governo che ha avuto come obiettivo il sostegno della spesa delle famiglie a scapito della spesa per investimenti, sia pubblici che privati. La necessità di riportare sotto controllo i conti pubblici sta spostando le priorità del Governo, pur fra molti conflitti, e a partire dal 2014 si prospetta un netto aumento di restrizione fiscale. **Nel 2012 la previsione di crescita è del 2%**, in rallentamento negli anni successivi.

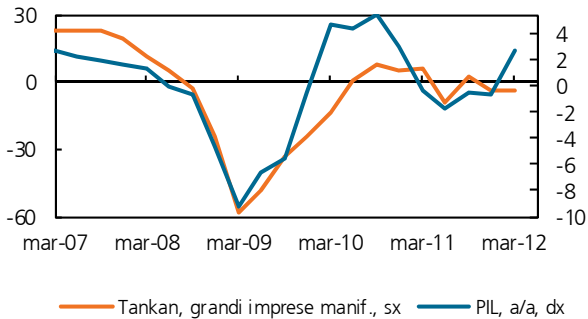
I **consumi** hanno subito una netta accelerazione, sostenuti dal contributo degli incentivi fiscali per l'acquisto di beni durevoli. I consumi nel 1° trimestre sono del 2% più alti del picco pre-terremoto, e del 3% al di sopra del picco pre-crisi. L'effetto degli incentivi per i consumi è in via di esaurimento, ma prevediamo che la spesa personale cresca in media dello 0,3% t/t nel 2° semestre 2012 e nel 2013. Grazie alla forte dinamica del 1° trimestre 2012, nell'anno i consumi dovrebbero crescere del 2,5%, il ritmo più rapido dagli anni Novanta. Sulle previsioni del 2013 vi è l'incertezza legata alla possibile entrata in vigore del rialzo dell'imposta sui consumi dal 5 all'8% ad aprile 2014 (vedi scheda politica fiscale). Nel nostro scenario per ora incorporiamo solo un possibile effetto aspettativa, e non la certezza dell'imposta (visto che richiede ancora approvazione parlamentare).

Anche il **mercato del lavoro** è su un sentiero positivo, con occupati e posizioni aperte in crescita, e stabilizzazione del tasso di disoccupazione intorno al 4,5%. L'invecchiamento della popolazione determina un calo mensile regolare di forza lavoro da fine 2008 e contribuisce a mantenere il risparmio vicino al 2,5% del reddito disponibile.

Dal lato degli investimenti, il quadro è decisamente meno brillante rispetto al fronte consumi. Gli **investimenti fissi non residenziali** sono calati nel 1° trimestre e la ripresa dai minimi della crisi è relativamente lenta: gli investimenti sono del 16% più bassi che a metà 2008. Lo yen forte e l'incertezza inducono le imprese a detenere una quota straordinariamente elevata di risparmio non reinvestito. La produzione non solo non ha recuperato i livelli pre-crisi, ma neppure quelli pre-terremoto del 2011. La produzione industriale a maggio è scesa ampiamente (-3,1% m/m) e sulla base delle proiezioni positive del METI per giugno nel 2° trimestre l'output dovrebbe contrarsi dell'1,2% t/t. Le indagini sono miste, con un calo del PMI al di sotto di 50 a giugno e una correzione per ordini e produzione. Gli ordini non hanno un chiaro trend verso l'alto. La ricostruzione dovrebbe essere l'elemento trainante anche nei prossimi trimestri, e gli investimenti privati dovrebbero registrare un modesto aumento nel 2° semestre. L'effetto ricostruzione si sente anche sugli **investimenti residenziali**, in graduale miglioramento dai minimi pre-crisi.

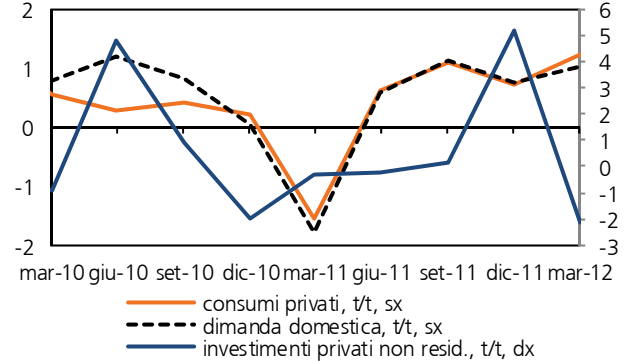
Il **canale estero** mantiene un contributo negativo alla crescita. La chiusura delle ultime centrali nucleari lascia il Giappone completamente dipendente dalle importazioni per il proprio fabbisogno energetico. Da marzo 2011, la bilancia commerciale è in deficit, e per ora non è prevedibile il ritorno a una situazione di avanzo. Le esportazioni sono frenate dal cambio forte e dal rallentamento dei partner commerciali. La posizione netta del Giappone verso l'estero per ora rimane comunque salda: l'ampio risparmio delle imprese si traduce in investimenti esteri e il saldo della bilancia del reddito è significativamente superiore al disavanzo commerciale (1398 mld e -463 mld rispettivamente a maggio 2012).

Fig. 1 – PIL e Tankan: forse il meglio è alle spalle



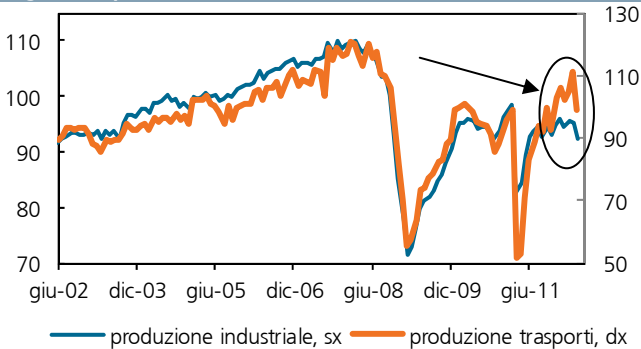
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 2 – I consumi sono il motore della ripresa 2011-12



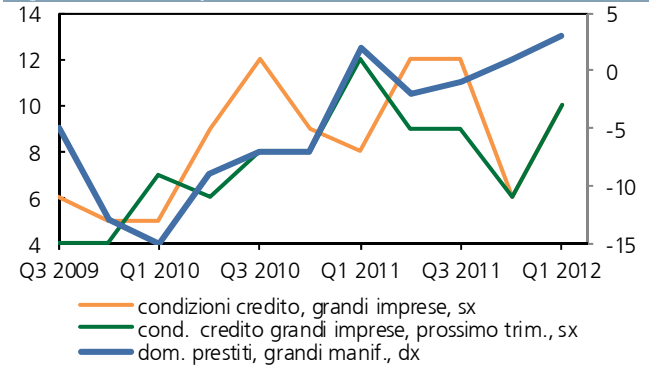
Fonte: Datastream

Fig. 3 – La produzione industriale si stabilizza...



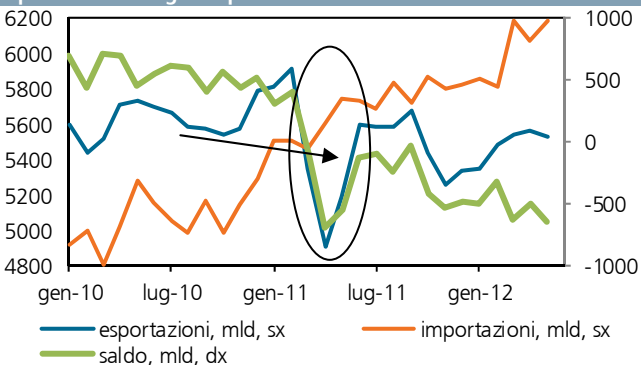
Fonte: Datastream

Fig. 4 – ... ma le imprese tornano a domandare credito



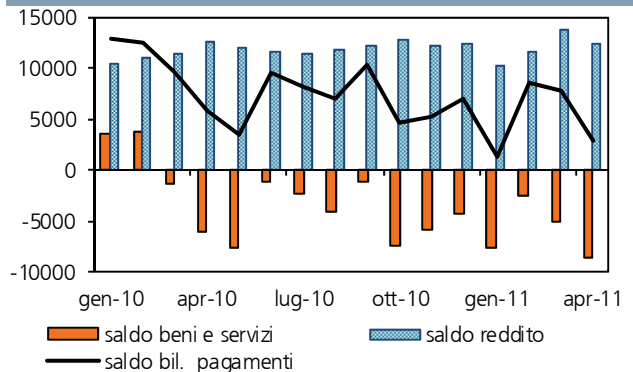
Fonte: Datastream

Fig. 5 – Commercio internazionale: export debole, import spinto dall'energia dopo il terremoto del 2011



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 – La posizione netta sull'estero rimane positiva grazie alla bilancia dei redditi



Fonte: Datastream. Migliaia di yen.

La politica fiscale diventerà restrittiva dopo il 2013

Il Governo Noda ha raggiunto un accordo con i due principali partiti di opposizione sul piano di rientro fiscale. Il 26 giugno la Camera bassa ha approvato un pacchetto fiscale che include il rialzo dell'imposta sui consumi dall'attuale 5% all'8% ad aprile 2014 e al 10% a ottobre 2015. Il voto è stato controverso e 72 membri del partito di governo DPJ o non hanno votato o hanno votato contro le misure. Per ora la leadership del DPJ ha deciso di non espellere i "ribelli", ma rimane la possibilità che il Parlamento venga sciolto se il partito non si ricompatta intorno alle linee di politica economica del Governo. La Camera alta deve ancora votare il pacchetto, che include anche misure sulla previdenza. Non è quindi possibile escludere elezioni anticipate: lo scenario centrale però è di proseguimento della legislatura fino alla sua scadenza naturale (luglio 2013) e di approvazione definitiva del pacchetto in agosto. Il rialzo dell'imposta sui consumi avrà effetti massicci sulle previsioni congiunturali per fine 2013 e per il periodo 2014-15. Dal punto di vista della politica fiscale, il rialzo dell'imposta sui consumi è un primo passo necessario, anche se non sufficiente, per il consolidamento dei conti pubblici giapponesi.

Come appare evidente dai grafici nella pagina seguente, il trend in **rialzo della spesa pubblica** complessiva è sostenuto dalla **spesa previdenziale**, spinta verso l'alto dal rapido invecchiamento della popolazione. Le altre voci di spesa sono difficilmente comprimibili. Pertanto l'obiettivo di un saldo primario positivo non può passare solo attraverso un taglio delle spese; è necessario anche un significativo rialzo delle imposte oltre a una riduzione delle spese previdenziali, considerando che difficilmente il Giappone potrà risolvere i propri problemi fiscali attraverso un'accelerazione della crescita.

Le entrate tributarie in percentuale del PIL sono pari a circa il 17%. Quindi, dal lato delle entrate, lo spazio di manovra c'è, ma è limitato alle imposte indirette e a quelle sul reddito delle famiglie. Infatti il Giappone, insieme agli Stati Uniti, ha l'aliquota più elevata fra i paesi OCSE sugli utili delle società. L'**imposta sui consumi** è lo strumento più efficace per la riduzione del deficit, con un'ampia base imponibile e con un gettito sicuro. Attualmente il gettito dell'imposta è poco sopra il 2% del PIL. Un rialzo dell'imposta sui consumi dal 5% all'8% porterebbe un aumento del gettito di 1,2% del PIL (senza tenere conto di effetti restrittivi sulla domanda); a regime, l'imposta al 10% attesa per fine 2015 dovrebbe generare reddito per 2,4% del PIL. L'effetto su inflazione e crescita sarebbe ampio. Per quanto riguarda la crescita, nei trimestri precedenti l'introduzione del primo rialzo ci potrebbe essere un incremento della crescita del PIL di 0,3-0,5pp. Dopo il rialzo all'8%, la crescita verrebbe ridotta da un effetto sostituzione intertemporale sommato a quello di restrizione strutturale, con un'aspettativa di correzione della crescita del PIL di circa 0,6-1pp. La dimensione degli effetti sul 2014 rende possibile che il secondo rialzo venga rimandato a una data successiva a ottobre 2015.

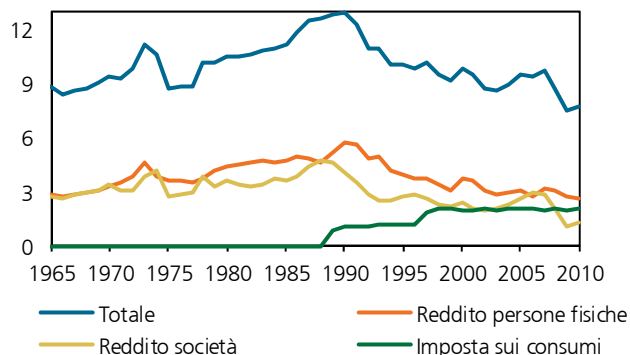
Politica monetaria – La BoJ continuerà a espandere gli acquisti

La **BoJ** ad aprile ha ampliato lo stimolo monetario, su due dimensioni. **(1) L'ammontare totale** degli acquisti è cresciuto di 5 tln, a 70 tln di yen con orizzonte giugno 2013 (precedente scadenza: fine 2012). **(2) La composizione** del programma è modificata, con un minore peso del "credit easing" (prestiti -5 trilioni di yen) e un incremento degli acquisti (JGB +10 trilioni di yen a 29 trilioni, ETF + 200 miliardi, J-REIT +10 miliardi). Gli acquisti di JGB riguardano scadenze fra 1-3 anni, da 1-2 anni. La Banca centrale ribadisce che continuerà ad attuare una "potente" politica monetaria espansiva. L'effetto positivo degli interventi della BoJ tuttavia si è affievolito con l'espandersi della crisi europea. Questo segnala che, anche a fronte di aumenti ampi di liquidità, il cambio farà fatica a indebolirsi, limitando gli effetti espansivi della politica monetaria.

Scenario Macroeconomico

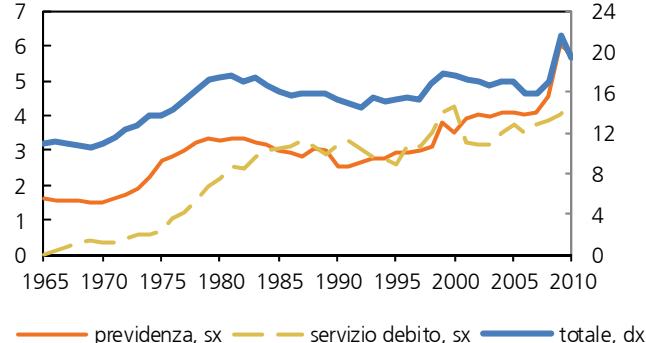
Giugno 2012

Fig. 7 - Entrate tributarie in percentuale del PIL



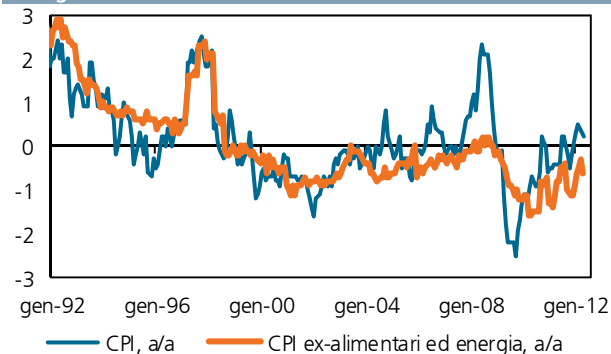
Fonte: Ministero delle Finanze

Fig. 8 - Spesa pubblica in percentuale del PIL



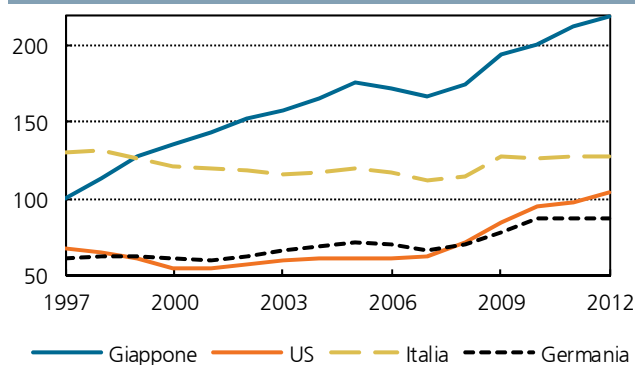
Fonte: Ministero delle Finanze

Fig. 9 - CPI appena sopra lo zero, ma al netto di alimentari ed energia la deflazione resta



Fonte: Bloomberg

Fig. 10 - Debito pubblico in percentuale del PIL: sempre più in alto!



Fonte: Ministero delle Finanze

Tab. 1 - Variazione del programma di acquisto titoli della BoJ ad aprile 2012 (tln di yen)

Orizzonte completamento	Dimensione programma al momento dell'istituzione	Dimensione prima dell'aumento	Dimensione dopo l'aumento aprile 2012	giugno 2013 (B)	Variazione (B)-(A)
	dic. 2011	dic. 2012 (A)	dic. 2012		
Totale	circa 35	circa 65	circa 65	circa 70	+5
Acquisto titoli	5	30	35	40.0	+10
JGB	1.5	19	24	29	+10
T bills	2	4.5	4.5	4.5	
CP	0.5	2.1	2.1	2.1	
Corporate bonds	0.5	2.9	2.9	2.9	
ETF	0.45	1.4	1.6	1.6	+0.2
J-REITs	0.05	0.11	0.12	0.1	+0.01
Operazioni offerta fondi contro collateral	30	35	30	30	-5

Fonte: BoJ

Cina: le Autorità si attivano per frenare il rallentamento dell'economia

- La crescita del PIL ha registrato il tasso tendenziale più basso degli ultimi due anni nel 1° trimestre del 2012 (8,1% a/a), in un trend di rallentamento che prosegue dall'inizio del 2010, a causa della decelerazione degli investimenti e di un minor contributo del canale estero. La dinamica della produzione industriale e degli investimenti continua a decelerare, tuttavia l'allentamento della politica monetaria insieme a un'accelerazione nell'approvazione dei nuovi progetti (in larga parte già previsti nel 12° Piano quinquennale) da parte della NDRC (National Development Reform Commission), riportata recentemente da diverse fonti di stampa, dovrebbe favorire un moderato recupero degli investimenti nella seconda parte dell'anno. A sostegno di ciò va anche l'andamento degli aggregati monetari che anticipano una lieve riaccelerazione del tasso di crescita del PIL a partire dal 3° trimestre dell'anno.
- L'inflazione totale dei prezzi al consumo è scesa fino a 3% a/a in maggio da 4,5% a gennaio, guidata in primo luogo dal netto rallentamento dei prezzi degli alimentari, ma anche dei prezzi delle spese per l'abitazione e dei trasporti. L'inflazione dei prezzi alla produzione è in territorio negativo e l'inflazione al netto degli alimentari ed energia è scesa fino a 1,3% a/a. Il calo del prezzo del petrolio e delle materie prime alimentari punta ad una discesa dell'inflazione anche nei prossimi mesi lasciando spazio ad un ulteriore allentamento della politica monetaria.
- Anche se la fiducia dei consumatori appare fragile, i nuovi programmi a sostegno degli acquisti di beni a basso consumo energetico, il calo dell'inflazione e l'andamento dei salari continuano a supportare una crescita dei consumi ancora sostenuta. La tenuta dei consumi privati insieme a una contenuta riaccelerazione degli investimenti permetterà al PIL di crescere vicino all'8% nel 2012. La revisione al ribasso delle nostre previsioni di crescita da un precedente 8,2% a 7,9% per il 2012 è dovuta a un rallentamento più marcato delle attese nella prima parte dell'anno. La revisione al ribasso per il 2013 da 8,8% a 8,4% è coerente con un minor contributo degli investimenti fissi a favore dei consumi e a una ripresa lenta delle esportazioni.
- La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario. A ciò si aggiunge il rischio di un rallentamento più marcato delle attese della crescita negli Stati Uniti e nell'area euro, con un impatto negativo sulle esportazioni.

Silvia Guizzo

Previsioni macro							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012p	2013p
PIL (prezzi costanti)	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	7.9	8.4
Consumi privati	11.5	9.5	11	11.3	8.5	8.9	9
Consumi pubblici	8.6	4.8	3.8	7.3	9.4	9.5	9.2
Investimenti fissi	13	9.2	22.2	11.3	9.2	8.1	8.2
Esportazioni	14.2	-1.1	-11.2	25.9	3.9	5.4	7.4
Importazioni	9	-6	5.2	18.4	2.7	5.9	9.3
Produzione industriale	15.1	9.9	9.9	12.3	10.6	8.3	9.6
Inflazione (CPI)	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.1	2.9
Tasso di disoccupazione	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0
Salari medi	17.9	16	10.6	12.8	14.9	14.8	14.7
Tasso sui depositi a 1 anno	3.4	4.3	1.7	2.7	5.3	5	4
Cambio USD/CNY (media)	7.61	6.95	6.83	6.77	6.46	6.25	6.02
Saldo delle partite correnti	2688	2859	1783.6	1604.1	1298.5	1825.4	1758.5
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	5.2	5.6	3.5	3.1	2.5	3.5	3.4
Saldo di bilancio in % del PIL	0.3	-0.2	-1.5	-1.3	-1.0	-2.5	-2.4

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 due anni nel 1° trimestre del 2012 (8,1% a/a), in un trend di rallentamento che prosegue dall'inizio del 2010 a causa della decelerazione degli investimenti e di un minor contributo del canale estero (negativo negli ultimi due trimestri). La dinamica della **produzione industriale** rimane debole (9,6% a/a a maggio vs 9,3% a/a in aprile) al di sotto del 10% e in linea con la debolezza della produzione di elettricità (3,2% a/a a maggio vs 1,5% in aprile). Il rallentamento, fin dalla fine del 2011 concentrato sull'industria statale e su quella pesante, si è esteso ora anche alle industrie a partecipazione privata, verosimilmente piccole e medie imprese. L'indice PMI (HSBC-Markit) è al di sotto della soglia di 50 ormai da luglio 2011 (ad eccezione del balzo a 50,9 di ottobre) e negli ultimi due mesi è tornato in area 48. Maggio ha registrato un brusco calo sia della componente ordini sia delle componenti ordini dall'estero. L'indice PMI rilevato dall'Ufficio Statistico (NBS, National Bureau of Statistics), rimasto sempre poco al di sopra di 50, è sceso di quasi 3 punti a 50,4 in maggio, con un calo marcato della componente produzione e dei nuovi ordini.

Prosegue il rallentamento della produzione industriale e degli investimenti

Gli **investimenti** del settore statale hanno recentemente mostrato un miglioramento, molto presumibilmente in linea con la ripresa degli investimenti nelle infrastrutture di trasporto su autostrada e sulle vie d'acqua a cui si accompagna, negli ultimi due mesi, un'accelerazione nell'approvazione dei nuovi progetti (in larga parte già previsti nel 12° Piano quinquennale) da parte della NDRC (National Development Reform Commission) riportata da diverse fonti di stampa. Gli investimenti nelle infrastrutture di trasporto continuano tuttavia ad essere in calo trascinati al ribasso da quelli nella rete ferroviaria (-41,4% cum a/a a maggio). Gli investimenti a prevalenza privata, in particolare nel settore manifatturiero, continuano a rallentare influenzando sulla dinamica degli investimenti totali che hanno registrato una crescita del 20,1% cum a/a a maggio vs 25,8% dello stesso periodo del 2011. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno subito una frenata in questa prima metà dell'anno, con una crescita del 15% a/a a maggio rispetto a tassi di crescita superiori al 30% nel 2010 e nel 2011.

La superficie residenziale venduta registra ancora dei cali in termini tendenziali (-12,4% a/a a maggio in superficie, - 9,4% a/a in valore) pur mostrando un miglioramento rispetto ai minimi di gennaio in termini di variazioni mensili destagionalizzate. La fiducia degli imprenditori del **settore immobiliare** ha continuato a scendere in questi ultimi mesi, portandosi a 94.9 in maggio, intorno ai minimi di marzo 2009 (94.74). I prezzi delle case mostrano ancora dei cali su base mensile nella maggioranza delle città anche se in media i cali sono stati minori in maggio rispetto ai mesi precedenti, mostrando qualche segnale di stabilizzazione. Secondo la stampa il Governo centrale ha continuato ad incoraggiare la concessioni di mutui sulla prima casa, sul cui acquisto diversi governi locali avrebbero concesso agevolazioni fiscali senza essere fermati da Pechino. Il Ministro dello Sviluppo Residenziale e Urbano (Ministry of Housing and Urban Development) ha recentemente dichiarato che è stato sostanzialmente raggiunto un azzeramento della domanda speculativa nel mercato immobiliare dopo due anni di misure amministrative anti-speculazione, portando molti analisti a pensare che il Governo stia valutando un cambio di rotta, nonostante le recenti dichiarazioni ufficiali in senso assolutamente contrario. Riteniamo poco probabile che le misure anti-speculative vengano allentate prima del Congresso del Partito dell'autunno e in una fase in cui la stabilizzazione dei prezzi non appare ancora chiaramente raggiunta. Un eventuale loro allentamento nel corso del 3° trimestre sarà molto graduale e comunque non sufficiente a far invertire le sorti del settore nel breve termine.

Il mercato immobiliare non ha invertito la rotta

La crescita delle esportazioni è stata del 9,7% 3m a/a a maggio, poco superiore al 7,6% 3m a/a registrato a marzo, mentre quella delle importazioni è stata minore, 6,2% 3m a/a, in lieve rallentamento rispetto al 7,1% 3m a/a a marzo. In termini reali la situazione appare invece in miglioramento, grazie al calo dei prezzi all'importazione (-0,2% a/a in aprile) e al rallentamento dei prezzi all'esportazione. I dati confermano comunque il calo dell'export verso L'Unione

Europea (-0,6% 3m a/a), compensato però dalla tenuta dell'export verso Stati Uniti e i paesi ASEAN. Il calo della componente ordini dall'estero del PMI a maggio e le deboli prospettive della domanda europea continueranno a mantenere debole la crescita dell'export nei prossimi mesi.

Le **vendite al dettaglio** sono fiacche in termini nominali (+13,8% a/a in maggio vs 15,2% in marzo) anche se rimangono più stabili in termini reali (10,4% a/a in maggio vs 11,2% in aprile) aiutate dalla discesa dell'inflazione. Le vendite di elettrodomestici sono state piatte a maggio (+0,5% a/a) dopo due anni e mezzo di crescita a due cifre sostenuta anche dal programma di sussidio all'acquisto di elettrodomestici a basso consumo. Il Governo ha annunciato a metà maggio di voler ripristinare il programma per un anno a partire dal 1° di giugno, allocando a questo scopo 26,5 miliardi di yuan (4,2 miliardi di dollari ca.) Altri 2,2 miliardi di yuan verranno allocati al sostegno di acquisti di lampadine a basso consumo e 6 miliardi all'acquisto di veicoli a motore con capacità al di sotto di 1,6 litri. Sui veicoli a basso consumo è stata inoltre introdotta una seconda riduzione alle imposte sull'acquisto, oltre a quelle annunciate a marzo (con entrata in vigore retroattiva da gennaio 2012) che dovrebbero continuare a supportare il recente rimbalzo delle vendite di auto. I dati sulla spesa delle famiglie nel 1° trimestre mostrano ancora tassi di crescita elevati, anche se in rallentamento, ma il quadro sulla **fiducia dei consumatori** rimane fragile. L'indice di fiducia misurato dall'Ufficio Statistico è stato molto volatile anche se in un trend di miglioramento rispetto ai minimi registrati a novembre, mentre la valutazione sia corrente sia prospettica sul reddito nell'indagine sulle famiglie redatta dalla PBOC è in calo, lontana dai livelli pre-crisi e con una percentuale di famiglie che preferisce risparmiare in aumento e ai massimi dal 2003.

Le vendite al dettaglio rimangono stabili in termini reali, sostenute dalla discesa dell'inflazione e dai redditi; il quadro sulla fiducia dei consumatori rimane tuttavia fragile

L'andamento della componente **occupazione** del PMI manifatturiero riflette quello dell'indice generale e, in particolare, quello della rilevazione Markit-HSBC è ai minimi degli ultimi tre anni. Nel settore dei servizi, invece, la componente occupazione è rimasta stabile a 51,6 negli ultimi due mesi. La modifica della rilevazione dei dati sugli occupati a partire dal 4° trimestre del 2011 rende impossibile fare confronti con il 2011, si nota tuttavia un calo congiunturale degli occupati nel 1° trimestre del 2012. Le intenzioni di assunzione rilevate dall'Indagine Manpower, in un trend di calo dai massimi di fine 2010, si sono stabilizzate sui livelli pre-crisi con aumento di assunzioni previsto per il 3° trimestre nei settori finanziario e immobiliare e nei settori minerario e delle costruzioni. I salari medi nominali continuano a crescere a tassi intorno al 14% e l'aumento del salario minimo annunciato in 13 stati per il 2012 è stato del 17%, in linea con quello del 2011. Il rapporto domanda e offerta di lavoro continua ad essere in aumento e superiore a 1 supportando la dinamica in aumento dei salari.

L'**inflazione** totale dei prezzi al consumo è scesa fino a 3% a/a in maggio da 4,5% a gennaio, guidata in primo luogo dal netto rallentamento dei prezzi degli alimentari, ma anche dei prezzi delle spese per l'abitazione e dei trasporti. Il Governo ha, infatti, approvato due tagli ai prezzi della benzina dall'inizio di maggio in linea con il calo del prezzo del petrolio. L'inflazione dei prezzi alla produzione è in territorio negativo e l'inflazione al netto degli alimentari ed energia è scesa fino a 1,3% a/a. Il calo del prezzo del petrolio e delle materie prime alimentari punta ad un'ulteriore discesa dell'inflazione nei prossimi mesi. Successivamente l'effetto base e un nuovo sistema di calcolo dei prezzi dell'elettricità in vigore da luglio dovrebbe portare ad un moderato aumento a fine anno. La prosecuzione del calo dell'inflazione dovrebbe supportare i salari reali nel corso del 2012 a beneficio dei consumi.

L'inflazione scende

Politica monetaria

Il flusso di nuovo **credito** bancario è salito del 9,8% a/a nel 1° trimestre del 2012, mentre quello dell'aggregato totale denominato "finanziamento sociale" (*social financing*) ha registrato ancora un calo tendenziale del 7,2% a/a con tutte le tipologie di credito in calo ad eccezione dei *trust loans*. La crescita dello stock di credito è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi mesi (+15,5

La discesa dell'inflazione lascia spazio ad un ulteriore allentamento della politica monetaria

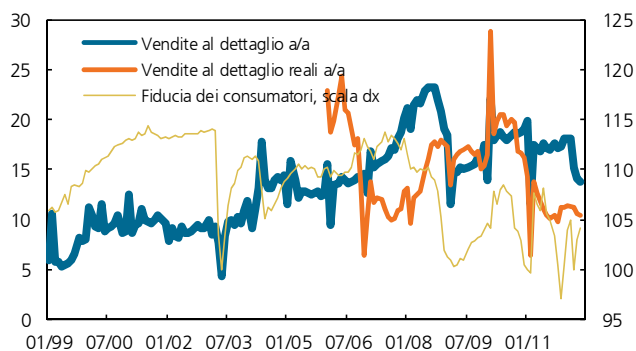
% a/a a maggio) con l'aumento degli sconti di portafoglio che continua a compensare la stagnazione del credito a medio e lungo termine. La percezione del settore bancario sulle condizioni monetarie è stata in miglioramento anche nel 2° trimestre così come la percezione delle imprese sulla disponibilità delle banche a concedere finanziamenti. I dati mensili sul nuovo credito bancario di aprile e maggio mostrano un miglioramento (+10,9% cum a/a a maggio) tuttavia, dall'indagine sul settore bancario condotta dalla PBOC, la valutazione sulla domanda di credito da parte delle imprese è scesa ai minimi storici, al di sotto di dicembre 2008. La dinamica degli aggregati monetari (M2/riserve) anticipa una contenuta riaccelerazione del PIL nella seconda metà del 2012.

La PBOC, dopo aver effettuato in maggio un altro taglio di 50pb al coefficiente di riserva obbligatoria portandolo a 20% per le grandi banche e a 18% per quelle più piccole, ha tagliato i **tassi** di riferimento di 25pb all'inizio di giugno. L'impatto sui tassi sui prestiti potrebbe però essere superiore. La PBOC ha, infatti, contemporaneamente innalzato il limite superiore dei tassi applicabili ai depositi a 1,1 volte il tasso di riferimento (che era in precedenza il limite) mentre ha abbassato il limite inferiore dei tassi sui prestiti a 0,8 volte il tasso di riferimento, da 0,9 in precedenza. Le banche commerciali possono dunque offrire prestiti a tassi inferiori fino al 20% rispetto al tasso di riferimento (vs il precedente 10%) con benefici per le imprese mentre, al contrario, possono offrire tassi sui depositi del 10% più alti. Le notizie di stampa riportano che le banche commerciali stanno di fatto alzando i tassi sui depositi spinte dalla forte competizione. Il tasso shibor a tre mesi è sceso di 135pb dall'inizio dell'anno (80 dall'inizio di aprile) e lo spread sul tasso sui depositi di pari scadenza si è ridimensionato riportandosi in linea con la media storica del 2007-2008. Il recente brusco aumento del tasso overnight nel corso del mese di giugno oltre il 4% è dovuto a tensioni di liquidità per la chiusura del trimestre quando le banche devono rispettare i coefficienti di rapporto prestiti/depositi e la riserva obbligatoria e le imprese hanno delle scadenze fiscali nonché di pagamento dei dividendi. Dato il calo dell'inflazione, destinato a proseguire nei prossimi mesi, e il conseguente aumento dei tassi reali, riteniamo che la PBOC effettuerà almeno altri due tagli della riserva obbligatoria da qui a fine anno, accompagnati da un altro taglio dei tassi.

Il **cambio** vs dollaro si è deprezzato dell'1,4% tra il minimo di inizio maggio (6.27) e il recente massimo di metà giugno (6.37). A giugno il cambio ha quotato molto vicino all'estremo superiore della banda di oscillazione, la cui ampiezza è stata portata a 1% dallo 0,5% a metà aprile, con l'intento di lasciare maggior flessibilità al cambio. Rispetto a giugno dell'anno scorso il cambio effettivo si è apprezzato dell'8% in termini nominali e del 10,5% in termini reali. Con le prospettive per l'export ancora deboli e un saldo delle partite correnti stimato al 3,6% nel 2012, in progressivo calo rispetto al massimo del 10,1% raggiunto nel 2007, le pressioni all'apprezzamento del renminbi saranno molto minori.

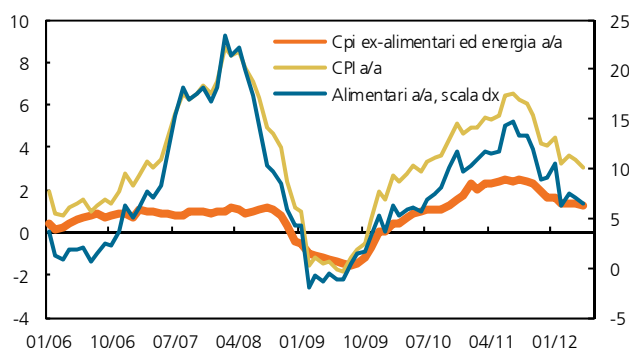
**L'apprezzamento del cambio
subisce una frenata**

Le vendite al dettaglio decelerano e la fiducia resta volatile



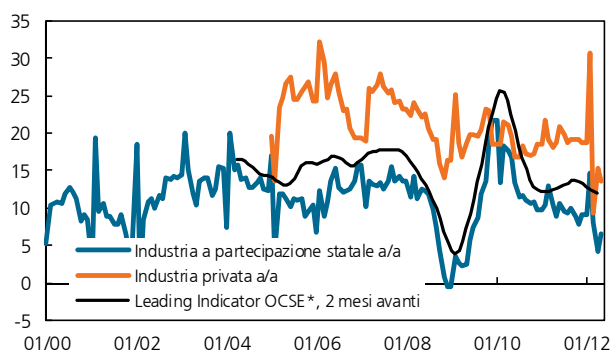
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione rallenta



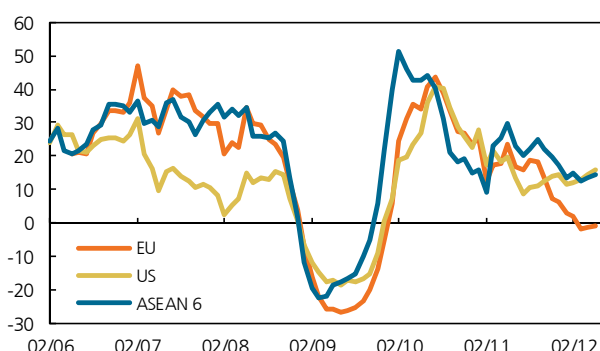
Fonte: Bloomberg

Produzione industriale in decelerazione



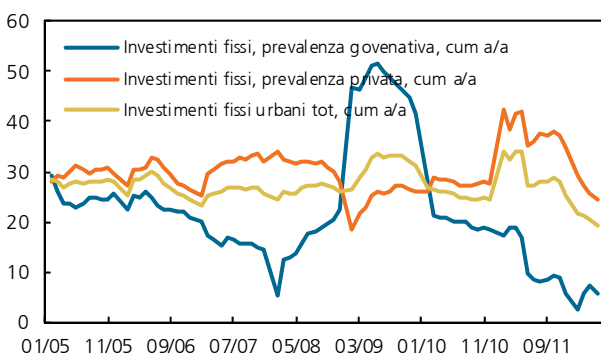
Fonte: Bloomberg

Esportazioni: rallentano soprattutto vs l'Europa



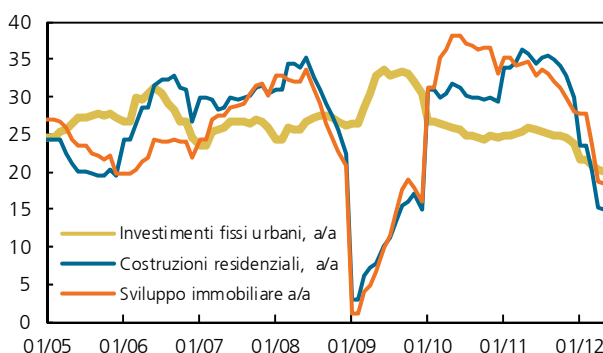
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Var. % 3m a/a

Investimenti fissi in rallentamento ...



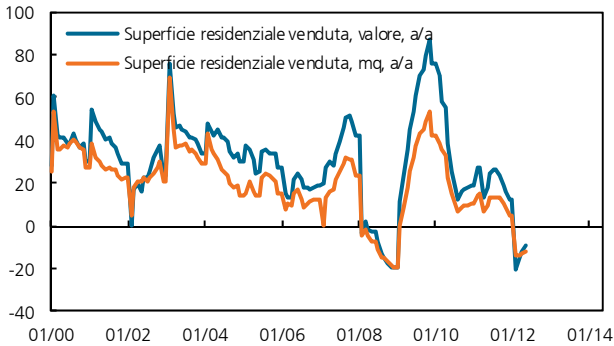
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, variazioni su dati a prezzi correnti cum. a/a, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... soprattutto nell'edilizia residenziale



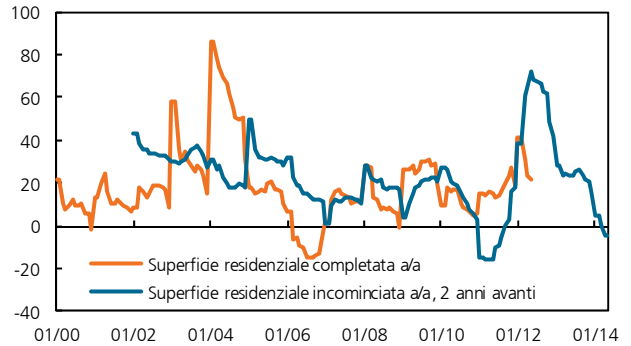
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Superficie residenziale venduta ancora in calo



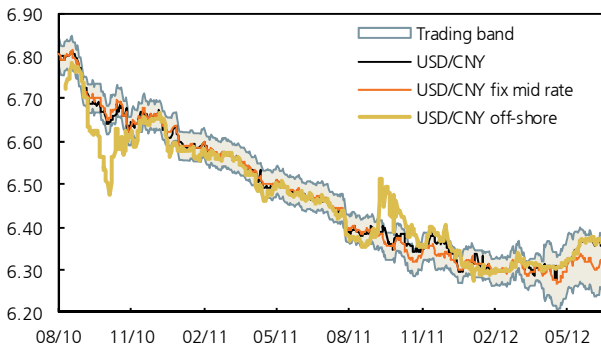
Fonte: Bloomberg

La superficie residenziale completata invaderà il mercato



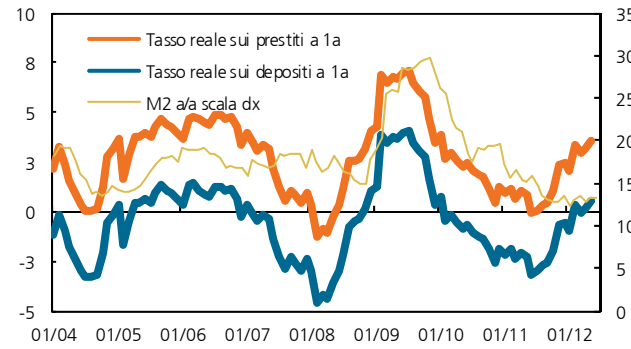
Fonte: CEIC

Il cambio smette di apprezzarsi



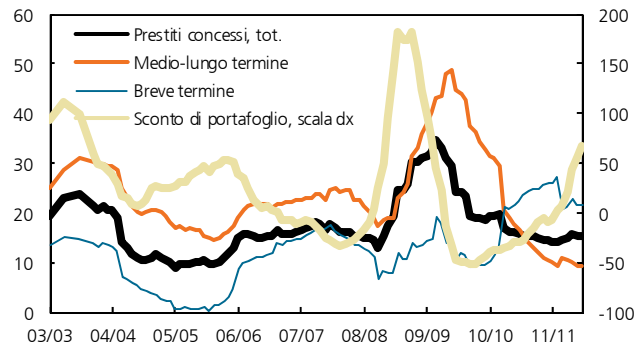
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I tassi reali risalgono



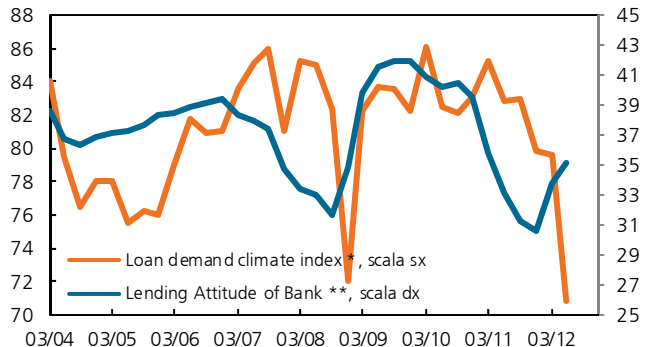
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito a lungo termine rimane depresso



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

La domanda di credito è ai minimi storici



Fonte: CEIC; * PBOC, Banking Survey; ** PBOC, 5000 Industrial Enterprises Survey

India: l'inflazione rimane elevata mentre il quadro sulla crescita si fa più incerto

Silvia Guizzo

- L'ulteriore decelerazione del PIL nel 1° trimestre (5,3% a/a vs 6,1% a/a del 4° trimestre) è stata guidata dal calo tendenziale del settore manifatturiero (-0,3% a/a) e da un contenuto rallentamento del settore agricolo e dei servizi. Dal lato della domanda si è registrato un recupero degli investimenti (+3,6% a/a dopo il calo di 0,1% nel 4° trimestre) e delle esportazioni nette, mentre i consumi, pur decelerando rispetto al 6,4% a/a del 4° trimestre hanno comunque registrato un tasso di crescita elevato del 6,1% a/a.
- Gli indici di fiducia degli imprenditori dipingono un quadro economico misto che vede, in generale accanto a una migliore valutazione del 1° trimestre dell'anno, un calo delle aspettative del trimestre corrente con indicazioni non univoche sull'andamento degli ordini. La produzione industriale ha continuato a rallentare, frenata dal calo della produzione dei beni capitali, nonostante la tenuta della componente ordini sia interni che esteri dell'indice PMI. Riteniamo possibile una contenuta ripresa degli investimenti nel corso della seconda parte dell'anno motivata dall'accelerazione delle gare d'appalto per i progetti di ampliamento delle infrastrutture di trasporto. Il deterioramento del clima imprenditoriale manterrà comunque la ripresa degli investimenti del settore industriale di modesta entità, influenzando sulla dinamica degli investimenti totali.
- L'indagine sulla fiducia dei consumatori mostra un calo sensibile delle intenzioni di spesa con orizzonte a un anno, tuttavia le valutazioni sul mercato del lavoro e l'andamento dei salari sono positive. La dinamica dell'inflazione totale rimane elevata (7,5% a/a per i prezzi all'ingrosso, 10,4% a/a per i prezzi al consumo a maggio) guidata dal rimbalzo dei prezzi degli alimentari e da alcuni fattori temporanei. Una discesa lenta dell'inflazione, come prevediamo, potrebbe influire negativamente sul profilo dei consumi. I rischi sull'inflazione rimangono al rialzo a causa del deprezzamento della rupia, del possibile ulteriore aumento dei prezzi degli alimentari, dell'adeguamento dei prezzi dell'energia e del continuo peggioramento dei conti pubblici, influenzando sulla tempistica e sull'entità di futuri ritocchi dei tassi da parte della Banca centrale. È probabile dunque che la RBI continui a effettuare operazioni di mercato aperto per allentare le condizioni di liquidità sul mercato interbancario. Dati i rischi verso l'alto sull'inflazione, a meno di un peggioramento brusco dei dati macro di giugno che riteniamo poco probabile, la RBI aspetterà il meeting dell'autunno per effettuare un altro taglio dei tassi.
- I maggiori istituti internazionali hanno rivisto al ribasso il profilo di crescita di circa mezzo punto percentuale per il 2012 e di circa un punto per il 2013, con previsioni massime del 7% nel 2012 e del 7,5% nel 2013. Riteniamo che i rischi sulla crescita continuino ad essere al ribasso nel breve medio termine e provengano da più fronti. Sul fronte interno mancate riforme strutturali e fiscali rischiano di peggiorare ulteriormente il clima imprenditoriale con un effetto negativo sul profilo degli investimenti. A questo si aggiunge il rischio di una discesa dell'inflazione più lenta delle attese con un impatto frenante sui consumi. Sul fronte esterno l'acuirsi della crisi europea e il rallentamento delle economie industrializzate continueranno a pesare sulla performance dell'export indiano e sull'andamento dei flussi di capitale.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

Previsioni macro	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.7	7.5	7.6	8.2	7.5	6.2	7.3
Consumi privati	8.9	8.4	7.8	7.9	5.3	5.4	8.6
Consumi pubblici	3.8	18.3	9.5	7.8	7.6	6.7	5.5
Investimenti fissi	17.5	4.7	5.6	11.6	3.6	3	6.6
Esportazioni	6.9	18	-8.9	17.6	19.2	6.8	8.2
Importazioni	7	32.5	-8	16.7	22.4	2.1	12
Produzione industriale	15.6	7.7	0.2	9.7	4.8	3.1	7.8
Inflazione (CPI)	6.4	8.3	10.9	12	8.9	7.6	5.6
Tasso di disoccupazione	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Salari medi	14.5	12.6	9.2	18.5	14.4	11.6	11.6
Tasso sui prestiti a 1 anno	7.8	7.9	4.8	5.6	7.8	8	8
Cambio USD/INR (media)	41.34	43.5	48.36	45.74	46.69	53.54	52.35
Saldo delle partite correnti	-311	-1394	-1247	-2396	-2831	-5304	-5007
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-0.6	-2.5	-2.0	-3.2	-3.3	-5.4	-4.5
Saldo di bilancio in % del PIL	-2.6	-4.9	-7.0	-3.8	-6.7	-5.2	-4.8

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

L'anno fiscale 2011-12 (AF 2011-12; aprile – marzo) si è chiuso con una crescita del PIL (al costo dei fattori) del 6,5%, in un trend di lento rallentamento rispetto al picco del 9,6% dell'anno fiscale 2006-07. Le revisioni ai dati del 4° trimestre hanno portato la crescita annuale per il 2011 al 7,5% rispetto al 7,1% della stima preliminare, con una revisione al rialzo per gli investimenti e al ribasso sui consumi. Nel 1° trimestre del 2012 la crescita tendenziale del PIL è stata del 5,3%, rispetto al 6,1% del 4° trimestre del 2011, il tasso più basso dal 2004. L'ulteriore decelerazione del PIL nel 1° trimestre è stata guidata dal calo tendenziale del settore manifatturiero (-0,3% a/a) e da un contenuto rallentamento del settore agricolo e dei servizi. Dal lato della domanda si è registrato un recupero degli investimenti (+3,6% a/a dopo il calo di 0,1% nel 4° trimestre) e delle esportazioni nette, guidate dalle esportazioni di servizi, mentre i consumi, pur decelerando rispetto al 6,4% a/a del 4° trimestre, hanno comunque registrato un tasso di crescita elevato del 6,1% a/a.

Le importazioni di soli beni sono salite del 21,8% nel 1° trimestre, in rallentamento rispetto al 29,1% del 4° trimestre 2011. La crescita delle esportazioni di beni, invece, rimane debole al 2,1% a/a rispetto al 5,3% del 4° trimestre. Il deficit commerciale nel 1° trimestre dell'anno è stato pari a 47 miliardi di dollari, il doppio rispetto a quello dello stesso periodo del 2011. Sull'andamento delle importazioni del 1° trimestre, e dunque sul deficit commerciale, ha continuato a pesare l'aumento del prezzo del petrolio. Il brusco calo del prezzo del greggio rispetto ai massimi di fine marzo dovrebbe aver portato ad un miglioramento del deficit nel trimestre corrente. La scomposizione merceologica delle importazioni, disponibile sino a gennaio, segnala un'accelerazione nel 2011 rispetto al 2010 delle importazioni di macchinari sia elettrici che meccanici e delle importazioni di oro. Le importazioni al netto del petrolio sono in ogni caso rallentate bruscamente dal 32,6% del 4° trimestre al 16,9% nel 1° trimestre e i dati di aprile registrano un'ulteriore frenata. L'andamento della componente ordini dall'estero dell'indice PMI rimane compatibile con una tenuta delle esportazioni anche se sulla loro dinamica pesano i rischi al ribasso sulla domanda proveniente da Europa e Stati Uniti.

La crescita degli investimenti fissi è stata del 3,6% a/a nel 2011, in netto rallentamento rispetto all'11,6% del 2010, ma anche rispetto ai tassi di crescita del 2008 (4,7%) e del 2009 (5,6%). Come abbiamo altre volte sottolineato le motivazioni del rallentamento, che riguardano anche la dinamica degli FDI, vanno ricercate nella regolamentazione ambientale più stringente (in particolare per il settore minerario e per i grandi progetti di edilizia integrata e di porti), nei problemi di acquisizione dei terreni e nella mancanza di progetti di infrastrutture di qualità. A

Nel 1° trimestre il PIL rallenta ulteriormente

Il deficit commerciale è in aumento

Il deterioramento del clima imprenditoriale spiega il rallentamento degli investimenti ma alcuni segnali positivi vengono dalle infrastrutture di trasporto

questo si aggiungono colli di bottiglia nella catena di distribuzione e delle forniture, nonché, in generale, uno stallo dell'India, se non un peggioramento, nelle classifiche che riguardano la competitività del Paese. Tutti questi fattori sembrano aver pesato di più rispetto alle condizioni monetarie sulla dinamica degli investimenti: nonostante la restrizione monetaria infatti, i tassi reali sono rimasti più bassi in media rispetto ai livelli raggiunti nel quinquennio 2003-08.

L'India rimane indietro nelle classifiche internazionali della competitività (posizionamento)			
	2011	2012	Totale paesi
Ease of doing Business Index	139	132	183
	2007/2008	2011/12	
Global Competitiveness Index	48	56	142
	2006	2011	
Corruption Perception Index	70	87	163
	2008		
OECD Product Market Regulation Index*	2,84	Max 3,30 (Cina); Min 0,79 (UK)	

Fonte: World Bank, World Economic Forum, Transparency, OECD; * valore dell'indice, più alto più è stringente la regolamentazione

Le spese per investimento del settore industriale sono state in un trend discendente nel corso del 2011 e anche i dati sul numero di domande di approvazione dei progetti d'investimento (diretto estero in India) nel 1° trimestre sono poco incoraggianti. Tuttavia, l'aumento e la velocizzazione delle gare d'appalto (road tendering) da parte dell'Autorità Nazionale per le Autostrade (National Highways Authority of India, NHAI) negli ultimi dodici mesi nonché i progetti di sviluppo previsti per la rete ferroviaria, dovrebbero sostenere una lenta ripresa almeno degli investimenti in infrastrutture nel corso dell'anno. Il deterioramento del clima imprenditoriale manterrà comunque la ripresa degli investimenti del settore industriale di modesta entità, influenzando sulla dinamica degli investimenti totali.

La produzione industriale continua a mostrare una dinamica debole (+0,1% a/a in aprile) nonostante il miglioramento degli indici di attività, a causa della prosecuzione del calo della produzione di beni capitali (-16,3% a/a) e di beni intermedi, mentre tiene relativamente meglio la produzione di beni di consumo. L'indice di attività PMI è rimasto in area 54 negli ultimi tre mesi con una tenuta della componente ordini dall'estero (56,2 a maggio, invariato rispetto ad aprile) e un livello ancora elevato della componente ordini, nonostante il calo a 59,6 in maggio da 61,1 in aprile. La componente ordini è calata anche nell'indagine Dun & Bradstreet e nell'indagine sulle imprese industriali (*Industrial Outlook Survey*) della RBI relativa al 2° trimestre 2012. Quest'ultima segnala tuttavia un aumento sensibile della valutazione corrente e un lieve calo della fiducia per il 3° trimestre (Business Expectation Index), con un miglioramento della situazione finanziaria delle imprese e della disponibilità di fondi. Nel complesso le dinamiche degli indici di attività e di fiducia non puntano ad un ulteriore rallentamento della produzione industriale nei prossimi mesi.

Gli arrivi di turisti hanno mostrato una buona tenuta con tassi di crescita in media del 7,6% a/a al mese nei primi cinque mesi dell'anno anche se inferiori ai tassi di crescita a due cifre del 2010 e del 2011, ma l'apprezzamento del dollaro rispetto alla rupia ha favorito la crescita dei ricavi in valuta locale. Il PMI dei servizi è salito a 53,1 a maggio dopo due mesi in area 52, puntando ad una tenuta del settore dei servizi.

Le vendite di auto domestiche, nonostante il recupero rispetto ai minimi registrati nell'autunno del 2011, continuano a mostrare tassi di crescita deboli e in rallentamento rispetto ai tassi di crescita a due cifre che hanno caratterizzato il 2009 e il 2010. L'indagine sulla fiducia dei consumatori della RBI relativa al 1° trimestre del 2012 ha registrato un calo molto marcato dell'indice delle aspettative (da 120,2 a 115,5) e un calo più moderato dell'indice della

La produzione industriale rimane debole nonostante il miglioramento degli indici di attività e delle indagini di fiducia

Tiene il settore dei servizi

Il quadro sui consumi si fa più incerto

situazione corrente. L'indagine rivela una discesa significativa della percentuale di consumatori che intende aumentare la spesa per consumi con orizzonte a un anno anche se aumenta la percentuale di consumatori che intende mantenere lo stesso livello di spesa. Aumenta, inoltre, la percentuale di consumatori preoccupata delle prospettive sull'occupazione nonostante il miglioramento di alcuni indici di valutazione del mercato del lavoro. La componente occupazione dell'indice PMI è stata infatti in area 51 negli ultimi tre mesi, in miglioramento rispetto ai minimi di fine 2011. Un lieve miglioramento delle prospettive di occupazione rispetto ai minimi si registra anche nell'indagine sulle imprese industriali. Le intenzioni di assunzione per il 3° trimestre misurate dall'indagine Manpower sono salite ulteriormente (58%) e si trovano ben al di sopra dei massimi di fine 2008. Riteniamo che, nonostante la discrepanza di valutazioni sul mercato del lavoro e la debolezza delle vendite di auto, i consumi possano continuare a mostrare tassi di crescita consistenti seppur in lieve rallentamento, sostenuti dall'aumento dei salari. La dinamica vischiosa dei prezzi al consumo pone tuttavia dei rischi al ribasso sui consumi nel 2012.

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso pur scendendo dal massimo del 10% a/a registrato in settembre, è oscillata da dicembre ad aprile tra un minimo di 6,9% e un massimo di 7,7% per portarsi a 7,5% in maggio (dal 7,2% di aprile). I prezzi degli alimentari sono tornati a salire dopo il calo di gennaio con aumenti poco sopra il 10% negli ultimi tre mesi (10,7% in maggio) soprattutto a causa dell'aumento delle verdure. L'aumento dell'inflazione in maggio è dovuto anche al balzo dei prezzi dei prodotti primari non alimentari (+8,5% a/a), ossia dei semi per oli non alimentari, che dovrebbe tuttavia essere temporaneo¹¹. L'inflazione dei prodotti manufatti sta scendendo progressivamente dal picco di 9,5% a fine 2011 a 5% a maggio e, più rilevante, quella dei prodotti manufatti non alimentari fino al 4,8%. I prezzi dell'energia continueranno a pesare sfavorevolmente sull'inflazione nel corso dell'anno perché è probabile che il Governo annunci un adeguamento al rialzo dei prezzi dei carburanti. Da un lato esso, infatti, ha bisogno di ridurre i sussidi alle compagnie petrolifere per esigenze di contenimento del deficit pubblico e, dall'altro, le aziende petrolifere di stato non possono più permettersi di continuare a vendere i carburanti sotto costo. All'aumento dei prezzi dell'energia si aggiungeranno nei prossimi mesi gli effetti dell'innalzamento dell'aliquota sui servizi dal 10% al 12% in vigore dal 1° luglio e quelli del deprezzamento del cambio che limiteranno la velocità di discesa dell'inflazione nel corso dell'anno. I prezzi al consumo sono in salita dall'inizio dell'anno (+10,4% a/a in maggio) e non sembrano beneficiare del rallentamento dei prezzi all'ingrosso.

Politica monetaria e cambio

La dinamica del credito al settore commerciale è riaccelerata lievemente a 17,8% a/a in maggio rispetto al 15,6% di febbraio mentre la crescita di M3 è rimasta stabile intorno al 13% da febbraio. I tassi reali sono marginalmente positivi ma sono più bassi in media rispetto ai livelli raggiunti nel quinquennio 2003-08, dove la crescita del PIL era elevata. Dopo i due tagli al coefficiente di riserva obbligatoria portato al 4,75% e un taglio dei tassi ufficiali di 50pb in aprile, la RBI (Reserve Bank of India) ha lasciato i tassi fermi al meeting del 18 giugno. Il tasso overnight è calato rispetto ai picchi di marzo e le condizioni di liquidità sul mercato interbancario sono migliorate: l'importo medio giornaliero chiesto in prestito attraverso la LAF (Liquidity Adjustment Facility) è sceso a una media di 967 miliardi di rupie negli ultimi due mesi, rispetto ai 1378 tra metà dicembre e metà marzo. Esso rimane tuttavia ancora elevato, al di sopra del livello di guardia della RBI che continuerà a effettuare operazioni di mercato aperto mediante l'acquisto di titoli per allentare la liquidità. La Banca centrale ha sottolineato come, nonostante il

L'inflazione fatica a scendere: l'aumento degli alimentari e degli oli non alimentari vanifica il calo dell'inflazione core

I rischi verso l'alto sull'inflazione impongono alla RBI maggior cautela nel tagliare i tassi

¹¹ I prezzi dei semi di guar (utilizzati per produrre degli addensanti) sono aumentati in maniera esponenziale dall'inizio dell'anno (+548% a/a a maggio) tanto che le autorità a marzo hanno sospeso le quotazioni. La sospensione dovrebbe porre un freno alla speculazione e il nuovo raccolto estivo dovrebbe favorire un rientro dei prezzi nei prossimi mesi anche se, per l'effetto base, le variazioni tendenziali continueranno ad essere elevate.

rallentamento della crescita, l'inflazione totale sia rimasta elevata a livelli incompatibili con una crescita sostenibile dell'economia. Secondo la RBI la recente dinamica di crescita e inflazione suggerisce che il PIL potenziale potrebbe essere più basso rispetto agli anni pre-crisi e dunque l'output gap potrebbe essere più piccolo rispetto al passato. In questo contesto, e senza un'adeguata cautela nella gestione dei tassi, le pressioni inflazionistiche potrebbero facilmente riemergere se si materializzassero i rischi al rialzo sull'inflazione. Lo scenario centrale della RBI prevede una modesta accelerazione della crescita a 7,3% nell'AF 2012-13 rispetto al 6,5% dell'AF 2011-12 e un profilo dei prezzi all'ingrosso che scende molto gradualmente nel corso dell'anno fino a 6,5% a marzo 2013. Dati i rischi verso l'alto sull'inflazione, a meno di un peggioramento brusco dei dati macro di giugno che riteniamo poco probabile, la RBI aspetterà il meeting dell'autunno per effettuare un altro taglio dei tassi di 50pb.

La **rupia**, dopo il deprezzamento della seconda metà del 2011, ha recuperato il 10% tra il massimo di metà dicembre (53.715) e il minimo di inizio febbraio (48.695), ed è rimasta in area 48-49 fino alla fine di febbraio. Il cambio ha poi perso tutto il terreno recuperato arrivando in area 55 a fine maggio, ben oltre i minimi di fine 2011 e del 2008. L'aumento dell'avversione al rischio degli investitori esteri, che ha avuto impatti anche sulle valute degli altri paesi emergenti, nel caso indiano è anche da ricondursi ad alcune discutibili proposte nell'ambito dell'imposizione fiscale. Ci riferiamo in particolare al piano, presentato a metà marzo con la legge di bilancio, di imporre delle modifiche retroattive alla Legge sulla tassazione dei redditi (Income Tax Act del 1962) per tassare i capital gain derivanti dall'acquisizione indiretta (in particolare attraverso società in centri off-shore) di società indiane, a meno che non si siano già versate le imposte dovute in un'altra giurisdizione. La retroattività del provvedimento ha suscitato forti proteste da parte delle società estere anche attraverso azioni legali nei confronti del Governo indiano¹². A questa proposta si aggiunge la revisione in senso più restrittivo della regolamentazione contro l'elusione fiscale (General Anti-Avoidance Rules, GAAR), con entrata in vigore prevista a fine aprile 2012, poi spostata ad aprile 2013. La debolezza della rupia ha indotto l'Autorità monetaria a mettere in atto delle misure anti speculative imponendo dal 10 maggio, agli esportatori, di convertire in rupie il 50% dei loro ricavi in valuta estera, nonché dei limiti al trading di derivati in valuta estera e alle posizioni giornaliere nette dei dealers.

L'avversione al rischio degli investitori internazionali, esacerbata da discusse misure fiscali, pesa negativamente sui flussi di capitali e sul cambio

Vulnerabilità esterna

Nel corso del 2011 i flussi netti di **investimenti di portafoglio** sono stati pari a 3,4 miliardi di dollari rispetto ai 38,8 del 2010 mentre gli investimenti diretti netti sono saliti da 11 a 15 miliardi di dollari. I flussi di investimenti di portafoglio sono tornati marginalmente positivi nel 4° trimestre, anche grazie alle misure volte a favorire i capitali in entrata introdotte a fine anno¹³. I dati preliminari sugli investimenti degli investitori esteri istituzionali (Foreign Institutional Investors) indicano flussi netti di acquisti di azioni e titoli nei primi cinque mesi dell'anno pari a 12 miliardi di dollari rispetto agli 8,3 di tutto il 2011, preannunciando un aumento dei flussi di portafoglio totali nel 1° trimestre dell'anno. Gli importi sono diminuiti gradualmente nei mesi di aprile e maggio rispetto all'inizio dell'anno, confermando tuttavia la volatilità dei flussi in una fase di aumento dell'avversione al rischio.

Rimane elevata la dipendenza dai flussi di capitali esteri a breve termine

¹² L'IIF stima che ci siano azioni legali in corso contro il Governo per un ammontare di entrate fiscali pari a 350 miliardi di rupie (6,5 miliardi di dollari).

¹³ A fine novembre 2011 il Governo ha innalzato il limite sull'ammontare di titoli detenibile per gli investitori stranieri per i titoli corporate non legati alle infrastrutture, portandolo da 15 a 20 miliardi di dollari, e per i titoli di stato, portandolo da 10 a 15 miliardi di dollari. Inoltre, agli investitori stranieri qualificati (QFI, Qualified Foreign Investors) è stato concesso di acquistare direttamente singoli titoli azionari senza dover passare per i fondi comuni d'investimento. Tra novembre e dicembre il la RBI ha inoltre liberalizzato i tassi sui depositi per gli indiani non residenti (Non Resident Indians, NRI).

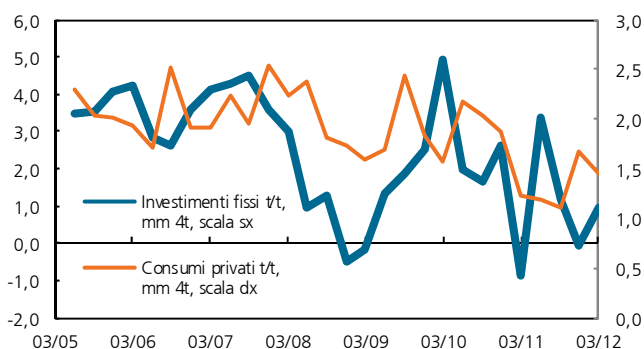
La caduta degli investimenti di portafoglio nel corso del 2011 è stata compensata da un aumento dei prestiti commerciali, mantenendo quindi invariata la forte dipendenza dai flussi di capitali esteri di breve termine. Il debito estero a breve termine, che è pari al 21% del debito estero totale, è costituito per il 90% da prestiti commerciali. I prestiti commerciali sono costituiti per il 66% da prestiti bancari e per il 33% da titoli di vario genere, in particolare da titoli convertibili in valuta estera (Foreign Currency Convertible Bonds, FCCBs). I prestiti bancari provengono per una quota significativa da banche europee (29% secondo i dati della BIS), che potrebbero limitarli ulteriormente dato il riaccendersi della crisi del debito in Europa, rendendo difficile il rifinanziamento del debito a breve termine per molte aziende indiane. Su queste ultime pesa inoltre il deprezzamento della rupia, che rende più costoso ripagare in debiti contratti in valuta estera. I FCCB sono titoli che, alla scadenza, possono essere convertiti in azioni oppure rimborsati, a seconda della scelta dell'investitore. Date le deboli performance e prospettive del mercato azionario è molto probabile che gli investitori ne chiedano il rimborso, con un ulteriore aggravio per le finanze delle aziende indiane, già provate dall'aumento delle spese per interessi e dei prezzi delle materie prime: i profitti al netto delle imposte sono calati, infatti, sia nel 3° che nel 4° trimestre del 2011.

La posizione estera è solida anche se gli indicatori di vulnerabilità esterna stanno gradualmente peggiorando. L'aumento del deficit di partite correnti nel 2011 e la riduzione dei flussi netti di capitale in entrata, nonché gli interventi della RBI a difesa del cambio, hanno infatti portato a una riduzione delle riserve da un massimo di 277 miliardi di dollari a metà 2011 ai 263 miliardi a fine anno, fino ai 260 miliardi a fine marzo 2012. Il grado di copertura delle importazioni a fine marzo è ancora ampio a 6,6 mesi ma è in calo rispetto ai 9,6 mesi di marzo 2011 e agli 11,1 mesi di marzo 2010. Una simile dinamica ha mostrato il rapporto debito a breve termine (scadenza originaria) sulle riserve in valuta estera salito fino a 29,7% a fine 2011 rispetto a 22,8% a fine 2010. Il rapporto tra il debito a breve termine (a vita residua) e le riserve è inoltre salito da 41,2 % a fine marzo 2010 a 43,4% a settembre 2011.

La diminuzione delle prospettive di crescita del Paese e lo stallo sulle riforme strutturali e fiscali hanno indotto l'agenzia di rating S&Ps a cambiare l'Outlook del rating sul debito sovrano da *stabile* a *negativo* a fine aprile, pur mantenendo il rating invariato a BBB-. Secondo l'Agenzia l'ampiezza delle riserve garantisce la solidità della posizione esterna e, insieme alle prospettive di crescita buone nel lungo termine, continua a supportare il rating. Moodys' ha dichiarato che, tuttavia, un ulteriore peggioramento degli indicatori di vulnerabilità esterna e delle prospettive di crescita nel breve termine, nonché un mancato miglioramento nel processo delle riforme fiscali e strutturali del settore pubblico, potrebbe portare a un downgrading nel corso dei prossimi 24 mesi con una probabilità di 1/3. A Moody's è seguita Fitch che ha, anch'essa, portato l'Outlook da *stabile* a *negativo* a giugno motivandolo con la mancanza di riforme strutturali per il miglioramento del clima imprenditoriale e di sforzi concreti per il consolidamento dei conti pubblici, entrambi aspetti che mettono a repentaglio il potenziale di crescita del Paese nel lungo periodo.

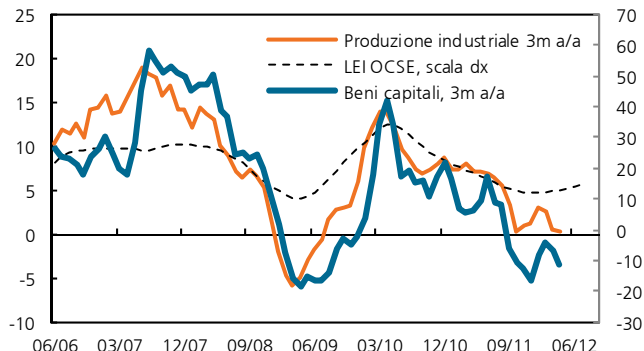
Il deterioramento delle prospettive di crescita e lo stallo sulle riforme sono alla base della modifica dell'Outlook da parte delle agenzie di rating

Lieve recupero degli investimenti



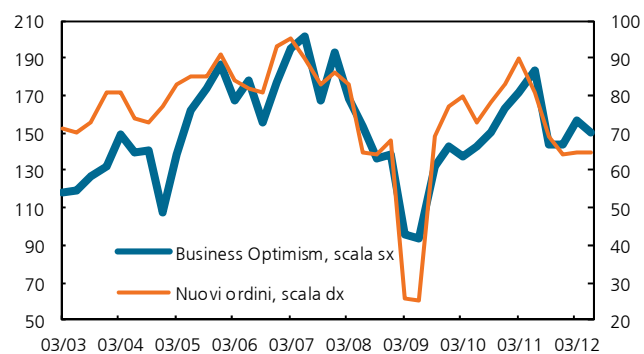
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale rimane debole



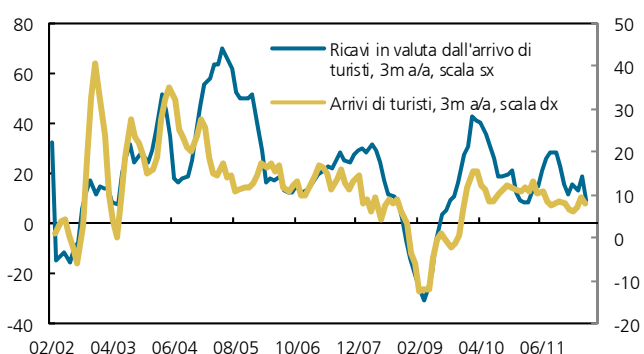
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indagine di fiducia Dun&Bradstreet



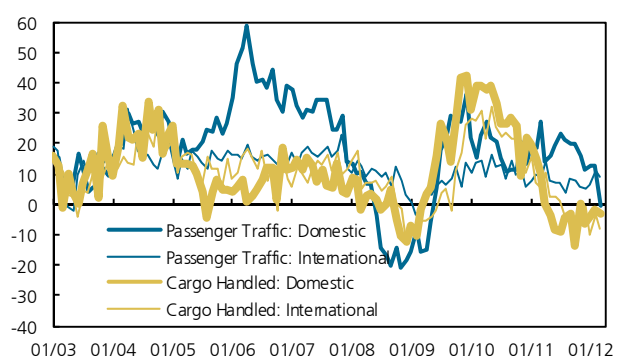
Fonte: Thomson Reuters- Datastream

Tengono i ricavi dal turismo



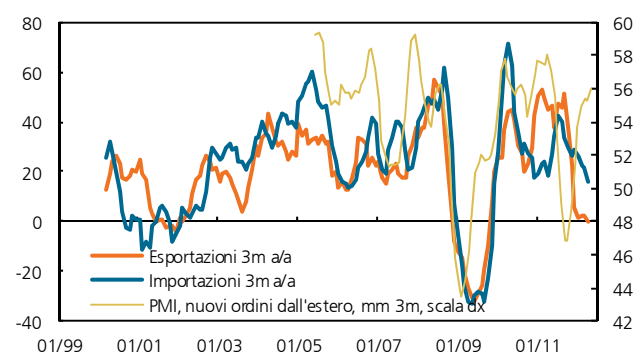
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico domestico di passeggeri in rallentamento



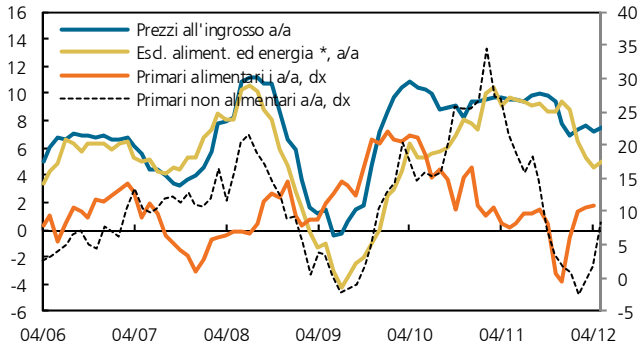
Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

Commercio estero in rallentamento ma gli ordini migliorano



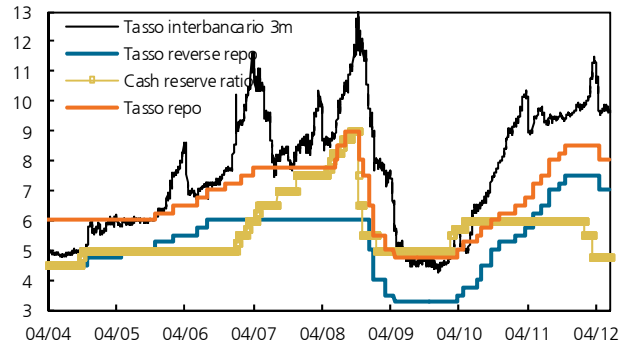
Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso resta elevata



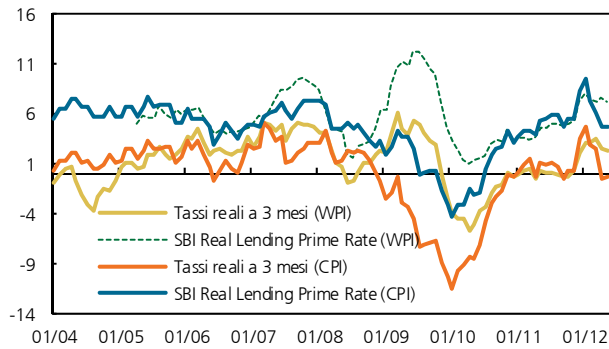
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

La RBI abbassa i tassi



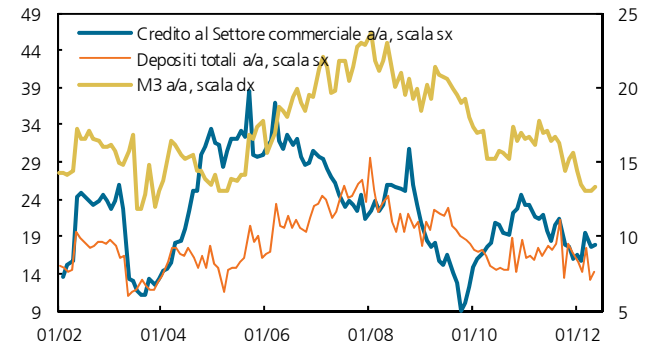
Fonte: Bloomberg

Tassi reali, scendono grazie al taglio dei tassi



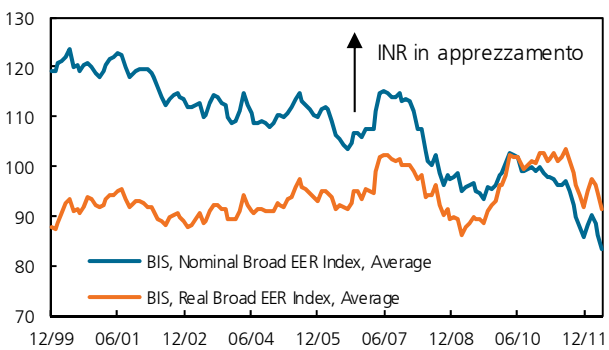
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito recupera marginalmente



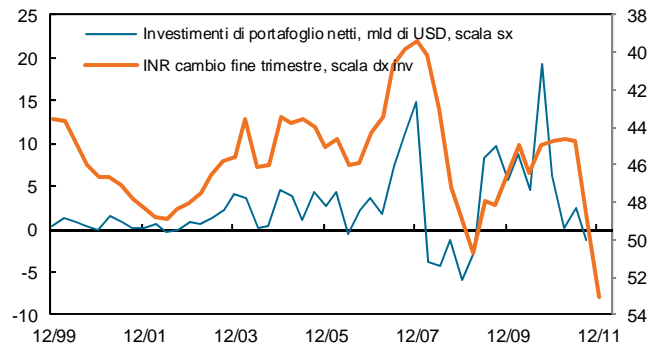
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

La rupia soffre l'aumento dell'avversione al rischio



Fonte: Bloomberg

Mercati valutari - L'euro rimane al centro di tutto

EURO - Euro o non euro, questo è il problema?

Asmara Jamaleh

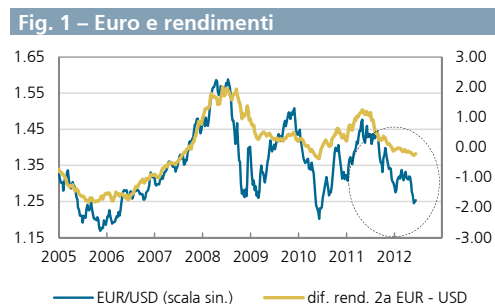
Lo spettro di una possibile disgregazione dell'UEM ha messo l'euro a dura prova nel 2° trimestre. Ciononostante, la massima escursione registrata quest'anno è stata dall'1,34 di fine febbraio all'1,22 EUR/USD di inizio giugno (-9% in tre mesi). In termini di cambio effettivo nominale l'escursione massima è stata meno della metà: -4%. Il cambio quindi è rimasto al di sopra dei minimi a 1,18 registrati durante la prima crisi greca nel 2010.

Abbiamo già ragionato nello scorso numero dello *Scenario Macroeconomico* su come mai la moneta unica non abbia sofferto di più, vista la posta in gioco. Le possibili spiegazioni che avevamo individuato erano:

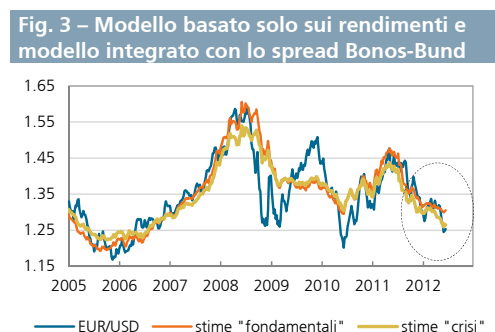
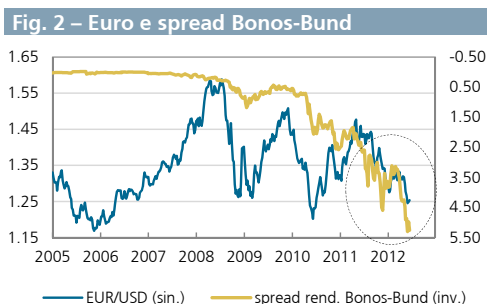
- (1) la convergenza dei tassi euro e USA verso (a) uno stesso livello, (b) che non è un livello qualsiasi, perché è lo zero, ovvero quel valore in prossimità del quale si genera la cosiddetta trappola della liquidità;
- (2) la ricerca di porti sicuri rispetto alla crisi dell'area euro non necessariamente al di fuori della stessa ma anche al suo interno, nei Paesi però dai fondamentali più solidi (Germania);
- (3) l'ampio corto euro (massimi storici) raggiunto sul mercato speculativo.

Questa volta cerchiamo di misurare, approssimativamente, l'impatto della crisi sul cambio.

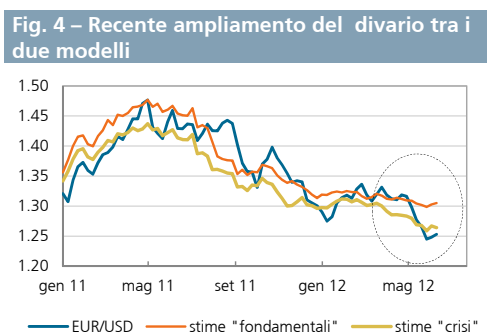
Per fare ciò dobbiamo integrare il modello "fondamentale" che impieghiamo usualmente, ovvero quello che regredisce l'EUR/USD sui rendimenti a due anni euro e USA rispettivamente (Fig. 1 e Fig. 3), con una variabile aggiuntiva, che rifletta gli effetti della crisi: lo spread tra i rendimenti a dieci anni di Bonos e Bund risulta adeguato allo scopo (Fig. 2 e Fig. 4). Chiameremo questo modello integrato "modello crisi".



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

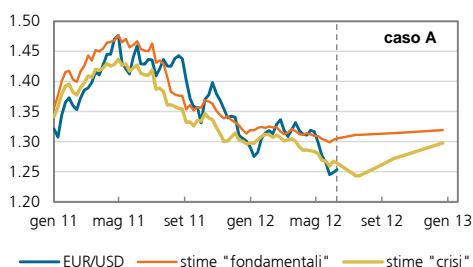


Come mostrano anche i grafici, i due modelli offrono una performance molto simile, eccezion fatta per l'ultimo periodo, durante il quale **all'acuirsi della crisi il divario tra le stime si amplia** (Fig. 3 e Fig. 4). Se infatti negli ultimi anni, sia prima sia dopo la/le crisi, il cambio EUR/USD si è mosso tendenzialmente in linea con le principali variabili fondamentali, in particolare con i rendimenti a breve di area euro e Stati Uniti, nell'ultimo biennio si nota che la crisi del debito sovrano ha accentuato il *downside* della moneta unica.

Utilizziamo le stime ottenute per effettuare un semplice **esercizio di simulazione**. Ipotizziamo tre scenari diversi e valutiamo come risponde il cambio utilizzando entrambi i modelli:

- **caso A:** nel breve le tensioni provocate dalla crisi aumentano, ma la situazione va normalizzandosi per fine anno;
- **caso B:** nel breve la crisi ha un'*escalation*, che rientra solo di poco per fine anno;
- **caso C:** la crisi rientra già nel breve e per fine anno il quadro complessivo migliora.

Fig. 5 – Prima tensioni poi normalizzazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Escalation nel breve

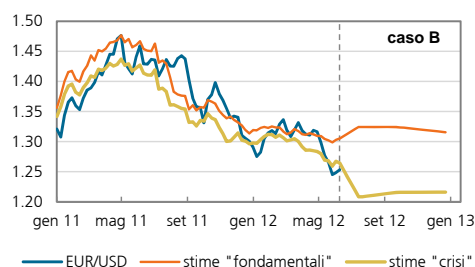
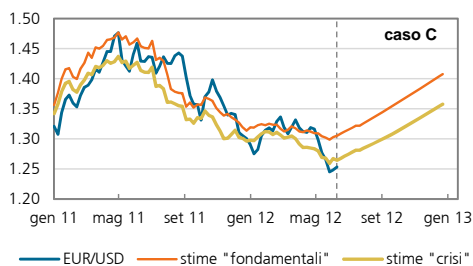


Fig. 7 – Rientro della crisi e miglioramento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – Tabella simulazioni

	ultimo val.	caso A		caso B		caso C	
		t(1)	t(2)	t(1)	t(2)	t(1)	t(2)
spread Bonos-Bund	5.26	7.00	3.83	10.00	9.00	5.00	4.00
rend. 2a Germania	0.08	0.01	0.18	0.01	0.05	0.15	1.00
rend. 2a USA	0.29	0.15	0.26	0.01	0.15	0.20	0.30
EUR/USD	"fond."	1.25	1.31	1.32	1.32	1.32	1.41
	"crisi"	1.25	1.24	1.30	1.21	1.22	1.28

t(1) = breve termine; t(2) = fine anno
 "fond." = modello "fondamentale"; "crisi" = modello "crisi"

Dall'esercizio condotto emerge che:

- **caso A:** se nel breve le tensioni aumentano, ma poi la situazione si normalizza per fine anno i due modelli mostrano una convergenza del cambio intorno a 1,30 al procedere della normalizzazione (Fig. 5). Solo il modello "crisi" fa registrare un indebolimento dell'euro nel breve al crescere delle tensioni;
- **caso B:** se la crisi ha un'*escalation*, che sostanzialmente non rientra per fine anno, i due modelli divergono da subito, mostrando uno scostamento di dieci figure tra le rispettive proiezioni (Fig. 6);
- **caso C:** se la crisi rientra già nel breve e per fine anno il quadro complessivo migliora, i due modelli proiettano una dinamica identica (euro in ascesa), ma il modello "fondamentale" fornisce livelli di cinque figure più elevati rispetto a quelli del modello "crisi" (Fig. 7).

Dai risultati ottenuti si può concludere che **in termini relativi il modello "integrato" con lo spread Bonos-Bund può aiutare a valutare meglio il comportamento del cambio** in caso di persistenza, più o meno accentuata, dello "stato di crisi".

In termini assoluti però, sintetizzando al massimo i risultati della simulazione con l'aiuto della Tab. 1, si nota che **le stime ottenute individuano per l'euro un range approssimativo tra 1,20 e 1,40 EUR/USD**, dove l'1,20 corrisponde al caso in cui lo spread Bonos-Bund raddoppia a 10% mentre l'1,40 corrisponde al caso di rientro completo della crisi.

- Complessivamente l'analisi condotta parrebbe suggerire che la crisi del debito sovrano nell'area euro non ha stravolto (finora) la dinamica del cambio EUR/USD rispetto al sentiero tendenziale individuato dai fondamentali macro.
- La sensazione che l'euro avrebbe potuto risentire della crisi molto più di quanto non sia stato finora si ridimensiona se si ipotizza che il cambio sia andato incorporando strutturalmente un «premio» per la crisi.
- Non è da escludersi che questo possa eventualmente attutirne l'impatto negativo in caso di eventuale improvvisa *escalation*, ma data la singolarità della situazione si tratta solo di un'ipotesi.
- Una considerazione che invece può considerarsi fondata è che **la crisi** specifica dell'area euro va comunque collocata all'interno del contesto più ampio della crisi globale del 2007-08, e questa - obbligando le Banche centrali a implementare politiche monetarie massimamente espansive - **ha allineato «a zero» i tassi** di economie altrimenti distanti, come quelle dell'area euro e degli Stati Uniti. **Questo allineamento forzato e persistente può aver distorto le dinamiche del cambio EUR/USD disattivando uno dei principali canali di trasmissione dei trend, ovvero il differenziale tassi.**

In forza di quest'ultima considerazione e sotto la duplice ipotesi che (1) l'UEM non si disgreghi ma che (2) la soluzione della crisi del debito sovrano "vada per le lunghe", il nostro scenario centrale delinea per l'euro il seguente profilo:

- rischi verso il basso concentrati nel breve (*downside* entro e non oltre 1,20-1,15);
- rientro intorno a 1,30 per fine anno (l'ipotesi di un recupero su tale orizzonte rispetto a valori correnti rifletterebbe non tanto il miglioramento del quadro nell'area euro, quanto piuttosto i problemi che gli Stati Uniti si troveranno ad affrontare sul piano fiscale una volta trascorso il "periodo di sospensione" elettorale);
- successiva stabilizzazione verso un range centrato su un livello leggermente più elevato, 1,35 circa, assumendo che nel medio/lungo termine lo stato di crisi rientri e le politiche monetarie inizino a normalizzarsi, con tassi BCE che restano più alti di quelli Fed.

La crisi dell'euro non ha annientato l'euro anche perché è una sotto-crisi della crisi economico-finanziaria globale del 2008, e come allora non fu trovata una valida alternativa al dollaro, così adesso - con i postumi della crisi di allora - il dollaro non riesce a ri-sostituirsi completamente all'euro. Anche gli Stati Uniti, come l'area euro, non sono ancora usciti dalla loro crisi, e **in assenza di *de-coupling* vengono meno alcuni dei presupposti principali per la formazione dei trend sui mercati valutari.**

STERLINA – Meno penalizzata, d'ora in avanti, dalla crisi dell'area euro

La sterlina è stata pesantemente condizionata dalla crisi dell'area euro. Quando a maggio l'euro ha fatto la grossa correzione da 1,32 a 1,22 EUR/USD, la sterlina ha seguito lo stesso movimento, scendendo da 1,63 a 1,52 GBP/USD. Complessivamente **però è scesa** leggermente **meno della moneta unica**, perdendo il 7% anziché l'8%. Rispetto all'euro infatti si è rafforzata un po', portandosi da 0,81 a 0,79 EUR/GBP. La correlazione positiva del cambio GBP/USD con il

cambio EUR/USD tenderà a mantenersi, il che dovrebbe portare il cambio EUR/GBP a concentrare le oscillazioni all'incirca nello stesso range del 2° trimestre, che è stato 0,79-0,83 EUR/GBP. Tuttavia è possibile che nel breve termine la sterlina subisca ancora qualche pressione ribassista, dovuta all'**atteso allentamento monetario (aumento dell'APF)** – contestuale comunque all'atteso taglio dei tassi BCE – nonché alle maggiori incertezze sulla crescita, domestica e globale, e sui problemi dell'area euro.

Fig. 8 – Stime basate sui rendimenti a breve...

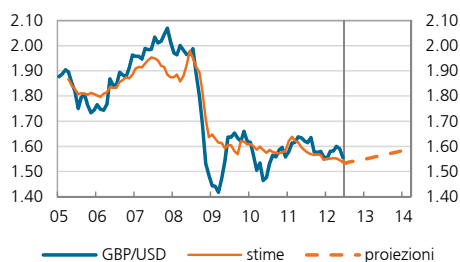
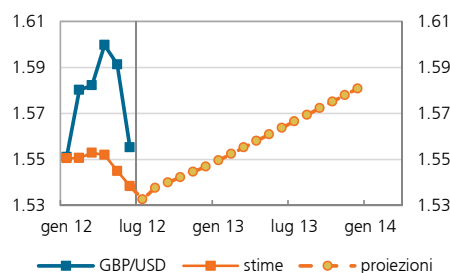


Fig. 9 – ... e proiezioni GBP/USD



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Successivamente invece, (a) assumendo un graduale ridimensionamento di questi ultimi, (b) il maggior miglioramento della crescita attesa tra 2012 e 2013 nel Regno Unito rispetto all'area euro, (c) ma soprattutto rispetto agli Stati Uniti che rischiano l'anno prossimo di rallentare, dovrebbe favorire un rafforzamento della sterlina contro euro e soprattutto contro dollaro.

Prospettive di crescita e decisioni di politica monetaria dovrebbero tornare ad essere i principali driver del cambio. Abbiamo quindi stimato (1) la relazione tra GBP/USD e rendimenti a breve (2 anni) britannici e statunitensi, nonché (2) quella tra EUR/GBP e rendimenti a breve (2 anni) europei e britannici. In entrambi i casi risulta esserci un legame di tipo strutturale.

Per quanto riguarda il cambio GBP/USD la *sensitivity* rispetto ai rendimenti britannici appare **più forte** rispetto a quelli USA. Invece, nel cambio EUR/GBP la *sensitivity* ai rendimenti britannici ed europei è pressoché **analoga**. Tracciando un ipotetico sentiero per i rendimenti, (a) con un calo nel breve, (b) un graduale recupero successivamente - soprattutto nel 2013 - e (c) rendimenti USA che salgono meno di tutti per "l'impegno" della Fed a mantenere i tassi vicino a zero fino ad almeno la metà del 2014, a fronte di (d) rendimenti britannici che salgono più di tutti in funzione delle migliori prospettive di crescita attesa nel 2013 rispetto al 2012, si ottiene dalle proiezioni: (1) un tendenziale rafforzamento tra 1,53 e 1,58 per il cambio GBP/USD¹⁴ (Fig. 8 e Fig. 9), e (2) un tendenziale rafforzamento anche contro euro tra 0,82 e 0,79 EUR/GBP, fatto salvo un moderato indebolimento nel breve tra 0,81 e 0,82 EUR/GBP (Fig. 10 e Fig. 11).

¹⁴ Si consideri che i dati sono medie mensili di cambi giornalieri, quindi - a titolo di esempio - la proiezione a 1,58 GBP/USD per fine 2013 prospetta implicitamente un cambio poco sopra 1,60 GBP/USD.

Fig. 10 – Stime basate sui rendimenti a breve...

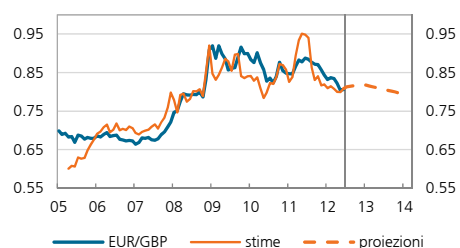
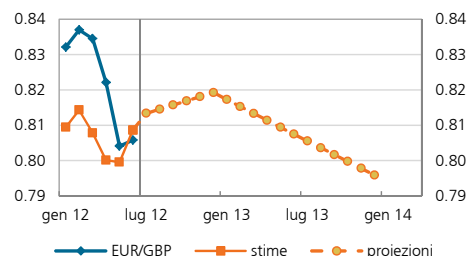


Fig. 11 – ... e proiezioni EUR/GBP



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Trattandosi di stime strutturali, che non tengono conto delle dinamiche di breve periodo, utilizziamo i modelli esposti solo a titolo indicativo, di dinamica tendenziale, non per estrarne previsioni puntuali. Raccogliamo principalmente le seguenti indicazioni: (1) **rafforzamento tendenzialmente continuo del cambio GBP/USD**, e (2) **oscillazioni in range per il cambio EUR/GBP**. Non traiamo quindi implicazioni direzionali dalle proiezioni ottenute per l'EUR/GBP, anche in ragione della ridotta ampiezza dell'intervallo di proiezione: 0,79-0,82 EUR/GBP. Manteniamo però l'idea che i **principali rischi verso il basso** per la sterlina siano concentrati **nel breve più che nel medio/lungo termine**, a meno che le **prospettive di crescita dell'economia britannica nel 2013 si rivelino peggiori** rispetto a quanto abbiamo invece nello scenario centrale (v. sez. "Regno Unito").

YEN – La crisi dell'area euro (1) rallenta e (2) riduce la discesa dello yen

Rivediamo **leggermente al rialzo il profilo atteso dello yen** contro dollaro, ovvero (1) continuiamo ad aspettarci un indebolimento della divisa nipponica, (2) ma più contenuto e più lento rispetto a quanto ipotizzavamo precedentemente. La principale motivazione di questa modifica risiede nell'ulteriore allentamento monetario da parte della Fed, che complica al dollaro il ripristino di livelli più elevati rispetto allo yen, che tra l'altro nell'ultimo periodo ha di nuovo beneficiato dell'accresciuta avversione al rischio indotta dall'aggravarsi della crisi nell'area euro. Quindi, oltre ad avere **sia la BoJ sia la Fed** i tassi ufficiali sostanzialmente a zero (0-0,10% e 0-0,25% rispettivamente), entrambe le banche centrali **stanno espandendo ulteriormente la politica monetaria, con l'effetto di schiacciare ulteriormente verso il basso i rendimenti a breve**.

Abbiamo condotto delle semplici **stime per il cambio USD/JPY in funzione del differenziale tra i rendimenti** a due anni statunitensi e giapponesi (attualmente a 0,30% e 0,10% rispettivamente, con differenziale quindi a 0,20% circa). **Dalle stime** risulterebbe che **il cambio dovrebbe stare a 86 invece che a 79 USD/JPY** dove invece si trova attualmente (Fig. 12). Ma soprattutto, lanciando **in proiezione** il modello, si ottiene che il cambio (1) salirebbe dall'86 stimato a 87 soltanto per fine 2013 con un differenziale che da 0,20% passa a 0,30%, e (2) salirebbe invece da 86 a 92 con un differenziale che si allarga da 0,20% a 1,00% (Fig. 12). Con la Fed che – per ora – si è impegnata a tenere i tassi fermi fino a 2014 inoltrato e la BoJ che difficilmente smetterà di essere espansiva prima della Fed, lo scenario di un differenziale che si allarga molto, come nel caso (2), appare poco probabile. Di conseguenza 86-88 USD/JPY potrebbero rappresentare il target per fine 2012 e quota 90 l'obiettivo del 2013, presumibilmente seconda metà dell'anno.

Fig. 12 – Stime basate sul differenziale tassi

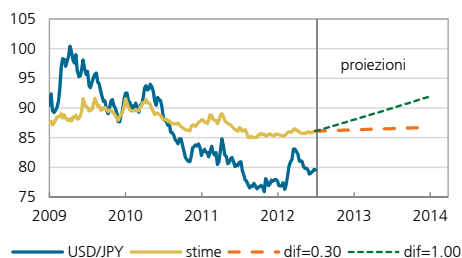
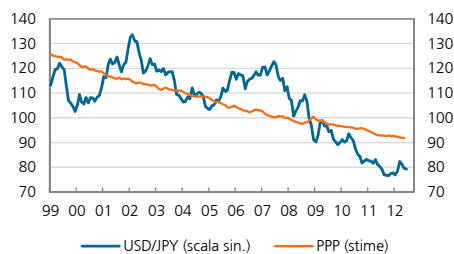


Fig. 13 – Parità dei poteri d'acquisto



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quanto alla direzionalità abbiamo detto che resta ribassista per lo yen e in questa direzione portano anche le aspettative di inflazione. **Negli anni scorsi lo yen si è apprezzato anche perché – con un'inflazione negativa – la relazione di parità dei poteri d'acquisto forniva una direzione al rialzo per lo yen rispetto al dollaro (Fig. 13).** Nella misura però in cui la BoJ riuscirà a conseguire il *target* di inflazione che si è data a febbraio di quest'anno – e gli aumenti attesi della tassa sui consumi nel 2014-2015 dovrebbero ulteriormente contribuire ad innalzare l'inflazione – la PPP dovrebbe invertire rotta "sostenendo" naturalmente un deprezzamento dello yen. Ad ora però l'obiettivo primo resta ancora quello della riconquista di quota 80 USD/JPY. Se infatti dopo l'introduzione dell'*inflation targeting* da parte della BoJ il cambio aveva finalmente preso una direzione uscendo dal range stretto di 76-78 USD/JPY in cui era rimasto insabbiato per sei mesi, e da 76 si era portato a 84 USD/JPY in un mese e mezzo, da allora è tornato indietro fino a 77, rimanendo imbrigliato nel range 77-80 USD/JPY per tutto il mese di giugno. **Per ora la prima condizione necessaria per lasciare definitivamente alle spalle l'area da 80 in giù ci sembra sia il ridimensionarsi delle tensioni collegate alla crisi dell'area euro.**

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

Scenario Macroeconomico

Giugno 2012

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.