

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**  
Marzo 2012

## Indice

<b>Una ripresa fragile e incerta</b>	<b>2</b>
<b>Materie prime: un delicato equilibrio</b>	<b>6</b>
Petrolio	7
Mercati dell'energia, crescita e pressioni inflazionistiche	11
Preziosi	14
Metalli industriali	17
Agricoli	21
<b>Stati Uniti – La quiete prima della tempesta</b>	<b>23</b>
2012: limbo pre-elettorale	24
Prezzi: di nuovo in balia del petrolio	26
Politica fiscale e politica monetaria: inizia la divergenza	26
Focus: Mercato del lavoro: bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto?	28
Focus: Politica fiscale: un colosso con i piedi di argilla	32
<b>Area euro: è recessione, ma "lieve"</b>	<b>37</b>
Lo scenario in sintesi	37
Inflazione: ancora sopra il 2% nel 2012, ma sono solo energia e tasse	41
Politica monetaria: les jeux sont faits	43
Breve guida al nuovo regime di controllo fiscale e macroeconomico dell'Eurozona	45
Germania: temporaneo rallentamento	53
Francia	56
Focus: Hollande, "il cambiamento", contro Sarkozy, "la forza della Francia"	58
Italia: quanto profonda è la notte?	63
Focus: considerazioni su durata e profondità della recessione	66
Spagna	69
Grecia, Portogallo e Irlanda	74
<b>Regno Unito – Ulteriore rallentamento nel 2012</b>	<b>78</b>
<b>Asia</b>	<b>79</b>
Giappone: il dissoluto impunito	79
Cina: rallentamento in linea con le attese	85
India: la debolezza degli investimenti rallenta la crescita	91
<b> Mercati valutari - Tassi d'interesse a zero: la trappola dei cambi</b>	<b>96</b>

Marzo 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

## Una ripresa fragile e incerta

L'economia mondiale ha assorbito una prima fase di rallentamento, causata dal rincaro del petrolio, dal terremoto giapponese e poi dalla crisi europea del debito. Quest'ultima è maggiormente sotto controllo, ma le implicazioni macroeconomiche negative della restrizione fiscale e finanziaria condizioneranno l'economia reale della zona euro per tutto l'anno. E la parte finale del 2012 sarà soggetta ai rischi di un'eccessiva restrizione fiscale negli Stati Uniti, come conseguenza dei meccanismi automatici di correzione introdotti nel 2011. Perciò, non è ancora scontato che la crescita mondiale si rafforzi nel 2013. L'incertezza manterrà le politiche monetarie accomodanti in tutti i principali paesi avanzati.

Luca Mezzomo

Le misure adottate dalla Banca Centrale Europea nel dicembre 2011 e i progressi dei programmi di consolidamento hanno riportato sotto controllo i rischi nell'Eurozona, rafforzando quello che a dicembre era il nostro scenario centrale di previsione. Non dubitiamo che la crisi del debito rimarrà un fattore di rischio per i prossimi anni: i progressi di inizio 2012 dipendono più dal regredire dei rischi di rifinanziamento che da un miglioramento radicale dei fondamentali, processo che richiederà tempo. Tuttavia, diversi sviluppi recenti (l'intervento della banca centrale, il rafforzamento del sistema di controllo dei conti pubblici, l'introduzione di un nuovo meccanismo di monitoraggio e correzione degli squilibri macroeconomici, il potenziamento dei fondi europei di sostegno, la maggiore vigilanza reciproca esercitata dagli Stati Membri) rendono gli scenari estremi sempre meno probabili.

L'aggiornamento che qui presentiamo, perciò, non contiene mutamenti radicali della nostra analisi, ma piuttosto una serie di interventi di 'manutenzione' delle proiezioni. La stima della crescita mondiale è stata marginalmente ridotta (2,8% contro 2,9%), ma le caratteristiche fondamentali rimangono immutate: lieve contrazione dell'attività economica nell'Eurozona, crescita moderata e stabile negli Stati Uniti, rimbalzo alimentato dalla ricostruzione post-terremoto in Giappone, modesto rallentamento per il resto dell'Asia.

Ci si potrebbe domandare perché la riduzione dei margini di incertezza riguardo all'esito della crisi dell'Eurozona non ha portato a un miglioramento delle stime di crescita. Le motivazioni sono molteplici: primo, la strategia di reazione alla crisi ha avuto successo nel contenere il costo del debito nei paesi sotto attacco e nel ridimensionare il rischio di *credit crunch*, ma non ha per nulla ridotto la dimensione delle misure di austerità fiscale; secondo, le quotazioni petrolifere rimangono ancora sotto tensione; terzo, le stime sono negativamente influenzate da un andamento dell'economia a inizio anno peggiore delle attese in alcuni paesi, fra i quali l'Italia, fattore che impatta sulle medie annue; infine, lo scenario di base includeva già l'ipotesi che la crisi rimanesse sotto controllo.

Nonostante il miglioramento della situazione europea, una fase duratura di espansione economica non è affatto scontata. Lo scenario di riferimento per l'economia mondiale porta a un'espansione del PIL del 4% nel 2013, un livello simile a quello del 2011. Tuttavia, la previsione è soggetta a una serie di rischi, prevalentemente negativi. Il primo è legato all'eventualità di uno shock petrolifero, in particolare a causa del programma nucleare iraniano, che potrebbe far temporaneamente salire le quotazioni petrolifere oltre 140 dollari. Ma c'è di più. Tra la fine del 2012 e l'inizio del 2013, infatti, i rischi legati alla politica fiscale americana potrebbero prendere il sopravvento sulla crisi europea come principale fattore di freno all'economia mondiale. Il problema principale è costituito da una serie di interventi automatici sul bilancio federale americano che potrebbero scattare in quel periodo se l'Amministrazione e il Congresso non si accordassero prima per misure sostitutive e più graduali. In altre epoche, un compromesso fra il Presidente e il Congresso sarebbe stato una certezza, ma con le elezioni a novembre e lo spostamento dei Repubblicani su posizioni sempre più estremiste, esiste il rischio che gli automatismi introducano una restrizione fiscale in grado di abbattere la crescita della domanda

interna negli Stati Uniti. A causa della dipendenza della ripresa europea dalla crescita della domanda estera, questo scenario sarebbe pericoloso anche per l'Eurozona. Lo scenario di riferimento ipotizza che molti aumenti di imposte siano ancora rinviati, limitando così lo shock fiscale sul 2013 a 130 miliardi di dollari.

La crescita economica per area geografica					
	2009	2010	2011	2012	2013
Stati Uniti	-3.5	3.0	1.7	2.2	1.8
Giappone	-5.5	4.5	-0.7	1.7	1.8
Area euro	-4.2	1.8	1.5	-0.3	0.7
Europa Orientale	-5.6	0.9	3.8	3.5	3.0
America Latina	-2.3	4.6	4.7	3.4	4.2
OPEC	1.0	3.8	4.0	4.6	5.0
Asia Orientale	5.4	9.0	7.0	6.5	7.6
Africa	1.8	3.7	3.6	3.5	4.6
Crescita mondiale	-0.7	5.2	3.8	2.8	4.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le stime di inflazione sono state riviste al rialzo per quasi tutte le aree. La maggiore crescita dei prezzi non ha nulla a che fare con le politiche accomodanti della liquidità adottate dalle principali banche centrali. I due fattori che spiegano le tensioni sui prezzi sono la dinamica dei prezzi del petrolio a inizio 2012 e gli interventi sulle imposte indirette e le tariffe, già adottati o in corso di adozione. La liquidità creata dalle banche centrali tende ancora a rimanere entro il sistema finanziario, compensando un incremento della domanda di riserve dovuto alla ridotta funzionalità dei mercati interbancari. Le materie prime sono soggette a spinte contrastanti, ma sul petrolio stanno prevalendo quelle al rialzo. Rischi geopolitici e limitata *spare capacity*, potrebbero causare picchi nel prezzo del petrolio sino a 140 dollari al barile nella prima metà dell'anno. Tuttavia, riteniamo che tali livelli siano insostenibili per periodi prolungati e ci attendiamo che le attese di un conseguente declino nella domanda mondiale siano sufficienti per riportare i prezzi a livelli più contenuti. Per questo motivo, la spinta inflazionistica generata dal comparto energetico sarà intermittente e in larga parte transitoria. Incertezza sulla sostenibilità della ripresa, abbondanza di fattori di rischio, eccesso di offerta in molti paesi avanzati manterranno le politiche monetarie accomodanti.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2009	2010	2011	2012	2013
Petrolio (Brent, \$/barile)	61.5	79.5	111.5	115.8	109.6
	-36.7	+29.1	+40.3	+3.8	-5.4
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	127.4	161.0	189.6	171.7	177.6
	-15.7	+26.4	+17.8	-9.5	+3.5
Metalli (1990=100)	136.5	202.3	229.7	206.5	213.3
	-19.2	+48.2	+13.5	-10.1	+3.3
Agricole (1990=100)	94.1	125.3	153.8	130.0	123.4
	-17.0	+33.2	+22.7	-15.5	-5.1

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte:

### Il quadro per area in sintesi

Nonostante i recenti dati positivi, manteniamo un atteggiamento molto cauto sullo scenario americano per il 2012 e soprattutto per il 2013. Le prospettive sono gravate da rischi verso il basso (rialzo del **petrolio**, **restrizione fiscale** in arrivo e possibilità di un nuovo scontro sul limite legale del debito). La previsione per il 2012 è di crescita moderata (2,2%), in rallentamento nel 2013 a +1,8% per via della restrizione fiscale. La *stance* complessiva della **politica fiscale** si sta già muovendo in direzione restrittiva. Fino al 3° trimestre si resterà in apnea pre-elettorale, ma da inizio 2013, la legislazione vigente prevede l'entrata in vigore di misure restrittive "automatiche" per un **totale di circa 530 miliardi di dollari (3,3% del PIL 2013)**. Ipotizziamo che si trovi un accordo dell'ultima ora per bloccare i rialzi di imposta (circa 420 miliardi di dollari), lasciando nuova restrizione per circa 130 miliardi di dollari. Infine, nel 4° trimestre potrebbe esserci un nuovo scontro con il limite legale del debito. I rischi di questo scenario sono amplificati dal fatto che il Congresso si insedia il 2 gennaio e il nuovo presidente più avanti nello stesso mese. Per questo motivo riteniamo che sia ancora parte dello scenario centrale l'annuncio della **Fed** di un nuovo programma di acquisto titoli, forse sterilizzato. La tempistica vedrebbe come data più probabile la riunione di giugno.

### Stati Uniti

Nell'area euro è già in corso una **lieve recessione**. La contrazione del PIL dovrebbe rimanere confinata ai trimestri a cavallo tra fine 2011 e inizio 2012, e pertanto risultare in una modesta riduzione (-0,3% secondo le nostre stime più recenti) per la media del 2012. Il principale motivo per cui riteniamo che la recessione sarà meno grave di quella sperimentata nel 2008-09 è che la causa dell'attuale contrazione è molto precisa e localizzata nei Paesi periferici, mentre il ciclo al di fuori dell'Eurozona resta espansivo e, anche all'interno dell'area, la maggiore economia potrà continuare ad espandersi, beneficiando del forte impulso derivante dalla politica monetaria (e anche fiscale, nel caso della Germania). Se il ciclo "recessivo" in corso durasse come nella media storica (18 mesi), allora il punto di svolta del ciclo potrebbe collocarsi (a seconda che lo si identifichi con il punto di minimo per la produzione o per il punto di massimo per le scorte) tra settembre del 2012 e febbraio 2013.

### Area euro

Nel 2012, in media l'**inflazione** dovrebbe oscillare intorno al 2,5% a/a, due decimi in più rispetto alle stime di dicembre, per poi calare all'1,7% a/a nel 2013. L'inflazione sottostante è vista circa stabile all'1,6% a/a nel 2012 e all'1,7% a/a nel 2013. Le condizioni dell'economia rendono improbabili tensioni endogene sui prezzi, ma pressioni verso l'alto sulla dinamica dei prezzi domestici potrebbero venire, invece, da rialzi di prezzi amministrati e tassazione indiretta.

Riguardo alle azioni di **politica monetaria**, si prospetta una lunga pausa, in attesa di poter valutare gli effetti delle misure recenti. All'ultima conferenza stampa, la BCE ha mantenuto aperte tutte le opzioni, ma la retorica utilizzata da Draghi suggerisce che non saranno annunciate nuove misure non convenzionali nei prossimi mesi. Tuttavia, va ricordato che la BCE continuerà a soddisfare illimitatamente la domanda di liquidità nelle aste ordinarie fino a luglio, e pensiamo che tale regime sarà esteso almeno alla restante parte del 2012. Anche le regole sulle attività stanziabili potrebbero essere ulteriormente allentate, ove ve ne fosse necessità. Il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento resterà fermo all'1% a lungo. Una riduzione del tasso sui depositi a zero non si può escludere, ma difficilmente sarà annunciata a breve.

L'economia giapponese tornerà a crescere nel 2012, grazie alla domanda domestica spinta dall'attività di ricostruzione, dopo la contrazione di -0,7% nel 2011. L'effetto terremoto deprime la performance del 2011 e dà un sostegno, in parte artificiale, al 2012. Rivediamo verso il basso **la nostra previsione per il 2012 all'1,8%** dal precedente 2,2% sull'aspettativa di un contributo più negativo del canale estero e di un effetto restrittivo del rialzo del prezzo del petrolio. **Cambio e petrolio rappresentano i principali rischi** per lo scenario nel 2012. I **conti pubblici restano su un sentiero esplosivo e sono il principale rischio di medio termine**. Un contributo positivo allo

### Asia: Giappone

scenario viene dalla BoJ che ha aumentato considerevolmente il programma di acquisto di JGB e contribuito a invertire il *trend* di apprezzamento del cambio. Lo **yen è l'unico strumento disponibile per sostenere la crescita nominale**, sia attraverso l'export, sia attraverso il contenimento della deflazione. La BoJ dovrà intervenire ancora

Il marginale allentamento della politica monetaria e il supporto della politica fiscale, uniti alla crescita dei salari reali, dovrebbero favorire la tenuta dei consumi privati su ritmi di crescita superiori a quelli degli investimenti, permettendo al PIL di crescere al di sopra dell'8% anche nel 2012. L'allentamento della politica monetaria e l'atteso miglioramento della domanda internazionale contribuiranno al recupero degli investimenti e delle esportazioni, con un ritorno della crescita vicino al 9% nel 2013. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore Bancario.

Cina

Ci aspettiamo che la debolezza degli investimenti e l'atteso aumento delle esportazioni nette continuino a frenare parzialmente la crescita nella prima parte del 2012. Il calo atteso dell'inflazione dovrebbe invece fornire supporto ai redditi reali e dunque ai consumi nel corso dell'anno. Dal lato dell'offerta il rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi dovrebbe essere in parte compensato dalla buona performance del settore agricolo. L'attesa ripresa degli investimenti e delle esportazioni dovrebbe poi riportare l'economia a riaccelerare nella seconda parte dell'anno e nel 2013. I rischi sulla crescita sono al ribasso e provengono principalmente da un ulteriore deterioramento del quadro internazionale e da una mancata ripresa degli investimenti, se la recente frenata fosse legata più a un peggioramento strutturale del clima imprenditoriale che alla restrizione monetaria.

India

## Materie prime: un delicato equilibrio

Nei prossimi mesi, il rendimento delle materie prime sarà determinato dal delicato equilibrio fra pressioni contrastanti. Riteniamo che i fattori positivi legati alle attese di tenuta della crescita economica globale riusciranno a compensare i numerosi elementi di rischio. Un ruolo determinante nel definire la traiettoria dei prezzi sarà giocato dai rischi geopolitici che, nell'ipotesi più pessimistica, potrebbero compromettere la ripresa economica mondiale.

Daniela Corsini

Nei primi mesi del 2012, il buon rendimento maturato in tutti i comparti è stato motivato dalle ravvivate aspettative di un miglioramento graduale nella crisi europea, grazie al successo dell'operazione di concambio del debito greco, che ha allontanato i timori di un fallimento disordinato del Paese, e dalle attese di ulteriori stimoli monetari in Nord America e di politiche fiscali e monetarie accomodanti in Cina. Le materie prime energetiche hanno beneficiato delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e delle diminuzioni inattese dell'offerta in vari Paesi produttori.

Nei prossimi mesi, il rendimento delle materie prime sarà determinato dal delicato equilibrio fra importanti pressioni al rialzo e al ribasso. **Riteniamo che i fattori positivi riusciranno a guidare verso l'alto i prezzi medi delle materie prime** nel 2012, più che compensando gli elementi di rischio. Tuttavia, l'evoluzione dei mercati non sarà una crescita costante e graduale, ma potrebbero ripetersi momenti di estrema tensione caratterizzati da forti movimenti di prezzo, guidati da fenomeni speculativi e ricerca di liquidità (come accaduto recentemente in settembre e dicembre 2011). Riteniamo che le materie prime continueranno ad essere sostenute dai seguenti fattori:

- **Miglioramento della crisi europea.** Il mercato sta scontando che la crisi sarà arginata, evitando il contagio ad altre aree e le conseguenze negative sui finanziamenti al commercio (dato il ruolo centrale delle banche francesi nel settore del *trade finance*);
- **Segnali di crescita negli Stati Uniti.** I dati macroeconomici degli ultimi mesi sono stati abbastanza incoraggianti e ulteriori conferme di questo trend positivo contribuiranno a ripristinare nei prossimi mesi la fiducia di consumatori e investitori;
- **Sostenuta crescita cinese,** anche se in probabile rallentamento dato il contesto internazionale. Le Autorità dovrebbero implementare politiche monetarie e fiscali accomodanti per sostenere l'economia. I programmi di edilizia popolare (*social housing*) previsti per il 2012 continueranno a stimolare la domanda di materie prime industriali. La recente riduzione del target di crescita dall'8 al 7,5%, non dovrebbe aver impatto sulla crescita effettiva poiché negli ultimi anni il target è stato sempre abbondantemente superato;
- **Crescita dei costi di produzione.** I numerosi episodi di rivendicazioni salariali, aumenti della tassazione su estrazione e esportazione di materie prime, blocchi alle esportazioni, progetti di nazionalizzazione, controllo dei prezzi delle materie prime agricole o energetiche sono tanti sintomi di una generale tendenza verso un maggiore intervento governativo nel settore, giustificato dalla volontà di migliorare le finanze pubbliche, distribuire più equamente i profitti ai vari strati sociali e compensare la società civile per eventuali esternalità negative derivanti dalla produzione (danni ambientali, scarsa sicurezza sul lavoro). Inoltre, contrattazioni sindacali (come nelle miniere di rame in Cile e Indonesia a fine 2011) e interventi governativi (come nelle miniere di platino in Sud Africa in questi ultimi mesi) sono spesso all'origine di blocchi inattesi nella produzione, causando diminuzioni temporanee dell'offerta;

- **Rendimenti decrescenti.** L'aumento dei costi di produzione è anche legato ai rischi di deterioramento nella qualità del materiale minerario estratto e alla resa decrescente dei giacimenti petroliferi più vecchi. Anche nell'ipotesi che gli investimenti in nuova capacità estrattiva compensino il decadimento della produzione, nel lungo periodo lo sfruttamento di nuove risorse è destinato a concentrarsi in luoghi meno facilmente accessibili e sarà accompagnato da importanti investimenti in nuove tecnologie e infrastrutture.

Fra i principali rischi al ribasso che potrebbero danneggiare il comparto delle materie prime nei prossimi mesi, sottolineiamo:

- **Apprezzamento del dollaro americano.** Riteniamo che il più significativo fattore di rischio sia un sostenuto apprezzamento del dollaro americano (pesato per il commercio internazionale). Data la correlazione negativa fra materie prime e dollaro statunitense, un veloce e inaspettato rafforzamento della valuta americana eroderebbe il potere d'acquisto dei paesi importatori di materie prime, indebolendo la domanda mondiale. Tuttavia, se l'apprezzamento sarà graduale e accompagnato da un contestuale miglioramento dello scenario macroeconomico internazionale, la domanda globale di materie prime non dovrebbe essere eccessivamente rallentata;
- **Crescita globale minore delle attese,** che potrebbe essere rallentata da vari fattori, come ad esempio una ripresa americana meno brillante del previsto, un rallentamento eccessivo dell'economia cinese o un acuirsi della crisi europea (nel caso in cui la Grecia non riuscisse ad evitare il default, nonostante gli sforzi di Unione Europea e FMI, o nel caso in cui altri paesi dell'area fossero colpiti da attacchi speculativi motivati dalle fragili condizioni delle finanze pubbliche);
- **Qualità della crescita cinese.** Alcuni osservatori sottolineano il rischio che l'intensità di utilizzo di materie prime, soprattutto metalli industriali, potrebbe diminuire nei prossimi anni per la volontà politica di ribilanciare il modello di sviluppo a favore dei consumi. Tuttavia, se da un lato materie prime come acciaio e ferro potrebbero essere danneggiate da una diminuzione del peso relativo degli investimenti sull'economia, dall'altro alcuni metalli potrebbero nettamente beneficiare da un simile cambiamento, come ad esempio alluminio e rame;
- **Rischi geopolitici.** Nell'ipotesi più pessimistica (a cui attribuiamo una probabilità molto bassa) di un'*escalation* nelle tensioni geopolitiche, che potrebbero sfociare in un attacco all'Iran e nel blocco almeno temporaneo dello stretto di Hormuz, il prezzo del petrolio subirebbe fortissime pressioni al rialzo, nonostante il sollievo di breve periodo che potrebbe derivare dall'eventuale rilascio di riserve strategiche da parte dell'*International Energy Agency* (IEA). Tuttavia, prezzi petroliferi che si mantenessero elevati per periodi prolungati comprometterebbero la ripresa economica mondiale. In tale scenario, il prezzo dell'oro salirebbe, ma agricoli e industriali perderebbero terreno a causa della forte diminuzione nella domanda di materie prime.

## Petrolio

Ci attendiamo che il prezzo del petrolio Brent si mantenga elevato rispetto alla media record di 110,9 dollari registrata nel 2011 (vs. una media di circa 85 dollari al barile per il quinquennio conclusosi a fine 2011). A seguito degli alti livelli mantenuti nel 1° trimestre, abbiamo rivisto al rialzo le stime per il **prezzo medio per il petrolio Brent a 115,8 dollari al barile per il 2012**, dalla stima di 111,8 dollari formulata nel trimestre precedente.



## Scenario Macroeconomico

Marzo 2012

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								
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	2013	2014	2015
Stima	118.2	120.1	115.2	110.3	116.0	109.3	115.4	121.7
Consensus Bloomberg	110.0	111.0	115.0	115.5	110.0	115.0	119.0	115.0
Forward	118.7	125.0	123.1	121.1	122.0	115.9	108.0	102.2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, continuiamo a stimare che i livelli si mantengano sostenuti nel 1° semestre e diminuiscano nel 2°. Ci attendiamo che nella prima metà dell'anno le tensioni in corso in Iran, Sudan, Nigeria, Siria e Yemen continueranno a sostenere il petrolio per il timore che la **limitata capacità produttiva in eccesso** (*spare capacity*) attualmente disponibile non riesca a compensare diminuzioni improvvisi dell'offerta. L'*Energy Information Administration* (EIA) stima che la *spare capacity* disponibile a gennaio presso i paesi OPEC sia di 2,4 milioni di barili al giorno, a fronte di un consumo mondiale stimato a 89 milioni di barili al giorno per il 2012. Quest'anno, la produzione non-OPEC dovrebbe salire a 52,46 milioni di barili al giorno e l'EIA stima che l'OPEC dovrebbe fornire 36,24 milioni di barili al giorno fra petrolio e altri carburanti liquidi per soddisfare il fabbisogno energetico globale. L'*International Energy Agency* stima che le riserve dei paesi OCSE in gennaio siano 2,6 miliardi di barili, pari a 57,8 giorni di consumo, inferiori alla media stagionale degli ultimi cinque anni. Inoltre, anche le riserve di emergenza dell'*International Energy Agency* (IEA) sono limitate, stimate a 1,5 miliardi di barili a fine novembre 2011, e potrebbero far fronte a diminuzioni significative dell'offerta solo per periodi contenuti.

Stime di domanda e offerta formulate da IEA, EIA, OPEC						
Stime per il 2012 (mb/g)	Domanda	Offerta, Non OPEC	Offerta, Call on OPEC crude	OPEC spare capacity	Riserve OECD (gg/consumo)	
IEA	89.9	53.2	29.9	2.8	57.2	
EIA	89.0	52.5	30.3	3.3	56.9	
OPEC	88.6	53.0	30.0	N.A.	57.0	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A causa dei rischi geopolitici e della limitata *spare capacity*, non escludiamo la possibilità di vedere picchi nel prezzo del petrolio sino a 140 dollari al barile nella prima metà dell'anno. Tuttavia, riteniamo che tali livelli siano insostenibili per periodi prolungati e ci attendiamo che le attese di un conseguente declino nella domanda mondiale siano sufficienti per riportare i prezzi a livelli più contenuti. Storicamente, i prezzi del Brent sono rimasti sopra i 120 dollari al barile solo per periodi limitati: tre mesi, fra maggio e agosto 2008, e un mese, fra aprile e maggio 2011.

Nella seconda metà dell'anno, ci attendiamo che il prezzo del petrolio sia più moderato, principalmente guidato da una diminuzione nella domanda a seguito degli alti prezzi nel 1° semestre e da maggiori preoccupazioni riguardo lo scenario macro. Ci attendiamo, infatti, che l'attenzione dei mercati si sposti progressivamente dalle tensioni geopolitiche al rischio di deterioramento del ciclo economico mondiale. Inoltre, salvo interruzioni inattese, la *spare capacity* dovrebbe migliorare gradualmente con il progressivo ritorno della produzione libica e l'EIA stima che la capacità produttiva in eccesso salirà a 3,29 milioni di barili al giorno per il 2012 e a 3,58 milioni di barili al giorno per il 2013.

Dal lato dell'offerta, considerando i fondamentali macroeconomici riteniamo che un importante livello di supporto per il petrolio sia un prezzo di 80 dollari al barile. Secondo le stime dell'IMF, tale prezzo garantisce il **pareggio della bilancia fiscale** (*budget break-even*) per i principali paesi produttori mediorientali ed è salito vertiginosamente negli ultimi anni a seguito dell'elevata spesa fiscale sostenuta dai Paesi dell'area MENA per far fronte alla «Primavera Araba». Secondo le recenti dichiarazioni rilasciate dai Ministri del Petrolio di vari Paesi membri dell'OPEC, un intervallo di prezzo che i paesi produttori ritengono adeguato è fra i 100 e i 110 dollari al barile. Tale livello è coerente con le nostre stime di un prezzo medio di 110,3 dollari al barile nel 4° trimestre 2012 e di un prezzo medio di 109,3 dollari al barile per il 2013.

Dal lato della domanda, un altro importante supporto di cui dovrebbe beneficiare il petrolio nei prossimi mesi è il **programma cinese di sviluppo di riserve strategiche**, la cui capacità dovrebbe espandersi a 500 milioni di barili entro il 2016. Nel 2012, la capacità aggiuntiva di nuovi depositi destinati allo stoccaggio di riserve strategiche dovrebbe essere di 79 milioni. La Cina si è sempre dimostrata un compratore attento al prezzo, per cui prevediamo che nei prossimi mesi continui ad approfittare di eventuali storni per incrementare le importazioni. Inoltre, un permanente aumento del livello della domanda petrolifera mondiale potrebbe essere rappresentato dalla decisione del Giappone di mantenere il tasso di utilizzo della capacità produttiva degli impianti nucleari a livelli estremamente bassi (attualmente vicini al 6%).

#### **Shock dell'offerta e riserve di emergenza dell'International Energy Agency**

Dal 1974, l'accordo su un International Energy Program (I.E.P. Agreement) richiede che tutti i membri dell'IEA detengano riserve totali di petrolio equivalenti a un minimo di 90 giorni di importazioni nette. Secondo gli ultimi dati pubblicati dall'IEA, le riserve pubbliche e private detenute dai paesi membri sono abbondantemente sopra questa soglia e a dicembre 2011 coprivano 176 giorni di importazioni nette. Tale livello, per quanto elevato, non sarebbe sufficiente a compensare riduzioni eccezionali dell'offerta per periodi prolungati, come nel caso in cui l'Iran mettesse in atto la minaccia di bloccare completamente lo Stretto di Hormuz come ritorsione contro le sanzioni dei Paesi Occidentali.

Quando si verificano significative riduzioni dell'offerta petrolifera, l'IEA esamina l'entità della perdita massima causata dall'evento, le aspettative riguardo durata e gravità della riduzione e la capacità dei Paesi produttori di rispondere allo shock aumentando la produzione. Il rilascio di una parte delle riserve di emergenza è sempre accompagnato da misure di supporto volte a ridurre la domanda, ricorrere a fonti energetiche alternative e aumentare la produzione domestica, se possibile.

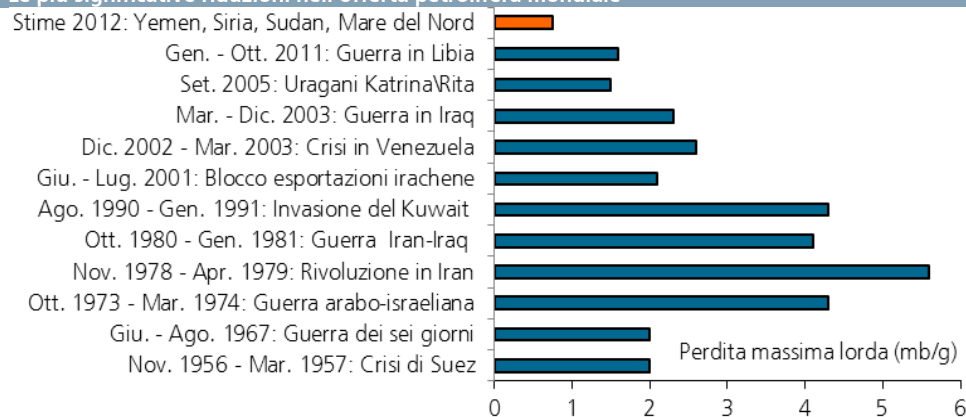
Dalla loro istituzione, l'IEA ha rilasciato riserve di emergenza solo in tre occasioni: nel 1991 in risposta alla Guerra del Golfo, nel 2005 a causa degli uragani che hanno flagellato il Golfo del Messico e nel 2011 a seguito dello scoppio della guerra in Libia. **L'IEA dichiara esplicitamente che aumenti di prezzo che non siano collegati a significative riduzioni dell'offerta non possono essere considerati una condizione sufficiente per il rilascio delle riserve di emergenza.** Questo significa che il recente rialzo dei prezzi petroliferi, innescato dall'aumento del premio al rischio

legato alle maggiori probabilità che si verifichino significative riduzioni dell'offerta mondiale, non dovrebbe al momento giustificare un rilascio delle riserve strategiche.

**Riteniamo più probabile che singoli stati intervengano rilasciando parte delle loro riserve di emergenza.** Ad esempio, il 15 marzo il presidente Obama e il primo ministro inglese Cameron, hanno discusso il possibile rilascio di riserve strategiche di petrolio basato su un accordo bilaterale. Al momento in cui scriviamo, nessuna decisione è stata presa e stimiamo che, se i prezzi rimarranno elevati, eventuali interventi potrebbero essere implementati fra qualche mese, all'inizio della *driving season* in Nord America. Inoltre, non stupirebbe vedere un'azione unilaterale da parte degli Stati Uniti a causa della rilevanza politica ricoperta dall'alto prezzo della benzina, in vista delle elezioni presidenziali americane di novembre. Tuttavia, solo importanti azioni coordinate a livello internazionale potrebbero innescare una duratura riduzione dei prezzi.

Anche se l'Iran rappresenta la minaccia più grande per l'offerta di petrolio mondiale, attualmente la produzione mondiale è già minore del proprio potenziale a causa di vari fattori tecnici e geopolitici. Per il 2012, l'IEA stima una riduzione dell'offerta nei paesi non-OPEC pari a 750 mila barili di petrolio al giorno a causa di combattimenti in Yemen, problemi tecnici nei giacimenti del Mare del Nord, sanzioni contro la Siria e dispute legate al trasporto del greggio fra Sudan e Sudan del Sud. Inoltre, in Nigeria, continui attacchi terroristici e furti causano la perdita di circa 1 milione di barili al giorno di capacità potenziale, come stimato dalla società di stato *Nigerian National Petroleum Corp*. Nel grafico successivo, riportiamo le più significative riduzioni dell'offerta petrolifera mondiale a partire dagli anni Cinquanta. La barra arancione rappresenta le riduzioni dell'offerta non-OPEC attualmente stimate dall'IEA per il 2012 (che includono solo Yemen, Siria, Sudan e Mare del Nord).

### Le più significative riduzioni nell'offerta petrolifera mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'IEA

La riduzione delle esportazioni iraniane a causa delle sanzioni americane e dell'embargo europeo effettivo da luglio potrebbe avere conseguenze disastrose sul mercato petrolifero mondiale, data l'importanza strategica del Paese: nel 2011 la produzione totale iraniana è stata pari a 3,66 milioni di barili al giorno e dallo stretto di Hormuz, che l'Iran minaccia di bloccare, sono transitati circa 17 milioni di barili al giorno, pari al 20% del consumo mondiale. Tuttavia, al momento non riteniamo che le esportazioni iraniane saranno interrotte completamente perché la domanda asiatica dovrebbe continuare ad assorbire buona parte della produzione. A causa della criticità della produzione iraniana per l'equilibrio del mercato mondiale, nei prossimi mesi i mercati continueranno a monitorare l'evoluzione delle relazioni fra Iran e Paesi Occidentali. Giudichiamo poco probabile un intervento armato a danno dell'Iran, date le recenti dichiarazioni del presidente Obama, che ha più volte sottolineato la sua apertura al dialogo e ha ribadito che tutte le opzioni saranno vagliate per impedire che l'Iran sviluppi armi nucleari. Inoltre, stimiamo

che le tensioni geopolitiche si affievoliranno nella seconda metà dell'anno poiché, secondo quanto riportato in una nota rilasciata dall'*International Atomic Energy Agency* (IAEA) riguardo la recente visita degli ispettori delle Nazioni Unite in Iran, sia l'IAEA che il Governo iraniano vorrebbero, se possibile, risolvere i dubbi riguardo il programma nucleare iraniano entro il Consiglio di Amministrazione dell'IAEA previsto per giugno 2012. Tuttavia, rimangono profondi disaccordi riguardo le modalità dell'indagine.

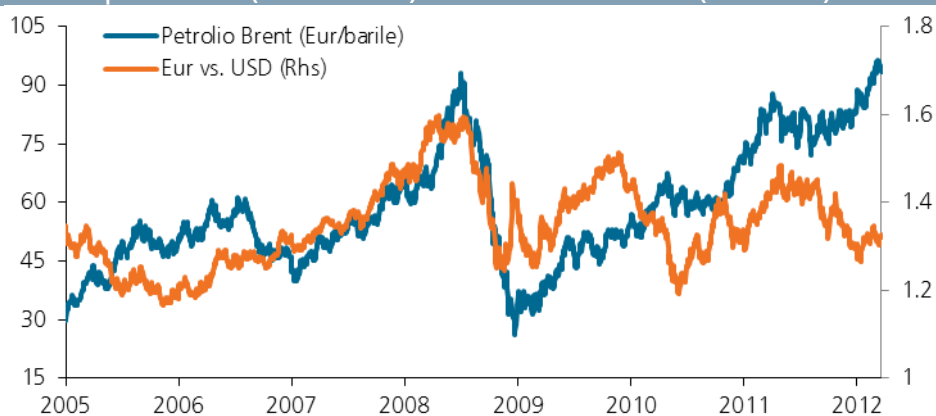
## Mercati dell'energia, crescita e pressioni inflazionistiche

Normalmente, alti prezzi del petrolio dovuti a *shock* dell'offerta hanno conseguenze negative sulla crescita mondiale e generano pressioni inflazionistiche. Tuttavia, l'economia reale è maggiormente influenzata dal tasso di crescita dei prezzi petroliferi che non dal loro livello. Sebbene i prezzi attuali siano elevati rispetto alla media storica, l'aumento in termini percentuali durante l'ultimo *rally* di mercato è relativamente contenuto (+26,5% per il Brent, +41% per il WTI dal 4 ottobre 2011 minimo locale per entrambe le serie, al 13 marzo 2012, massimo locale toccato dal Brent) e paragonabile con quanto registrato nello stesso periodo di un anno fa (+36,7% per il Brent, +24,2% per il WTI dal 4 ottobre 2010 all'11 marzo 2011). Anche il rendimento da inizio anno (+17,5% per il Brent e +8% per il WTI nel 2012) è rimasto abbastanza in linea con quanto registrato nello stesso periodo del 2011 (+20,1% per il Brent e +10,7% per il WTI nel 2011).

Quindi, anche se riteniamo che le tensioni geopolitiche stiano incorporando un premio al rischio di circa 15/20 dollari al barile, una crescita dei prezzi come quella verificatasi negli ultimi mesi resta coerente con uno scenario di miglioramento dei fondamentali macroeconomici e con la stagionalità dei prezzi. Inoltre, l'economia mondiale ha avuto un anno di tempo (da febbraio 2011) per abituarsi a prezzi superiori ai 110 dollari al barile. Crediamo quindi che la ripresa in corso non sarà danneggiata dall'eventuale persistenza di prezzi del Brent sino a 125 dollari al barile per alcuni mesi.

Al momento, l'elemento di maggiore preoccupazione è il diverso trend dei mercati energetici fra Europa e Nord America. In particolare, il Nord America beneficia della diminuzione dei corsi di gas naturale e carbone e nel 2011 la bilancia energetica degli Stati Uniti è tornata in positivo per la prima volta dal 1949 grazie al forte incremento negli ultimi anni della produzione di materie prime energetiche. Al contrario, l'Europa è penalizzata sia da un elevato prezzo del Brent in valuta domestica (in euro ha già superato i precedenti massimi storici), sia da un contemporaneo aumento delle quotazioni del gas naturale. Inoltre, l'embargo delle importazioni iraniane colpirà prevalentemente Italia, Spagna e Grecia, obbligandoli a cercare nuovi canali di fornitura entro luglio 2012.

Prezzi del petrolio Brent (EUR/tonnellata) e tasso di cambio EUR/USD (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

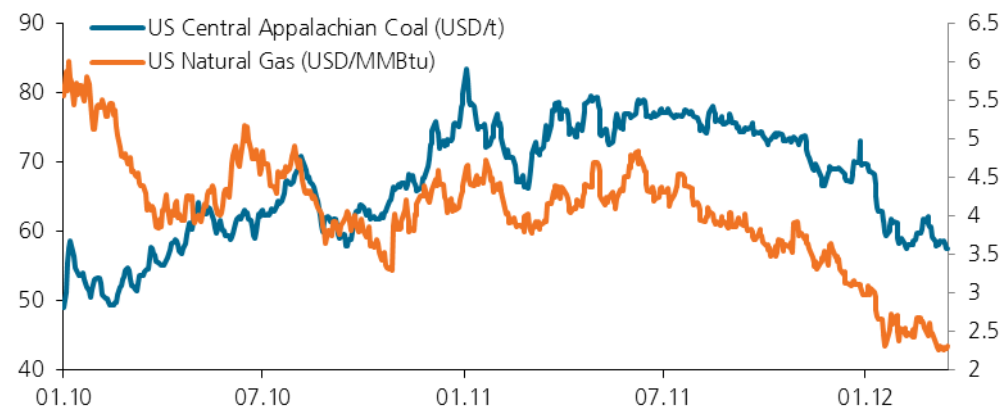
### Il mercato energetico in Nord America

Nonostante il recente aumento del petrolio, riteniamo che rischi di inflazione restino abbastanza contenuti in Nord America, dati i bassi prezzi attuali del gas naturale e le prospettive di un'abbondante produzione nei prossimi anni.

Il mercato energetico nord americano è stato rivoluzionato dalle nuove tecnologie estrattive che hanno reso economicamente conveniente l'estrazione di *shale gas*, ovvero gas naturale contenuto in particolari rocce sedimentarie porose. La tecnica più efficace per estrarre gas da questo tipo di sedimenti consiste nella trivellazione orizzontale tramite "*hydraulic fracturing*". In pratica, si frammenta la roccia tramite getti ad alta pressione di acqua mescolata con additivi chimici e si ricattura il gas liberato dalle rocce e una parte dell'acqua di scarto. Varie fonti ufficiali stimano che le riserve di gas americane saranno sufficienti a soddisfare il fabbisogno di gas per i prossimi decenni. L'IEA stima che a gennaio 2010 le risorse recuperabili di gas nord americano fossero pari a 137 mila miliardi di metri cubi, di cui 55 mila miliardi custoditi in depositi di *shale gas* e altri 37 contenuti in depositi di gas non convenzionali. Negli ultimi anni, l'**abbondante produzione a costi relativamente bassi** ha portato ad un crollo del prezzo del gas naturale, guidando al ribasso anche il prezzo del carbone a causa del processo di sostituzione in corso fra le due materie prime nella produzione di energia elettrica. Inoltre, negli ultimi mesi il clima invernale eccezionalmente mite rispetto alla media stagionale ha significativamente ridotto la domanda di gas (utilizzato dal 51% delle famiglie americane come combustibile per il riscaldamento), aumentando significativamente le riserve (al 15 marzo, più alte del 51,7% rispetto alla media di periodo a cinque anni) e deprimendo i prezzi, ai minimi da oltre 10 anni.

Stimiamo che i prezzi del gas naturale americano resteranno vicini ai livelli attuali nei prossimi mesi, per risalire leggermente a partire dal 3° trimestre per la tradizionale stagionalità positiva. Per quanto riguarda l'offerta, un buon supporto ai prezzi potrebbe essere rappresentato da annunci di riduzione o sospensione della produzione, come avvenuto negli ultimi mesi a causa delle quotazioni decrescenti. Inoltre, nei giacimenti che contengono sia gas naturale che petrolio, alcuni operatori stanno riconvertendo gli impianti più flessibili alla produzione di fluidi, a scapito del gas. Per quanto riguarda la domanda, prevediamo che continuerà il lento processo di **sostituzione del gas al carbone nella produzione di energia elettrica**, grazie alla riconversione degli impianti. Siamo più positivi nel lungo termine, perché nei prossimi anni dovrebbero iniziare le prime esportazioni di gas naturale liquefatto americano verso Inghilterra e Asia, dove i prezzi sono molto più elevati.

Prezzi americani di carbone (USD/tonnellata) e gas naturale (USD/MMBtu, scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per quanto riguarda il petrolio, è da ricordare che il prezzo del greggio domestico (approssimabile con il benchmark WTI) è minore rispetto ai prezzi prevalenti sul mercato internazionale (che segue principalmente il petrolio Brent) a causa dei problemi logistici che da mesi stanno alimentando un eccesso di riserve presso lo snodo di Cushing e a causa delle minori pressioni derivanti dalla domanda. Infatti, il WTI è maggiormente esposto alla domanda domestica americana, in decelerazione per i progressi compiuti nel migliorare il risparmio energetico e per la crisi finanziaria, mentre il Brent è fortemente influenzato dalla domanda asiatica, che registra tassi di crescita molto robusti grazie al forte sviluppo delle economie emergenti. Dal dicembre 2010 stiamo assistendo a un **persistente differenziale fra i prezzi di Brent e WTI**, che ha permesso agli Stati Uniti di godere di livelli di prezzo minori in termini assoluti e di aumenti percentuali pari a circa la metà rispetto a quelli registrati sul mercato internazionale (il differenziale di rendimento è stato del 16,4% a fronte di un aumento di prezzo del 33,2% per il Brent dal 31 dicembre 2010 al picco del 13 marzo 2012). Occorre tuttavia notare che il minor incremento del WTI è stato compensato parzialmente dall'**aumento dei costi di trasporto** alle raffinerie americane, poiché le difficoltà logistiche nel *Mid West* hanno portato ad un maggior ricorso a spedizioni via ferrovia e su ruota. Il mercato sta prezzando che il differenziale fra Brent e WTI giustificato dai problemi logistici sia attorno agli 8-10 dollari al barile.

Prezzi di petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Il mercato energetico in Europa

Al contrario, il quadro europeo è meno incoraggiante e riteniamo che sia più significativo il rischio che alti prezzi energetici si trasformino in pressioni inflazionistiche. Il rialzo dei prezzi del gas europeo negli ultimi mesi è stato guidato dal fatto che la maggior parte dei contratti sono indicizzati al prezzo del petrolio, causando inevitabilmente un'alta correlazione fra i prezzi delle due materie prime.

In Europa, il mercato del gas naturale è dipendente dalla produzione del Mare del Nord (in declino per i rendimenti decrescenti) e dalle importazioni da Russia, Qatar e Nord Africa. Le prospettive di sviluppo domestico nell'estrazione di *shale* gas sono significativamente limitate dalle normative ambientali più stringenti e dalla maggiore densità demografica. Anche nel lungo periodo, rispetto agli Stati Uniti, caratterizzati da un eccesso di offerta di gas, i mercati europei resteranno maggiormente vulnerabili a rincari energetici poiché le importazioni europee di gas naturale liquefatto dal Qatar saranno esposte alla **crescente concorrenza della domanda asiatica** dovuta sia alla crescita economica, sia alla volontà giapponese di ridurre la dipendenza dal nucleare. Dopo il terremoto dell'11 marzo 2011, il Giappone ha aumentato significativamente le importazioni di gas naturale liquefatto e olio combustibile e ha firmato contratti ventennali con il Qatar per garantirsi la futura copertura del fabbisogno energetico.

Dipendenza dalle importazioni e indicizzazione dei contratti hanno portato al rialzo dei prezzi del gas che si è riflesso in un aumento dei prezzi dell'energia elettrica. I mercati nord europei hanno ricevuto un parziale sollievo dalla buona integrazione fra le varie reti nazionali, che permette di ottimizzare il dispacciamento di energia elettrica. Al contrario, la scarsa integrazione con il mercato europeo ha penalizzato l'economia italiana, che ha visto i prezzi energetici salire anche in mesi in cui altri mercati beneficiavano di una moderazione.

Prezzi dei future sul gas naturale TTF (EUR/MWh) e prezzi *baseload* dell'elettricità in Germania e Italia (EUR/MWh, scala destra)

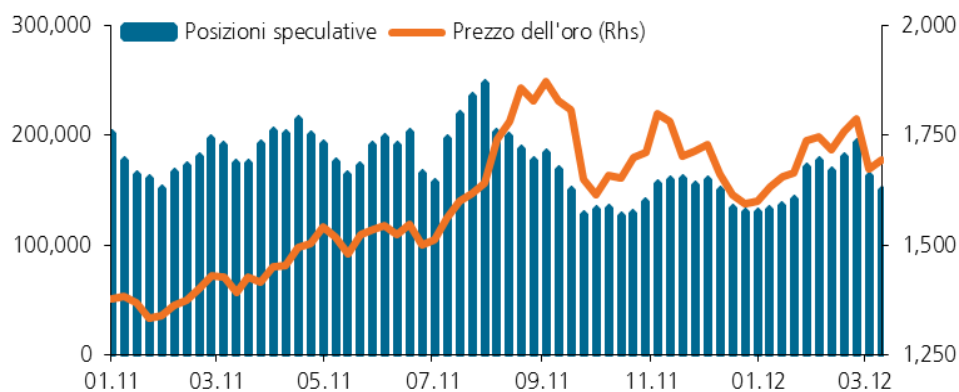


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Preziosi

Dopo i buoni rendimenti maturati nel 2011 grazie al ruolo di bene rifugio svolto dall'oro, i preziosi hanno continuato a salire anche nei primi mesi di quest'anno, grazie alle tensioni sulla Grecia e al ribilanciamento dei portafogli degli investitori finanziari, che di fatto hanno ripristinato le posizioni liquidate nello storno di fine dicembre guidato da presa di profitto (*profit taking*) e *window dressing*. Attualmente, infatti, l'oro è tornato agli stessi livelli di tre mesi fa.

Posizioni speculative e prezzo dell'oro in USD (scala destra)



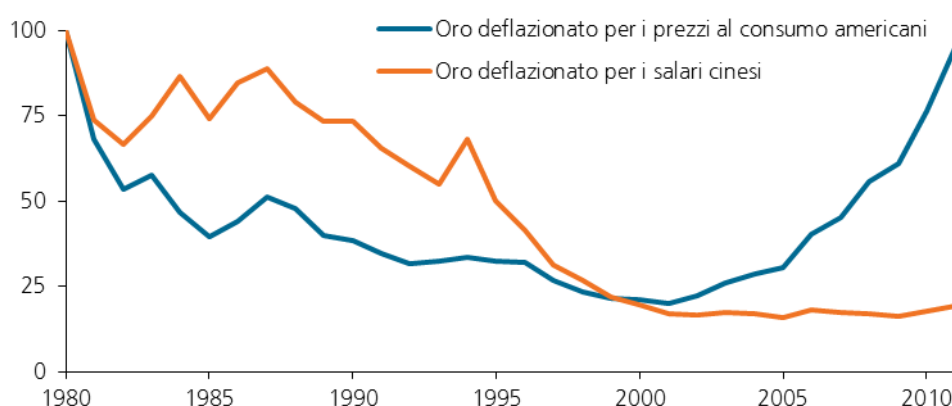
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per l'oro stimiamo un prezzo medio di 1750 dollari l'oncia per il 2012, in leggero calo rispetto alla precedente stima di 1800 dollari. Riteniamo che nel 1° semestre il metallo prezioso possa rimanere in un intervallo vicino ai prezzi attuali, corrispondente al *trading range* in cui si è mosso negli ultimi sei mesi, dato il delicato equilibrio fra fragile ripresa economica e tensioni geopolitiche. Ci attendiamo che nel 2° semestre l'oro si sposti gradualmente verso il margine

superiore dell'intervallo, rompendolo al rialzo. La visione positiva deriva dall'**eterogeneità di fattori a cui la domanda del metallo prezioso è esposta**, fra cui:

- **Interessi reali negativi** in USA e politiche monetarie accomodanti. Un deciso rialzo potrebbe essere innescato nel 1° semestre dall'eventuale decisione della Fed di intraprendere ulteriori misure di *quantitative easing*, di cui beneficerebbe tutto il complesso delle materie prime, e soprattutto l'oro. Tuttavia, anche nel caso in cui non fossero annunciati nuovi programmi di espansione della base monetaria, la retorica della Fed suggerisce che i tassi di interesse resteranno bassi sino alla fine del 2014, alimentando l'attrazione degli investimenti auriferi;
- **Domanda di investimento**, grazie al tradizionale ruolo dell'oro come strumento di copertura (*hedging*) contro i rischi di aumento nelle attese di inflazione. Stimiamo che la protezione contro l'inflazione ritornerà gradualmente ad essere un tema di investimento non trascurabile nei prossimi mesi, ipotizzando che la ripresa economica mondiale non subisca gravi contraccolpi e si evitino i principali *tail-risk* (grave peggioramento di: crisi in Europa, disoccupazione negli Stati Uniti, rallentamento in Cina, tensioni geopolitiche);
- **Domanda da parte di Banche Centrali e istituzioni ufficiali**, che continueranno il lento processo di diversificazione rispetto al dollaro americano. A partire dal 2° trimestre del 2009, le Banche Centrali sono diventate nette compratrici di oro per la prima volta da oltre vent'anni (dal 1988). Secondo le stime pubblicate dal *World Gold Council*, gli acquisti netti da parte del settore ufficiale sono stati di 77 tonnellate nel 2010 e di 440 tonnellate nel 2011. Inoltre, queste stime non includono fra gli acquisti netti del settore ufficiale le 63 tonnellate che la Turchia ha aggiunto al bilancio della Banca Centrale grazie alla recente decisione di inserire l'oro nelle riserve obbligatorie per le banche commerciali;
- **Domanda di oro fisico da parte dei paesi emergenti**. Ricordiamo che in termini nominali il prezzo dell'oro ha registrato nel 2011 un nuovo record storico e in termini reali (deflazionando per l'inflazione americana) è vicino ai massimi raggiunti negli anni Ottanta. Tuttavia, se consideriamo il potere d'acquisto dei lavoratori asiatici, ad esempio calcolando il prezzo reale dell'oro deflazionato per i salari medi dei lavoratori cinesi, vediamo che l'oro è ai minimi da 20 anni. Questo dimostra che la domanda di oro fisico da parte dei mercati emergenti dovrebbe mantenersi elevata anche a fronte di alti prezzi nominali. Inoltre, in molti paesi emergenti l'oro continua a mantenere un alto valore simbolico e rappresenta ancora la principale riserva di valore dove il sistema bancario è meno sviluppato.

Prezzo dell'oro in termini reali (Dic. 1980 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

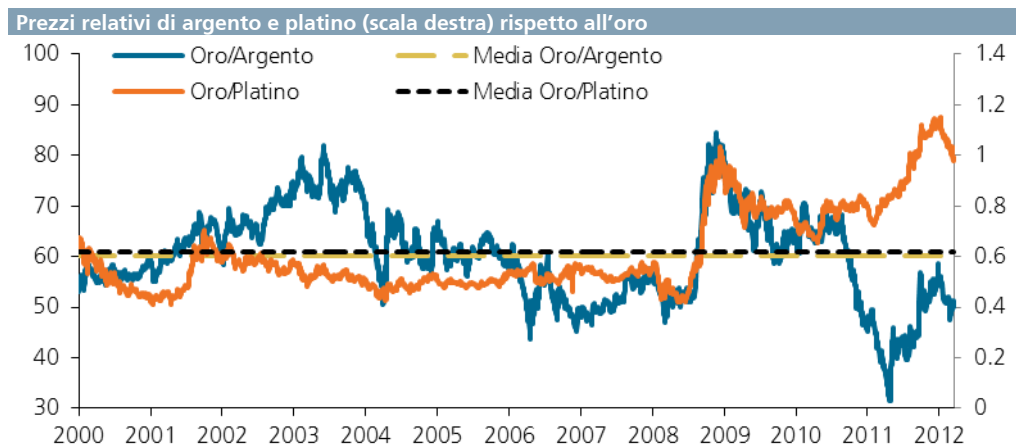


I rischi principali per l'andamento delle quotazioni aurifere sono:

- **Rafforzamento del dollaro.** Nel 2011, ogni volta che il dollaro americano si è rafforzato, l'oro ha sofferto, guidato da vari fattori: *profit taking*, viste le alte quotazioni rispetto alla media storica raggiunte dall'oro; ricerca di liquidità in dollari da parte di banche e investitori che hanno visto ridursi l'accesso al credito; episodi di *flight-to-quality*, segnale che gli investitori percepiscono ancora il dollaro come il bene rifugio più affidabile a fronte delle incertezze europee e degli interventi delle Banche centrali svizzera e giapponese per limitare l'apprezzamento delle rispettive valute;
- **Domanda indiana.** Nei primi mesi del 2012 l'India, primo consumatore al mondo del metallo prezioso, ha aumentato le tasse su importazioni di lingotti e monete d'oro per ben due volte, sino a portarle al 4% con la manovra annunciata il 16 marzo e che sarà effettiva da aprile. Questa decisione potrebbe ridurre significativamente la domanda indiana di oro, soprattutto se nuovamente accompagnata da un tasso di cambio sfavorevole della rupia contro dollaro americano. Secondo il *World Gold Council*, nel 4° trimestre 2011 la domanda di gioielleria indiana è scesa del 44% t/t proprio a causa degli alti prezzi raggiunti dall'oro in valuta locale.

**Platino**

Nel 2011, i metalli preziosi maggiormente esposti al ciclo industriale, come argento, platino e palladio, hanno cumulato rendimenti inferiori rispetto all'oro. Nella precedente pubblicazione avevamo sottolineato come questo andamento relativo sarebbe continuato sinché non avesse ripreso slancio l'economia globale. Al momento, riteniamo che i rischi che pesano sulla crescita mondiale si siano allentati rispetto a qualche mese fa, grazie alla ristrutturazione del debito greco e alle importanti manovre intraprese in vari paesi europei per migliorare la sostenibilità fiscale. Ipotizzando che la serie di soddisfacenti dati macroeconomici americani continui e che il rallentamento cinese si mantenga moderato, ci aspettiamo che nei prossimi mesi si verifichino le condizioni per assistere ad un **recupero relativo** di alcuni di questi metalli **rispetto all'oro**.



Nel grafico precedente, vediamo che il rapporto oro/platino (linea arancione) è salito vertiginosamente nel 2011, arrivando a dicembre ad un livello quasi doppio rispetto alla media storica (linea nera tratteggiata). La nostra stima di un **prezzo medio per il platino di 1800 dollari l'oncia** per il 2012 implica un moderato apprezzamento del platino rispetto all'oro sostenuto da:

- **Elevati costi e interruzioni inattese** della produzione in Sud Africa, che garantisce circa l'80% dell'offerta mondiale del metallo. I costi sono aumentati notevolmente a causa di aumenti salariali superiori alla crescita dell'inflazione e di interventi per migliorare le condizioni lavorative. I blocchi della produzione sono principalmente dovuti a scioperi e a sospensioni dell'attività dovuti a controlli governativi per accertare o ripristinare l'aderenza alle norme di sicurezza sul lavoro (*Section 54 Stop Work Order*), un tema molto rilevante data l'incidenza delle fatalità, nonostante i significativi miglioramenti compiuti negli ultimi anni;
- **Domanda cinese** di gioielleria. La Cina assorbe oltre il 25% della domanda mondiale di platino e destina circa l'80% del metallo prezioso alla gioielleria. Tale settore rappresenta quindi il 20% della domanda mondiale. Storicamente, crescenti livelli di PIL pro capite sono stati correlati positivamente con la spesa in gioielleria di platino, così come con la spesa in beni di lusso in generale. Pertanto, ci attendiamo che il graduale arricchimento della classe media cinese continui a sostenere la domanda di platino. Inoltre, nel 2011 tale domanda è stata sostenuta anche dalle alte quotazioni aurifere, che hanno innescato un processo di sostituzione nel settore.

Il platino potrebbe registrare un rendimento meno brillante delle attese nel caso in cui:

- La produzione mineraria si riveli particolarmente sostenuta, nonostante i contenuti margini di profitto e i rischi di blocchi inattesi, e che quindi il surplus del mercato non si riduca quanto previsto;
- La domanda industriale dal settore delle marmitte catalitiche per veicoli diesel sia particolarmente deludente, a causa di una persistente debolezza del mercato europeo e di una crescita nella prevalenza delle vendite di veicoli a benzina in America e Asia.

### Argento

Nel grafico precedente, vediamo che il rapporto oro/argento (linea blu) ha avuto un andamento opposto rispetto al rapporto oro/platino, diminuendo velocemente nel 2011, sino a toccare in aprile un livello di quasi la metà rispetto alla media storica (linea gialla tratteggiata). La nostra stima di un **prezzo medio per l'argento di 34 dollari l'oncia** per il 2012 implica, in termini relativi, un leggero riavvicinamento verso la media storica.

Crediamo che l'argento beneficerà in misura minore rispetto al platino della ripresa del ciclo industriale a causa dell'atteso aumento nella produzione mineraria, che genererà un crescente surplus di offerta nel corso dell'anno. Tuttavia, le quotazioni dell'argento saranno sostenute dalla domanda industriale dei paesi emergenti nel settore elettronico, elettrico e in misura molto minore dalla domanda in lenta crescita nel settore fotovoltaico. La domanda di investimento sia fisico (in monete e medaglie) sia cartaceo (in future e ETF - Exchange Traded Funds) dovrebbe rimanere robusta, grazie ai bassi tassi di interesse. Tuttavia, le significative posizioni detenute in strumenti finanziari manterranno molto volatili le quotazioni, anche se non ci attendiamo movimenti di mercato violenti come nel 2011.

### Metalli Industriali

Per tutti i metalli industriali, nel 2012 sarà cruciale l'andamento del ciclo economico globale. Lo scenario è molto complesso e ricco di elementi di incertezza. Tuttavia, stimiamo un graduale rafforzamento della ripresa globale poiché vediamo attualmente meno probabili i rischi al ribasso, come un acuirsi della crisi europea e un rallentamento estremo dell'economia cinese, rispetto a quelli al rialzo, quali le aspettative di stimoli fiscali e di sostegno al credito in Cina e i possibili stimoli monetari in Nord America, dove i tassi di interesse dovrebbero rimanere estremamente bassi fino al 2014.

**I paesi emergenti continueranno a trainare la domanda di metalli industriali.** Riteniamo che le importazioni cinesi saranno ancora sostenute dalla volontà politica di ridurre il surplus di bilancia commerciale per contenere le pressioni internazionali per la rivalutazione dello yuan. Pertanto, la Cina continuerà ad accumulare strategicamente riserve di materie prime a ogni storno significativo dei prezzi. Inoltre, molti operatori cinesi stanno sfruttando le importazioni di metalli industriali anche per ottenere finanziamenti al commercio, date le condizioni tese sul mercato del credito.

L'offerta di vari metalli industriali sarà esposta a eventuali blocchi inattesi della produzione a seguito di condizioni climatiche avverse, contrattazioni sindacali e rischi di nazionalizzazione, soprattutto nei paesi emergenti. Inoltre, gli alti costi del petrolio dovrebbero innescare aumenti dei costi di produzione, con impatti molto significativi per le produzioni a maggiore consumo energetico, quali il settore siderurgico e l'alluminio.

### Settore siderurgico

Per quanto riguarda i metalli siderurgici, ai rischi generali legati alla crescita economica mondiale si aggiunge un elemento che suscita particolare preoccupazione: **l'eccesso di capacità produttiva nel settore siderurgico in Cina.** Il Governo cinese sta cercando di limitare l'*over-capacity*, obbligando le società a dismettere capacità produttiva obsoleta. Tuttavia, la sostituzione dei vecchi impianti con nuove strutture più efficienti rischia di portare, nel breve periodo, ad una ulteriore espansione nella capacità delle fonderie. Tale problema è stato segnalato anche dall'Associazione di categoria *China Iron & Steel Association*, che ha più volte invitato i propri membri a limitare la produzione siderurgica per mantenere livelli di prezzo più elevati. Riteniamo che nel corso dei prossimi anni sia la volontà politica, sia le direttive da parte dell'industria porteranno a un graduale ridimensionamento del comparto. Tuttavia, per il 2012 ci attendiamo che la produzione siderurgica in Cina continui a crescere, sebbene meno velocemente che negli anni scorsi. L'*over-capacity* cinese continuerà a deprimere i prezzi internazionali, che vediamo in moderazione rispetto al 2011.

**Stimiamo, per l'acciaio, un prezzo medio per il 2012 di 650 dollari alla tonnellata,** misurato dall'indice pubblicato da The Steel Index, calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio *hot rolled coil* americano. Abbiamo rivisto le nostre stime in leggero rialzo dal precedente 600 dollari alla tonnellata per le minori preoccupazioni legate allo scenario macroeconomico mondiale. Al momento, le nostre stime sono in linea con il prezzo medio degli ultimi cinque anni.

**Per il ferro, stimiamo un prezzo medio per il 2012 di 145 dollari alla tonnellata,** misurato dall'indice pubblicato da *The Steel Index* calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni spot di materiali ferrosi a 62% di contenuto di ferro, con consegna al porto di Tianjin. Abbiamo rivisto in leggero rialzo le nostre stime ad un livello di poco superiore al prezzo medio degli ultimi tre anni, dato che continuiamo a stimare che il mercato del minerale ferroso resterà in deficit sino a fine 2013, per poi tornare in surplus quando i nuovi progetti di espansione di capacità produttiva inizieranno a essere operativi. Tuttavia, nonostante il futuro eccesso di offerta, stimiamo un rialzo nel prezzo di lungo periodo del minerale ferroso a causa degli elevati costi dei progetti, soprattutto in termini di intensità di capitale.

Inoltre, l'atteso aumento di produzione sarà parzialmente compensato dalle diminuite esportazioni indiane a causa del recente aumento della tassazione sulle spedizioni di minerale ferroso. Di fatto, questa decisione del Governo accelera due tendenze già in atto: il crescente ricorso dei principali importatori (e soprattutto della Cina) a fornitori più economici e la crescita nella domanda domestica indiana, stimolata dalla volontà strategica del Governo di rafforzare settori chiave per lo sviluppo di infrastrutture e economia.

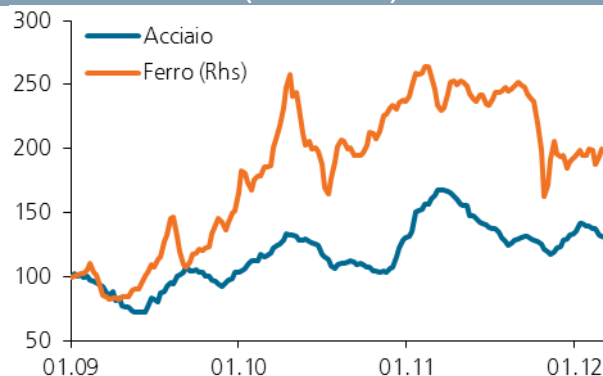
Riteniamo che i prezzi del materiale ferroso potrebbero essere esposti ad ulteriori rischi al rialzo rispetto alle nostre stime grazie al buon supporto derivante dall'attesa di sostenute importazioni cinesi. Infatti, la produzione domestica in Cina continuerà a mantenersi più costosa rispetto all'offerta internazionale. Inoltre, i prezzi dovrebbero beneficiare del **maggiore potere contrattuale che stanno maturando le principali società produttrici** data la crescente tendenza a stipulare contratti basati sui prezzi spot o mensili, allontanandosi gradualmente dalla tradizione di seguire benchmark trimestrali o annuali (che tuttavia non crediamo saranno mai completamente abbandonati). In particolare, a partire da ottobre 2011, oltre il 50% del materiale ferroso esportato è prezzato secondo questo nuovo tipo di contratti. La preferenza dei produttori verso i prezzi spot o mensili è giustificata da un maggiore controllo sulle vendite, in quanto i consumatori non potrebbero più esercitare l'opzione *call* sui prezzi implicita nei contratti trimestrali o annuali (ad esempio i consumatori erano incentivati a rifiutare un contratto quando i prezzi spot erano minori di quelli trimestrali).

Prezzi di acciaio e ferro (scala destra) in termini assoluti...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di The Steel Index (TSI). Acciaio: TSI USA Domestic Hot Rolled Coil (FOB Midwest mill) in USD/Ton. Ferro: TSI Iron Ore Fines 62% spot (CFR Tianjin port) in USD/ton

... e relativi rendimenti (Dic. 2008=100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati The Steel Index

## Rame

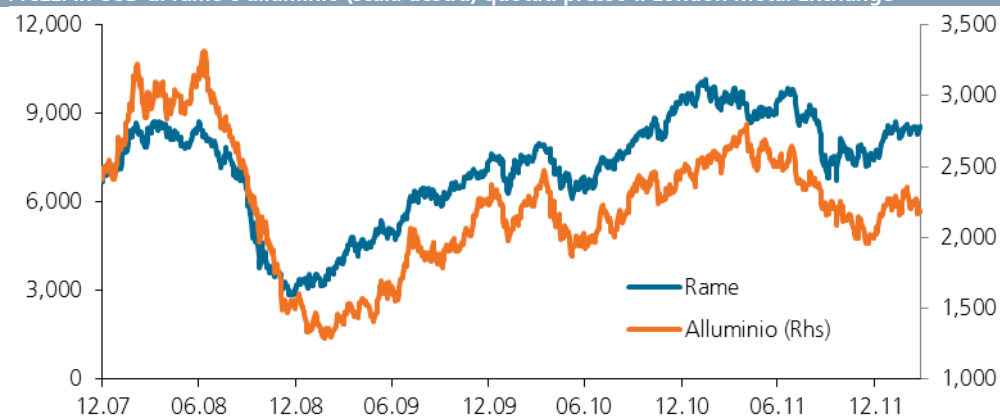
Per il 2012, stimiamo un **prezzo medio di 9000 dollari alla tonnellata** per il rame. Vediamo come *floor* un prezzo di 6500 dollari alla tonnellata, dato il persistente deficit di capacità estrattiva nel mercato cinese. Inoltre, l'offerta mondiale sarà nuovamente esposta al rischio di blocchi inattesi della produzione a seguito di contrattazioni sindacali, interferenze dei governi, soprattutto nei paesi emergenti, crescente sensibilità verso l'ambiente e rischi climatici. Sia contrattazioni sindacali che interventi governativi dovrebbero rimanere intensi nei prossimi mesi e contribuiranno ad aumentare i costi produttivi. Nei prossimi mesi, la crescita dell'offerta dipenderà principalmente da progetti di sviluppo di nuova capacità produttiva, maggiormente soggetti a ritardi o errori di stima.

Per quanto riguarda la domanda, **gli spunti più positivi derivano dal consumo cinese**. In particolare, dai settori immobiliare e elettrico. L'ambizioso programma governativo di edilizia popolare (*social housing*) prevede per il 2012 l'avvio di cantieri per 7 milioni di unità abitative, portando il numero delle abitazioni in costruzione a 18 milioni. Inoltre, la domanda da parte del settore elettrico, che normalmente assorbe quasi il 50% dei consumi di rame, dovrebbe rivelarsi molto forte grazie ai rilevanti investimenti previsti nel dodicesimo piano quinquennale (pari a 2,55 trilioni di yuan) in reti di distribuzione energetica, *smart grid* e miglioramenti della rete rurale.

I principali rischi che vediamo per il rame sono:

- **Rischio di sostituzione.** Dati gli alti prezzi relativi rispetto ad altri metalli, potrebbero innescarsi processi di sostituzione, soprattutto a beneficio dell'alluminio;
- **Recente *re-stocking* in Cina.** Se il veloce accumulo di scorte presso la borsa di Shanghai non si tradurrà in un incremento del consumo effettivo, nei prossimi mesi potrebbe verificarsi un rallentamento nelle importazioni cinesi, deprimendo le quotazioni internazionali.

Prezzi in USD di rame e alluminio (scala destra) quotati presso il London Metal Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Alluminio

Per quanto riguarda l'alluminio, stimiamo per il 2012 un **prezzo medio di 2400 dollari alla tonnellata**. Dati i recenti rincari energetici e il generale aumento dei costi di produzione negli ultimi anni, stimiamo come *floor* un prezzo di 2000 dollari alla tonnellata.

L'alluminio è il metallo industriale con il miglior supporto di prezzo, poiché le quotazioni attuali sono vicine ai costi di produzione. Fonti industriali stimano che oltre il 25% della produzione globale sarebbe in perdita. Tuttavia, questo fattore, oltre a rappresentare un elemento di supporto, dovrebbe anche limitare le potenzialità di *upside* delle quotazioni. Infatti, la lunga serie di annunci di chiusure o riduzione di capacità produttiva nei paesi occidentali a cui stiamo assistendo negli ultimi mesi dimostra la significativa riduzione dei margini nel settore dovuto all'eccesso di capacità produttiva mondiale. La produzione di alluminio mostra segnali di *over-capacity* anche in Cina e il Governo ha iniziato ad imporre la chiusura delle fabbriche più vecchie e a maggior intensità di utilizzo di energia, anche per limitare le conseguenze negative dei frequenti *black out* e razionamenti. Tuttavia, l'eccesso di capacità produttiva non dovrebbe ridursi significativamente nei prossimi anni in risposta agli interventi governativi, dato che molti produttori stanno ricollocando i nuovi e più efficienti impianti nelle province occidentali per sfruttare la più economica energia prodotta localmente.

Fra i principali punti di forza a sostegno dell'alluminio, ricordiamo che per le sue proprietà fisiche, quali il leggero peso e la buona resistenza, **la domanda continuerà a esser sostenuta dai consumi nei settori di *packaging* e trasporti**, grazie alla tendenza verso target più stringenti in termini di efficienza dei consumi e standard ambientali e grazie alla crescente attenzione al risparmio energetico. Per esempio, nel corso della *North American Aluminium Trends Conference*, organizzata da CRU nel mese di marzo, è stata divulgata la stima che in America l'intensità di utilizzo di alluminio per veicolo dovrebbe crescere da circa 343 libbre a 550 libbre nel corso dei prossimi 20 anni, a causa della migliore efficienza dell'alluminio rispetto agli acciai speciali (*high-strength steels*) nel migliorare le prestazioni delle autovetture in termini di risparmio di carburante.

Fra i principali fattori di rischio, ricordiamo gli alti livelli di *inventory financial deals*, che hanno bloccato livelli particolarmente elevati di scorte presso le principali borse. Tuttavia, sinché i tassi di interesse ufficiali si manterranno a livelli estremamente bassi, questi strumenti dovrebbero mantenersi attraenti grazie ai margini di profitto positivi in termini assoluti, sebbene molto limitati in termini relativi.

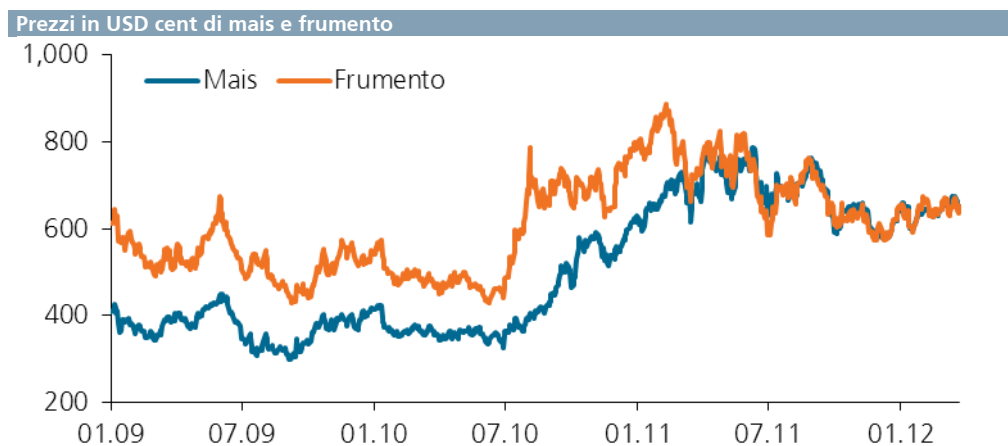
## Agricoli

Nel 2012, il rallentamento economico e le stime di buoni raccolti rappresentano il principale rischio al ribasso per il comparto. Al contrario, possibili rischi al rialzo potrebbero essere innescati da domanda di biocarburanti, inefficiente allocazione dei terreni e avverse condizioni climatiche. In particolare, i raccolti potrebbero essere compromessi dal fenomeno della Niña, che ha portato a violente precipitazioni nel Sud Est Asiatico e a siccità in Sud America. Tuttavia, i meteorologi prevedono una marcata diminuzione nell'incidenza di tali eventi per i prossimi mesi.

### Cereali

Nel 2012, **prevediamo per il mais un prezzo medio di 6,5 dollari per bushel**, leggermente più basso rispetto alla media di 6,8 dollari registrata nel 2011 dato che le condizioni climatiche hanno spinto la produzione a livelli record. Secondo le stime pubblicate dall'*US Department of Agriculture* nell'ultimo report WASDE (*World Agricultural Supply and Demand Estimates*) pubblicato a marzo, la produzione mondiale di mais dovrebbe aumentare a 864,96 milioni di tonnellate nell'anno 2011/12 (+4,3%). Il consumo mondiale, stimato a 869,49 milioni di tonnellate (+3%), dovrebbe portare ad un declino delle scorte finali, previste a 124,53 milioni di tonnellate (-3,5%). Negli ultimi anni, la veloce crescita nella produzione di biocarburanti ha contribuito a ridurre i livelli di scorte mondiali ai minimi da cinque anni e ha guidato al rialzo le quotazioni del mais. In particolare, l'*US Department of Agriculture* stima che attualmente la produzione di etanolo assorba il 41% della produzione di mais americana. Tuttavia, nel 2012 la produzione di biocarburanti americana potrebbe rallentare a seguito del mancato rinnovo alla scadenza del 31 dicembre 2011 del credito d'imposta di 0,45 dollari per ogni gallone di etanolo miscelato con carburante tradizionale di cui beneficiavano le raffinerie americane.

**Per il frumento prevediamo un prezzo medio di 7 dollari per bushel**, in linea con la media delle quotazioni registrate nel 2011. Secondo le stime pubblicate dall'*US Department of Agriculture*, la produzione mondiale di frumento dovrebbe aumentare a 694,02 milioni di tonnellate nell'anno 2011/12 (+6,5%). Il consumo mondiale dovrebbe crescere a 683,93 milioni di tonnellate (+4,5%), portando ad un aumento delle scorte finali a 209,58 milioni di tonnellate (+5,1%). Ci attendiamo per il frumento un migliore rendimento relativo rispetto al mais perché riteniamo che il livello di prezzo competitivo dovrebbe stimolarne una crescita più veloce dei consumi. Anche il livello relativamente alto delle scorte mondiali di frumento, stimate dall'*US Department of Agriculture* ai massimi da dodici anni, dovrebbe favorire la domanda nel settore dell'alimentazione animale, a scapito del meno nutriente mais.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Cotone

Al contrario, siamo meno positivi sulle prospettive del cotone, per cui confermiamo la stima di un **prezzo medio di 80 centesimi di dollaro alla libbra** per il 2012. Le nostre stime sono relativamente basse rispetto alla media degli ultimi due anni perché prevediamo una significativa diminuzione della domanda mondiale. Inoltre, ci preoccupa il livello del rapporto fra scorte e consumo mondiale, che secondo le stime dell'*International Cotton Advisory Committee* (ICAC), dovrebbe salire al 60% alla fine della prossima stagione, ai massimi dal 1999.

Un aumento molto significativo delle scorte è stimato anche dall'*US Department of Agriculture*, che ritiene che nella stagione 2011-12 le scorte finali aumenteranno del 32% a 62,32 milioni di bales. La produzione mondiale di cotone dovrebbe aumentare a 123,64 milioni di bales (+6,1%), accompagnata dalla significativa riduzione nella domanda a 108,72 milioni di bales (-5,2%), a causa dei minori consumi europei e del processo di sostituzione fra fibre naturali e sintetiche innescato dalle alte quotazioni raggiunte dal cotone nel 2011.

Per il 2012, date le attese su domanda e offerta, riteniamo che i prezzi possano essere maggiormente esposti a possibili rischi al ribasso, piuttosto che a rischi al rialzo rispetto alle nostre stime. In tal caso, acquisti speculativi da parte dei principali paesi asiatici contribuiranno a contenere le pressioni negative sui prezzi, per cui non riteniamo probabile che le quotazioni si mantengano per periodi prolungati sotto la media di lungo periodo di 73 centesimi alla libbra. Sebbene sia probabile che la volatilità si mantenga elevata, a causa dell'incertezza legata al ciclo globale, non ci attendiamo che si ripeteranno i movimenti estremi di prezzo a cui abbiamo assistito negli ultimi due anni. Infatti, il prolungato movimento al rialzo sviluppatosi durante la seconda metà del 2010 e il 1° trimestre del 2011 è stato innescato da eccezionali bassi livelli di produzione dovuti a cause climatiche particolarmente sfavorevoli, le cui conseguenze sono state amplificate da una forte speculazione.

Vediamo come principale rischio al rialzo la possibile introduzione di nuovi blocchi alle esportazioni indiane, che rappresentano circa il 20% del commercio mondiale nella fibra naturale. Recentemente, a seguito delle vivaci proteste internazionali, l'India ha ritirato l'ordine di sospensione delle esportazioni, che il Governo aveva introdotto per la seconda volta in due anni al fine proteggere l'industria tessile locale.

## Stati Uniti – La quiete prima della tempesta

Giovanna Mossetti

- Il 2012 si è aperto con una serie di dati macroeconomici incoraggianti negli USA. Nonostante le indicazioni positive, manteniamo comunque un atteggiamento molto cauto sullo scenario americano per il 2012 e soprattutto per il 2013. Le prospettive sono gravate da rischi verso il basso: nel breve gli effetti del rialzo del **petrolio** sui consumi, nella parte finale dell'anno e nel 2013, la **restrizione fiscale** e la possibilità di un nuovo scontro sul limite legale del debito.
- La previsione per il 2012 rimane di crescita moderata (2,2%) con un **andamento trimestrale misto**: l'inizio dell'anno dovrebbe rallentare rispetto al dato di fine 2011, che era gonfiato da un contributo delle scorte di 1,9pp., mentre il 2° trimestre vedrà l'accentuarsi degli effetti del rialzo del prezzo della benzina sui consumi. Nel 4° trimestre invece potrebbero iniziare a sentirsi i primi effetti della restrizione fiscale in arrivo. Il 2013 dovrebbe rallentare (1,8%).
- L'effetto del **petrolio** sarà più significativo sulla crescita che sull'inflazione. L'**inflazione core** dovrebbe tornare sotto il 2% da metà anno. In media l'inflazione **headline** dovrebbe essere pari al 2,4% nel 2012 (revisioni verso l'alto per il petrolio), ma poi calare al 2% nel 2013.
- La **stance** complessiva della **politica fiscale** si sta muovendo in direzione restrittiva. A **livello statale** la restrizione rimane massiccia, nonostante il miglioramento ciclico, a causa della fine dei trasferimenti federali. La **politica federale** rappresenta un rischio crescente. Fino al 3° trimestre si resterà in apnea pre-elettorale, senza capacità decisionali (fra l'altro anche senza un budget approvato per l'a.f. 2012, iniziato da più di 5 mesi). Fra ottobre e fine dicembre la legislazione vigente prevede l'entrata in vigore di misure restrittive "automatiche" per un **totale di circa 530 miliardi di dollari (3,3% del PIL 2013)**. Ipotizziamo che si trovi un accordo dell'ultima ora per bloccare i rialzi di imposta (circa 420 miliardi di dollari), lasciando nuova restrizione per circa 130 miliardi di dollari. Infine, nel 4° trimestre potrebbe esserci un nuovo scontro con il limite legale del debito. I rischi di questo scenario sono amplificati dal fatto che il Congresso si insedia il 2 gennaio e il nuovo presidente più avanti nello stesso mese.
- Per questo motivo riteniamo che sia ancora parte dello scenario centrale l'annuncio della **Fed** di un nuovo programma di acquisto titoli. La tempistica vedrebbe come data più probabile la riunione di giugno. Alla luce delle critiche interne ed esterne al FOMC, il programma potrebbe essere accompagnato da misure mirate a sterilizzare gli effetti sulla base monetaria. La previsione di un eventuale QE3 è ovviamente soggetta a incertezza legata all'evoluzione dei dati macroeconomici.

Previsioni macro	2011			2012				2013			
	1	2	3	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996,a/a)	1.7	2.2	1.8	1.6	1.5	1.6	2.1	2.3	2.3	2.3	2.0
- trim./trim. annualizzato				1.3	1.8	3.0	2.1	2.1	2.1	2.7	1.0
Consumi privati	2.2	1.9	2.1	0.7	1.7	2.1	1.6	2.2	2.1	2.3	1.7
IFL - privati non residenziali	8.7	7.1	5.9	10.3	15.7	2.8	4.9	7.4	7.9	7.2	5.9
IFL - privati residenziali	-1.4	8.6	11.2	4.2	1.2	11.5	11.6	7.0	9.0	10.8	12.2
Consumi e inv. pubblici	-2.1	-1.4	-2.8	-0.9	-0.1	-4.4	-1.0	-1.2	-0.5	0.1	-4.4
Esportazioni	6.8	6.2	7.8	3.6	4.7	4.3	6.8	7.6	7.8	8.1	8.1
Importazioni	4.9	4.1	6.0	1.4	1.2	3.8	4.6	4.5	6.5	6.3	5.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.3	0.4	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-2.9	-2.5	-3.4	-2.9	-3.1	-3.1	-3.0	-2.9	-2.7	-2.6
Deficit Federale (% PIL)	-8.8	-7.0	-5.1								
Debito pubblico (% PIL)	102.3	105.4	106.6								
CPI (a/a)	3.2	2.5	2.2	3.4	3.8	3.3	2.5	2.3	2.5	2.7	2.6
Produzione Industriale	4.2	3.6	1.6	0.6	6.2	4.0	3.8	3.3	2.7	2.6	1.8
Disoccupazione (%)	9.0	8.1	7.8	9.0	9.1	8.7	8.3	8.1	8.0	7.9	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
Cambio effettivo	70.9	73.2	72.7	69.6	69.8	72.4	73.1	74.5	73.0	72.3	72.2

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

Fonte: Thomson Reuters-EcoWin, Intesa Sanpaolo



## 2012: limbo pre-elettorale

Il 2012 si è aperto con indicazioni positive dalle variabili cicliche: indagini, produzione, consumi, occupazione, mercato immobiliare appaiono in ripresa rispetto all'autunno. Il 4° trimestre ha registrato una crescita del 3% t/t ann. Nonostante questi segnali incoraggianti, non rivediamo verso l'alto la crescita per l'anno in corso, anche perché il PIL del 1° trimestre è in linea per un notevole rallentamento rispetto a fine 2011. Sottolineiamo invece l'incertezza sul **mercato del lavoro** e soprattutto i **rischi legati alla politica fiscale** che rendono estremamente incerto lo scenario per la seconda metà del 2012 e soprattutto per il 2013. **La previsione per il 2012 rimane di crescita moderata (2,2%)**, con un andamento trimestrale misto: l'inizio dell'anno dovrebbe rallentare ampiamente rispetto al dato di fine 2011, che era gonfiato da un contributo delle scorte di 1,9pp, per poi riprendere nel 3° trimestre. Sul 4° trimestre potrebbero iniziare a sentirsi i primi effetti della restrizione fiscale in arrivo. **Nel 2013, la crescita dovrebbe rallentare all'1,8%** per via della politica fiscale progressivamente più restrittiva.

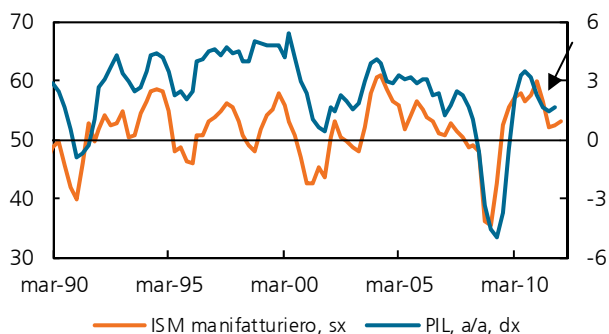
I **consumi** dovrebbero crescere ancora a ritmi moderati. La crescita della spesa è stata forte per i beni durevoli (vendite auto sui massimi da 4 anni a febbraio 2012), a fronte di una dinamica anemica nei servizi. I servizi rappresentano circa il 66% della spesa totale e giustificano la dinamica complessiva modesta. Inoltre, il rialzo del **prezzo della benzina** aggiunge rischi ai consumi totali, pur in presenza di un mercato del lavoro in miglioramento. La spesa per benzina e altri combustibili è il 2,5% della spesa totale in termini reali. Il prezzo della benzina è aumentato del 7,2% fra dicembre e febbraio 2012. La crescita reale dei consumi a gennaio, pari a 1,5% a/a, è stata frenata da un **effetto carburanti pari a 0,35pp**, destinato ad aumentare considerevolmente nei prossimi mesi, pesando sull'espansione dei consumi complessivi. Con un reddito disponibile reale poco più che stagnante (media da metà 2011, 0,7% a/a), si è interrotto il rialzo del tasso di risparmio (ora a 4,6%), ma il debito deve ancora scendere, e i consumi non possono accelerare. Sulla base delle vendite al dettaglio di febbraio, la stima della crescita dei consumi nel 1° trimestre è intorno a 1,6% t/t ann. Nel 2012 i consumi dovrebbero crescere dell'1,9% e nel 2013 del 2,3% (dato 2011: 2,2%).

Il **miglioramento del mercato del lavoro** prosegue: la recente accelerazione della dinamica occupazionale ha generato ottimismo sull'andamento ciclico complessivo. Manteniamo un giudizio cauto sullo scenario occupazionale (si veda Focus più sotto), basato sulla dinamica moderata della crescita del PIL attesa nel 2012 e soprattutto nel 2013. In presenza di un **aumento di occupati intorno al 2% a/a** e di una modesta ripresa del tasso di partecipazione, il **tasso di disoccupazione** dovrebbe scendere solo lentamente, restando vicino al 7,8% a fine anno. A livello statale è ancora previsto un periodo prolungato di espulsione di occupati. La crescita salariale è molto contenuta (1,6% a/a) e negativa in termini reali a febbraio. Prevediamo una stabilizzazione del tasso di partecipazione che determinerebbe un tasso di disoccupazione in calo molto contenuto, fino al 7,9% a fine 2012 e al 7,7% a fine 2013.

Gli **investimenti fissi** delle imprese hanno rallentato il ritmo di espansione a fine anno. Indagini di settore, ordini e produzione industriale restano in territorio espansivo ma non danno indicazioni di accelerazione dell'attività. A inizio anno verrà a mancare l'ampio contributo delle scorte registrato nel 4° trimestre. Le imprese riportano timori legati al rialzo dei prezzi delle materie prime. Non prevediamo accelerazione degli investimenti nel 2012, mentre per il 2013 pesa l'ampia incertezza sulla politica fiscale. Nel 2012 gli investimenti fissi non residenziali sono previsti in aumento del 7%, dopo il + 8,7% nel 2011. Nel 2013, la previsione è del 5,9%

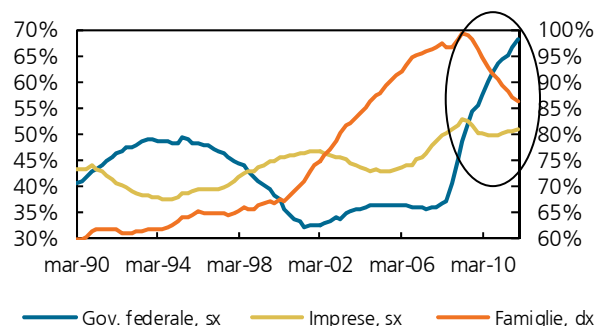
Il **canale estero** dovrebbe dare un modesto contributo negativo alla crescita nel 2012: il consolidamento della ripresa USA, se pure moderata, conferma il differenziale di crescita con le altre aree industrializzate e si riflette sulle esportazioni nette. Nella prima parte dell'anno tuttavia una stabilizzazione dell'accumulo di scorte dovrebbe essere associata a un rallentamento della dinamica delle importazioni.

Fig. 1 - Non ci sono indicazioni di accelerazione della crescita



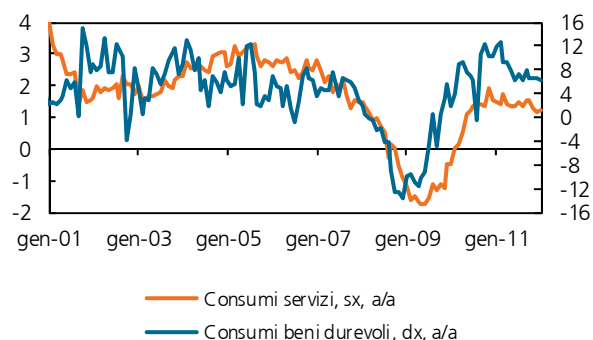
Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

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



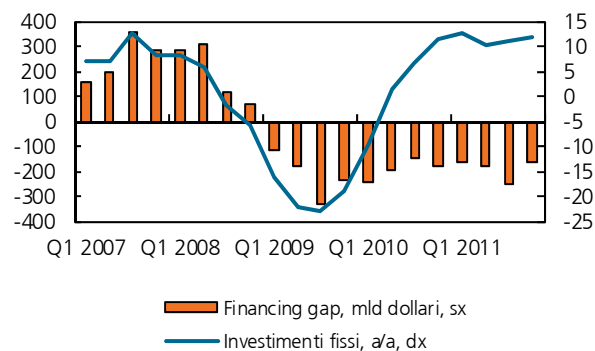
Fonte: Federal Reserve Board

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



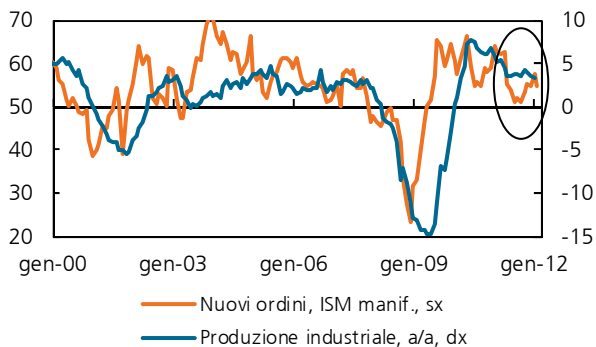
Fonte: EcoWin

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



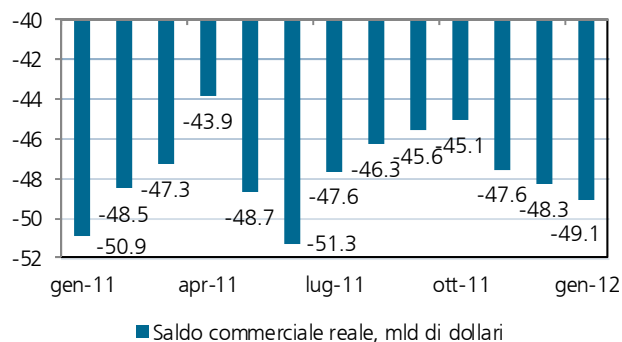
Fonte: EcoWin

Fig. 5 - L'attività nel settore manifatturiero cresce, ma non ci sono segnali di accelerazione



Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

Fig. 6 - Il commercio estero torna a esercitare un freno sulla crescita complessiva



Fonte: Thomson Reuters-EcoWin

### Prezzi: di nuovo in balia del petrolio

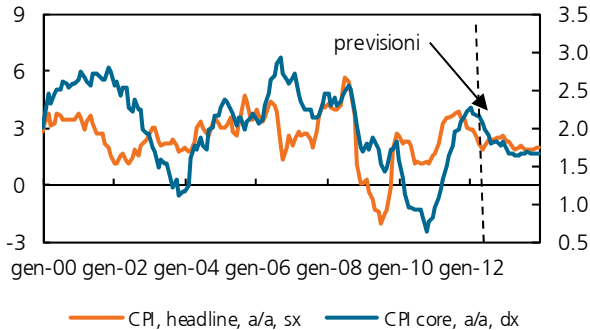
Il calo dell'inflazione *headline* è stato interrotto dal rialzo del prezzo del petrolio. Il *Department of Energy* ha alzato la stima dei prezzi energetici per il 2012, con il WTI atteso a 106 dollari nel 2012 (+ 5 dollari rispetto alla previsione di febbraio) e la benzina a 3,79 dollari al gallone, da 3,53 dollari del 2011. Per il 2013, il CPI dovrebbe stabilizzarsi vicino ai livelli di fine 2012. Stime condotte utilizzando *Oxford Economic Forecasting* mostrano che un aumento del prezzo del petrolio del 5% dopo un anno determina un rialzo dell'inflazione *core* di 0,1pp e una restrizione di 0,14pp sulla crescita del PIL. Su base trimestrale, gran parte dell'effetto restrittivo si dovrebbe vedere fra la fine del 1° trimestre e la fine del 2° trimestre. La **previsione per l'inflazione *core*** è di rallentamento dall'attuale 2,2% a/a nella parte centrale dell'anno, con una stabilizzazione fra l'1,7 e l'1,8% a/a nel 4° trimestre. Per l'indice *headline*, il rialzo del prezzo della benzina porta a una revisione verso l'alto dello scenario per il 2012: dopo un minimo al 2% a/a a giugno, si dovrebbe risalire verso il 2,4% a/a nella seconda metà del 2012. La media prevista per il 2012 viene rivista verso l'alto al 2,4%, per l'effetto confronto con il 2011. La correzione verso il 2% è tralata sul 2013.

### Politica fiscale e politica monetaria: inizia la divergenza

**Politica monetaria: Fed ultra-accomodante a oltranza** – Il FOMC a gennaio ha attuato l'attesa rivoluzione della comunicazione. Le novità riguardano la pubblicazione del sentiero dei tassi previsti e il *timing* del primo rialzo, l'adozione di obiettivi "numerici" per inflazione e disoccupazione. Per l'inflazione, l'obiettivo è fisso (2%); per il tasso di disoccupazione è soggetto a "valutazioni": è ora fissato fra il 5,2% e il 6%. In termini di **tassi**, da gennaio è stato spostato in avanti il primo rialzo, atteso "almeno nel tardo 2014". Per quanto riguarda un eventuale nuovo **programma di acquisto titoli**, il FOMC è in fase di pausa. I dati recenti hanno determinato un miglioramento della valutazione della crescita (da "modesta" di gennaio a "moderata" di febbraio), ma il FOMC mantiene **aperte tutte le opzioni**. Il mercato del lavoro rimane "lontano dalla normalità" e l'ampio calo del tasso di disoccupazione del 2011 non è coerente con il ritmo di crescita modesta dell'economia (si veda Focus). Negli ultimi 6 mesi, gli effetti dell'*operazione twist* sul tratto lungo della curva sono stati significativi, ma si esauriranno entro qualche mese. Il FOMC a giugno potrebbe considerare **un nuovo programma di acquisto titoli (circa 600 miliardi di dollari), sterilizzandone gli effetti sulla base monetaria attraverso reverse repo o depositi a termine**. Gli acquisti riguarderebbero il tratto lungo della curva, includendo MBS, con lo scopo di sostenere il mercato dei mutui e ridurre gli effetti negativi dell'ampio flusso atteso di nuovi pignoramenti. La sterilizzazione calmerebbe le critiche di chi, nel FOMC e in Congresso, teme effetti inflazionistici da ulteriore espansione del bilancio della Fed. Tuttavia, la sterilizzazione potrebbe spingere verso l'alto sui tassi a breve. Il punto determinante rimane lo scenario macro da un lato, e quello di politica fiscale dall'altro. Per ora, riteniamo che la probabilità di un nuovo programma nella seconda parte dell'anno sia ancora lo scenario centrale.

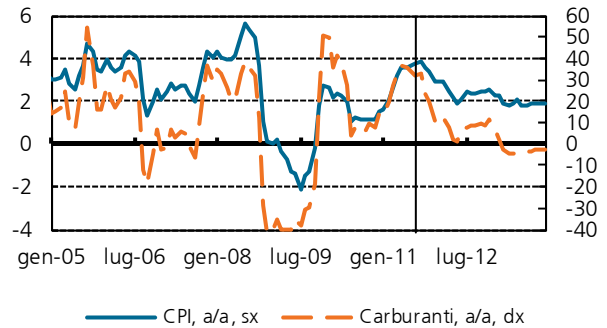
**Politica fiscale: la festa è finita** - Lo scenario di politica fiscale rimane disastroso sul medio termine (si veda Focus). Per il 2012 sarà navigazione a vista, con rischi crescenti. A **livello statale** la restrizione rimane massiccia, nonostante la ripresa ciclica delle entrate. La fine dei trasferimenti federali implica una correzione statale di 100 miliardi di dollari nel 2012 e 47 miliardi nel 2013. Il punto cruciale però è la **politica federale**: fino al 3° trimestre si resterà bloccati in un limbo pre-elettorale. Nel 4° trimestre potrebbe esserci un nuovo scontro con il limite legale del debito, con Congresso e Presidente uscenti. Ma ancora più importante è il fatto che il 31 dicembre scadono i tagli di imposte per circa 400 miliardi di dollari, ed entrano in vigore nuove imposte per 20 miliardi. In più, a ottobre dovrebbero partire i tagli "automatici" di spesa decisi ad agosto 2011: 109,4 miliardi di dollari annui (54,7 miliardi, difesa; 38,6 miliardi, altra spesa discrezionale; 16,1 miliardi, programmi multi-periodali). **Il totale è pari a misure per 530 miliardi di dollari** (3,3% del PIL 2013), che determinerebbero un calo del PIL di -0,8%, con consumi in contrazione di -1,6% nel 2013. Ipotizziamo che la transizione post-elettorale impedisca un blocco tempestivo di tutte le misure, e che siano attuate nuove **misure restrittive per circa 150 miliardi di dollari (1% del PIL)**.

Fig. 7 - Inflazione core sotto il 2% nella seconda metà del 2012



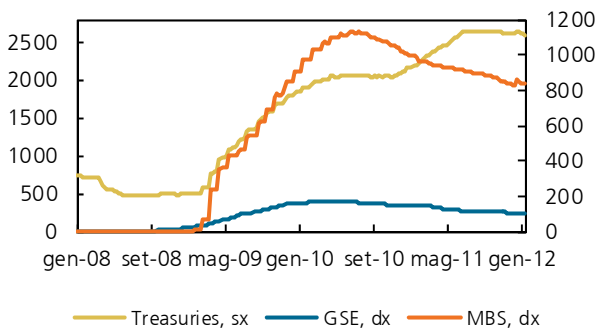
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Department of Energy e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - CPI e carburanti: ottovolante temporaneo



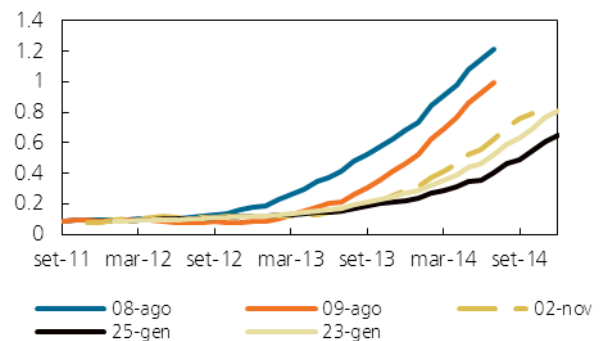
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Department of Energy e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Portafoglio titoli della Fed



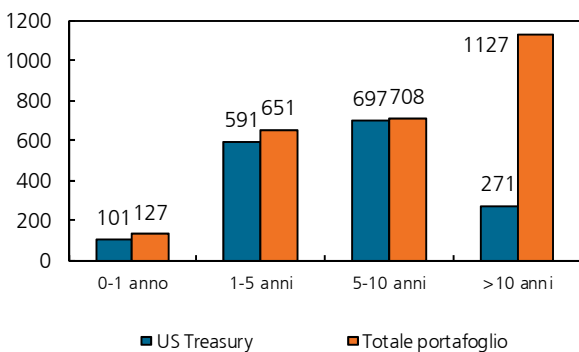
Fonte: Federal Reserve Board, dati in miliardi di dollari

Fig. 10 - La comunicazione è efficace: movimenti dei future sui fed funds e annunci sul sentiero dei tassi



Fonte: Bloomberg. Il 9 agosto la Fed ha indicato tassi fermi almeno fino a metà 2013. Il 2 novembre, il FOMC ha aperto la strada a modifiche sulla comunicazione. Il 25 gennaio la Fed ha segnalato tassi fermi fino almeno "al tardo 2014"

Fig. 11 - Portafoglio della Fed: 15 marzo 2012



Fonte: Federal Reserve Board, dati in miliardi di dollari

Fig. 12 - Conti federali: ancora profondo rosso

	Mld dollari	% PIL	Mld dollari	% PIL	
<b>Spesa primaria</b>	<b>3368</b>	<b>22.4</b>	<b>Entrate</b>	<b>15</b>	
Spesa programmatica	2022	13.4			
- Social security	725	4.8	- Previdenza	819	5.5
- Medicaid	272	1.8	- Imprese	181	1.2
- Medicare	480	3.2	- Famiglie	1100	7.3
- Altro	545	3.6	- Altro	211	1.4
<b>Spesa discrezionale</b>	<b>1346</b>	<b>9</b>			
- Ex- difesa	646	4.3			
- Difesa	700	4.7			
<b>Interessi netti</b>	<b>227</b>	<b>1.5</b>			
<b>Totale spese</b>	<b>3595</b>	<b>23.9</b>	<b>Totale entrate</b>	<b>2311</b>	<b>15</b>

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

### Focus: Mercato del lavoro: bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto?

I dati congiunturali recenti hanno dato segnali positivi, ma non modificano uno scenario di crescita moderata per il 2012. L'aumento dell'occupazione previsto, anche se incoraggiante, non dovrebbe essere sufficiente a ridurre velocemente l'esercito di disoccupati a lungo termine. Alcuni fattori transitori, inoltre, hanno migliorato il quadro dell'attività (clima e accordo sui pignoramenti), soprattutto nel settore costruzioni fra fine 2011 e inizio 2012. L'aggiustamento del mercato del lavoro resterà lungo e lento, lasciando aperti spazi per ulteriore stimolo dalla Fed.

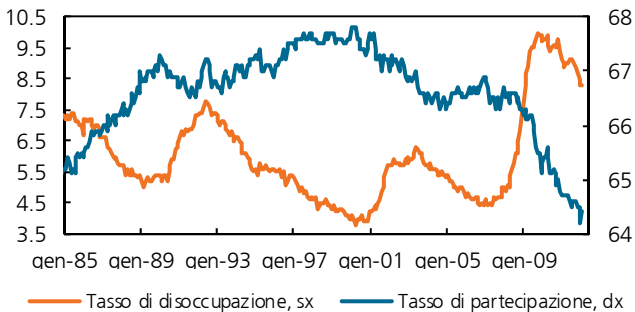
*"The decline in the unemployment rate over the past year has been somewhat more rapid than might have been expected given that the economy appears to have been growing during that time frame at or below its longer-term trend; continued improvement in the job market is likely to require stronger growth in final demand and production" (B. Bernanke, 29.02.2012)*

La dinamica occupazionale negli Stati Uniti è migliorata recentemente e il tasso di disoccupazione è sceso da 9,1% di agosto 2011 a 8,3% a febbraio 2012. Per fine anno il tasso di disoccupazione è previsto ancora vicino all'8%: il ritmo di miglioramento di questa faccia del mercato del lavoro dovrebbe rallentare significativamente rispetto a quanto visto nei trimestri recenti. Questa previsione è basata su due fattori: da un lato riteniamo che la crescita occupazionale prosegua ma non acceleri; dall'altro si dovrebbe osservare una ripresa, se pure modesta, del tasso di partecipazione.

Benché l'occupazione sia su un trend crescente dall'autunno, anche nel 2010 e nel 2011 si era osservata un'accelerazione iniziale, seguita però da una moderazione nella parte centrale dell'anno. A inizio 2012 sono presenti inoltre alcuni elementi di sostegno di natura transitoria: un clima molto favorevole, il congelamento delle procedure per i pignoramenti (sbloccate però da marzo in poi) e l'estensione del taglio della *payroll tax* e dei sussidi. La spinta da questi fattori si esaurirà nei prossimi mesi. D'altra parte, il graduale miglioramento del mercato del lavoro dovrebbe determinare una modesta ripresa della partecipazione alla forza lavoro. **La crescita dell'occupazione e il calo della disoccupazione sono due facce del mercato del lavoro legate dall'andamento della forza lavoro e del tasso di partecipazione.** Il rapporto occupati/forza lavoro è circa stabile dal 2009 a 85,5%, mentre il tasso di disoccupazione è calato dal picco vicino al 10% di metà 2009, a 8,3% di gennaio 2012. Il tasso di partecipazione è letteralmente crollato da livelli intorno al 66% fino al 2008 al 63,7% di gennaio 2012 (v. fig.1): questo calo non è spiegato solo da fattori demografici, ma anche dall'ampia schiera di individui scoraggiati che smettono di cercare lavoro.

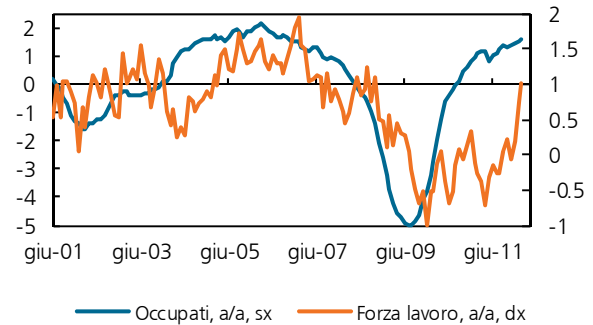
Nei paragrafi che seguono, giustifichiamo la nostra previsione di moderazione nel processo di aggiustamento del mercato del lavoro guardando alle due facce della medaglia: occupazione (domanda) e disoccupazione (offerta). La conclusione è che con una crescita moderata del PIL, un *output gap* ancora significativo e un ampio *pool* di disoccupati a medio termine e forte incertezza sullo scenario fiscale, **nonostante una crescita degli occupati soddisfacente, l'aggiustamento della disoccupazione continuerà ad avvenire con "lentezza frustrante"**, come indicato più volte da Bernanke.

Fig. 1 – Tassi di disoccupazione e partecipazione: livelli mai visti da 30 anni



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Fig. 2 – Crescita di occupati e forza lavoro



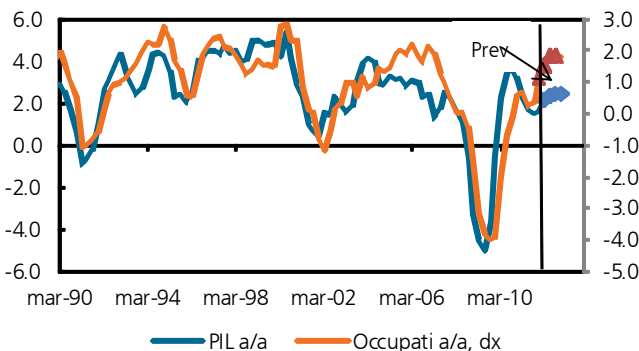
Fonte: Bureau of Labor Statistics

### 1. Occupazione: il bicchiere mezzo pieno

Sul fronte dell'occupazione gli indicatori sono coerenti con un trend di crescita dei posti di lavoro almeno ai livelli attuali, intorno all'1,5% a/a (equivalente a una crescita di 165 mila posti al mese), e in possibile **accelerazione a 2% a/a (+180-200 mila posti al mese)**. Come appare dalla figura 2, una dinamica occupazionale del 2% a/a sarebbe in linea con il punto migliore del ciclo precedente, anche se inferiore ai picchi dei cicli del passato, che vedevano posti in crescita su picchi di 3-3,5% a/a, con dinamiche mensili di +300 mila occupati. L'occupazione tipicamente segue la crescita: in questo ciclo la crescita del PIL rimane moderata e inferiore alla media dei cicli del passato, per i ben noti lasciti della crisi finanziaria.

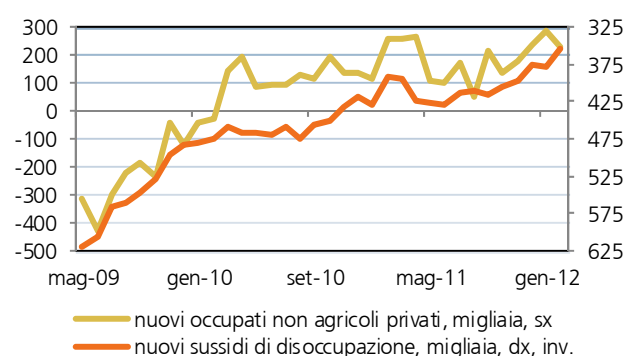
**La crescita dell'occupazione potrebbe accelerare verso +2% a/a, vicino a 200 mila posti al mese**

Fig. 3 – PIL e occupati: meno crescita, meno occupazione...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

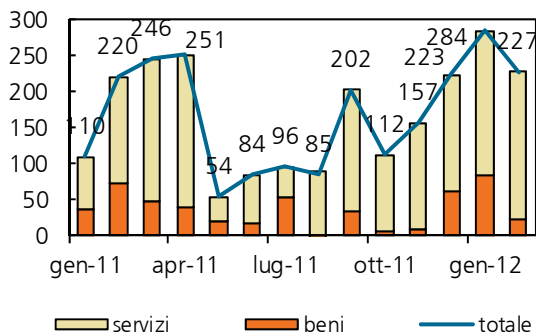
Fig. 4 - ... anche se il trend degli occupati è positivo



Fonte: Bloomberg. Dati in migliaia.

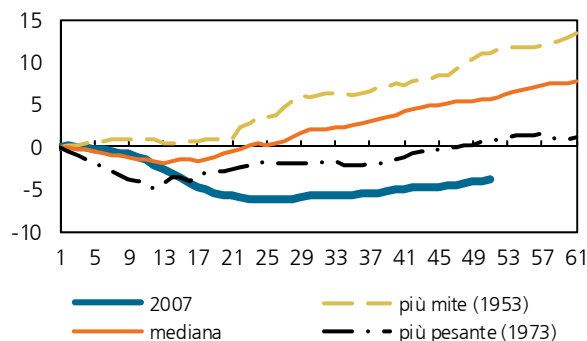
Dalla fig. 3 emerge che con le nostre previsioni di crescita del PIL per il 2012 (2,3%), un'ipotesi di crescita occupazionale del 2% a/a sarebbe già ampiamente ottimistica. Questo è il motivo principale per prevedere che nei prossimi trimestri la crescita di occupati in media non sia lontana dalle 200 mila unità, nonostante il recente trend positivo osservato nei dati dei nuovi sussidi (v. fig. 4). Il settore pubblico continuerà a espellere occupati (in media circa -20 mila al mese), mentre il settore privato vedrà variazioni vicine alla media recente (160-180 mila, v. fig. 5), ma più modeste nel settore dei beni rispetto agli ultimi due mesi. Pertanto **manteniamo una previsione positiva sulla dinamica occupazionale**, coerente con una crescita di posti sostenuta, ma **non tale da modificare in modo radicale lo scenario della disoccupazione**.

Fig. 5 – Nuovi occupati non agricoli in forte crescita a inizio anno: *déjà vu?*



Fonte: Bureau of Labor Statistics, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Dati in migliaia.

Fig. 6 - Cicli a confronto: variazione degli occupati non agricoli dal minimo della recessione



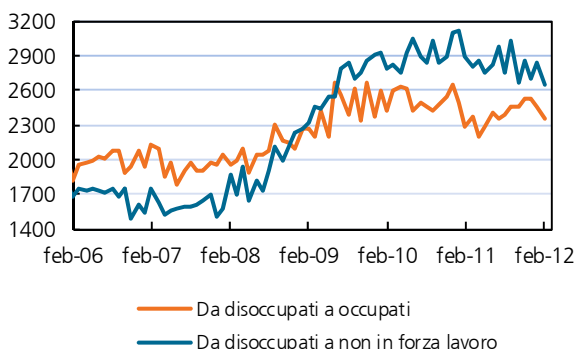
Fonte: Minneapolis Fed. Variazione cumulata degli occupati non agricoli dal picco ciclico. Datazione cicli del National Bureau of Economic Research. Sull'asse orizzontale mesi dal picco

2. Disoccupazione: il bicchiere mezzo vuoto

Pur in presenza di una crescita occupazionale discreta, intorno a 200 mila posti al mese, lo scenario per la disoccupazione nel 2012 non è confortante. Questo ciclo è speciale rispetto ai precedenti storici, a parte la Grande Depressione. L'espulsione di occupati durante la recessione è stata senza precedenti nel secondo dopoguerra (v. fig. 6) e ha generato un esercito di disoccupati a lungo termine. Il calo del tasso di disoccupazione dell'ultimo anno (da 9,1% a 8,5% fra gennaio e dicembre 2011 e a 8,3% a gennaio 2012) è stato molto ampio alla luce della crescita anemica della domanda (PIL 2011: +1,7%). Un fattore importante per la riduzione del tasso di senza lavoro è stata la dinamica quasi stagnante della forza lavoro, che sembra però in fase di svolta (v. fig. 2). Dalla fig. 7 si osserva che il flusso dallo stato di "disoccupato" verso quello di "non in forza lavoro" resta estremamente elevato (circa 3 milioni) su base storica e non si è ridotto dalla fine della recessione. La percentuale di disoccupati da più di 27 settimane rimane al di sopra del 40% dall'autunno 2009 (1,97 milioni, 42,6% del totale a febbraio 2012, v. fig. 8). A fine 2011, i disoccupati da più di un anno sono pari a circa il 30% dei disoccupati totali.

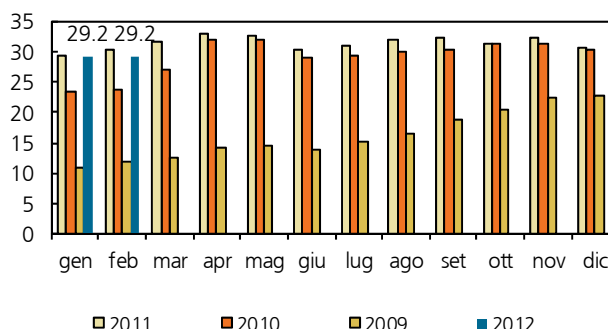
Il calo del tasso di disoccupazione dovrebbe rallentare con l'aumento della partecipazione

Fig. 7 – Flussi da "disoccupato" a "occupato" e "non in forza lavoro"



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Disoccupati da più di 52 settimane: percentuale sul totale dei disoccupati



Fonte: Bureau of Labor Statistics

I disoccupati totali a febbraio erano pari a 13,43 milioni. Utilizzando una definizione di disoccupazione allargata che include gli individui scoraggiati e i lavoratori part-time per motivi economici, il tasso di disoccupazione raggiunge il 14,9%, in calo dal picco ciclico di 17,2% a ottobre 2009, ma pur sempre quasi il doppio rispetto ai livelli pre-recessivi e rispetto alla definizione standard di disoccupazione (8,3%).

La previsione per il tasso di disoccupazione deve tenere conto dell'interazione fra il flusso di nuovi occupati e quello dei partecipanti alla forza lavoro. Secondo il CBO, il forte calo del tasso di partecipazione registrato fra il 2007 e il 2011 per circa un terzo è determinato da fattori demografici. Rimuovendo il fattore ciclico e quello demografico, il tasso di disoccupazione sarebbe più elevato di circa 1,25pp rispetto a quello effettivo. Le proiezioni del CBO per il tasso di partecipazione sono di 64,4% nel 2012 e 64,2% nel 2013, rispettivamente (v. CBO's Labor Force Projections through 2021, Marzo 2011).

Con le ipotesi del CBO, la forza lavoro aumenterebbe di 2,4 milioni di persone quest'anno, vanificando qualsiasi effetto sul tasso di disoccupazione anche in presenza di una dinamica occupazionale di circa 200 mila nuovi posti al mese. Ipotizzando un tasso di partecipazione stabile sulla media degli ultimi sei mesi (64%), il tasso di disoccupazione sarebbe al 7,2% a fine 2012. Questi semplici calcoli danno una misura dell'incertezza sullo scenario del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri, ma confermano anche che le risorse inutilizzate sul mercato del lavoro resteranno lontane dalla "norma" ancora a lungo. Anche ritenendo che una parte significativa dei disoccupati a lungo termine alimenti un rialzo strutturale del tasso di disoccupazione di equilibrio verso il 6-6,5%, l'economia resterebbe lontana dalla "massima occupazione".

### 3. Conclusioni

Nel 2012 la **crescita dell'occupazione** dovrebbe proseguire sul trend recente, sostenendo una moderata dinamica del reddito da lavoro, fra 1,2 e 1,5% a/a, in modesta accelerazione rispetto ai ritmi recenti, ma non sufficiente a sostenere una crescita autonoma del PIL molto al di sopra del 2%. La questione cruciale per la politica monetaria nei prossimi trimestri sarà **la velocità con cui il tasso di disoccupazione si avvicinerà alla normalità**, che secondo il FOMC è definita da un tasso di disoccupazione compreso fra il 5,2 e il 6%. Un rallentamento nel ritmo di calo del tasso di disoccupazione riaprirebbe le porte per un QE3, soprattutto se l'aumento del prezzo della benzina e l'attesa di restrizione fiscale freneranno la dinamica dei consumi. La necessità di valutare gli sviluppi macroeconomici e quelli della politica fiscale lasceranno la Fed in una fase di *wait and see* probabilmente fino al 2° trimestre avanzato.



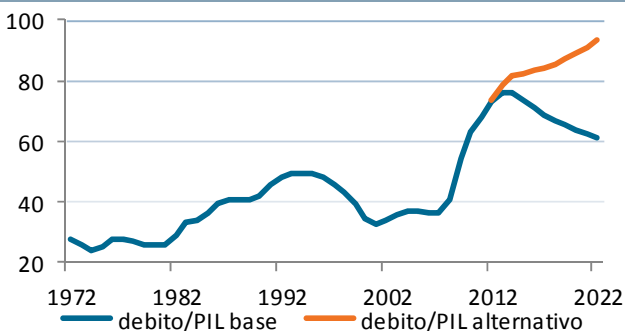
### Focus: Politica fiscale: un colosso con i piedi di argilla

Lo scenario fiscale degli Stati Uniti è sempre più incerto e costituisce uno dei principali rischi per le previsioni sul periodo 2013-15. La presenza delle elezioni a novembre 2012 congela per l'anno in corso gran parte delle politiche vigenti, rimandando qualsiasi decisione al 2013. Dal 2013 in poi un elemento cruciale sarà la possibile divisione politica fra Casa Bianca e Congresso. Lo scenario a politiche vigenti è insostenibile: la mancanza di indicazioni per un piano di rientro rende possibili sentieri molto diversi dopo il 2013. Le proposte democratiche e repubblicane, diverse fra loro, non risolvono comunque l'insostenibilità dei conti federali.

Il CBO (Congressional Budget Office) ha pubblicato l'aggiornamento semestrale dello scenario economico e fiscale per il prossimo decennio (2012-22). Il quadro è anche più desolante rispetto a quanto visto negli anni scorsi e soprattutto riflette una crescente incertezza sui trend dei conti federali. Come accade ormai da diverso tempo, il CBO elabora due scenari: uno scenario "base", a legislazione vigente, ritenuto meno probabile; e uno scenario "alternativo" che incorpora l'estensione di un ampio numero di misure formalmente temporanee, ma ormai in vigore da quasi un decennio, quindi ritenuto più probabile. Il deficit atteso nel 2012 è ancora superiore a un trilione (1,2 trilioni di dollari, 7,6% del PIL).

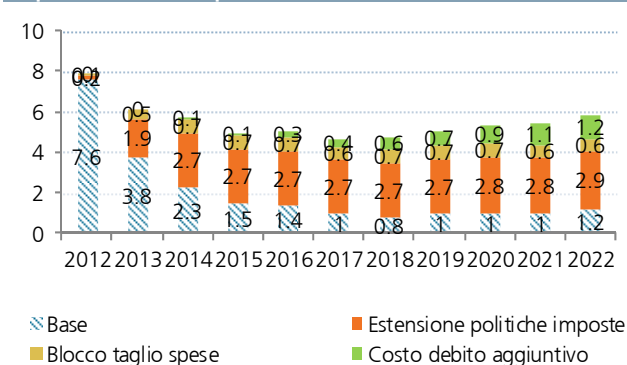
A *legislazione vigente* il deficit si chiude in tempi relativamente rapidi, tornando fra l'1 e l'1,5% del PIL dal 2015 in poi. Tuttavia, a *politiche vigenti*, la chiusura del deficit è molto più contenuta. Per il 2013, il CBO prevede una crescita debolissima (1,1%), poiché ipotizza l'arrivo dello shock fiscale derivante dalla scadenza di misure sulle imposte insieme alla riduzione di spesa incorporata nell'accordo di agosto 2011. Il deficit a legislazione vigente passerebbe da 7,6% del PIL del 2012 a 3,8% del 2013. La previsione vede un tasso di disoccupazione in aumento a fine anno per via dell'attesa stretta fiscale. Inoltre, il rapporto segnala che nel 2016 saranno esauriti i fondi del *Social Security Disability Fund* e dal 2022 quelli della *Medicare Hospital Insurance*. I tempi per decisioni difficili si stanno avvicinando, ma la campagna elettorale in corso non dà indicazioni promettenti su questo punto. S&P ha segnalato a inizio febbraio che in assenza di un piano credibile di rientro dei deficit dopo le elezioni presidenziali, il debito USA potrebbe essere nuovamente declassato su un orizzonte compreso fra 6 e 24 mesi.

Fig. 1 - Deficit a legislazione e a politiche vigenti: che differenza!



Fonte: CBO. Secondo il CBO lo scenario centrale è quello a politiche vigenti (alternativo), mentre lo scenario a legislazione invariata (base) è improbabile.

Fig. 2 - Cosa spiega la differenza fra i due scenari? Soprattutto imposte, ma anche spese



Fonte: CBO

## 1. Il 2012: incertezza a singhiozzo, come (e peggio che) nel 2011

L'anno fiscale 2012 è in corso ormai da più di 5 mesi e gli Stati Uniti, come ormai succede da diversi anni, sono ancora senza un budget approvato. L'esercizio provvisorio è gestito attraverso autorizzazioni temporanee di spesa (*appropriation bills*) per le voci di spesa discrezionale, mentre per le spese programmatiche le uscite non richiedono voti in Congresso. Nel 2012, come negli anni precedenti, i conflitti in Congresso sull'estensione di diverse misure in scadenza sono stati risolti all'ultimo minuto, rinnovandole. A febbraio sono state votate misure con effetti pari a 100 miliardi di dollari sul 2012 e 22 miliardi di dollari sul periodo 2013-22. Fra le misure approvate le principali riguardano l'estensione del taglio della *payroll tax* fino a fine 2012, l'estensione dei sussidi di disoccupazione e il congelamento delle tariffe dei medici di *Medicare* (per evitare la drastica riduzione prevista dalla legge). Il CBO prevede, a **legislazione invariata, un deficit di 1,171 trilioni di dollari (7,6% del PIL), a politiche invariate il deficit stimato è di 1,195 trilioni pari al 7,7% del PIL** (si veda Figura 1 a pagina precedente). Il deficit primario rimane ampio, al 6,2% del PIL. Il debito detenuto dal pubblico sale al 73,2% del PIL.

L'estensione delle misure in scadenza non include il costo dell'aggiustamento annuale per bloccare gli effetti dell'*Alternative Minimum Tax* dovuti alla mancata indicizzazione delle aliquote, che potrebbe pesare per circa 90 miliardi di dollari. Segnaliamo però **nuovi rischi in arrivo a fine estate sul fronte del debito**. A gennaio 2012 il limite del debito è stato nuovamente alzato, questa volta in sordina, grazie a una serie di misure bizantine incluse nell'accordo di agosto 2011. Il nuovo limite del debito federale è pari a 16,394 trilioni di dollari, a fine febbraio il debito soggetto al limite era pari a 15,4 trilioni. Il CBO prevede a fine 2012 un debito detenuto dal pubblico a 11,370 trilioni di dollari. Ipotizzando un ulteriore aumento del deficit per coprire l'indicizzazione dell'AMT, alla fine dell'anno fiscale 2012 il debito totale sarebbe pari a circa 16,380 trilioni di dollari. Pertanto, **è probabile che il nuovo limite diventi vincolante entro fine 2012**, mettendo ulteriori pressioni a ridosso delle elezioni sul Congresso uscente.

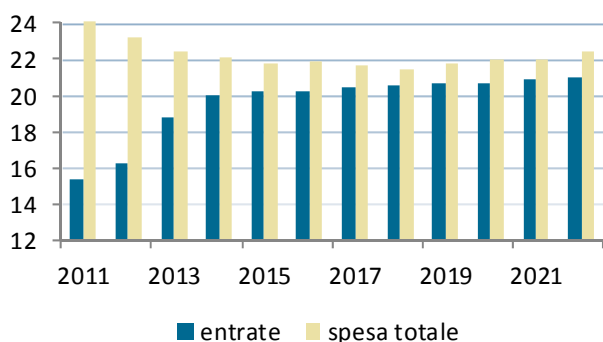
## 2. Dal 2013 in poi: scenario a legislazione invariata (base)

L'incertezza sullo scenario fiscale cresce enormemente su orizzonti medio-lunghi. Come appare evidente dalle figure 1 e 2, il quadro a legislazione invariata è relativamente rassicurante, grazie ad ampie correzioni previste dalla legislazione sia sulle entrate, sia sulle uscite. Il rialzo "automatico" delle aliquote sui livelli pre-2001 contribuirebbe per circa 2,7% del PIL ogni anno fra il 2014 e il 2022. La correzione delle spese prevista dall'accordo di agosto 2011 contribuirebbe a una riduzione del deficit annua di 55 miliardi di dollari, 0,7% del PIL. Le **entrate** continuerebbero ad aumentare fino a stabilizzarsi intorno al 21% del PIL entro il 2022. Dal lato delle **uscite**, si avrebbe una convergenza su livelli compresi fra il 21,5 e il 22,5% del PIL, restando marginalmente al di sopra della media storica di 21% vista negli ultimi 40 anni. Le **spese programmatiche** aumenterebbero del 6% all'anno (14,3% del PIL nel 2022, dal 13,3% nel 2013), le **spese discrezionali** continuerebbero a scendere, dall'8,4% del 2012 al 5,6% del 2022, con un calo del 6,7% nel 2013 seguito da aumenti inferiori al 2% all'anno in media nel decennio considerato. La media delle spese discrezionali fra il 1972 e il 2011 è stata pari all'8,7% del PIL.

Con questo sentiero di entrate e uscite e un costo degli interessi contenuto (al massimo 2,5% del PIL dal 2020 in poi), il deficit scenderebbe velocemente all'1,5% del PIL entro il 2015, restando fra 1 e 1,4% negli anni successivi. In media, fra il 2013 e il 2022 il deficit sarebbe pari all'1,5% del PIL, con un saldo primario circa azzerato. Il debito detenuto dal pubblico toccherebbe un massimo di 75,1% del PIL nel 2013, per poi scendere successivamente fino a 62% del PIL nel 2022.

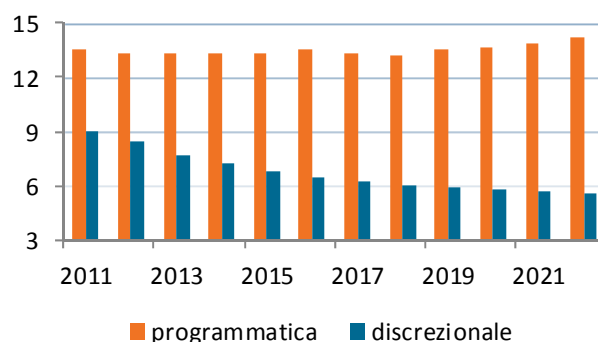
In questo scenario, la preoccupazione principale sarebbe l'enorme shock fiscale restrittivo in atto fra il 2013 e il 2015, che porterebbe a un drastico rallentamento della crescita. Un secondo punto da rilevare è che il sentiero di spese ed entrate non è credibile: infatti, lo scenario "base" non è lo scenario centrale del CBO. Dal lato delle imposte, la mancata indicizzazione dell'AMT gonfia in misura crescente le imposte sul reddito delle famiglie. Dal lato delle spese, la progressiva riduzione della spesa discrezionale si scontrerebbe con la necessità di mantenere in atto servizi essenziali. Infine, i tetti imposti alla spesa dal Budget Control Act priverebbe il governo federale di qualsiasi spazio di manovra per interventi contro-ciclici.

Fig. 3 - Entrate e spese in % del PIL



Fonte: CBO, gennaio 2012

Fig. 4 - Spese discrezionali in forte calo, spese programmatiche in crescita (% del PIL)



Fonte: CBO, gennaio 2012

### 3. Dal 2013 in poi: lo scenario a politiche invariate ("alternativo")

Lo scenario base, descritto nella sezione precedente non è lo scenario più probabile. Per avere un quadro del sentiero di entrate e uscite nel prossimo decennio occorre incorporare ipotesi su politiche in atto o annunciate, diverse rispetto alla legislazione vigente. Il quadro che si ottiene è molto diverso rispetto allo scenario base. Le principali politiche divergenti rispetto alla legislazione vigente sono le seguenti.

#### Spesa

- a) **Operazioni militari all'estero.** La legislazione prevede spese per 1,4 trilioni di dollari per le operazioni in Iraq e Afghanistan e possibili altri interventi. Il CBO ipotizza, in base agli annunci fatti finora, che la riduzione delle truppe all'estero sia in atto fino al 2015, risparmiando circa 880 miliardi di dollari nel periodo 2013-22.
- b) **Altre spese discrezionali.** Le spese al netto della difesa sono vincolate oggi dal *Budget Control Act* di agosto 2011, che prevede una drastica riduzione di 110 miliardi nel 2013 (-6,7% rispetto al 2012) seguita da aumenti medi del 2% annuo. Sono possibili altri sentieri per questa componente della spesa: una crescita pari a quella del PIL nominale porterebbe a un aggravio di 3 trilioni sul decennio; una crescita pari al tasso di inflazione costerebbe 1,4 trilioni nel decennio. Un blocco totale delle autorizzazioni di spesa farebbe invece risparmiare 930 miliardi di dollari. Invece, l'eliminazione dei vincoli di spesa imposti dal *Budget Control Act* porterebbe a una spesa complessivamente più elevata di 845 miliardi di dollari nel periodo 2013-22.
- c) **Tariffe pagate da Medicare ai medici.** A partire da marzo, le tariffe dei medici convenzionati con Medicare avrebbero dovuto essere ridotte sulla base di una regola di "tasso di crescita sostenibile" che viene bloccata ogni anno temporaneamente. Stabilizzando le tariffe sui livelli 2012 implica un aggravio di 9 miliardi nel 2012 e 316 miliardi nel 2013-22.

## Entrate

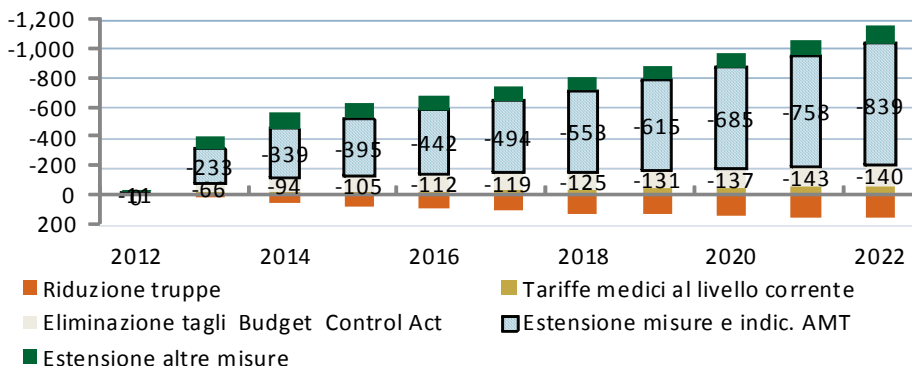
La legge prevede che tutte le misure estese nel 2010 vengano a scadere nel 2013. Queste misure riguardano le aliquote delle imposte sul reddito delle persone fisiche, le detrazioni per figli a carico, l'imposta di successione, l'inclusione di crescenti classi di reddito nel gruppo soggetto all'*Alternative Minimum Tax*. Inoltre, sarebbe anche eliminata la riduzione dell'aliquota della *payroll tax*, per ora estesa fino a febbraio 2012. Il costo di estendere ciascuna di queste misure è indicato nel grafico qui sotto. Se tutte le misure in vigore oggi venissero estese sul decennio, l'aggravio per il deficit sarebbe pari a 5,4 trilioni di dollari. Se venisse esteso il taglio della *payroll tax* ancora per i restanti 8 mesi dell'a.f. 2012, si aggiungerebbe un costo di 75 miliardi di dollari.

- a) **Estensione della riduzione delle aliquote** dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e delle imposte di successione e donazione. Queste misure sono in atto dal 2001 e sono state regolarmente estese da amministrazioni diverse negli ultimi dieci anni. In caso di ulteriore estensione fra il 2013 e il 2022, la riduzione di entrate sarebbe pari a 2,8 trilioni di dollari.
- b) **Indicizzazione della soglia di reddito soggetta all'*Alternative Minimum Tax* (AMT)**. L'AMT era prevista per ridurre il rischio di elusione fiscale da parte di contribuenti con redditi elevati; tuttavia, la soglia inclusa nella legge istitutiva non è indicizzata e per mantenere contenuta la percentuale di individui che ricade sotto questo tipo di tassazione ogni anno viene approvata una correzione ad hoc, che non modifica il sentiero successivo delle entrate. Rendendo automatica l'indicizzazione ridurrebbe le entrate di 840 miliardi nel decennio.
- c) **Attuando a) e b) congiuntamente, per via dell'interazione delle due classi di misure, il deficit aumenterebbe di 4,6 trilioni di dollari nel periodo 2013-22 ; le entrate sarebbero a regime pari al 18% del PIL.**
- d) **Estensione di altre misure.** Includendo un'estensione di tutte le misure in scadenza nel decennio comporterebbe **un aggravio complessivo dal lato delle entrate di 5,4 trilioni di dollari** (che salgono a 5,475 trilioni se si include l'estensione del taglio della *payroll tax* nell'a.f. 2012).

Lo scenario "alternativo" del CBO prevede le seguenti ipotesi: a) estensione di tutte le misure temporanee sulle imposte per il decennio (con l'esclusione del taglio della *payroll tax*); b) indicizzazione dell'AMT; c) stabilizzazione delle tariffe Medicare sui livelli attuali; d) eliminazione dei vincoli sulla spesa discrezionale derivanti dal *Budget Control Act*.

Il risultato è un **deficit medio nel decennio pari al 5,4% del PIL** e un **sentiero esplosivo del debito detenuto dal pubblico che arriverebbe al 94% del PIL** (senza stabilizzarsi) nel 2022. L'estensione delle misure elencate sopra avrebbe un crescente impatto sul servizio del debito che contribuisce all'insostenibilità del quadro. Il costo degli interessi sul decennio sarebbe più elevato di 833 miliardi rispetto allo scenario a legislazione vigente. Come appare dalle figg. 1 e 2, la differenza fra i due scenari è ampia, il deficit in media è più ampio di 3,9pp del PIL nello scenario alternativo sul periodo 2013-22. Lo scenario alternativo del CBO è condiviso da altri previsori bipartisan (v. per esempio *Committee for a Responsible Budget*).

Fig. 5 – Principali voci che determinano la differenza fra scenario base e scenario alternativo



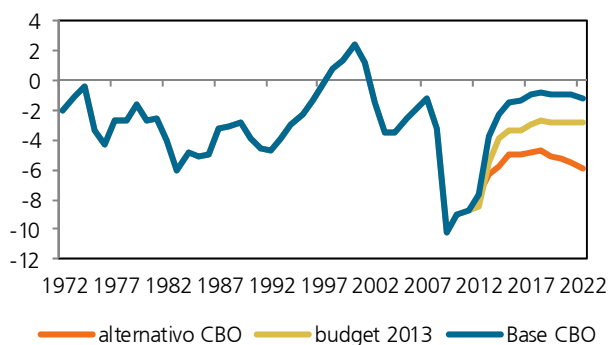
Fonte: CBO. Dati in miliardi di dollari, in ordine inverso. Dati con segno negativo (positivo) rappresentano aumento (riduzione) del deficit. Le voci includono gli effetti diretti delle misure e quelli sul servizio del debito.

#### 4. Conclusioni

Il 2012 è un anno elettorale: come previsto molte misure in scadenza sono state estese per un altro anno, con copertura parziale sull'anno in corso (distribuita invece nel periodo 2014-22). Dal 2013 in poi le scelte di politica fiscale sono drammaticamente difficili. A legislazione vigente, il sentiero del deficit è benigno. Tuttavia, questo sentiero è incompatibile con le politiche vigenti e con le piattaforme elettorali di tutti i candidati. Inoltre, è possibile che da gennaio 2013 ci sia una situazione di Governo diviso, nel caso in cui Obama sia riconfermato ed entrambi i rami del Congresso passino a una maggioranza repubblicana (al momento ipotesi centrale). In uno scontro frontale fra Congresso e Presidente potrebbe essere difficile modificare la legislazione vigente, con la conseguenza di avere dal 2013 in poi una restrizione fiscale di dimensioni enormi dal lato della spesa, con implicazioni negative sullo scenario di crescita, a fronte però del mantenimento di imposte sui livelli attuali (quindi ancora con un debito esplosivo). Alternativamente, in uno scenario in cui Congresso e Presidente sono Repubblicani, lo scenario dipende da chi sarà il nuovo Presidente. Le linee principali dei programmi dei candidati Repubblicani e del presidente Obama sono rilevanti e in totale conflitto fra loro.

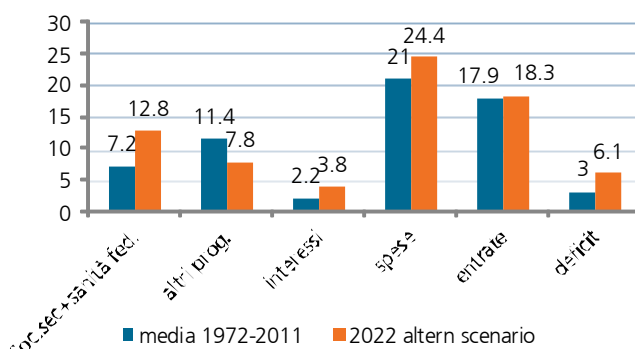
L'incertezza sulla politica fiscale dal 2013 in poi rappresenterà l'elemento principale di rischio per le previsioni macroeconomiche sull'orizzonte 2013-15. In assenza di indicazioni di un piano coerente su entrate e uscite, il **2013 potrebbe ricalcare il 2012 con estensioni di alcune misure (AMT, taglio delle aliquote)**. Tuttavia, ci aspettiamo una **più massiccia restrizione fiscale complessiva a partire dall'anno prossimo**, con misure (automatiche e non) che potrebbero complessivamente aggirarsi fra l'1 e il 2% del PIL (con rischi di restrizione più ampia).

Debito/PIL: l'unico scenario sostenibile è quello che non si realizzerà



Fonte: CBO; Office of Management and Budget

Componenti del budget federale in % del PIL: passato e futuro



Fonte: CBO

## Area euro: è recessione, ma "lieve"

### Lo scenario in sintesi

- **Lo scenario di "recessione lieve"** per l'area euro nel 2012 sta trovando conferma. **La contrazione del PIL dovrebbe essere limitata ai trimestri a cavallo tra fine 2011 e inizio 2012**, e pertanto tradursi in una variazione del PIL negativa di qualche decimo (-0,3% secondo le nostre stime più recenti) per la media del 2012. Il principale motivo per cui riteniamo che **la recessione sarà meno grave di quella sperimentata nel 2008-09** è che la causa dell'attuale contrazione è molto precisa e localizzata nei Paesi periferici, mentre il ciclo al di fuori dell'Eurozona resta espansivo e, anche all'interno dell'area, la maggiore economia potrà continuare ad espandersi (come segnala il livello elevato delle indagini), beneficiando del forte impulso derivante dalla politica monetaria (e anche fiscale, nel caso della Germania).
- **Quanto durerà?** Aggiornando l'esercizio di datazione del ciclo fatto nel numero di sei mesi fa di questa pubblicazione, otteniamo che, se il ciclo "recessivo" in corso durasse come nella media storica (18 mesi), allora il punto di svolta del ciclo potrebbe collocarsi (a seconda che lo si identifichi con il **punto di minimo** per la produzione o per il punto di massimo per le scorte) **tra settembre del 2012 e febbraio 2013**. Poiché la durata della precedente fase di espansione è stata inferiore alla media, tendiamo a ritenere che il punto di minimo possa collocarsi a fine estate (nelle nostre stime, il PIL tornerà a crescere tra il 3° e il 4° trimestre dell'anno, anche se successivamente la ripresa sarà molto graduale).

Paolo Mameli  
Anna Maria Grimaldi

Previsioni macro	2011	2012	2013	2011			2012				2013
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	-0.3	0.7	1.6	1.3	0.7	-0.3	-0.4	-0.5	0.0	0.4
- t/t				0.1	0.1	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.2
Consumi privati	0.2	-0.5	0.6	-0.4	0.3	-0.4	-0.3	0.0	0.1	-0.1	0.2
Investimenti fissi	1.6	-1.6	1.3	-0.1	-0.3	-0.6	-0.9	-0.2	0.1	0.2	0.3
Consumi pubblici	0.1	-0.4	0.4	0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1
Esportazioni	6.3	1.9	3.4	1.2	1.4	-0.4	-0.1	0.6	1.0	1.3	0.7
Importazioni	4.0	1.1	3.3	0.4	0.7	-1.2	0.5	0.5	0.9	1.0	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.3	0.1	0.0	-0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.0	0.1	-0.6	0.8
Deficit pubblico (% PIL)	-4.2	-3.2	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	88.0	90.9	92.0								
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	2.7	2.5	1.7	2.8	2.7	2.9	2.6	2.6	2.4	2.2	1.9
Produzione industriale (a/a)	3.6	-1.5	1.1	0.3	0.8	-1.9	-0.7	0.1	0.4	-0.2	-0.1
Disoccupazione (ILO, %)	10.2	11.1	11.0	10.0	10.2	10.5	10.8	11.1	11.2	11.2	11.2
Euribor 3 mesi	1.39	0.89	0.82		1.41	1.56	1.50	1.11	0.88	0.80	0.80

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Componenti della domanda

- Il calo di "appena" tre decimi di PIL che ci aspettiamo quest'anno nasconde una flessione più marcata (di -0,7%) per la domanda interna. Infatti, a differenza che nel 2009 quando la componente di domanda più colpita fu l'export (-12,7%), schiacciato dallo scenario di recessione "sincronizzata" a livello mondiale, oggi la causa della recessione è tutta domestica (la crisi sul debito, anzi localizzata nei Paesi periferici e non in tutta l'area euro) e pertanto il **commercio con l'estero** dovrebbe continuare a contribuire positivamente alla crescita (anche se meno rispetto allo 0,9% medio del biennio 2010-11). Stimiamo, infatti, che l'import possa essere frenato dalla debolezza dei consumi interni, mentre l'export possa mantenere un segno positivo grazie a una domanda ancora accettabile dai Paesi extra-UE.

- Viceversa, tutte le principali componenti domestiche vedranno, a nostro avviso, una contrazione quest'anno. Se la **spesa pubblica** sarà frenata dall'esigenza di aggiustamento dei conti pubblici (nostra stima: -0,4% dopo il +0,1% del 2011), anche i **consumi** privati si contrarranno in misura superiore al PIL (stimiamo di mezzo punto). Infatti, il reddito disponibile reale delle famiglie potrebbe contrarsi di oltre l'1% quest'anno, sulla scia del calo degli occupati, dello scenario di moderazione salariale e degli effetti degli incrementi di imposte e tariffe indotti dalle manovre di correzione fiscale (in un contesto di inflazione ancora elevata). Solo nel 2013 il potere d'acquisto delle famiglie potrebbe crescere, per la prima volta dal 2007 (sembra perciò di poter dire che i consumatori abbiano pagato il conto più salato alla crisi).

Reddito disponibile nominale e reale delle famiglie (var. % annue)							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Reddito disponibile	4.5	3.2	-0.3	1.0	2.2	1.2	2.3
Inflazione	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7	2.5	1.7
Potere d'acquisto	<b>2.3</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.6</b>

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati OEF

- Anche gli **investimenti**, penalizzati dalla debolezza della domanda, da condizioni finanziarie e del credito ancora tese, nonché dalla forte incertezza gravante sullo scenario, andranno incontro inevitabilmente a una flessione, stimiamo più accentuata di quella dei consumi (-1,6%, in pratica azzerando il recupero dell'anno scorso), ma non paragonabile a quella vista durante la precedente recessione (-12% nel 2009), vista l'elevata correlazione degli investimenti in macchinari e attrezzature con l'export. Un discorso a parte meritano le **costruzioni**, che stimiamo contrarsi per il quinto anno consecutivo nel 2012. Il peggio potrebbe essere alle spalle per il settore, ma sembra di poter dire che la correzione degli eccessi dell'ultimo decennio in alcuni Paesi periferici debba essere ancora completata (viceversa, le costruzioni tedesche hanno mostrato un buon rimbalzo nel biennio 2010-11 e possono continuare a espandersi anche nel biennio in corso).

### Mercato del lavoro

- Uno dei principali rischi gravanti sullo scenario nell'Eurozona è il veloce deterioramento del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è già salito al di sopra dei massimi toccati durante l'ultima recessione (al 10,7% a gennaio 2012 contro il 10,2% raggiunto nella primavera del 2010); infatti, nonostante l'attuale contrazione del PIL sia meno grave di quella del 2009, la ripresa del 2010-11 non è stata sufficiente a consolidare un significativo recupero dei livelli occupazionali. Il trend dovrebbe proseguire (anche in Germania il tasso dei senza-lavoro secondo gli standard ILO ha cominciato a salire a inizio 2012), e la disoccupazione potrebbe raggiungere un picco sopra l'11% tra la seconda metà del 2012 e i primi mesi del 2013 (visto l'usuale ritardo con cui l'andamento del ciclo si riflette sul mercato del lavoro). Persino superfluo aggiungere che la situazione del mercato del lavoro resterà molto differenziata tra i paesi più colpiti dalla crisi sul debito, con una disoccupazione già a due cifre (Spagna 23,3%, Grecia 19,9%, Irlanda e Portogallo 14,8% a gennaio), e i Paesi nordici con un tasso dei senza-lavoro molto contenuto non solo a confronto con altri paesi, ma anche in prospettiva storica (Germania 5,8%, Olanda 5%, Austria 4%). A metà strada si collocano la Francia (10%) e l'Italia (9,2%).

### I rischi

- Il nostro scenario centrale prevede la prosecuzione dell'attuale trend di attenuazione delle tensioni di mercato. La recessione avrebbe potuto essere sicuramente più grave se le misure straordinarie prese dalla BCE a fine 2011 non avessero rappresentato un punto di svolta nell'evoluzione della crisi finanziaria. Tra i **rischi** gravanti sullo scenario c'è dunque: 1) innanzitutto una **nuova escalation della crisi sul debito** sovrano, il cui effetto risulta però di difficile quantificazione (in quanto dipenderebbe dalla natura dell'evento scatenante); 2) l'altro

rischio rilevante, la cui importanza è cresciuta di recente, è quello di una ulteriore **salita dei prezzi delle materie prime** e del petrolio in particolare: nel nostro scenario centrale, il prezzo del Brent cala a 109,4 dollari per fine anno. Nel caso in cui il prezzo rimanesse agli attuali 125 dollari, la crescita sarebbe più bassa di un decimo quest'anno e di tre decimi il prossimo; se poi il prezzo salisse a 150 dollari (il livello sfiorato nel luglio 2008), ne deriverebbe un impatto negativo di due decimi quest'anno e di ben sette decimi l'anno prossimo, in sostanza pregiudicando interamente la ripresa che ci attendiamo per il 2013.

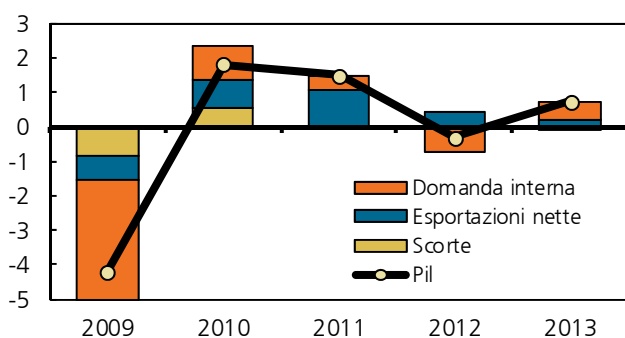
Impatto sulle stime di PIL e CPI 2012-13 di deviazioni del prezzo del Brent rispetto allo scenario base (var. % annue)

ipotesi sul Brent

	PIL				CPI			
	Impatto		Stima		Impatto		Stima	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Previsioni ISP (109.4\$ a fine 2012, 111.4\$ a fine 2013)	--	--	-0.3	0.7	--	--	2.5	1.7
Costante all'attuale livello (125\$)	-0.1	-0.3	-0.4	0.5	0.2	0.4	2.7	2.1
In salita a 150\$ a fine 2012 (e poi costante)	-0.2	-0.7	-0.5	0.1	0.4	1.0	2.9	2.7

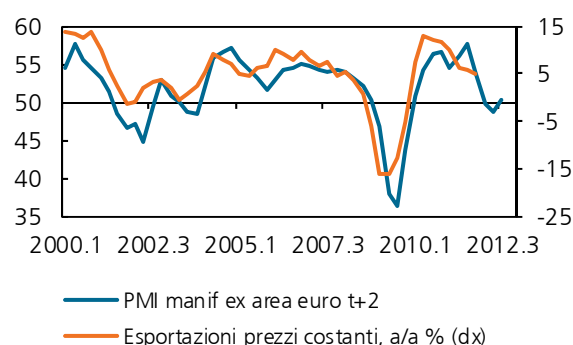
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

Domanda interna in frenata, possibile un lieve recupero nel 2013



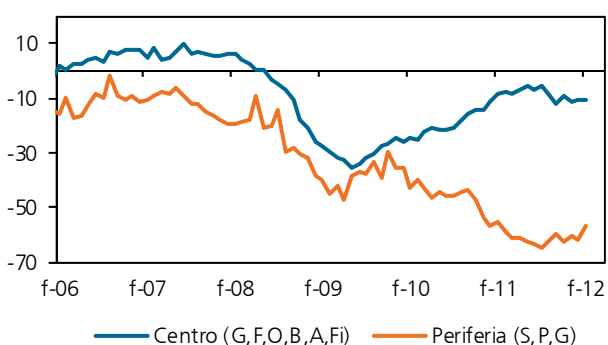
Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

L'export rallenta, ma non crolla



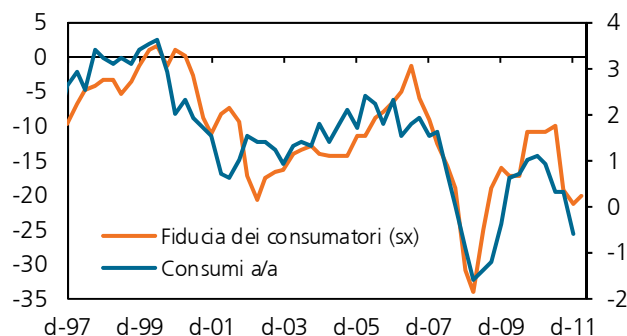
Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Persiste il divario ciclico fra centro e periferia, particolarmente evidente nel settore delle costruzioni (indici Commissione UE)



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

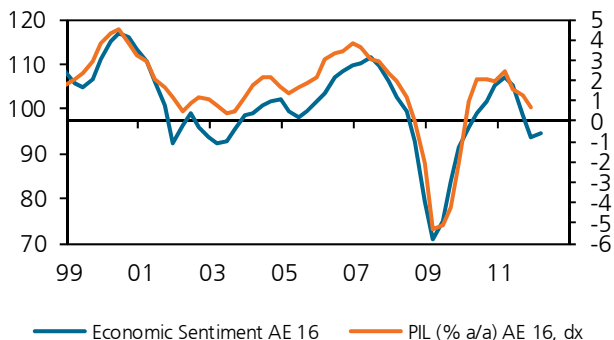
La fiducia delle famiglie non segnala ancora una ripresa dei consumi



Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

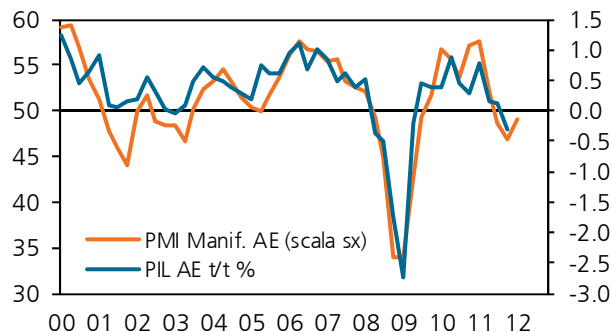


Il calo della fiducia sembra essersi stabilizzato ...



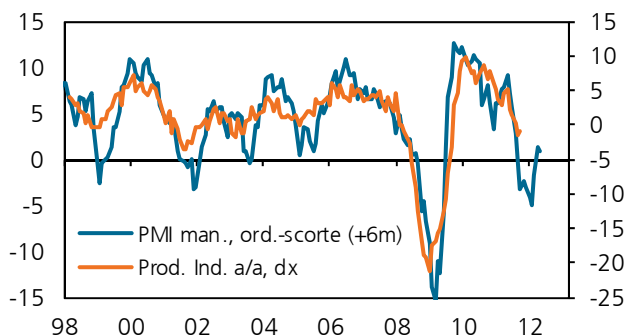
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... su un livello coerente con una crescita poco al di sotto dello zero



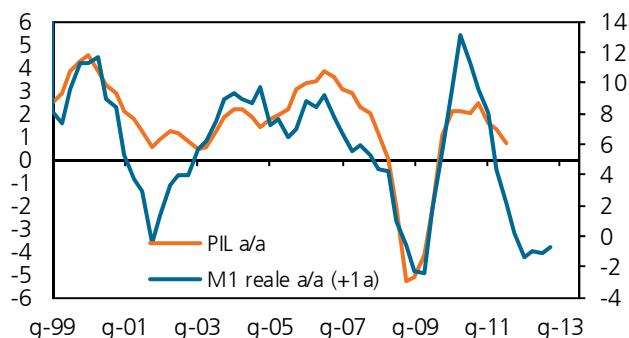
Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il trend recessivo nell'industria sembra essersi "arrestato" negli ultimi mesi ...



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... tuttavia, M1 reale segnala che un vero punto di svolta per il ciclo non si avrà prima dell'inizio del prossimo anno



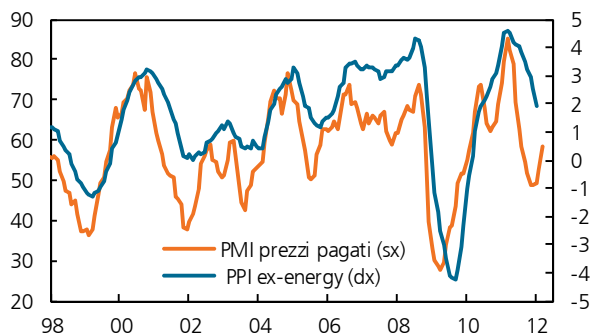
Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Inflazione: ancora sopra il 2% nel 2012, ma sono solo energia e tasse

A inizio 2012, l'inflazione dell'area euro ha sorpreso verso l'alto, rimanendo quasi invariata al 2,7% a/a. Non ci aspettiamo che l'inflazione torni al 2,0% prima di settembre. Ancora una volta il perdurare di pressioni al rialzo sulla dinamica inflazionistica sono da ricondursi al prezzo del greggio. Rispetto alle stime di dicembre, la media del prezzo del petrolio è stata rivista da 112 dollari a 115,6 dollari a barile, a fronte di un cambio euro/dollaro marginalmente più debole (1,32 da 1,34). Per il 2013, ci aspettiamo un calo del prezzo del greggio a 110 dollari a barile, a fronte di un apprezzamento del cambio a 1,35. La revisione al rialzo del profilo del prezzo del petrolio interessa in particolare i primi cinque mesi dell'anno. A dicembre, prevedevamo che il greggio a marzo sarebbe stato intorno a 118 dollari, mentre il prezzo si è aggirato in media sui 124 dollari. **Nel 2012, l'inflazione media dovrebbe essere del 2,5% a/a, due decimi in più rispetto alle stime di dicembre; nel 2013 si attende un calo all'1,7% a/a.** La dinamica sottostante dei prezzi al consumo, al netto di energia e alimentari freschi, si è mantenuta su livelli più contenuti (1,9% a/a) rispetto all'*headline*. Nel biennio in corso, l'inflazione sottostante è vista circa stabile all'1,6% a/a nel 2012 e all'1,7% a/a nel 2013. Le indicazioni più recenti dalle indagini congiunturali (in particolare l'indice PMI prezzi pagati) sono coerenti con pressioni limitate, anche se in aumento, a monte della catena produttiva (si veda la Figura 1). Non ci aspettiamo quindi ripercussioni di rilievo sui prezzi interni nei prossimi mesi. **L'elevato tasso di disoccupazione (10,7% a febbraio) e gli aumenti attesi nel 2012-13, dovrebbero limitare lo spazio per ulteriori aumenti salariali dopo il forte incremento del 2° trimestre 2011.** A dicembre, il costo orario del lavoro cresceva del 2,8% a/a, già in calo dal picco del 3,6% a/a di giugno scorso. Anche la BCE nel bollettino di marzo indicava che il rallentamento del ciclo e la probabile stagnazione della domanda interna contribuiranno, invece, a frenare la dinamica di costi, salari e prezzi domestici nel corso del 2012. **Pressioni verso l'alto sulla dinamica dei prezzi domestici potrebbero venire, invece, da rialzi di prezzi amministrati e tassazione indiretta**, che già nel 2011 hanno contribuito, in media, per lo 0,4%. Al momento è certo un aumento dell'IVA soltanto in Italia (ottobre 2012), che potrebbe da solo aggiungere circa tre decimi all'inflazione area euro. Ma è assai probabile che in corso d'anno Spagna, Portogallo e Belgio siano costretti ad aumentare la tassazione indiretta per far fronte al processo di consolidamento fiscale. Vi è ancora incertezza sul rialzo dell'IVA in Francia e quindi, al momento, non lo abbiamo incorporato nelle nostre previsioni.

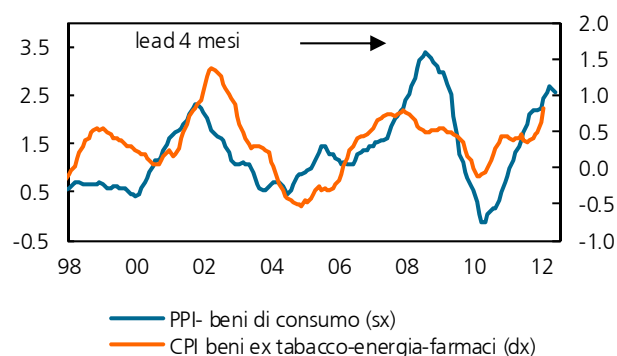
**I rischi per la dinamica inflazionistica sono verso l'alto nel breve termine** dato il permanere di forti tensioni geopolitiche che potrebbero temporaneamente spingere il prezzo del petrolio su quotazioni ben più elevate dello scenario centrale. Ulteriori pressioni potrebbero derivare da rincari di prezzi amministrati e tassazione indiretta per far fronte alla necessità di consolidamento fiscale nei Paesi periferici. **Nel medio periodo il ciclo, e in particolare l'ampio eccesso di offerta nel mercato del lavoro, limiteranno le pressioni da salari e costi sulla dinamica dei prezzi interni.** L'enfasi posta dalla BCE sulla dinamica inflazionistica nell'ultima conferenza stampa rispecchia le preoccupazioni per il breve termine e, riteniamo, voleva essere un segnale che le generose azioni della Banca centrale degli ultimi mesi non devono in alcun modo far pensare che la BCE abbasserà la guardia sui rischi per la dinamica inflazionistica.

Fig. 1 - PMI prezzi pagati: pressioni a monte ancora limitate



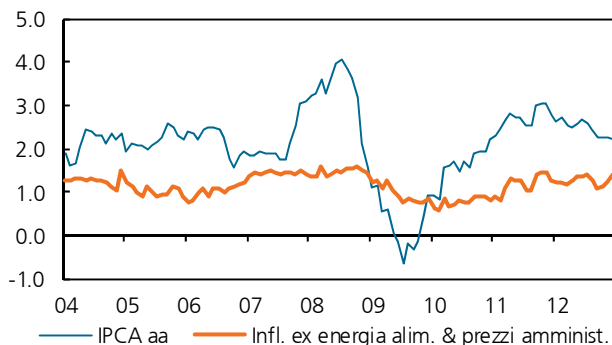
Fonte: Markit, Eurostat e Intesa Sanpaolo

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



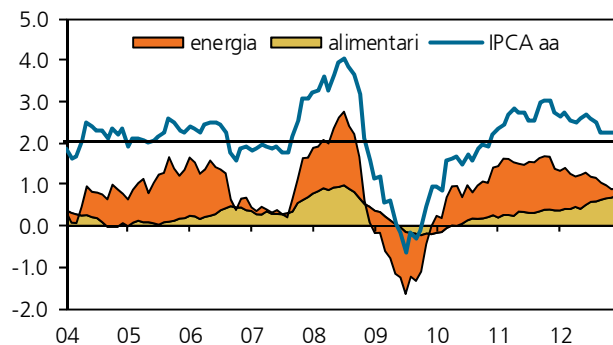
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - L'inflazione sopra il 2% per tutto il 2012



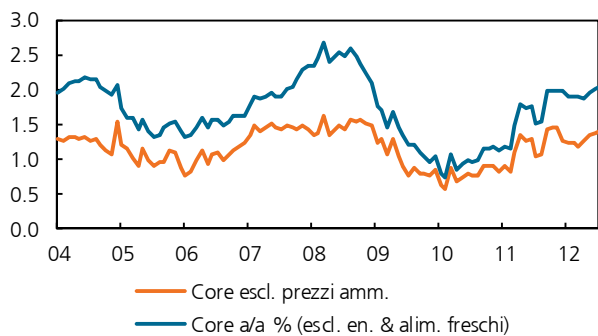
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Al permanere di pressioni su energia ed alimentari



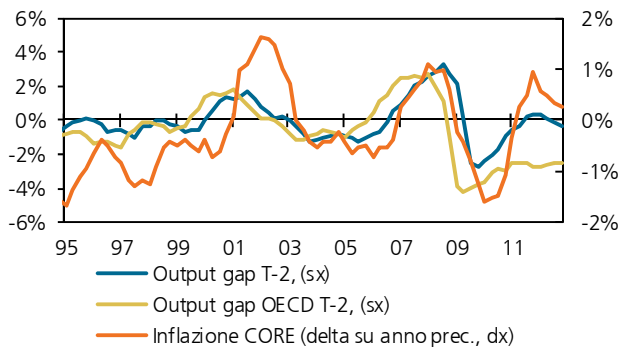
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Ma il ciclo farà da freno



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	<b>0.2</b>	-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

### Politica monetaria: *les jeux sont faits*

La BCE nell'ultima conferenza stampa ha indicato di essere alla finestra, in osservazione degli sviluppi sui mercati finanziari e delle dinamiche cicliche. Dopo "l'indiscusso successo" dei *repo* a 36 mesi, la BCE ritiene che la "palla sia ora nel campo dei governi e degli istituti di credito". Pensiamo che, a meno di eventi inattesi, non saranno annunciate nuove misure straordinarie nei prossimi mesi. Riteniamo, inoltre, che i tassi rimarranno fermi all'1% a lungo.

- Si prospetta una lunga pausa nelle azioni di politica monetaria, in attesa di poter valutare gli effetti delle misure recenti. All'ultima conferenza stampa, la BCE ha mantenuto aperte tutte le opzioni, ma la retorica utilizzata da Draghi suggerisce che a meno di eventi straordinari non saranno annunciate nuove misure non convenzionali nei prossimi mesi. Tuttavia, va ricordato che la BCE continuerà a soddisfare illimitatamente la domanda di liquidità nelle aste ordinarie fino a luglio, e pensiamo che tale regime sarà esteso almeno alla restante parte del 2012. Anche le regole sulle attività stanziabili potrebbero essere ulteriormente allentate, ove ve ne fosse necessità. Inoltre, l'SMP non è ancora stato dichiarato chiuso, la BCE vi ha fatto ricorso (anche se in modo limitato) la scorsa ottava.
- Per quanto riguarda le **operazioni straordinarie**, Draghi ritiene che siano un "*indiscusso successo*", dal momento che hanno ridimensionato i rischi di coda, hanno garantito ampia liquidità al sistema bancario e rimosso il rischio di rifinanziamento per il sistema bancario e indirettamente per i Governi. Per quel che concerne l'impatto sul credito, Draghi rileva che la seconda asta a 36 mesi ha visto la partecipazione di 800 istituti di credito (di cui 460 tedeschi) a fronte dei 500 della prima. L'aumento del numero di banche, probabilmente di piccola dimensione, rende la liquidità fornita più vicina alle piccole e medie imprese che risentono in particolare modo di condizioni al credito più stringenti. Ciò detto, sarà necessario del tempo per valutare gli effetti, probabilmente assai complessi, delle operazioni. La BCE ritiene che, dopo il netto miglioramento delle condizioni di mercato e di *sentiment* innescato dalle operazioni, "*la palla sia ora nel campo dei Governi e delle banche che devono completare il processo di ricapitalizzazione*". La BCE è difatti responsabile della liquidità delle banche e agisce come prestatore di ultima istanza per il sistema bancario, ma non può, e non è tenuta a, farsi carico del processo di ricapitalizzazione dei bilanci.

- **Una riduzione del tasso sui depositi a zero non si può escludere, ma difficilmente verrà annunciata a breve.** Il processo virtuoso innescato dalle aste a tre anni deve ancora trasferirsi in una maggiore circolazione di fondi tra gli operatori e, successivamente, al sistema produttivo. Un modo per favorire la circolazione della liquidità all'interno del sistema potrebbe essere un taglio del tasso di remunerazione delle riserve. Ci sembra improbabile che segnali in tal senso possano arrivare già alla prossima riunione. La BCE vorrà verificare gli sviluppi sul mercato interbancario, prima di adottare misure radicali e probabilmente controverse all'interno del Consiglio direttivo. Se la situazione tornasse a preoccupare, la BCE potrebbe preferire la via normale, cioè quella di tagliare il refi di 25 punti base e traslare tutto il corridoio, piuttosto che muovere il solo tasso sui depositi.
- **Per quel che riguarda i tassi di interesse, ci aspettiamo che restino fermi all'1,0% a lungo** (almeno fino alla prima metà del 2013), a meno di nuovi sviluppi avversi che impattino il quadro macro. Le previsioni dello staff BCE rivedono verso il basso la crescita sia 2012 sia 2013 rispetto alle stime di dicembre. Per quel che riguarda le stime d'inflazione, la BCE ha rivisto verso l'alto l'intervallo in particolare per il 2012, ma in minor misura anche per il 2013. La stima centrale proietta l'inflazione al 2,4% nel 2012 e in calo all'1,5% nel 2013. Le revisioni al rialzo delle stime d'inflazione scontano un prezzo del petrolio più elevato e un cambio più debole rispetto a dicembre scorso. Le ipotesi sottostanti sono di un prezzo del petrolio a 115 dollari al barile nel 2012 e in calo a 110 dollari nel 2013, a fronte di un cambio a 1,31 nel 2012 e a 1,32 nel 2013. **La BCE valuta che l'incertezza sullo scenario di crescita e i rischi verso il basso siano diminuiti.** I minori rischi verso il basso per la crescita sono riconducibili al miglioramento delle condizioni di rischio, al basso livello dei tassi d'interesse e alla tenuta della domanda interna. **I rischi per la dinamica dei prezzi al consumo nel breve termine sono giudicati verso l'alto, dato il permanere di pressioni verso l'alto dall'energia** e i rialzi di tassazione diretta e prezzi amministrati, ma nel medio periodo i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo sono ancora coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. L'ampio eccesso di offerta nell'economia e in particolare le condizioni del mercato del lavoro suggeriscono che le pressioni domestiche su salari, costi e prezzi rimarranno contenute nel medio termine.

Data previsione		BCE		Consenso		Intesa Sanpaolo	
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL
dic-11	2011	2.6/2.8 (2.7) ↑	1.5/1.7 (1.6) ↑	2.5	1.7	2.6	1.8
dic-11	2012	1.5/2.5 (2.0) ↑	-0.4/1.0 (0.3) ↓	1.8	0.4	2	0.5
dic-11	2013	0.8/2.2 (1.5)	0.3/2.2 (1.3)	ND	ND	1.6	1.0
mar-12	2011	2.4/2.6 (2.5) ↓	1.5/2.0 (1.8) ↓	2.7	1.5	2.7	1.9
mar-12	2012	2.1/2.7 (2.4) ↑	-0.5/0.3 (-0.1) ↓	2.2	-0.4	2.5	-0.3
mar-12	2013	0.9/2.3 (1.6) ↑	0.0/2.2 (1.1) ↓	1.7	0.9	1.7	0.7

Fonte: BCE, consenso ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In **conclusione** riteniamo che, se il miglioramento di morale e delle condizioni di mercato sarà confermato, la BCE rimarrà ferma sulle misure convenzionali e sui tassi d'interesse. Per favorire il processo di circolazione della liquidità, la BCE potrebbe portare a zero il tasso di remunerazione sulle riserve o tagliando solo il tasso sui depositi di 25pb o riducendo il refi di 25pb e traslando simmetricamente il corridoio.

## Breve guida al nuovo regime di controllo fiscale e macroeconomico dell'Eurozona

L'Eurozona ha realizzato, nel corso del 2011, una riforma dei suoi meccanismi di *governance*, che ora viene rafforzata con il *fiscal compact*. Le principali lezioni della crisi recente sono state recepite?

Luca Mezzomo

La lezione della crisi del debito che dal 2010 sta tormentando l'Europa ha stimolato una riflessione sulla necessità di adeguare la *governance* economica dell'Eurozona, dimostratasi pericolosamente inadatta. Il primo risultato è stato il cosiddetto *six pack*, un complesso di regolamenti comunitari dalla gestazione piuttosto tormentata che riforma il Patto di Stabilità e Crescita e introduce un nuovo meccanismo per il controllo degli squilibri macroeconomici; il secondo è costituito dal Trattato meglio noto come *fiscal compact*, il terzo contributo, ancora più tormentato, è stata la predisposizione di un meccanismo di salvaguardia nell'evenienza di crisi.

Nelle pagine che seguono sono illustrati i meccanismi che risultano da queste riforme, nell'ordine: il controllo preventivo sui conti pubblici, la procedura contro i disavanzi eccessivi, il contributo del *fiscal compact* e, infine, la procedura per la prevenzione e la correzione degli squilibri economici eccessivi. Non esaminiamo in questa nota, invece, la questione dei meccanismi di salvaguardia.

### Il controllo 'preventivo'

Le regole di funzionamento dell'Eurozona prevedono che gli Stati membri consegnino ogni anno dei programmi di stabilità coerenti con gli obiettivi fiscali di medio termine concordati fra loro e il Consiglio. La Commissione fornisce una valutazione ragionata dei programmi di stabilità e il Consiglio è chiamato a fornire un'opinione ufficiale. Il sistema ha l'obiettivo di correggere la politica fiscale degli Stati prima che si manifesti un disavanzo eccessivo, e punta su sanzioni politiche e reputazionali piuttosto che monetarie per raggiungere il suo scopo.

Le procedure originarie sono state modificate nel 2010 con l'introduzione di un calendario di scadenze denominato "**semestre europeo**", la cui prima applicazione ha avuto luogo nel 2011. L'obiettivo è quello di fornire al Consiglio e alla Commissione la possibilità di esercitare un'influenza nella fase di formazione dei programmi fiscali degli Stati membri, dei quali possono chiedere modifiche prima che siano stati approvati dai Parlamenti nazionali. Le tappe del processo sono illustrate nella tabella seguente.

Tabella 1 - Il semestre europeo

	Scadenze
Annual Growth Survey della Commissione Europea	gennaio
Linee guida per le politiche economiche	marzo
Linee guida per l'occupazione	marzo
Consegna dei Programmi di Stabilità (SP) e dei programmi nazionali di riforma (NRP)	metà aprile
Proposte della Commissione Europea in merito agli SPs e ai NRPs	fine maggio – inizio giugno
Il Consiglio annuncia linee guida specifiche per i singoli paesi	giugno-luglio
Raccomandazioni preventive del Consiglio in vista della preparazione dei budget per l'anno seguente	luglio

Fonte: Intesa Sanpaolo, sulla base del testo consolidato del Regolamento No 1466/97 e di *European Semester – Q&A*, Memo/11/14

L'**obiettivo fiscale di medio termine** deve fornire un margine di sicurezza rispetto al limite del 3% e assicurare la sostenibilità della finanza pubblica, ma nel regime in vigore può divergere dal requisito di un saldo attivo o vicino al pareggio. Il Regolamento 1175/2011 fissa per il **deficit strutturale** (cioè corretto per il ciclo e al netto di misure temporanee e una tantum) il vincolo che sia **non superiore all'1% del PIL**. Tale obiettivo viene rivisto ogni 3 anni, o a seguito di importanti riforme strutturali. Il fatto che l'obiettivo sia definito sul saldo strutturale non è una differenza di

poco conto, perché consente almeno di sfruttare gli stabilizzatori fiscali automatici in funzione anticiclica. La differenza fra le misure corrette e generali può essere ampia: fra il 2007 e il 2009, ad esempio, il deficit del settore pubblico italiano è peggiorato di 3,8 punti, contro gli 0,4 del deficit corretto per il ciclo.

Il sentiero di convergenza all'obiettivo fiscale di medio termine viene fornito nel **Programma di Stabilità**, che deve essere consegnato entro il 30 aprile di ogni anno per essere esaminato entro tre mesi dal Consiglio<sup>1</sup>. I contenuti minimi fissati dalle norme comunitarie, l'imposizione di standard analitici ed espositivi e la scadenza sincrona, sono tutti fattori che rendono i programmi di stabilità delle fonti insostituibili di informazione per la valutazione della sostenibilità dei conti degli Stati membri.

Un'apprezzabile novità introdotta con l'ultima riforma è che viene limitata la possibilità per i Governi di nascondere i problemi di controllo del deficit dietro stime di crescita del PIL eccessivamente ottimistiche, un problema che aveva caratterizzato ancora i programmi di stabilità 2011, in particolare quelli di Spagna e Francia. Secondo quanto previsto dall'art. 3.2a, **lo scenario macroeconomico deve essere "il più probabile" o "uno più prudente"**. A tal fine, è previsto un confronto con le più recenti stime della Commissione Europea e di altri soggetti indipendenti: "significative differenze fra lo scenario adottato e la previsione della Commissione devono essere descritte e motivate".

È ora previsto che il programma rispetti un **limite minimo di velocità rispetto alla convergenza verso l'obiettivo di medio termine**: il miglioramento annuo del saldo strutturale deve essere almeno pari allo **0,5% del PIL**, ma se il debito eccede il 60% del PIL o se lo Stato ha pronunciati problemi di sostenibilità del debito, Consiglio e Commissione hanno il potere di imporre un percorso accelerato di consolidamento fiscale. La velocità di convergenza all'obiettivo può anche essere modulata in base alla situazione del ciclo, richiedendo che sia aumentata nelle fasi di espansione economica.

Oltre che il deficit, la procedura di controllo preventivo fissa delle **limitazioni anche alla dinamica della spesa pubblica**. Viene considerato l'aggregato al netto degli interessi, degli esborsi coperti da programmi comunitari e delle variazioni non discrezionali della spesa in sussidi di disoccupazione. I paesi che hanno già conseguito l'obiettivo fiscale di medio termine possono far crescere la spesa in linea con il PIL potenziale; gli altri, devono garantire un aumento della spesa inferiore a quello del PIL potenziale, oppure prevedere un'esplicita copertura con entrate discrezionali aggiuntive.

Che cosa accade se lo Stato membro non rispetta i suoi obblighi riguardo al programma fiscale di medio termine? Fermo restando che se lo Stato presenta anche un disavanzo eccessivo sarà soggetto alla procedura specifica (v. sotto), il regime di controllo preventivo prevede degli **interventi correttivi**, sebbene non delle sanzioni specifiche. In primo luogo, entro un mese dalla prova di "significativa deviazione" la Commissione manda un avvertimento, seguito da una raccomandazione del Consiglio con le misure da adottare. Entro 5 mesi (ridotti a 3 se la situazione è particolarmente seria) lo Stato deve riferire riguardo all'implementazione delle misure richieste. Nel meccanismo preventivo, si ipotizza che la disciplina derivi soprattutto dalla pressione degli altri Governi e dal timore di ripercussioni sul merito di credito in caso di insoddisfacenti performance fiscali.

---

<sup>1</sup> I programmi di stabilità vengono pubblicati dalla Commissione Europea alla pagina [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sqp/convergence/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sqp/convergence/index_en.htm).

Quando una **deviazione** è **"significativa"**? La valutazione non può essere fatta a priori, ma due criteri esplicitamente indicati sono i seguenti: (a) se il divario è pari ad almeno lo 0,5% del PIL in un anno o 0,25% medio in due anni; (b) se l'eccedenza di spesa ha un impatto sul deficit di almeno 0,5% del PIL in uno o due anni.

#### La nuova procedura contro i disavanzi eccessivi

La procedura contro i disavanzi eccessivi è prevista dal Trattato sull'Unione Europea, che ne tratta all'art. 126 e nel Protocollo n° 12, ed è stata definita nei dettagli dal Regolamento EC 1467/97, modificato una prima volta nel 2005. L'assetto attuale è il risultato delle modifiche apportate con il Regolamento EU 1177/2011 dell'8 novembre 2011 al Regolamento EC 1467/97<sup>2</sup>. La riforma del 2011 ha ridotto i margini di discrezionalità precedentemente consentiti dai regolamenti sulla sorveglianza fiscale. Le modifiche hanno interessato due ambiti: il concetto di disavanzo eccessivo, in particolare per quanto riguarda l'importanza del parametro sul debito, e la procedura di correzione dei disavanzi. Ricordiamo che la procedura si applica anche agli Stati Membri che non fanno parte dell'area euro.

I valori di riferimento per disavanzo e debito rimangono quelli fissati dal Protocollo 12 del Trattato sull'Unione Europea, cioè rispettivamente il 3% e il 60% del PIL. Secondo quanto prevede il Trattato (art. 126.2) la regola sul **disavanzo** è rispettata anche quando supera il 3% del PIL in due casi: (i) se lo sfioramento è eccezionale e temporaneo e il rapporto resta vicino al valore di riferimento; oppure (ii) se è diminuito in modo sostanziale e continuo. Il regolamento (art. 3.4) quantifica la riduzione annua "sostanziale" in almeno lo 0,5% del PIL, calcolata però sul saldo strutturale (deficit corretto per il ciclo e al netto delle misure temporanee e una tantum). L'eccesso può essere tollerato anche nel caso in cui sia associato a un **severo rallentamento economico**, definito come una contrazione del PIL reale, oppure come una perdita cumulata di produzione durante un periodo protratto di bassa crescita del PIL rispetto al potenziale (v. testo consolidato del Regolamento 1467/97, art. 2.2).

La principale novità riguarda la **quantificazione della velocità "sufficiente" di riduzione del debito** per i paesi che presentano un debito superiore al 60% del PIL. In passato, il giudizio era sempre stato di natura politica e, di fatto, il criterio del debito era stato sempre ignorato. La crisi attuale ha però accresciuto la sensibilità per il rischio sistemico posto dai Paesi ad alto debito e quindi l'interesse per meccanismi che consentano di forzare la riduzione dei livelli di indebitamento. L'art. 2.1a del nuovo testo consolidato precisa che il differenziale rispetto al valore di riferimento (60%) deve essere ridotto a un tasso medio annuo pari a 1/20 nei precedenti tre anni per i quali sono disponibili dati; tuttavia, il requisito è soddisfatto anche se questa velocità di calo si manifesta nell'ultimo anno per il quale sono disponibili dati, più i primi due anni dello scenario previsionale della Commissione Europea. Si noti che la regola è 'asintotica' e la sua applicazione meccanica non implica la riduzione al 60% del rapporto debito/PIL entro vent'anni. Per i Paesi ad alto debito, il criterio implica che il tetto sul deficit sia più basso del 3% previsto dal Trattato; il valore dipende dal livello iniziale e dal costo medio del debito, oltre che dalle proiezioni sulla crescita nominale. Per l'Italia, con una crescita di 1,0% e un costo medio del debito del 5%, sarebbe inizialmente necessario ridurre il deficit allo 0,5% del PIL, ben 2,5% punti sotto il livello di riferimento standard.

Se nello Stato sotto esame il disavanzo del settore pubblico è inferiore al valore di riferimento, oppure vicino e temporaneamente al di sopra, è previsto (art. 2, commi 3 e 4) che la

---

<sup>2</sup> Nel seguito, tutti i riferimenti al Regolamento 1467/97 sono da intendersi come riferimenti al testo consolidato, comprensivo delle modifiche apportate dal Regolamento EC n° 1056/2005 del 27 giugno 2005 e dal Regolamento EU n° 117/2011 dell'8 novembre 2011.



## Scenario Macroeconomico

Marzo 2012

Commissione Europea consideri una serie di possibili fattori aggiuntivi che potrebbero consentire di applicare una velocità di riduzione del debito più bassa, se favorevoli (v. tabella 2).

Tabella 2 - Fattori aggiuntivi da considerare nella valutazione dei deficit eccessivi	
Fattori	Variabili
Sviluppi della posizione economica di medio termine	Crescita potenziale, risparmio netto del settore privato
Sviluppi della posizione di budget di medio termine	Record di conseguimento degli obiettivi fiscali di medio termine, saldo primario, sviluppi della spesa primaria, implementazione di politiche contro gli squilibri eccessivi, qualità complessiva delle finanze pubbliche
Sviluppi nella posizione debitoria di medio termine	Struttura per scadenze e composizione valutaria del debito, correzione stock-flussi, riserve e altre attività finanziarie accumulate, garanzie concesse, passività implicite connesse all'invecchiamento della popolazione, altre passività potenziali

Fonte: Regolamento 1467/97, art. 2.3 (come modificato dal Regolamento 1467/2011)

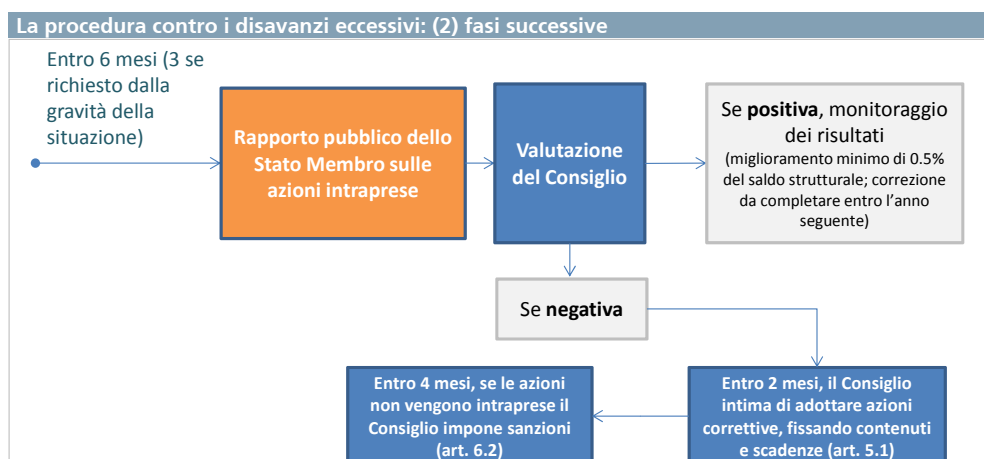
Le altre novità riguardano la procedura di correzione dei disavanzi eccessivi, i cui **tempi** sono ora determinati in modo più rigoroso dagli artt. 3 e seguenti. **Nel caso peggiore**, in cui uno Stato membro non rispetta sistematicamente le raccomandazioni europee, **le sanzioni sarebbero erogate entro 16 mesi dalla comunicazione dei dati che hanno originato la dichiarazione di deficit eccessivo**. Se la Commissione Europea riscontra i presupposti per un disavanzo eccessivo, entro due settimane viene riunito il Comitato per gli Affari Economici e Monetari e poi, entro 4 mesi dalla pubblicazione dei dati, si deve pronunciare il Consiglio. L'eventuale decisione sull'esistenza di un deficit eccessivo sarebbe accompagnata anche all'invio di raccomandazioni in merito alle azioni da intraprendere<sup>3</sup>.



Fonte: Intesa Sanpaolo, sulla base del testo consolidato del Regolamento 1467/97

Lo Stato membro dispone di un massimo di sei mesi per implementare le azioni richieste, periodo che può scendere a tre mesi qualora la situazione sia ritenuta di particolare gravità. Immediatamente dopo la fine del periodo il Consiglio esamina la situazione, sulla base della relazione inviata e pubblicata dallo Stato medesimo e di un parere della Commissione Europea. Se l'esito della verifica è positivo, si passa al monitoraggio dei risultati: il miglioramento del saldo strutturale deve essere di almeno lo 0,5% del PIL all'anno, ma come sta accadendo in questi ultimi anni, può essere previsto un percorso di risanamento ben più veloce.

<sup>3</sup> L'elenco e lo stato di avanzamento delle procedure contro i disavanzi eccessivi, assieme a tutti i documenti connessi alle procedure stesse, sono pubblicati dalla Commissione Europea alla pagina [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sqp/deficit/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sqp/deficit/index_en.htm).



Fonte: Intesa Sanpaolo, sulla base del testo consolidato del Regolamento 1467/97

Se la valutazione sull'efficacia delle azioni intraprese è negativa, il primo intervento consiste nell'invio di una nuova raccomandazione, contenente un calendario di azioni da compiere e specifiche scadenze. Questo atto formale, che è pubblico, deve avvenire entro due mesi dall'annuncio della valutazione negativa. Successivamente, entro 4 mesi dall'emanazione del giudizio negativo, il Consiglio delibera l'imposizione di sanzioni allo Stato inadempiente, se questo persiste nel non soddisfare le richieste. La decisione viene presa sulla base di un rapporto pubblico che lo Stato deve presentare e pubblicare. Come indicato dall'art. 7 del Regolamento citato, ciò avviene non oltre 16 mesi dalle date stabilite per la pubblicazione dei dati che hanno dato avvio alla procedura.

Tabella 3 - Procedure contro i disavanzi eccessivi in vigore (sola Eurozona)

Paese	Avvio	Scadenza	Paese	Avvio	Scadenza
Austria	02/12/2009	2013	Slovenia	02/12/2009	2013
Belgio	02/12/2009	2012	Slovacchia	02/12/2009	2013
Germania	02/12/2009	2013	Malta	07/07/2009	2011 (*)
Italia	02/12/2009	2012	Francia	07/07/2009	2013
Olanda	02/12/2009	2013	Irlanda	27/04/2009	2015
Spagna	27/04/2009	2013	Grecia	27/04/2009	2014
Portogallo	02/12/2009	2013			

(\*) Il parere della Commissione (gennaio 2012) segnala che Malta ha registrato un deficit del 3% nel 2011 e che sono state adottate misure adeguate a mantenere il deficit sotto il 3% nel 2012 e nel 2013

La data di avvio indicata è quella della decisione da parte del Consiglio in base all'art. 126.6 del Trattato. Fonte: Commissione Europea, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sfp/deficit/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sfp/deficit/index_en.htm).

Le **sanzioni** originariamente previste dal Trattato all'art. 126.11 includevano nell'ordine:

1. La pubblicazione di informazioni supplementari prima dell'emissione di obbligazioni.
2. Un invito alla BEI a riconsiderare la sua politica di prestiti.
3. La costituzione di un deposito infruttifero presso l'Unione, fino a correzione del disavanzo eccessivo.
4. L'imposizione di ammende. Quest'ultima modalità costituisce la regola nel nuovo regime (v. art. 11 del Regolamento 1467/97 consolidato), mentre le altre sanzioni diventano meramente sussidiarie.

L'**ammenda** è formata da una parte fissa (0,2% del PIL) e da una variabile. La parte variabile è determinata nella misura di 1/10 della differenza assoluta fra il deficit in percentuale del PIL l'anno precedente e: (i) il valore del deficit necessario a garantire la sufficiente riduzione del debito, se la procedura era stata avviata anche sulla base del rapporto debito/PIL; (ii) il meno restrittivo valore di riferimento del 3% negli altri casi. Il meccanismo previsto per la parte

variabile viene utilizzato anche per le eventuali sanzioni aggiuntive che debbano essere erogate a seguito di ulteriori inadempienze che emergano dalle successive verifiche annuali. Il gettito delle sanzioni sarà conferito alla EFSF o alla ESM<sup>4</sup>.

### Quale sarà il contributo del Fiscal Compact?

Ulteriori modifiche al regime di controllo sui conti pubblici deriveranno in futuro dalla ratifica del *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione Economica e Monetaria*, firmato il 2 marzo 2012, anche noto come *fiscal compact*. L'entrata in vigore del Trattato, prevista entro il 1° gennaio 2013, è vincolata al completamento del processo di ratifica da parte di almeno 12 Stati firmatari. Ulteriori novità potrebbero arrivare nel caso di approvazione di due altri regolamenti proposti nel novembre 2011 dalla Commissione Europea<sup>5</sup>.

Il Trattato introduce l'obbligo di mantenere il **saldo strutturale del settore pubblico in pareggio o in avanzo**, fissando un massimo dello 0,5% alla dimensione del deficit annuale (mezzo punto in meno, cioè, di quanto già previsto). La Commissione Europea viene incaricata di proporre il percorso di convergenza verso l'obiettivo. Deviazioni dal percorso devono essere giustificate da circostanze eccezionali, cioè eventi inconsueti non soggetti al controllo del Governo, oppure periodi di grave recessione economica (come definiti nella procedura contro i disavanzi eccessivi). Gli Stati firmatari si impegnano a introdurre dei **meccanismi automatici di correzione** nella propria legislazione, meglio se a livello costituzionale, che impongano un obbligo di attuare le misure correttive entro un tempo definito in caso di "deviazioni significative dall'obiettivo di medio termine o dal percorso di avvicinamento". La violazione di questo obbligo comporterebbe il ricorso alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea di una o più parti contraenti, con la possibilità che vengano imposte ammende fino allo 0,1% del PIL. L'Italia ha già approvato in seconda lettura alla Camera una legge costituzionale sull'introduzione del principio del pareggio di bilancio nella Carta costituzionale, trasmessa il 7 marzo al Senato per l'esame finale<sup>6</sup>.

La seconda restrizione è che i Paesi soggetti a procedura contro i disavanzi eccessivi devono predisporre "un **programma di partenariato economico e di bilancio** che comprenda una descrizione dettagliata delle riforme strutturali da definire e da attuare per una correzione effettiva e duratura del suo disavanzo eccessivo" (art. 5), soggette al monitoraggio di Commissione Europea e Consiglio.

Terzo, gli Stati firmatari si impegnano ad adottare un **principio di maggioranza rovesciata** per respingere eventuali proposte o raccomandazioni della Commissione Europea nell'ambito della

---

<sup>4</sup> L'Ungheria, che non fa parte dell'area euro, è stata recentemente punita per la mancata correzione del deficit eccessivo con la sospensione di fondi di coesione per 495 milioni di euro, fatto salvo un esito positivo del riesame che avverrà nel giugno 2012. L'Ungheria registra un deficit eccessivo dal 2004, e avrebbe dovuto correggerlo entro il 2011. Tuttavia, in gennaio l'ultimo rapporto della Commissione Europea segnalava che "non sono ancora assicurati adeguati progressi verso una tempestiva e sostenibile correzione del disavanzo eccessivo". La decisione del Consiglio è avvenuta il 24/1, 13 giorni dopo il rapporto, mentre la raccomandazione della Commissione è stata pubblicata il 6/3. Il 13/3 sono state deliberate le sanzioni.

<sup>5</sup> Sono noti anche '2-pack' e secondo la Commissione potrebbero essere approvati nell'estate 2012. Contengono l'obbligo di sottoporre le proposte di budget per l'anno dopo entro il 15 ottobre, assieme alle previsioni macroeconomiche di riferimento (che devono venire da fonti indipendenti). Consiglio e Commissione avrebbero quindi la possibilità di intervenire nella fase di elaborazione dei budget. Inoltre, si introdurrebbe un meccanismo più serrato di monitoraggio fiscale degli Stati con deficit eccessivi.

<sup>6</sup> In base alla proposta di legge, l'art. 81 della Costituzione consentirà il ricorso all'indebitamento solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta, al verificarsi di eventi eccezionali. Una legge ordinaria, da approvare entro il 28 febbraio 2013, definirà il limite massimo degli scostamenti, corretti per il ciclo economico, al superamento del quale occorre intervenire con misure di correzione; l'introduzione di regole sulla spesa; la costituzione di un organismo indipendente presso le Camere per l'analisi e la verifica degli andamenti di finanza pubblica; i limiti del ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali. Le nuove regole si applicheranno dal 2014.

procedura contro i disavanzi eccessivi<sup>7</sup>. Il concetto era stato proposto in fase di elaborazione della riforma del Patto di Stabilità, ma poi non era sopravvissuto nel testo finale dei regolamenti.

Infine, si prospetta la possibilità di introdurre misure specifiche per i Paesi dell'Eurozona sulla base dell'art. 136 del Trattato sull'Unione Europea e del meccanismo di cooperazione rafforzata<sup>8</sup>.

### Il controllo degli squilibri macroeconomici

La crisi di questi anni ha avuto origine soltanto in parte nell'indisciplina fiscale degli Stati membri. Il denominatore comune fra i Paesi assistiti è costituito dall'inadeguatezza delle politiche economiche nazionali di fronte a severi squilibri macroeconomici venutisi a formare nell'arco di molti anni, e che soltanto in Grecia e Portogallo avevano evidenti radici nei comportamenti del settore pubblico. L'applicazione rigorosa del Patto di Stabilità e del *fiscal compact* non avrebbe evitato né la crisi irlandese, né quella spagnola. Soltanto l'Italia è stata trascinata nella crisi per il livello troppo elevato del suo debito pubblico attraverso meccanismi di contagio.

La riforma del 2011 ha preso atto dell'inadeguatezza di un meccanismo di sorveglianza totalmente concentrato sulle variabili fiscali, introducendo un processo di prevenzione e controllo degli squilibri macroeconomici. Gli strumenti normativi che lo regolano sono costituiti dal Regolamento UE n° 1176/2011 "sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici" e dal Regolamento UE n° 1174/2011 "sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro".

Tabella 4 - Gli indicatori per il monitoraggio degli squilibri macroeconomici	
Indicatore	Soglia indicativa
Saldo delle partite correnti, % del PIL, media triennale	+6/-4%
Posizione Internazionale netta di investimento, % del PIL	-35%/Quartile inferiore
Var.ne % triennale del tasso di cambio reale effettivo	+/-5%, quartili estremi, -/+ st.dev.
Var.ne % (5 anni) delle quote di mercato estero	-6%, quartile inferiore
Var.ne % (3 anni) del costo del lavoro per unità di prodotto	+9%, quartile superiore
Var.ne % dei prezzi degli immobili residenziali, deflazionata	+6%, quartile superiore
Credito al settore privato in % del PIL	+15%, quartile sup.
Debito del settore privato in % del PIL	160%, quartile sup.
Debito del settore pubblico in % del PIL	60%
Tasso di disoccupazione, media triennale	10%

Le soglie di allerta si riferiscono ai soli Paesi dell'Eurozona. Fonte: European Commission, *Alert Mechanism Report 2012*, Table 1

Il meccanismo di allerta prevede la pubblicazione da parte della Commissione Europea di un rapporto annuale, l'*Alert Mechanism Report*<sup>9</sup>, basato sull'esame di dieci indicatori fondamentali rispetto ai quali sono state individuate delle soglie critiche. Il sistema considera anche 18 indicatori secondari a supporto dell'analisi. L'informazione viene poi tradotta in una classificazione a tre livelli degli Stati membri: paesi senza squilibri, paesi con il rischio di presentare squilibri, paesi con squilibri.

<sup>7</sup> Art. 7: "[...] le parti contraenti la cui moneta è l'euro si impegnano a sostenere le proposte o le raccomandazioni presentate dalla Commissione Europea, ove questa ritenga che uno Stato Membro dell'Unione Europea la cui moneta è l'euro abbia violato il criterio del disavanzo nel quadro di una procedura per i disavanzi eccessivi. Tale obbligo non si applica quando si constati tra le parti contraenti la cui moneta è l'euro che la maggioranza qualificata di esse, calcolata per analogia con le pertinenti disposizioni dei Trattati su cui si fonda l'Unione Europea, senza tenere conto della posizione della parte contraente interessata, si oppone alla decisione proposta o raccomandata".

<sup>8</sup> L'art. 136 consente di approvare misure concernenti l'Eurozona con una formazione del Consiglio che esclude i Paesi che non partecipano all'Unione Monetaria (Eurogruppo). La "cooperazione rafforzata" è prevista dal Titolo III del Trattato, artt. 326-334. Richiede un'autorizzazione del Consiglio, che delibera all'unanimità.

<sup>9</sup> Il primo rapporto è stato pubblicato il 14 febbraio 2012.

Al momento, la Commissione si è limitata a segnalare la necessità di ulteriori analisi sulla base dell'art. 5 del regolamento per 7 paesi dell'Eurozona (Belgio, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Slovenia, Finlandia) e 5 che non fanno parte dell'Unione Monetaria (Regno Unito, Svezia, Danimarca, Ungheria, Bulgaria). Saranno i rapporti analitici individuali a definire se il Paese presenta squilibri e se questi sono "eccessivi".

Al termine del processo, se gli squilibri non sono ritenuti gravi, il Consiglio potrebbe semplicemente decidere di rivolgere allo Stato membro delle raccomandazioni. A fronte di squilibri gravi, però, scatta una specifica **procedura contro gli squilibri eccessivi (EIP, Excessive Imbalance Procedure)**, trattata agli artt. 7-12 del Regolamento EU 1176/2011. Anche la EIP inizia con l'invio di raccomandazioni allo Stato membro, finalizzate a rimuovere le cause degli squilibri, ma in questo caso il Paese deve presentare entro la scadenza fissata un piano d'azione correttivo, che viene reso pubblico, ed è prevista una data anche per l'esame dello stato di avanzamento del piano. Quest'ultimo viene valutato entro due mesi dal Consiglio; se insufficiente, lo Stato membro deve correggerlo entro altri due mesi. In caso di inadempienza, limitatamente ai paesi dell'Eurozona, il Regolamento EU 1174/2011 prevede come primo passo la costituzione di un **deposito fruttifero** pari allo 0,1% del PIL dell'anno prima, deliberata mediante decisione del Consiglio a maggioranza rovesciata (la proposta della Commissione è considerata approvata se non viene respinta a maggioranza qualificata). Se l'esecuzione del piano correttivo rimane insufficiente, il deposito fruttifero viene convertito in un'**ammenda annuale**.

### La riforma funzionerà?

In sintesi, la crisi ha portato a quattro cambiamenti nella *governance* economica dell'Eurozona:

1. L'introduzione di meccanismi specifici per gestire le crisi, EFSF ed ESM.
2. Un'attenzione nuova al problema degli squilibri macroeconomici interni all'Eurozona, che ha stimolato il lancio di un processo di prevenzione e correzione specifico. Rimane ancora da verificare, però, che la somma ritardi dell'informazione statistica e di quelli relativi all'implementazione delle misure correttive sia compatibile con un'efficace prevenzione. Inoltre, la diagnosi e il disegno di adeguate misure correttive saranno più complessi e controversi rispetto ai programmi di consolidamento fiscale che ancora costituiscono il nocciolo duro della *governance* economica nell'Eurozona.
3. Una maggiore attenzione al livello del debito come fattore strutturale di debolezza e di rischio sistemico. Il risultato è stata l'imposizione ai paesi con alto debito di percorsi accelerati di riduzione.
4. Un rafforzamento dei meccanismi di prevenzione e correzione degli squilibri fiscali, che ha già portato a un intervento più pervasivo della Commissione e del Consiglio nella fase di formulazione dei piani fiscali nazionali.

Lo spirito della riforma è stato quello di rafforzare i meccanismi di disciplina, rendendo più facile e rapida la correzione di comportamenti devianti. Ma si possono considerare questi anche dei passi verso una maggiore integrazione economica? La risposta a questa domanda mi pare negativa. In primo luogo, continua a essere respinta l'ottica del ribilanciamento interno come un problema che riguarda anche i Paesi in surplus, oltre che quelli in deficit. A tale proposito, il rapporto della Commissione sugli squilibri si limita ad affermare che c'è bisogno di "ulteriore analisi orizzontale sui *drivers* e le implicazioni di politica economica di ampi e persistenti avanzi di parte corrente, specialmente in alcuni Stati membri dell'area euro". Secondo, la strategia rimane confinata alla sovrainposizione di controlli esterni sui processi di governo nazionali, rigettando (per ora?) i tentativi di introdurre anche meccanismi più robusti ed automatici come gli Stability Bonds.

## Germania: temporaneo rallentamento

Nel 2011, il PIL è cresciuto di un solido 3,1%. Per il biennio in corso ci aspettiamo una performance meno brillante, ma ancora nettamente migliore che nella media area euro. Rispetto allo scenario di dicembre, abbiamo ritoccato marginalmente al ribasso le stime di crescita per il 2012, a +0,8% da +1,0%, mentre manteniamo invariata la stima di crescita 2013 all'1,7%. La miglior performance della Germania rispetto al resto della zona euro continua a essere spiegata da una maggiore apertura verso economie dinamiche dell'Est-Europa e dell'Asia, da una *stance* di politica fiscale circa neutrale, se non al margine espansiva, e da tassi di interesse i eccezionalmente bassi. Tuttavia, l'economia tedesca non è rimasta immune al rallentamento della domanda mondiale e dalla crisi europea. A fine 2011, il PIL è calato dello 0,2% t/t (2,0% a/a, da un precedente 2,7% a/a). Gli ordini di beni manufatti da paesi al di fuori della zona euro sono calati sensibilmente a fine 2011 ed erano ancora in rosso a gennaio. E' quindi ragionevole attendersi che la debolezza continui a inizio 2012. Il PMI composito e l'indice IFO hanno segnalato tra gennaio e febbraio un chiaro recupero della dinamica produttiva nei prossimi mesi. Riteniamo quindi probabile che la crescita del PIL su base trimestrale abbia stagnato nel 1° trimestre e che torni in territorio positivo nel 2° trimestre. Su base annua, la crescita dovrebbe frenare ulteriormente e toccare un minimo a inizio primavera (si veda il Figura 1). A differenza degli anni pre-crisi 2009, negli ultimi due anni la dinamica produttiva è stata alimentata in misura crescente dalla domanda interna e meno dal commercio estero. Ci aspettiamo che questa tendenza si accentui nel biennio in corso (si veda il Figura 2), in parte perché il rallentamento della domanda mondiale peserà sulla dinamica delle esportazioni (+3,2% nel 2012, dal +8,4% del 2011), ma soprattutto perché una domanda interna più tonica (+1,0% quest'anno e +1,8% il prossimo) trainerà la crescita delle importazioni (+4,2% nel 2012) in eccesso rispetto a quella dell'export. La tendenza recente non è per il momento sufficiente a determinare una chiusura significativa del surplus di bilancia commerciale, che nel 2012-13 ci aspettiamo si aggiri ancora intorno al 5,3-5,5% del PIL, restando comunque ben al di sotto del picco toccato nel 2007 (7,5% del PIL).

La spesa in macchinari ha segnato una battuta d'arresto a fine 2011 ed è probabile che si veda ancora una lieve contrazione a inizio 2012. E' possibile che le imprese abbiano rimandato i piani di spesa, dato il calo degli ordinativi e la scarsa visibilità sugli sviluppi della crisi. Al rientrare dell'incertezza su questo fronte e date le condizioni finanziarie ancora eccezionalmente favorevoli, le imprese riprenderanno a investire in linea con i piani di medio termine. Tuttavia è difficile che la spesa aziendale possa crescere al passo del 2011, dal momento che il grosso degli investimenti di sostituzione dei macchinari dovrebbe essere già stato completato. In media, ci aspettiamo una crescita degli investimenti di +2,3% nel 2012 e di +4,4% nel 2013 dal 7,4% del 2011. Gli investimenti in costruzioni resteranno orientati positivamente nel biennio in corso, favoriti da una discreta crescita dei salari, da una maggiore sicurezza lavorativa, da tassi d'interesse storicamente bassi e dall'incertezza su altre forme d'investimento. Anche se il clima rigido dovesse aver pesato sugli investimenti a inizio anno, ci aspettiamo un effetto di recupero nei mesi primaverili. Nonostante la crescita sostenuta del reddito disponibile in eccesso del 3% nel 2011, i consumi delle famiglie sono cresciuti di solo l'1,4% ed hanno visto una lieve contrazione a fine 2011, probabilmente per effetto del clima di fiducia incerto. Nel biennio in corso, vediamo una crescita dei consumi (0,5% e 1,3% per il 2012 e il 2013, rispettivamente) di poco inferiore a quella del PIL, dal momento che la dinamica del reddito da lavoro dovrebbe rimanere sostenuta.

L'occupazione ha continuato a crescere a fine 2011 e gennaio 2012, nonostante il rallentamento ciclico. Ci aspettiamo una crescita degli occupati tra lo 0,4% e lo 0,6% nel biennio in corso. La Bundesbank, nel rapporto di dicembre, notava che ulteriori aumenti significativi dell'occupazione sono possibili nel medio periodo solo tramite cali della disoccupazione strutturale e un aumento della partecipazione e dei flussi migratori. Negli ultimi

Anna Maria Grimaldi

La svolta di questo ciclo si avrà in primavera

Cambia il mix di crescita: la domanda interna supera il commercio estero

Capex e soprattutto costruzioni fanno da traino, consumi più fiacchi

Occupazione ancora positiva

mesi si è già visto un aumento dell'immigrazione dagli otto paesi dell'Est-Europa cui è stato esteso il diritto alla piena circolazione delle persone da maggio 2011. Per quanto riguarda la disoccupazione, questa a febbraio ha toccato il minimo (6,8%) dai livelli pre-unificazione, e il numero di disoccupati è tornato sotto i 3 milioni di persone. Insieme a una crescita modesta dell'occupazione, farà da supporto alla dinamica del reddito una crescita dei salari contrattuali, anche se meno sostenuta che nel 2010-11 quando le imprese hanno distribuito parte degli aumenti di profitto ai lavoratori dipendenti sotto forma di bonus.

L'inflazione è rimasta sopra il 2% a inizio 2012 ma, a meno di persistenti pressioni dalla componente energia, ci aspettiamo che si aggiri al di sotto del 2% dalla primavera e in media all'1,9% nel 2012. E' possibile che i passati aumenti salariali saranno traslati in parte ai prezzi domestici, ma l'inflazione sottostante (in aumento dall'1,4% all'1,5% a/a) rimarrebbe comunque bassa.

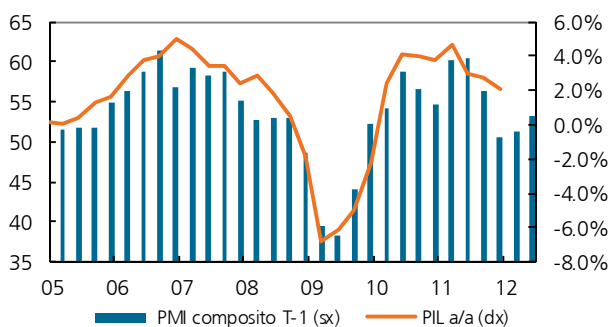
La brillante performance economica nel 2011 e il venir meno delle misure a supporto del settore finanziario, hanno contribuito a riportare il rapporto deficit/PIL all'1,0% nel 2011, circa un punto al di sotto del target indicato nei Programmi di Stabilità 2011-14; nel contempo il debito potrebbe aumentare ancora, salendo all'81,4% dal 63,7% del 2007. Nel 2012, il deficit dovrebbe rimanere all'1,0% o salire marginalmente per poi calare verso -0,5% del PIL nel 2013. Ciò detto, il rapporto debito/PIL rimarrà ben al di sopra del 60% e il processo di consolidamento fiscale non sarà abbandonato. La Bundesbank nota che molti dei Länder sono ben lontani dall'obiettivo di saldo strutturale in pareggio, anche se in aggregato il surplus degli Enti Previdenziali più che compensa i deficit di bilancio al netto della previdenza. Il 21 marzo, il Parlamento tedesco ha approvato, insieme al Budget 2012, un piano finanziario per il periodo 2013-16 che dovrebbe garantire un deficit strutturale nel 2014 non superiore allo 0,3% del PIL. Il debito è atteso calare fino all'80% nel 2014, grazie al surplus primario e dal momento che la spesa per interessi risulta inferiore alla crescita nominale.

**Salari contrattuali ancora in crescita ma meno che nel 2010-11**

**Inflazione: pressioni da energia e spinte contenute dagli aumenti salariali**

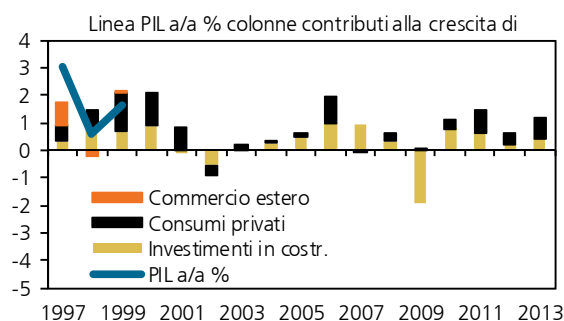
**Finanze pubbliche: meglio di quanto promesso**

**Fig. 1 - PMI: il minimo si dovrebbe vedere in primavera**



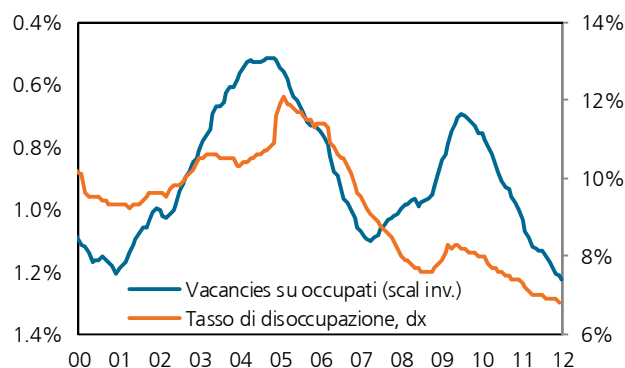
Fonte: Markit, Federal Statistical Office e stime Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 - La domanda interna controbilancia il rallentamento dell'export**



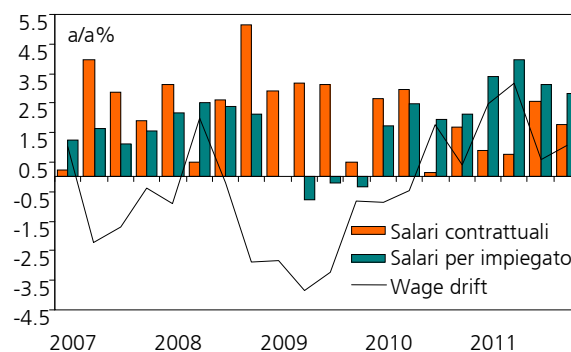
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Disoccupazione sui minimi dai tempi dell'unificazione. Posizioni aperte/occupati mai così elevato



Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Crescita dei salari sostenuta anche grazie ai bonus



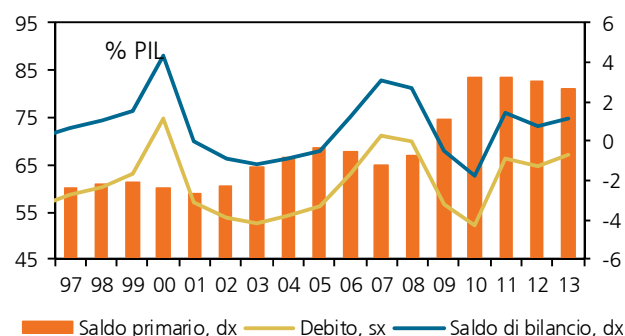
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Inflazione sottostante in salita, ma ancora sotto controllo



Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Deficit circa stabile



Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Previsioni Macro

	2011	2012	2013	2011			2012				2013
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	3.1	0.6	1.6	2.9	2.7	2.0	0.7	0.6	0.3	0.8	1.2
Consumi privati	1.4	0.7	1.3	-0.7	1.2	-0.2	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	6.6	2.8	4.7	0.1	0.5	1.1	0.3	0.8	1.0	1.3	1.3
Consumi pubblici	1.4	0.8	1.1	0.8	0.6	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.4
Esportazioni	8.4	3.2	5.9	2.7	2.6	-0.8	-0.5	1.6	1.6	1.4	1.6
Importazioni	7.5	4.2	6.6	2.9	2.7	-0.3	0.0	1.7	1.4	1.4	1.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.3	-0.2	0.4	-0.4	0.0	0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	5.3	5.3	5.0	5.0	5.5	5.5	5.2	5.3	5.6	5.2	5.3
Deficit (% PIL)	-1.0	-0.7	-0.5								
Debito (% PIL)	81.4	80.6	79.1								
CPI (a/a)	2.6	2.2	1.1	2.7	2.6	2.6	2.4	2.5	2.2	1.6	1.3
Produzione Industriale	8.0	1.6	2.7	1.3	1.5	-1.8	0.0	1.4	1.6	0.4	-0.1
Disoccupazione (%)	7.1	6.9	6.9	7.0	7.0	6.9	6.8	6.9	6.9	7.0	7.0

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



### Francia

**La primavera del 2012 sarà un momento di estrema importanza per la Francia**, che si appresta ad affrontare le elezioni presidenziali il 22 aprile e 6 maggio in un contesto di debole congiuntura economica e di rigore fiscale. Il nuovo Governo che verrà eletto si troverà a dover lottare contro un tasso di disoccupazione in deciso aumento, avendo però le mani legate dal rigido piano di contenimento del deficit e di rientro del debito, dettato dal Fiscal Compact. Per i dettagli sui programmi elettorali rimandiamo al focus seguente.

Sara Molinari

**La stima di crescita per il 2012 è stata rivista al rialzo allo 0,3% rispetto alla precedente stima, pari a 0,2%**, ma rimane comunque inferiore rispetto alla revisione del Governo che vede un aumento dello 0,5%. La revisione trova una giustificazione nella crescita del Pil più forte delle attese nel quarto trimestre 2011 e in un profilo di ripresa più rapido. Il PIL dovrebbe, infatti, sperimentare una debole contrazione a inizio anno, per poi riprendere a crescere nel 2° trimestre, sebbene a un ritmo moderato. Gli indici di fiducia rimangono a livelli contenuti ma stanno mostrando segnali di stabilizzazione: la minore incertezza relativa alla crisi del debito sovrano dovrebbe pian piano favorire l'attività reale, anche se gli effetti delle manovre fiscali restrittive peseranno ancora sulla crescita economica della Francia.

**I consumi privati** sono previsti in lieve contrazione nel 1° trimestre dell'anno per poi recuperare, sebbene molto lentamente. Su questa variabile peseranno da una parte il forte incremento della disoccupazione e dall'altra le manovre fiscali restrittive. Oltre agli effetti delle politiche economiche del 2011, il nuovo anno ha portato con sé un ulteriore aggiustamento fiscale: a gennaio, infatti, è stata proposta una legge fiscale correttiva che prevede l'ulteriore aumento dell'IVA (l'aliquota standard dovrebbe aumentare dal 19,6% al 21,2%) e dei contributi sociali.

**Gli investimenti delle imprese** sono attesi in indebolimento nella prima metà d'anno, per poi rimanere stagnanti nel 2° semestre. La crescita delle **esportazioni** avrà un passo più debole rispetto al 2011, quando la crescita media annua si è attestata al 5%. La Francia non potrà beneficiare molto della relativa tenuta delle economie extra-europee, dal momento che la quota più rilevante di esportazioni francesi è verso l'area euro. In ogni caso il contributo dell'export netto potrà essere parzialmente sostenuto dal contenimento delle importazioni, conseguenza della dinamica poco brillante prevista per i consumi.

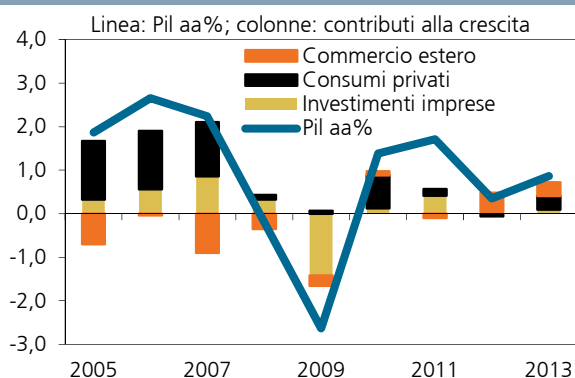
**La disoccupazione** è uno dei principali problemi che il Paese dovrà affrontare. Qualche tentativo per ridurre il costo del lavoro e favorire l'inserimento di giovani è stato posto in essere dall'attuale Governo, che ha deciso di attuare una serie di manovre per permettere alla Francia di recuperare il deficit di competitività accumulato negli ultimi anni. La legge fiscale rettificativa, infatti, prevede che i proventi dell'aumento dell'IVA vadano a contribuire al contenimento del costo del lavoro. Nonostante queste soluzioni (che entreranno in vigore in chiusura d'anno) il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere attorno al 9,8%.

**L'inflazione** non ha risentito dell'incremento dell'aliquota ridotta dell'IVA (dal 5,5% al 7%) nei primi due mesi dell'anno, tanto che ha moderato lievemente il ritmo, attestandosi al 2,3% rispetto al 2,5% di fine 2011. Nei prossimi mesi dovrebbe rallentare a seguito di una domanda interna più contenuta; in chiusura d'anno, però, si dovrebbero osservare gli effetti di un ulteriore aumento dell'imposta sul valore aggiunto, che questa volta avverrà sull'aliquota standard, manovra decisa a inizio anno dal Governo e ora all'esame del Consiglio Costituzionale. L'aliquota dovrebbe passare dal 19,6% al 21,2% e potrebbe portare l'inflazione a chiudere il 2012 poco sotto il 2%.

**Politica fiscale: indicazioni contrastanti da Governo e Corte dei Conti.** A febbraio, il Governo ha presentato una proposta di legge fiscale rettificativa per il 2012, che si è resa necessaria per poter centrare l'obiettivo di bilancio del 2012. La revisione al ribasso della crescita nell'anno in

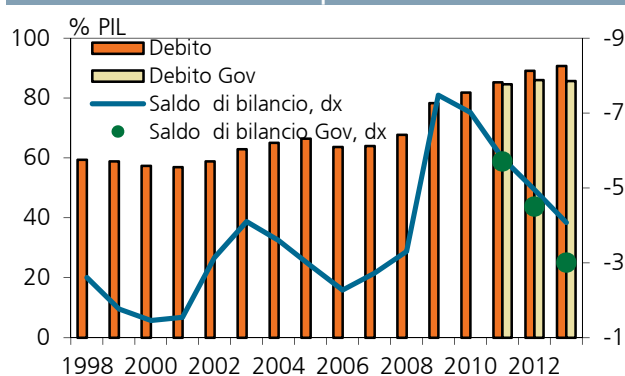
corso, infatti, non permetterebbe alla Francia di raggiungere il rapporto obiettivo del deficit/PIL del 4,5%, fissato dal piano programmatico 2011-14 del Governo (necessario per il raggiungimento del 3% nel 2013). L'obiettivo fiscale aveva come ipotesi una crescita del PIL all'1% per l'anno in corso, ma confrontandosi con una stima di 0,4% della Commissione Europea, il Governo ha dovuto rivedere la stima allo 0,5%, che si traduce in 5 miliardi di euro di minori entrate fiscali. Il Governo sostiene che l'obiettivo deficit/PIL per il 2011 (5,7%) sia stato più che raggiunto, con un effetto benefico sui conti 2012 di 3 miliardi di euro; ciò ridurrebbe quindi le necessità di nuovo fabbisogno finanziario a 2 miliardi di euro. I 2 miliardi di euro dovrebbero essere ottenuti dall'introduzione della tassa sulle transazioni finanziarie, che entrerà in vigore dal 1 agosto 2012 e che dovrebbe portare circa 500 milioni, dall'intensificazione della lotta all'evasione (effetto stimato in 300 milioni di euro) e infine dalla cancellazione dei residui passivi di budget (1,2 miliardi di euro). La Corte dei Conti francese, però, si è espressa in modo meno favorevole, sostenendo che le ipotesi sulle entrate fiscali sono ancora molto favorevoli e gli obiettivi di contenimento delle spese non sono ancora di fatto stati acquisiti. L'incertezza derivante anche dalle elezioni e la possibilità di un cambio di governo portano a ritenere che saranno necessarie ulteriori manovre per poter portare la Francia a raggiungere l'obiettivo del 3% nel 2013 fissato nell'ambito della procedura contro i disavanzi eccessivi.

#### Debole crescita nel 2012



Fonte: Insee ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Andamento di deficit e debito pubblico



Fonte: France Trésor, AMECO database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Previsioni macro

	2011	2012	2013	2011			2012				2013
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	1.7	0.3	0.9	1.6	1.5	1.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.6
Consumi privati	0.3	-0.1	0.6	-1.0	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Investimenti fissi lordi	2.9	0.7	0.7	0.6	0.2	0.9	1.6	0.8	0.7	-0.4	0.2
Consumi pubblici	0.9	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.7	0.5	0.4	0.1	0.1
Esportazioni	5.0	3.0	3.9	0.7	1.2	1.2	3.6	3.3	2.6	2.7	1.0
Importazioni	5.0	1.4	2.6	-1.0	0.7	-1.2	-0.5	1.0	1.3	3.7	0.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.9	-0.3	0.1	-0.1	0.0	-0.8	0.3	0.1	0.1	0.3	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.1	-2.0	-2.6	-2.2	-1.9	-0.8	-0.6	-0.4	0.7	-2.0
Deficit (% PIL)	-5.2	-4.4	-3.0								
Debito (% PIL)	84.8	87.7	88.1								
CPI (a/a)	2.1	2.0	1.8	2.1	2.1	2.4	2.2	1.9	1.8	1.9	1.7
Produzione Industriale	2.4	-0.3	0.6	-0.9	0.6	-0.8	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1
Disoccupazione (%)	9.3	9.7	9.5	9.1	9.3	9.4	9.7	9.7	9.8	9.7	9.7

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

## Focus: Hollande, “il cambiamento”, contro Sarkozy, “la forza della Francia”

Le elezioni presidenziali della primavera in Francia saranno un importante banco di prova per il paese e per l'intera zona euro. Il candidato socialista Hollande, che attualmente sta guidando i sondaggi, si propone con un programma elettorale molto ambizioso di sostegno ai redditi più deboli e contemporaneamente si presenta come la svolta per la politica internazionale della Francia. La sua volontà di ridefinire il Fiscal Compact, in modo da tenere in considerazione anche variabili di crescita e occupazione, potrebbe far perdere di importanza l'asse franco-tedesco, ridisegnando così la leadership europea. In termini di politica economica, le ambiziose proposte di Hollande, secondo le sue proiezioni, non dovrebbero avere grossi impatti sui conti pubblici nazionali, dal momento che rimane valido l'obiettivo del deficit di bilancio al 3% del PIL nel 2013, ma la volontà di modificare il sistema pensionistico potrebbe essere destabilizzante per i conti pubblici francesi nel medio periodo.

Sara Molinari

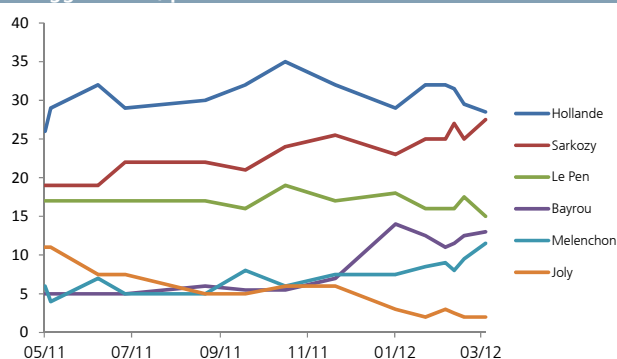
Il 22 aprile e il 6 maggio i francesi saranno chiamati alle urne per scegliere il nuovo Presidente della Repubblica. Le elezioni saranno un importante banco di prova non solo per il Paese ma anche per il futuro dell'Europa: è in Europa, infatti, che si decidono strategie di bilancio e crescita e il futuro Presidente della Francia potrà influenzarne le scelte strategiche, occupando una posizione di rilievo nel panorama politico dell'area.

I due principali candidati alle elezioni – Nicolas Sarkozy, Presidente in carica, e il suo diretto rivale, il socialista François Hollande – hanno posizioni divergenti soprattutto per quanto riguarda la politica europea. Hollande ha inserito tra i sessanta punti che riassumono il suo programma elettorale, la necessità di una rinegoziazione del Fiscal Compact, in modo che all'attenzione per gli indicatori di finanza pubblica si aggiunga quella per crescita e occupazione. Un'ipotetica vittoria di Hollande potrebbe dare l'avvio alla rivisitazione della leadership in Europa: il ridimensionamento dell'importanza del rigore fiscale come unico mezzo per raggiungere una maggiore integrazione, non solo monetaria, farebbe saltare l'asse franco-tedesco che fino ad ora ha guidato la concertazione tra i paesi.

### I sondaggi e i candidati

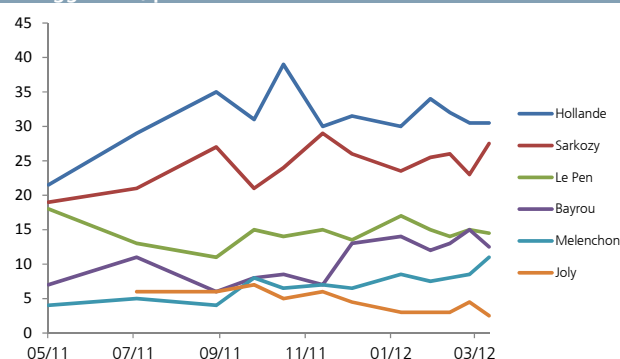
I francesi saranno chiamati alle urne domenica 22 aprile, per la votazione del primo turno, e il 6 maggio per il secondo turno, ballottaggio tra i due candidati che hanno ottenuto le più elevate preferenze. I sondaggi prevedono che la battaglia sarà combattuta tra Hollande e Sarkozy: infatti, non sembrano essere presenti altri candidati in grado di rappresentare un'alternativa adeguata. Sarkozy, leader carismatico, si deve confrontare con una performance economica non particolarmente brillante, accumulata nel quinquennio del suo mandato, mentre Hollande, che è una figura più fragile sul piano internazionale, fa però della maggiore equità contributiva e redistribuzione delle risorse il suo *leit motif*. Fino a gennaio, i sondaggi erano concordi nel dare in netto vantaggio Hollande, ma la candidatura ufficiale di Sarkozy, che è avvenuta a metà febbraio, ha notevolmente modificato la forchetta esistente tra i due, riducendo le preferenze attribuite al candidato socialista. Le ultime settimane, inoltre, hanno portato il peggioramento della posizione di Hollande e in alcuni casi si è addirittura assistito al sorpasso di Sarkozy. La riduzione dei consensi per Hollande è avvenuta anche a causa dell'aumento delle preferenze per il leader dell'estrema sinistra Melenchon. La partita sembra essere ancora aperta anche prendendo in considerazione le aspettative relative al secondo turno di votazioni: la quota di elettori ancora indecisi rimane infatti elevata.

Sondaggio IPSOS, primo turno



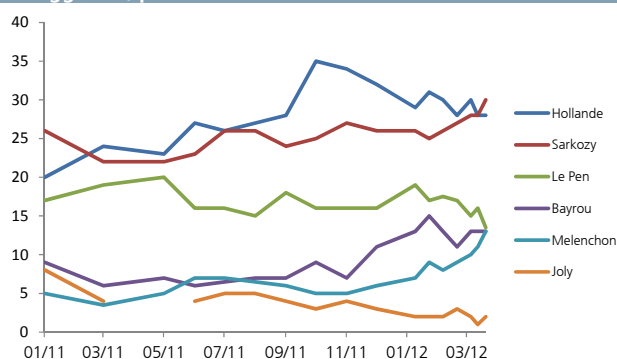
Fonte: IPSOS

Sondaggio LH2, primo turno



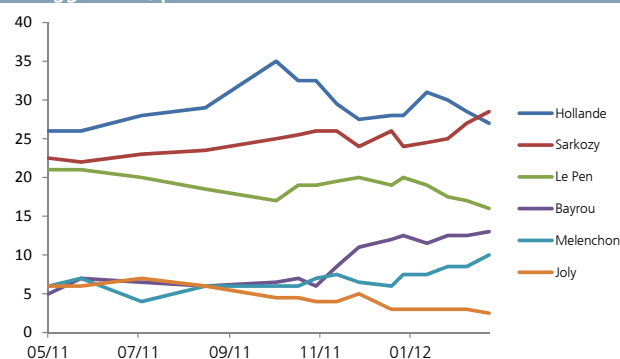
Fonte: LH2

Sondaggi CSA, primo turno



Fonte: CSA

Sondaggio IFOP, primo turno



Fonte: IFOP

## Sarkozy

Il Presidente in carica sta compiendo una campagna elettorale in completa antitesi rispetto a quella di Hollande. Sarkozy sta attuando una strategia mediatica impostata sulla moderazione, frazionando la comunicazione del suo programma, ma mantenendosi comunque attivamente presente sulla scena politica, seguendo la logica che lo ha portato alla vittoria del suo primo mandato. Sarkozy, però, si scontra con la crescente insoddisfazione da parte dell'elettorato relativamente ai risultati del suo mandato. Il suo programma economico prevede il raggiungimento di un deficit pubblico pari al 3% del PIL nel 2013, come previsto dalla procedura contro i disavanzi eccessivi, per raggiungere poi l'equilibrio nel 2016. Lo sforzo fiscale è stimato in 115 miliardi di euro tra il 2011 e il 2016, di cui 70 di tagli alla spesa e 40 ottenuti da manovre aggiuntive sulle entrate, di cui 32 già predisposti dalla legge fiscale. Mancano quindi 8 miliardi per centrare l'obiettivo di bilancio: Sarkozy ritiene plausibile che 2 o 3 miliardi possano essere ottenuti dalle maggiori imposte sui grandi gruppi industriali, proposte in campagna elettorale. Il Presidente in carica ha anche attivamente affrontato il problema della disoccupazione, prevedendo un piano di formazione per i disoccupati.

Sarkozy si deve scontrare con il ridotto sostegno che per ora arriva dall'estrema destra, il cui elettorato è storicamente descrivibile come euroscettico. Il tentativo di avvicinarsi maggiormente a queste posizioni, però, lo ha portato ad essere fortemente accusato di razzismo. Sarkozy sta ricevendo il pieno appoggio del Governo tedesco, desideroso di mantenere in essere l'asse franco-tedesco fino ad ora creatosi.

### Hollande

La campagna elettorale di Hollande fa perno sulla volontà di proteggere i ceti sociali più deboli, attraverso una maggiore tassazione dei redditi più alti e delle rendite finanziarie. La campagna elettorale condotta da Hollande ha creato notevoli preoccupazioni in Francia, tra coloro che temono ripercussioni economiche importanti e la possibile fuga di capitali che potrebbe seguire una sua elezione. In effetti, la posizione di Hollande si presenta come innovativa e di rottura, anche se non comporta variazioni rilevanti per la futura dinamica dei conti pubblici francesi, fatta eccezione per il tema delle pensioni.

Tra i 60 punti del programma elettorale segnaliamo quelli con la maggiore rilevanza economica e di bilancio pubblico:

- Per quanto riguarda l'Europa, Hollande ha annunciato di non voler ratificare il Fiscal Compact senza prima aver riaperto un negoziato che consideri altri indici e priorità, oltre alla sola considerazione delle variabili di finanza pubblica. Hollande ha dichiarato di voler privilegiare crescita e occupazione e di voler riorientare il ruolo della BCE, ampliandone il mandato. Hollande è favorevole all'emissione degli *stability bond* e vorrebbe proporre la formazione di un budget europeo per i grandi progetti futuri (tecnologie "verdi", trasporto ferroviario, energia). In termini di politica commerciale si è impegnato per combattere la concorrenza sleale e sostenere la regolamentazione comune in materia sociale e ambientale. All'interno della ridefinizione del ruolo francese in seno all'Europa, Hollande propone la ridefinizione dell'asse franco-tedesco.
- Hollande ha previsto precisi obiettivi di finanza pubblica, riaffermando i target definiti dal piano programmatico 2011-2014 del governo Sarkozy e gli impegni assunti con l'Unione Europea nell'ambito della procedura contro i disavanzi eccessivi: il deficit sarà ridotto al 3% del PIL nel 2013 e raggiungerà lo 0% a fine mandato.
- L'obiettivo sarà raggiungibile grazie all'eliminazione degli sgravi fiscali che negli ultimi dieci anni sono stati creati per le grandi imprese. Tale manovra, secondo i proponenti, dovrebbe portare a maggiori entrate per circa 29 miliardi di euro. Hollande propone infatti una riforma fiscale finalizzata a garantire una maggiore equità sociale. La proposta prevede un piano di prelievo fiscale semplificato con l'inserimento di un'aliquota del 45% per i redditi superiori ai 150 mila euro e del 75% per i redditi superiori al milione di euro. Inoltre, vorrebbe introdurre un tetto massimo agli sgravi fiscali pari a 10 mila euro annui.
- La riforma fiscale dovrebbe garantire una maggiore equità, ma Hollande prevede anche un ulteriore articolato programma per proteggere il potere d'acquisto dei redditi più deboli, attraverso: 1) la tariffazione progressiva di acqua, gas ed elettricità; 2) la remunerazione adeguata all'inflazione per i risparmi delle famiglie; 3) l'introduzione di massimali sui costi bancari, sostenuti da famiglie e imprese; 4) la lotta contro la speculazione sul prezzo della benzina; 5) la modificazione del calcolo del quoziente familiare, rendendolo più equo a budget costante; 6) la fine della speculazione sugli affitti ponendo dei massimali; 7) la riduzione del costo dei medicinali.
- Per sostenere la crescita ha previsto la creazione di una Banca di Investimenti pubblica, che possa alimentare lo sviluppo dei settori strategici per il sostegno delle economie locali e per la competitività del Paese. Hollande prevede la separazione delle attività tradizionali delle banche dalle loro attività speculative. Per Hollande le banche sono uno dei nemici da combattere, e per ciò prevede di incrementare le imposte del 15% ed è favorevole al mantenimento della tassa sulle transazioni finanziarie.
- L'aspetto più discutibile del programma elettorale di Hollande, quello che potrebbe portargli grandi consensi ma che risulterebbe il più difficile da attuare una volta eletto, è la riforma delle pensioni: il candidato socialista ha infatti previsto l'inizio delle negoziazioni a partire dall'estate per riportare l'età minima di pensionamento a 60 anni.

### Effetti sul bilancio fiscale della Francia delle manovre proposte da Hollande

La campagna elettorale di Hollande ha avuto un forte impatto mediatico: l'incremento dell'aliquota fiscale sui redditi più elevati, la riforma della tassazione sulle successioni, la riduzione degli sgravi fiscali per le grandi imprese e soprattutto le riforme al sistema bancario hanno spaventato molti commentatori che hanno iniziato a temere la fuga di capitali dalla Francia. La rivoluzionarietà di Hollande, però, non si riflette in un esplicito disconoscimento degli obiettivi fiscali concordati con l'Unione Europea. Il piano programmatico di Hollande riporta "les chiffres", cioè le ipotesi di base sul profilo di crescita e il risultato delle manovre di riforma in termini di deficit e debito pubblico. Le proposte di Hollande replicano perfettamente i dati previsti dal piano programmatico 2011-2014 per i conti pubblici francesi.

Deficit e debito pubblico, programma fiscale 2011-14 e programma di Hollande								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Programma fiscale 2011-2014</b>								
Saldo primario	-4,5	-3,1	-1,7	-0,1	1			
Spesa per interessi	2,5	2,6	2,9	3	3			
Deficit pubblico	-7,1	-5,7	<b>-4,6</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>			
Debito pubblico	81,7	84,6	86	85,6	84,1			
Crescita	2	2,25	2,25	2,25	2,25			
(revisione)			0,5					
<b>Proposta Hollande</b>								
Deficit/PIL			<b>-4,5</b>	<b>-3</b>	<b>-2,3</b>	-1,6	-0,8	0
Debito/PIL			88,7	88,6	87,6	85,8	83,4	80,2
Crescita			0,5	1,7	2	2-2,5	2-2,5	2-2,5

Fonte: dati *Programme de Stabilité de la France 2011-2014, Avril 2011*

Hollande sostiene di poter raggiungere il pareggio di bilancio a fine mandato, ma con un'ipotesi di crescita estremamente positiva. A partire dal 2014, infatti, ipotizza che la Francia cresca tra il 2 e il 2,5%, medesime ipotesi presenti nel budget pluriennale del Governo. L'irrealizzabilità del programma elettorale di Hollande sta in parte nel ritenere che il Paese potrà tornare a crescere al di sopra del 2% dal 2014.

L'evoluzione dei conti pubblici francesi rimane fragile. In primo luogo, non esistono ancora dati definitivi sulla chiusura del 2011; anche se il Governo ritiene plausibile che l'obiettivo previsto per il 2011, rapporto deficit/PIL al 5,7%, possa essere raggiunto, la Corte dei Conti ha evidenziato come le ipotesi sottostanti le variabili di finanza pubblica siano eccessivamente ottimistiche. Secondo, anche supponendo che l'obiettivo per il 2011 sia stato centrato, le ridotte prospettive per la crescita francese rendono complesso lo scenario per il 2012. La riduzione del deficit pubblico al 4,5% del PIL nel 2012 poggia su ipotesi di crescita molto favorevoli e dipende da obiettivi di riduzione della spesa pubblica che non sono ancora stati acquisiti. La Corte dei Conti calcola che la riduzione di un punto percentuale della crescita del PIL potrebbe impattare sul deficit del primo anno per 8 miliardi di euro e su quello del successivo in modo ancora più forte, con un effetto stimato di 10 miliardi di euro; espresso in termini di PIL questo vorrebbe dire un impatto dello 0,4% nel primo anno e dello 0,5% nel secondo.

Tutto ciò, in base alle nostre stime di crescita, comporterebbe un sfioramento dell'obiettivo 2013 di circa lo 0,6%, come illustrato nella tabella sottostante.

Deficit/PIL: confronto tra le stime del Governo e l'effetto provocato dalla revisione al ribasso della crescita economica				
	2011	2012	2013	2014
<b>Stime Governo</b>				
Deficit/PIL	-5,7	-4,5	-3,0	2,0
PIL	1,4	0,5	2,25	2,25
<b>Stime ISP</b>				
Deficit/PIL	-5,7	-4,58	-3,64	1,33
PIL	1,4	0,3	0,9	-

Fonte dati: elaborazioni interne

### Il problema delle pensioni

Il piano programmatico di Hollande ha un altro punto debole, ed è quello rappresentato dalle pensioni. Il candidato si è fortemente impegnato a portare per tutti i francesi l'età pensionabile a 60 anni: probabilmente è questa la proposta più rivoluzionaria che è stata fatta, contraria alle riforme che il Paese ha già messo in atto e soprattutto contraria a quanto il resto dell'Europa sta facendo. Il problema pensionistico è comune a tutti i paesi della zona euro ed è generalmente affrontato attraverso l'innalzamento dell'età pensionabile.

Nel 2007, in Francia, è stata introdotta una riforma del sistema pensionistico per innalzare gradualmente l'età pensionabile da 37,5 anni di contributi versati a 40 nel 2012. La riforma introdotta, però, non è risultata sufficiente per fronteggiare il combinato effetto del pensionamento dei *baby-boomer* (nati tra il 1945 e 1950) e gli effetti sulla disoccupazione della crisi economica e finanziaria iniziata nel 2008. La Francia ha così introdotto nel 2010 una nuova riforma, che innalza gradualmente l'età minima pensionabile a 62 anni (e da 65 a 67 quando il periodo contributivo minimo non è stato raggiunto), in ragione di 4 mesi per ogni anno.

L'impatto della riforma delle pensioni è indispensabile per la sostenibilità di medio periodo dei conti pubblici francesi. Secondo una stima della Direzione Generale del Tesoro, l'incremento di due anni dell'età pensionabile avrà un impatto migliorativo sul saldo primario strutturale dello 0,9% del PIL complessivamente per gli anni 2014 e 2015. Il contenimento della spesa dovuta ai minori esborsi per le pensioni, l'impatto sul PIL potenziale dato dall'aumento della popolazione attiva, l'effetto positivo dell'aumento dei contributi e le maggiori entrate fiscali derivanti da un prolungato periodo lavorativo miglioreranno rispettivamente di 0,8% punti di PIL il saldo primario del 2014 e di 0,1% quello del 2015. L'incremento della popolazione attiva, inoltre, avrà effetti positivi di medio periodo su crescita economica e conti pubblici.

La riforma delle pensioni del 2010 ha provocato scontenti e ha dato origine a numerose controproposte. La posizione del partito socialista, a cui aderisce Hollande, vede la possibilità di mantenere l'età minima pensionabile a 60 anni, con la maggiore contribuzione degli altri fattori produttivi, quindi con la maggiore tassazione del capitale. Chiaramente la proposta di Hollande sarà difficilmente attuabile, non essendo coerente con la sostenibilità nel medio termine della spesa pensionistica.

## Italia: quanto profonda è la notte?

Rivediamo al ribasso, da -1% a -1,5%, la stima sul PIL italiano nel 2012. La fase di contrazione del PIL dovrebbe durare almeno sino a metà anno, seguita da una di sostanziale stagnazione; l'economia dovrebbe tornare a crescere soltanto nella seconda metà del 2013. I consumi sperimenteranno un calo circa in linea con quello del PIL (e con quello subito nel 2009). Gli investimenti saranno frenati dalla debolezza della domanda e dalle condizioni finanziarie ancora tese. Il commercio con l'estero rimarrà l'unica fonte di crescita.

Paolo Mameli

**L'economia italiana è entrata in recessione a partire dalla seconda metà del 2011**, la quinta dagli anni '90 e la quarta dal 2001, ove si consideri recessione "tecnica" un calo per due trimestri consecutivi del PIL. **A fine 2011, la recessione si è approfondita**, con un calo del PIL di -0,7% t/t. Da notare che la domanda domestica è crollata di -1,4% t/t (-1% per la domanda finale, ovvero al netto delle scorte). **Ci aspettiamo una contrazione del PIL all'incirca della stessa entità a inizio 2012**, anche se la stima sul 1° trimestre è particolarmente incerta perché su essa potrebbero pesare alcuni fattori *una tantum* (agitazioni sindacali tra fine gennaio e inizio febbraio, avverse condizioni meteorologiche e blocco della fornitura di gas a febbraio) che hanno ostacolato il normale svolgimento dei cicli produttivi. **La fase di calo del PIL dovrebbe poi proseguire**, sia pur a ritmi più ridotti, **nel trimestre primaverile. Per la seconda metà dell'anno ci aspettiamo una sostanziale stabilizzazione** dell'attività produttiva (con una possibile volatilità indotta dall'aumento dell'IVA a cavallo dei due trimestri finali dell'anno). Nel nostro scenario centrale, **l'economia italiana tornerà a crescere solo nella seconda metà del 2013.**

Contrazione del PIL almeno sino a metà 2012, stagnazione fino a metà 2013

Sulla base di un dato leggermente peggiore del previsto nel 4° trimestre 2011 e soprattutto di una revisione al ribasso (anche sulla scia dei fattori *una tantum* di cui sopra) sul 1° trimestre 2012, ne risulta una **revisione al ribasso della stima sulla variazione media annua del PIL nel 2012, da -1% a -1,5%**, circa in linea con il consenso e con i principali previsori internazionali. Manteniamo per il 2013 la nostra stima di una crescita zero, al di sotto del consenso e delle principali stime ufficiali eccezion fatta per il FMI. La stima deriva principalmente dagli effetti della restrizione fiscale, che, indipendentemente dall'evolversi della crisi finanziaria, freneranno il ciclo anche l'anno prossimo. Tuttavia, **agli effetti "diretti" della crisi (via stretta fiscale) occorre aggiungere gli effetti "indiretti"** (l'effetto del maggior costo e della minor disponibilità di capitale proprio e di debito per le imprese e di debito per le famiglie; l'impatto della crisi finanziaria sulla fiducia degli operatori economici e in particolare delle famiglie con riguardo alle scelte intertemporali in merito agli acquisti di beni durevoli; l'effetto frenante del contesto di incertezza regnante su economia e mercati sulle decisioni di investimento delle imprese). Tali effetti "indiretti" valgono, a nostro avviso, tra il mezzo punto e il punto percentuale di crescita quest'anno. Ne deriva che, applicato su un tasso di crescita potenziale di poco inferiore all'1%, l'impatto della politica fiscale è coerente con le nostre attuali stime di crescita.

Impatto sul ciclo degli effetti "diretti" e "indiretti" della crisi sul debito (variazioni %)			
	2012	2013	2014
Impatto sul PIL della politica fiscale	-1.6	-1.0	-0.2
Variazione del PIL (impatto della politica fiscale applicato su un baseline di 0.9%)	-0.7	-0.1	0.7
Impatto sul PIL degli effetti "indiretti" della crisi finanziaria (su credito e fiducia)	-0.8	0.1	0.0
<b>Risultato: variazione del PIL</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Saranno colpiti innanzitutto i consumi delle famiglie, che subiranno una flessione prossima a quella del PIL e di entità simile a quella vista nel 2009 (-1,4%). Infatti, **il 2012 sarà il quinto anno consecutivo di flessione del reddito disponibile delle famiglie in termini reali** (ci attendiamo una contrazione dell'ordine del 3%, anche in questo caso in linea con quanto verificatosi nel 2009). Pertanto, solo un **ulteriore calo del tasso di risparmio** al 10,1%, dall'11,6% del 2011, impedirà una flessione ancor più accentuata della spesa delle famiglie. **A pesare sul reddito disponibile**

I consumi sono l'anello debole della catena



sono due fattori: **1) il calo degli occupati** (il tasso di disoccupazione ha già superato il massimo raggiunto durante la precedente recessione, e dovrebbe sfiorare il 10% a inizio 2013, anche in virtù del minor supporto offerto in questa fase ciclica dall'ammortizzatore costituito dalla cassa-integrazione, vista la sua natura tipicamente temporanea e visto che la recessione è intervenuta quando ancora non si era consolidata una vera ripresa dei livelli occupazionali); **2) gli effetti sul reddito delle famiglie delle manovre sui conti pubblici** (la sola IMU nel 2012 dovrebbe comportare un aggravio di circa 430 euro in media per famiglia).

Si può calcolare la variazione attesa dei consumi sulla base della relazione di lungo termine stimata dalla Banca d'Italia<sup>10</sup> secondo cui **l'elasticità dei consumi alle variazioni del reddito è del 60%, quella alla ricchezza finanziaria del 6% e quella alla ricchezza immobiliare dell'1,5%**. Ora, stimiamo (in base alla composizione della stessa) che la ricchezza delle famiglie (considerando la variazione dei prezzi non solo della componente azionaria ma anche obbligazionaria e in titoli di Stato in particolare) possa apprezzarsi nel 2012 (in virtù di un rimbalzo delle quotazioni sia azionarie che obbligazionario dopo il tonfo della seconda metà del 2011) del 10% in termini reali. A ciò occorre aggiungere l'effetto-ricchezza immobiliare (decisamente inferiore): ipotizzando un calo del 2,5% dei prezzi immobiliari in termini nominali, l'effetto sui consumi sarebbe negativo di un decimo. Infine, stimiamo che per la media del 2012 il reddito disponibile reale delle famiglie possa calare del 3%, con un impatto sui consumi di -1,8%. Sommando gli effetti di reddito disponibile e ricchezza (sia finanziaria sia reale), l'effetto complessivo è coerente con la nostra previsione di un calo dei consumi vicino al punto percentuale e mezzo.

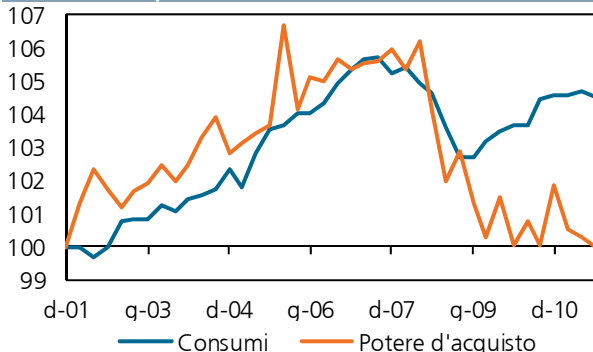
Stima sui consumi (var. % annua) sulla base delle elasticità a reddito e ricchezza			
%	Elasticità	Var. % a/a	Impatto sui consumi
Reddito disponibile	60,0	-3,0	-1,8
Ricchezza finanziaria	6,0	7,0	0,4
Ricchezza reale	1,5	-5,5	-0,1
<b>Consumi</b>			<b>-1,4</b>

Fonte: stime delle elasticità da: "The effects of housing and financial wealth on personal consumption: aggregate evidence for Italian households", A. Bassanetti and F. Zollino, Bank of Italy, presented at conference "Macroeconomics of Housing Markets" held in Paris, 3-4 December 2009

Da notare il fatto che **il calo del reddito disponibile si innesta su una tendenza già avviata da anni** (il che potrebbe potenzialmente amplificarne gli effetti). In base alla serie Istat, **il potere d'acquisto delle famiglie** (misurato appunto dal reddito disponibile deflazionato per il deflatore dei consumi) **è rimasto sostanzialmente fermo per tutto l'ultimo decennio** (o meglio, la flessione registrata negli ultimi anni ha in sostanza azzerato i miglioramenti che si erano verificati nella prima parte degli anni Duemila).

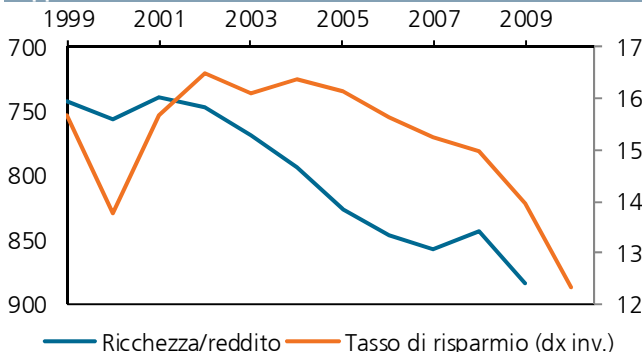
<sup>10</sup> "The effects of housing and financial wealth on personal consumption: aggregate evidence for Italian households", A. Bassanetti and F. Zollino, Bank of Italy, presented at conference "Macroeconomics of Housing Markets" held in Paris, 3-4 December 2009; vedi anche Mario Draghi, "Consumo e crescita in Italia", Lezione alla 48a Riunione Scientifica Annuale Società Italiana degli Economisti, Torino 26 ottobre 2007.

Negli ultimi 10 anni il potere d'acquisto delle famiglie (misurato dal reddito disponibile reale) è rimasto fermo



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

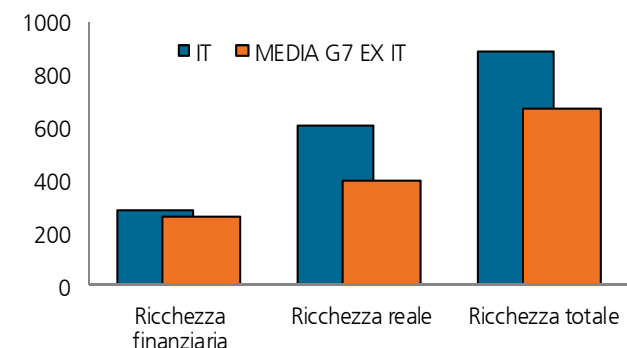
Il calo del tasso di risparmio si spiega con l'aumento del rapporto tra ricchezza e reddito



Fonte: Istat, OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

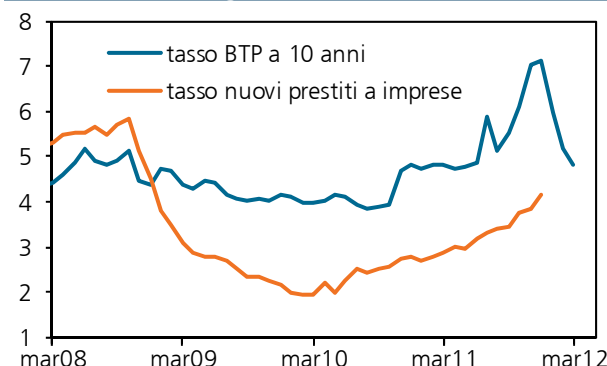
In sostanza, **le famiglie hanno potuto mantenere uno standard "accettabile" di consumi solo al prezzo di un ridimensionamento del tasso di risparmio, ovvero attingendo alla propria ricchezza** (il calo del tasso di risparmio si è proprio accompagnato a un aumento del rapporto tra ricchezza e reddito, che come noto in Italia è – secondo i dati OCSE del 2009 – il più alto tra i paesi del G7). Sospettiamo che questa tendenza si sia accentuata nel periodo più recente, e possa continuare nel biennio 2012-13.

Il rapporto tra ricchezza e reddito disponibile è in Italia il più alto tra i paesi del G7



Fonte: OCSE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il calo dei rendimenti sui BTP potrebbe riflettersi in un rientro della recente salita del tasso sui nuovi prestiti alle imprese, attenuando il freno agli investimenti



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

Condizioni finanziarie difficili (che peraltro potrebbero migliorare nel corso dell'anno se fossero confermati i segnali di diminuzione del rischio sul debito sovrano), eccesso di capacità produttiva (anche in virtù della brevità della fase di recupero precedente) e debolezza della domanda interna freneranno **gli investimenti**, che **potrebbero subire una contrazione dell'ordine del 5%**. La flessione per gli investimenti in macchinari e attrezzature e in mezzi di trasporto potrebbe sfiorare le due cifre (rimanendo **comunque meno accentuata di quella subita nel 2009** per via di un andamento meno sfavorevole della domanda dall'estero, in grado di attivare una quota importante degli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto). **Le costruzioni (in sostanza mai uscite da una recessione che dura almeno dal 2008) continueranno a contrarsi, ma se non altro il ritmo di calo non dovrebbe aumentare** (scendendo anzi rispetto allo scorso anno, poco sotto il 2%).

**Investimenti frenati da domanda interna debole e condizioni finanziarie**

Infine, **il commercio con l'estero resterà in pratica l'unico "motore" della crescita** (ovverosia l'unica componente a dare un contributo positivo al PIL), attenuando l'entità della recessione. Ci aspettiamo che l'export mantenga un lieve segno positivo (0,3%), sia pure in forte

**Il commercio con l'estero contribuirà ad "alleviare" la recessione**

rallentamento rispetto ai due anni precedenti (quando era cresciuto in media dell'8,8%). Il rilevante contributo positivo al PIL (pari a un punto percentuale) che ci aspettiamo dagli scambi con l'estero nel 2012 è dovuto pertanto quasi interamente al calo dell'import (-3,1%) legato alla debolezza della domanda domestica.

### Focus: considerazioni su durata e profondità della recessione

La recessione in corso è intervenuta dopo un'espansione durata appena 28 mesi (da aprile 2009 ad agosto 2011, secondo l'andamento della produzione industriale), poco più della metà rispetto alla **durata** media delle fasi di espansione. Nel caso in cui anche la fase di contrazione durasse come nella media, il minimo del ciclo si potrebbe vedere tra il dicembre 2011 e l'aprile 2012. Quanto alla **profondità** della recessione, continuiamo a ritenere che essa possa essere ben inferiore a quella dell'episodio del 2008-09 in termini di variazione del PIL, perché oggi non siamo in presenza di una recessione "sincronizzata" su scala mondiale. In ogni caso, visto che l'ultima fase di ripresa non ha avuto intensità sufficiente a innestare un recupero dei livelli di attività pre-crisi, già oggi la distanza dai massimi dei livelli di attività economica è superiore a quella sperimentata sui minimi delle precedenti fasi recessive. Ciò ha importanti implicazioni sia sul livello della disoccupazione che sulla mortalità delle imprese.

Paolo Mameli

Al fine di fare delle considerazioni circa la possibile **durata** della recessione in corso, abbiamo aggiornato l'esercizio di datazione del ciclo mantenuto tradizionalmente nel nostro Paese dall'Isae (e in precedenza dall'Isco), e, dopo la soppressione di quest'ultimo, ripreso dall'Istat nel Rapporto Annuale 2010<sup>11</sup>. Limitando l'analisi alla produzione industriale, che appare di gran lunga il più importante tra gli indicatori considerati dall'Istat, si nota che **la fase di espansione, iniziata dal punto di minimo dell'aprile del 2009, appare conclusa nell'agosto del 2011, ovvero risulta durata appena 28 mesi contro i 48 mesi della fase di espansione "media" dell'economia italiana dal dopoguerra (43 mesi ove si considerino le fasi cicliche solo dagli anni '90)**. Appare persino pleonastico aggiungere che, nonostante una perdurante fase di espansione della domanda mondiale, **è stata la crisi sul debito** (con le sue conseguenze in termini soprattutto di aggiustamento fiscale) **a intervenire su un ciclo tutto sommato non ancora "maturo"** (non si notavano, infatti, nemmeno all'"apice" della fase di ripresa particolari segnali di accumulo di scorte) e a decretare una fine prematura della fase di ripresa.

Ora, **nel caso in cui la fase di contrazione si muovesse in linea con la media storica, essa potrebbe durare dai 16** (ove si consideri la media del dopoguerra) **ai 20 mesi** (media dagli anni '90). Ciò significa che **la fase di contrazione iniziata nell'agosto del 2011 potrebbe concludersi tra il dicembre del 2012 e l'aprile del 2013**. Sembra ragionevole, vista la breve durata della fase espansiva, che anche la durata della recessione possa collocarsi vicino al valore inferiore della forchetta di stima.

---

<sup>11</sup> L'approccio metodologico utilizzato è quello messo a punto dal National Bureau of Economic Research (NBER), in cui si definisce come recessione una diminuzione assoluta e prolungata dei livelli di attività, diffusa in vari settori dell'economia. La definizione viene resa operativa analizzando i punti di inversione ciclica ("picchi" e "gole") di un certo numero di variabili economiche. In questa sede l'analisi dei punti di inversione ciclica considera sei variabili ritenute significative per il ciclo italiano (incidenza delle ore di lavoro straordinario, produzione industriale, trasporto ferroviario di merci, valore aggiunto nei servizi vendibili, investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, importazioni di beni di investimento) e sintetizzate in un indicatore composito coincidente.

Datazione ciclica italiana nella cronologia Isco-Isae-Istat - Anni 1945-2010						
	PUNTI DI SVOLTA			DURATA IN MESI		Ciclo completo
	Minimo iniziale	Massimo	Minimo finale	Espansione	Contrazione	
I	mag-45	set-47	mar-48	28	6	34
II	mar-48	apr-51	mag-52	37	13	50
III	mag-52	set-57	ago-58	64	11	75
IV	ago-58	ott-63	gen-65	62	15	77
V	gen-65	ott-70	ott-71	69	12	81
VI	ott-71	mar-74	mag-75	29	14	43
VII	mag-75	feb-77	dic-77	21	10	31
VIII	dic-77	mar-80	mar-83	27	36	63
IX	mar-83	mar-92	lug-93	108	16	124
X	lug-93	nov-95	nov-96	28	12	40
XI	nov-96	dic-00	mag-03	49	29	78
XII	mag-03	ago-07	apr-09	51	20	71
<b>XIII</b>	<b>apr-09</b>	<b>ago-11</b>	<b>?</b>	<b>28</b>		
	<b>MEDIA DAL DOPOGUERRA</b>			<b>48</b>	<b>16</b>	<b>64</b>
	<b>MEDIA DAGLI ANNI '90</b>			<b>43</b>	<b>20</b>	<b>63</b>

Se la contrazione durasse > **MINIMO DEL CICLO TRA DIC-12 e APR-13**  
come nella media

Fonte: Rapporto annuale Istat e stime Intesa Sanpaolo sul ciclo n. XIII

Quanto alla **profondità** della recessione, si rimanda alle considerazioni fatte sopra circa l'impatto della crisi sul debito (come detto, la principale causa dell'attuale fase recessiva) e di conseguenza sull'ordine di grandezza della contrazione del PIL. Giova solo qui fare due tipi di considerazioni:

1. **L'ultima fase di ripresa non ha avuto intensità sufficiente a rendere possibile il recupero dei livelli di attività precedenti la recessione del 2008-09** (vista la straordinaria profondità di quest'ultima). In sostanza, già nei primi mesi della fase recessiva, la distanza tra i livelli di attività economica e il precedente picco è in linea (e anzi, come nel caso della produzione industriale e del PIL, è già superiore) alla distanza tra "gola" e "picco" sperimentata sui minimi delle precedenti fasi recessive. Il fatto che l'attuale fase recessiva sia intervenuta su una fase espansiva di durata così breve, perciò di intensità insufficiente a innescare un significativo recupero dei livelli produttivi, ha **implicazioni** importanti con riguardo agli effetti del ciclo, tra l'altro, **su: a) i livelli occupazionali; b) la mortalità delle imprese**. In ogni caso, nel nostro scenario nemmeno nel 2016 (l'orizzonte massimo prevedibile) i livelli delle principali variabili considerate torneranno ai livelli pre-crisi.

Dinamica di alcune variabili nelle recessioni più rilevanti degli ultimi 40 anni e differenza attuale rispetto all'ultimo punto di massimo					
INDICATORI	1974-75	1992-93	2007-09	Media	Differenza % del dato più recente rispetto all'ultimo punto di massimo
Produzione industriale	-15,9	-8,4	-27,0	-17,1	-22,2
Investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	-17,7	-21,3	-21,6	-20,2	-15,7
PIL	-3,8	-1,4	-7,1	-4,1	-5,3

Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. I dati più recenti si riferiscono a gennaio 2012 per la produzione industriale e al 4° trimestre 2011 per investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto e PIL

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2012

Distanza dai massimi a fine 2011	
	%
PIL	-5.3
Importazioni	-8.4
Consumi privati	-2.0
<i>durevoli</i>	-18.4
<i>non durevoli</i>	-5.7
<i>servizi</i>	0.3
Consumi pubblici	-2.7
Investimenti fissi lordi	-17.0
<i>macchinari e attrezzature</i>	-14.4
<i>mezzi di trasporto</i>	-29.3
<i>costruzioni</i>	-20.3
Esportazioni	-6.2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

2. Il principale motivo in ogni caso per il quale **pensiamo che la profondità dell'attuale contrazione possa essere inferiore a quella sperimentata nel 2008-09** è il seguente: allora eravamo di fronte a una fase di recessione "sincronizzata" a livello globale, oggi come ripetutamente detto la causa della contrazione è specifica e domestica (semplificando, gli effetti della restrizione fiscale) e pertanto colpirà la domanda interna (in particolare i consumi) in misura simile ad allora, ma in minor misura l'export (e investimenti, visto il legame che essi hanno con la domanda dall'estero). Infatti, la nostra previsione sui consumi privati nel 2012 è quella di una contrazione dell'ordine del punto percentuale e mezzo, molto simile a quella vista nel 2009 (sulla scia di una flessione dell'ordine del 3% del reddito disponibile reale proprio come nel 2009); anzi, a differenza di tre anni fa, anche i consumi pubblici daranno un contributo negativo alla crescita (per lo stesso motivo ovvero la manovra di finanza pubblica). In sostanza, **dei quattro punti percentuali di differenza rispetto al 2009, oltre la metà è dovuta al contributo degli scambi con l'estero; circa un punto alla domanda finale interna** (sostanzialmente al fatto che la flessione degli investimenti sarà pari a circa la metà di quella vista nel 2009); **un ulteriore contributo viene da un minor decumulo di scorte** visto che come detto la recessione a differenza che nell'ultimo episodio non è intervenuta su un ciclo oltremodo "maturo".

La recessione del 2012 (secondo le stime Intesa Sanpaolo) a confronto con quella del 2009		
	2009	2012P
<b>PIL (prezzi 2005, a/a)</b>	<b>-5.5</b>	<b>-1.5</b>
Consumi delle famiglie	-1.6	-1.4
Consumi collettivi	0.8	-1.4
Investimenti fissi	-11.7	-5.7
Investimenti in macchinari	-13.9	-9.7
Investimenti in trasporti	-19.0	-9.8
Investimenti in costruzioni	-8.8	-1.7
Importazioni	-13.6	-3.1
Esportazioni	-17.7	0.3
<b>Differenza tra 2012 e 2009 (contributi al PIL)</b>		
Commercio estero		2.2
Domanda finale interna		0.9
Variazione scorte		0.9

Fonte: Istat, stime Intesa Sanpaolo

## Spagna

### In cerca di un equilibrio

Anna Grimaldi

I mercati sono diventati meno benevoli nelle ultime settimane con la Spagna: i titoli a 2, 5 e 10 anni hanno rendimenti superiori a quelli italiani e il CDS a 5 anni sulla Spagna è più caro di quello sull'Italia. Questo peggioramento rispetto all'Italia riflette le numerose notizie negative sui conti pubblici emerse nelle ultime settimane, nonché la cattiva gestione della comunicazione sui conti pubblici da parte del nuovo governo.

Il 12 marzo, i Ministri delle Finanze dell'Eurogruppo hanno sì dato il via libera alla revisione dell'obiettivo di deficit 2012, ma imponendo al Governo spagnolo di arrivare al -5,3% e non al -5,8% che Rajoy aveva annunciato in precedenza. Nel 2011, il deficit è stimato dal Governo al -8,5% del PIL, pari a 91,4 miliardi di euro, contro i 98,16 miliardi (9,3% del PIL) del 2010. L'obiettivo per il 2013, previsto dalla procedura contro i disavanzi eccessivi e mai messo in discussione dal Governo, è confermato al -3,0%. L'annuncio dieci giorni fa di rivedere il target di bilancio per l'anno in corso ha sollevato attenzione anche perché è avvenuto in concomitanza con la firma del nuovo contratto fiscale europeo, che imporrà vincoli stringenti anche riguardo al percorso di avvicinamento agli obiettivi.

Il compromesso raggiunto con la Spagna non va giudicato negativamente, perché salvaguarda le regole fiscali (la correzione strutturale è comunque molto superiore allo 0,5% annuo minimo e non comporta uno slittamento della scadenza fissata per il rientro sotto il 3%), ma senza sacrificare la ragionevolezza sullo sforzo di correzione richiesto. Non è chiaro se questa linea possa rappresentare un precedente anche per altri paesi, quali l'Olanda, che di recente hanno indicato di voler rivedere il target di bilancio. La Spagna ha difatti già attuato una correzione fiscale sul 2012 per 2,6 punti di PIL (si veda per maggiori dettagli il *Weekly Economic Monitor* del 13.01.2012) e il pieno rispetto degli obiettivi originari; richiedere una correzione strutturale di altre due punti di PIL potrebbe spingere il Paese in una pericolosa spirale di contrazione economica e mancati target fiscali. Il Paese è tornato in recessione a fine 2011 e per l'anno in corso il Governo si aspetta un calo del PIL di -1,7% (Consenso -1,4%; nostre stime più recenti -1,5%). Gli obiettivi originari fissati nel Patto di Stabilità 2011-14 si basavano su un'ipotesi di espansione economica di oltre il 2%. L'accordo raggiunto con i Ministri delle Finanze mira sostanzialmente a spostare sul 2013 una quota maggiore della correzione strutturale che va ancora attuata per riportare il deficit al 3,0%. Fissare target più credibili è meno dannoso di un secondo anno di ampio sforamento dei conti pubblici.

### Per rispettare i nuovi accordi sono necessarie misure straordinarie per circa 2 punti di PIL

Nonostante la revisione degli obiettivi, la situazione dei conti pubblici spagnoli rimane instabile: ad oggi l'obiettivo di un deficit in calo al 5,3% nel 2012 e quindi al 3% nel 2013 non sembra raggiungibile senza ulteriori misure. Inoltre, come argomentiamo in seguito, rimangono delle aree grigie nell'attribuzione dei flussi di spesa per i diversi livelli di governo che possono compromettere la credibilità degli obiettivi fiscali fissati, nonché determinare revisioni al rialzo al livello del debito.

Il Budget 2012 per le Amministrazioni pubbliche sarà approvato solo dopo le elezioni in Andalusia previste per il prossimo 25 marzo. Le nostre stime per il 2012 e 2013 si basano quindi sulle misure approvate con il Budget 2011 e sulle manovre straordinarie di fine estate e dello scorso 30 dicembre, che prospettavano una correzione fiscale di 2,6% punti di PIL nel 2012. Nelle nostre stime abbiamo assunto che la spesa per interessi, in percentuale del PIL, rimanga in linea con le ipotesi fatte nel Programma di Stabilità (PS) 2011-14 (2,5% del PIL nel 2012 e 2,7%

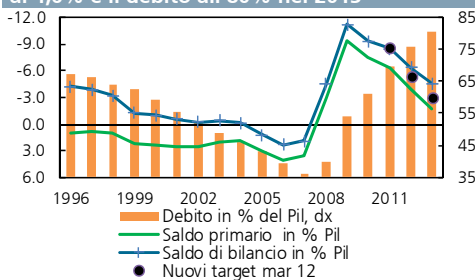
del PIL nel 2013). A legislazione vigente, e se la revisione del 2011 non nasconde un trasferimento di poste dal 2012 come alcune agenzie hanno insinuato<sup>12</sup>, il deficit chiuderebbe al 6,4% del PIL nel 2012, per calare al 4,5% nel 2013, ben sopra il 3% richiesto. Il saldo primario a legislazione vigente rimarrebbe in deficit al -1,8% del PIL e il debito potrebbe superare l'80% del PIL nel 2013. Per rispettare gli impegni concordati con Bruxelles saranno quindi necessarie misure aggiuntive per il 2,6% di PIL: 11 miliardi di euro sul 2012 e 15 miliardi sul 2013. Non sembrano esservi spiragli per mitigare la correzione fiscale tramite dismissioni e privatizzazioni. Il Governo ha annunciato che per il momento, in assenza di un'offerta, non intende privatizzare gli aeroporti di Madrid e Barcellona.

Fig. 1 – È aumentata la percezione del rischio Paese in relazione all'Italia



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - A legislazione vigente, il deficit resterà al 4,6% e il debito all'80% nel 2013



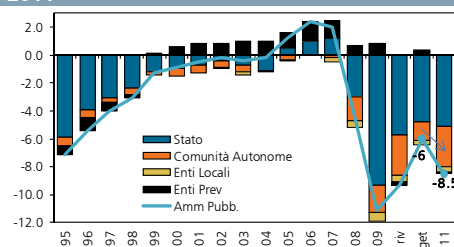
Fonte: Banco de España, IGAE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Le aree grigie nei conti pubblici spagnoli: quanto è grande il deficit delle Regioni?

Nella lettura dei conti pubblici spagnoli vi sono delle aree grigie legate all'attribuzione delle voci di spesa per competenza tra i diversi livelli di governo. Dallo scorso autunno avevamo segnalato i rischi che il deficit spagnolo potesse chiudere ben in eccesso del target 2011 (si veda il *Weekly Economic Monitor* del 18.11.2011). Il Governo nel presentare la manovra straordinaria di fine 2011 per 15 miliardi di euro aveva, difatti, indicato che lo sfioramento di bilancio di 2 punti di PIL all'8,0% era da ricondursi all'eccesso di spesa da parte delle Regioni e degli Enti previdenziali. Una nota del *Ministero de Hacienda y Administraciones Publicas* (MinHaP) dello scorso 27 febbraio conferma gli eccessi delle Regioni e in minor misura degli Enti previdenziali. Lo Stato ha riportato un deficit del 5,1% (54,7 miliardi di euro), solo tre decimi in eccesso rispetto agli obiettivi fissati la scorsa estate per i diversi livelli di governo (si veda Figura 3). Tuttavia, i dati mensili sul fabbisogno di cassa, fermi a dicembre e pubblicati con inusuale ritardo lo scorso 7 marzo, e quelli di contabilità nazionale del settore statale mostrano un deficit di competenza dello Stato di solo -2,9% (31,2 miliardi di euro da 60 miliardi nel 2010) e non del 5,1% del PIL, una differenza di oltre 25 miliardi di euro che non ha eguali dal 2005. Inoltre dai dati mensili emerge anche un'ampia differenza di circa 16 miliardi tra il saldo di cassa (-46,9 miliardi dai 52,2 del 2010) e il suddetto saldo di competenza, pari a 31,2 miliardi di euro (si veda Figura 4), che egualmente non ha precedenti dal 2005 a oggi.

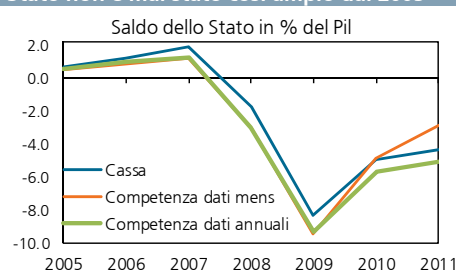
<sup>12</sup> Si veda per esempio C. Polo, *Montoro debería aclarar las cifras del déficit*, *Expansion*, <http://www.expansion.com/2012/03/14/opinion/tribunas/1331683192.html>.

Fig. 3 - Le Regioni sembrano colpevoli del buco 2011



Fonte: Banco de España, IGAE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Il gap tra cassa e competenza per lo Stato non è mai stato così ampio dal 2005



Fonte: Banco de España, IGAE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Come riconciliare la discrepanza tra i saldi di cassa e competenza del settore statale?

Come riconciliare queste differenze tra cassa e competenza, nonché nel saldo di competenza dello Stato che emerge dal confronto tra i dati mensili e quelli per i diversi livelli di governo? Una nota del MinHaP del 07.03.2012<sup>13</sup> indica che le differenze sono da imputarsi al "sistema liquidazione 2009", che da solo spiegherebbe non solo la discrepanza tra la cassa e la competenza ma anche la differenza di 2,2 punti di PIL (20 miliardi di euro) nel computo del deficit statale di competenza. Da notare che per qualche motivo l'effetto liquidazione 2009 non sembra aver avuto conseguenze sull'esercizio 2010. Ragionevolmente, se il deficit dello Stato 2011 è di -2,9% e non di -5,1%, allora il deficit delle Regioni e/o Enti previdenziali è più elevato, se il deficit complessivo delle Amministrazioni pubbliche è davvero di -8,5%. Cercare di capire a quanto effettivamente ammontano i deficit dello Stato e delle Regioni è rilevante per valutare quanto credibili siano gli obiettivi 2012 per i diversi livelli di governo. Il primo ministro Rajoy e il ministro per il budget Montoro hanno raggiunto un accordo il 6 marzo scorso con le 17 Regioni sui tagli di budget 2012. Mentre al Governo centrale è stato concesso un ampio margine di manovra (deficit di -4% del PIL, dal 3,2% fissato dal Patto di Stabilità 2011-14), il target per le Regioni è stato alzato solo di tre decimi all'1,5%<sup>14</sup>.

Tabella 1 - Obiettivi di bilancio del Governo

% del PIL	2010	Target 2011		2011 risultati	Target 2012		Target 2013 da PS
		da PS	Rivisti*		da PS	mar 12	
Stato	-5.7	-2.3	-4.8	-5.1	-3.2	-4.0	-2.1
Comunità autonome	-2.9	-3.3	-1.3	-2.9	-1.3	-1.5	-1.1
Enti locali	-0.5	-0.8	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2
Previdenza	-0.2	0.4	0.4	-0.1	0.4	0.0	0.4
Totale	-9.3	-6.0	-6.0	-8.5	-4.4	-5.8	-3.0
Crescita PIL reale	-0.1	2.3	ND	0.7	2.3	-1.7	ND

Nota: (\*) obiettivi 2011 diversi da quelli indicati nel Patto di Stabilità e derivati dalla Nota de Prensa del 27.02.2011 del Ministerio de Hacienda y Administracion Publicas. Fonte: IGAE, Nota de Prensa e Patto di Stabilità 2011-14

### Quanto credibili sono gli obiettivi per i diversi livelli di governo?

Al momento non si hanno indicazioni sugli obiettivi di spesa ed entrate per il complesso delle Amministrazioni pubbliche, ma solo per lo Stato. L'obiettivo per le Amministrazioni centrali è di un deficit di 42,6 miliardi di euro. Le ipotesi sottostanti sono di una crescita delle entrate nulla

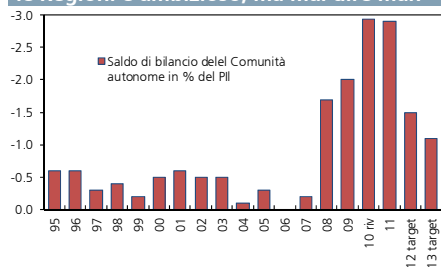
<sup>13</sup> Si veda: <http://www.minhap.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Notas%20Prensa/2012/ESTADISTICAS/07-03-12%20NP%20Ejecucion%20Presupuestaria%20diciembre.pdf>

<sup>14</sup> Sebbene i target siano particolarmente stringenti per le Regioni, che sono direttamente responsabili per la spesa sociale, quasi tutte hanno votato a favore con l'eccezione dell'Andalusia, che si è espressa contraria e della Cataluña, che si è astenuta. La maggior parte delle Comunità ha già approvato il bilancio per il 2012 con una previsione delle entrate statali simili allo scorso anno. Il ministro delle finanze, Cristobal Montoro, ha però avvertito che dovranno integrare i budget perché lo Stato trasferirà in alcuni casi fino al 15% in meno. In questo modo, le Comunità sanno di dover tagliare, ma non di quanto.



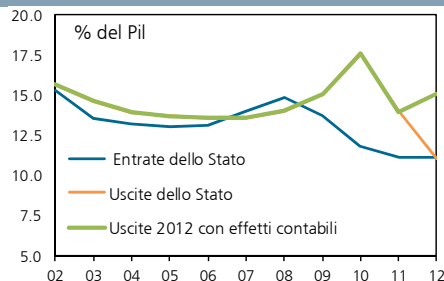
rispetto al 2011, ipotesi alquanto ottimistica, dal momento che il PIL reale è atteso calare di 1,7%. Per raggiungere il saldo di cassa indicato la spesa può arrivare al massimo a 118 miliardi di euro, il che implicherebbe un calo rispetto agli oneri non finanziari 2011 del 4,7%; se però si tiene conto degli effetti di contabilità nazionale (6,36 miliardi di euro) e del trasferimento di poste dagli esercizi precedenti (36,4 mld), la spesa arriverebbe a 162 miliardi. Tuttavia, se si aggiungono effetti di contabilità nazionale per 6,4 miliardi di euro e l'attribuzione di poste finanziate tramite il sistema AAT (finanziamento delle autonomie territoriali) per 36,6 miliardi di euro, la spesa salirebbe a 162 miliardi (15% del PIL dal 14% del 2011). Ci sembra, quindi, che anche le ipotesi sul lato della spesa per lo Stato siano piuttosto ambiziose. In ogni caso una riduzione del deficit di competenza dello Stato ha dei precedenti storici, mentre lo stesso non può dirsi per il deficit delle Comunità autonome.

**Fig. 5 - L'esperienza suggerisce che il target per le Regioni è ambizioso, ma mai dire mai!**



Fonte: Banco de España, IGAE, INE

**Fig. 6 - Obiettivi per lo Stato più credibili**



Fonte: Banco de España, IGAE, INE

### Rischi per il debito dai pagamenti arretrati di Regioni ed Enti locali e ...

Ci sembra, quindi, che un controllo dei flussi di spesa per i diversi livelli di governo sia forse più importante dell'entità della correzione fiscale per evitare future sorprese negative sui saldi di bilancio. Ulteriori sorprese potrebbero venire dai mancati pagamenti ai fornitori di Regioni ed Enti locali. Secondo la Banca centrale, gli Enti locali avrebbero debiti verso i fornitori per 21 miliardi di euro e le Regioni per 29 miliardi di euro.

Due provvedimenti di legge, approvati di recente, dovrebbero contribuire a limitare i rischi per la tendenza di medio termine dei conti pubblici, legati all'andamento della spesa delle Regioni ed Enti locali: il Patto di Stabilità e sostenibilità finanziaria delle Amministrazioni autonome del 27 gennaio, che impone il rispetto del vincolo del bilancio strutturale in pareggio a tutti i livelli di governo, e il meccanismo di finanziamento dei debiti di Regioni e Municipalità del 2 marzo (si veda il riquadro più sotto per maggiori dettagli sui due provvedimenti). Il meccanismo di finanziamento degli Enti locali dovrebbe risolvere il problema dei mancati pagamenti verso i fornitori e le piccole e medie imprese. Per i debiti finanziari e commerciali delle Regioni in scadenza entro il 30 giugno 2012 è stata concessa una linea di credito dedicata presso l'ICO (Istituto de Crédito Oficial) per 10 miliardi di euro. L'ICO è una società partecipata dello Stato, propagazione del Ministero dell'Economia, ha lo status legale di un istituto di credito ed è definita agenzia finanziaria dello Stato. Il debito dell'ICO è soggetto allo stesso regime fiscale del debito governativo e alla garanzia del Regno di Spagna e quindi rappresenta un'alternativa all'emissione del debito pubblico. Inoltre, è stata annunciata la costituzione a partire da maggio dell'FFPP (Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores), che erogherà crediti decennali agli enti locali da utilizzare per il rimborso dei debiti verso fornitori, con un plafond di 35 miliardi di euro. Eventuali mancati rimborsi sarebbero coperti mediante il cambio di destinazione dei trasferimenti statali. La trasformazione in debito negoziabile dei debiti commerciali porterebbe a un aumento del debito pubblico calcolato secondo i criteri europei di oltre tre punti percentuali.

### ...e dalle esigenze di ricapitalizzazione delle banche?

Ulteriori rischi per la dinamica del debito pubblico spagnolo sono legati ai rischi per il settore bancario derivanti da un aumento delle sofferenze sui crediti residenziali. L'esposizione bancaria connessa al settore immobiliare ammonta a 323 miliardi di euro, di cui 175 miliardi sono classificati come problematici (dati riportati dal MinHap); gli accantonamenti effettuati ammontano a circa 42,7 miliardi. Dato l'andamento del ciclo e considerato che la correzione del settore delle costruzioni residenziali non è ancora conclusa, i rischi per le banche non sono trascurabili. Proprio per questo motivo, nel 2011 i requisiti patrimoniali per gli istituti di credito sono stati alzati dall'8% al 10%. Un decreto legge dello scorso 3 febbraio dovrebbe contribuire a limitare i rischi per la dinamica del debito pubblico, derivanti dall'esposizione del sistema bancario ai prestiti residenziali. Il progetto di legge ha previsto accantonamenti aggiuntivi per 50 miliardi di euro. Le banche dovranno coprire entro il 31 dicembre con accantonamenti fino all'80% del valore dell'esposizione verso i costruttori e il 35% di quella garantita da immobili residenziali. Il Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) potrebbe intervenire nei casi in cui le risorse interne non sono sufficienti.

### BOX - Misure di stabilità finanziaria

**Il Patto di Stabilità finanziaria delle Amministrazioni pubbliche (27.01.2012).** Il progetto di legge dovrebbe essere approvato entro il 30 giugno. Tramite il Patto il Governo mira a garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche a tutti i livelli di governo. Recepisce le regole del nuovo accordo fiscale, come incorporato all'Art. 135 della Costituzione spagnola.

#### Regole generali per tutti i livelli di governo: sostenibilità e controllo di bilancio.

- 1) Tutte le Amministrazioni dovranno esibire un saldo di bilancio in pareggio.
- 2) Nessun livello di governo può incorrere in un deficit strutturale. Un deficit strutturale di -0,4% del PIL è ammissibile solo nel caso di riforme strutturali.
- 3) Il debito non dovrà superare il 60% del PIL.
- 4) Tutti i livelli di governo dovranno fissare dei tetti di spesa.
- 5) La spesa non potrà eccedere la crescita del PIL reale.
- 6) I surplus di bilancio devono essere destinati al pagamento degli interessi.

#### Gli strumenti preventivi e correttivi:

- 7) Rafforzare i meccanismi di monitoraggio e fissare una soglia al di sopra della quale non è possibile emettere debito.
- 8) L'Amministrazione inadempiente dovrà **versare un deposito pari allo 0,2% del PIL**, che dopo sei mesi, in caso di mancata correzione degli squilibri, si trasformerà in pagamento.

#### Trasparenza e disclosure

- 9) Maggiore sorveglianza sull'approvazione dei budget. Obbligo di riportare sui risultati in termini simili a quelli previsti dall'EDP.

**Il meccanismo per finanziare gli Enti locali (provvedimento del 02.03.2012)** sarà operativo per tutto il 2012. Sono stati, innanzitutto, adottati tre provvedimenti per favorire una maggiore solidità finanziaria degli Enti locali: 1) aumento dell'ICI di competenza delle Municipalità; 2) un anticipo del 50% dei pagamenti dovuti dagli Enti locali sotto revisione; 3) un allungamento del periodo per ripagare i debiti (2008-09) da 60 a 120 mesi. Inoltre, il meccanismo di finanziamento degli Enti Locali prevede, per quanto riguarda i **debiti verso i fornitori**, che entro marzo **gli Enti locali compilino una lista dei debiti** per cui è stato sollecitato il pagamento entro gennaio 2012. **I debiti dovranno essere saldati tramite un prestito** (con una soglia di 20 milioni di euro) ripagabile in 10 anni. **Il tasso applicato sarà quello pagato dal Tesoro su scadenze paragonabili +115 punti base.** Il prestito potrebbe essere garantito tramite il trasferimento del diritto alla quota di tasse dell'Ente.

## Grecia, Portogallo e Irlanda

### Grecia

Sara Molinari

A due anni dall'inizio della crisi, si è concluso il processo di ristrutturazione del debito greco. L'accordo con i creditori privati (*Private Sector Involvement* o PSI) ha determinato un taglio del 53,7% del valore nominale dello stock di titoli di debito greci in mano ai privati, pari a circa 206 miliardi di euro, e un taglio di 17,4 miliardi al fabbisogno finanziario annuo medio sul periodo 2012-16, ma anche un netto incremento (a 48,8 miliardi) del fabbisogno di capitale delle banche greche. La conclusione della ristrutturazione, unitamente alla nuova manovra fiscale varata a inizio 2012 e alle rassicurazioni sulla volontà di proseguire il processo di riforme necessarie, ha permesso alla Grecia di ottenere il secondo pacchetto di aiuti dai creditori ufficiali. Il secondo programma di aiuti sarà pari a 130 miliardi di euro, che verranno versati in quattro anni, a cui si aggiungono i 34 miliardi non ancora erogati del primo pacchetto.

Secondo le proiezioni del Fondo Monetario Internazionale e della Commissione Europea, i fondi che verranno erogati saranno in grado di coprire il *financing gap* che la Grecia sperimenterà fino al 2016, pari a 164,5 miliardi nel triennio 2012-14 e a successivi 8-21 miliardi nel 2015-2016. Le stime di riferimento vedono il rapporto debito/PIL raggiungere il picco nel 2013, al 164% secondo i calcoli della Commissione, 167,3% secondo il FMI, per poi convergere al 145% nel 2016.

L'analisi di sostenibilità condotta poggia su alcune ipotesi forti:

- In primo luogo occorre ritenere plausibile che la Grecia riesca a implementare le misure necessarie per riuscire a centrare gli obiettivi di deficit stabiliti;
- Il processo di privatizzazioni, necessario per reperire le adeguate fonti di finanziamento, deve completarsi secondo un'agenda piuttosto ambiziosa, che prevede un contributo di 3-6 miliardi annui;
- Infine, devono essere verificate le ipotesi di crescita utilizzate dagli enti ufficiali. Gli impatti delle ultime manovre fiscali intraprese potrebbero avere effetti peggiorativi e imprevisi sulla effettiva dinamica del PIL, rendendo difficoltoso il raggiungimento degli obiettivi fiscali.

Analisi di sostenibilità del debito greco, scenario base										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2030
Deficit	12.2	7.2	1.9	1.7	2.4	2.1	2.1	1.6	1.3	4.5
Ricavi da privatizzazioni	3.2	4.3	4.4	5.7	5.9	6.1	5.1	5.3	5.5	0.0
Fabbisogno lordo	116.3	29.1	33.1	21.4	11.1	11.5	8.7	13.0	12.0	14.2
Copertura finanziaria FMI/UE	112.0	24.2	28.3	7.5	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Debito su PIL	160	164	161	153	145	137	130	123	116	88
PIL nominale	204	203	208	216	225	235	245	256	266	383
PIL reale, variazione a/a	-4.7	0.0	2.5	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3	1.5

Nota: valori in miliardi di euro, dove non diversamente specificato. Fonte: Commissione Europea, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, Occasional Papers 94, March 2012

La manovra fiscale da 625 milioni di euro, varata a febbraio, si è resa necessaria visto il peggioramento della crescita registrata nel 2011, che ha chiuso con una contrazione del 6,8%, e servirà per proseguire la svalutazione interna, necessaria per far riguadagnare al paese l'adeguata competitività e migliorare così anche la posizione netta con l'estero. La stretta fiscale si è concentrata sul taglio della spesa previdenziale e degli stipendi dei lavoratori del settore pubblico, ma ha colpito anche la spesa militare e sanitaria. Le ipotesi del Governo, sottostanti gli obiettivi fiscali esplicitati, sono per una contrazione del PIL dell'ordine del 4-5% nel biennio 2012-13. FMI e Commissione Europea concordano nel ritenere plausibile vedere una contrazione del 4,7% nel 2012, mentre nel 2013 il PIL dovrebbe essere stagnante, per poi riprendere a crescere nel 2014. Queste stime potrebbero risultare ancora troppo ottimistiche: le

ultime manovre attuate colpiscono fortemente il reddito disponibile, e le famiglie hanno ormai scarse possibilità di difendere il tenore di vita riducendo il risparmio. Il raggiungimento degli obiettivi di deficit fiscale sarebbe così più difficoltoso, rendendo necessarie manovre o finanziamenti aggiuntivi.

Oltre a intensificare gli sforzi necessari per rispettare il piano di rientro di deficit e debito indispensabile per l'erogazione delle varie *tranche* del secondo pacchetto di aiuti, la Grecia dovrà impegnarsi attivamente nelle riforme richieste dai creditori ufficiali. Il Paese dovrà riformare il mercato del lavoro, impegnarsi in modo convincente per limitare l'evasione fiscale e innovare il sistema di controlli fiscali. I creditori ufficiali hanno anche richiesto un impegno scritto ai componenti del Governo di coalizione di mantenere in essere le misure straordinarie decise a inizio anno. Proprio la situazione politica rappresenta una criticità rilevante per il Paese. L'attuale Governo di coalizione terminerà il suo mandato ad aprile, quando si svolgeranno nuove elezioni. Attualmente i sondaggi vedono una molteplicità di partiti (almeno cinque) arrivare a un consenso a doppia cifra: questo vorrebbe dire che si prospetta per la Grecia un nuovo Governo di coalizione, che potrebbe rendere estremamente difficoltosa la gestione politica. In effetti, il nuovo Governo potrebbe includere partiti che non hanno sottoscritto gli impegni presi dall'attuale esecutivo nei confronti dei creditori ufficiali.

### Portogallo

A febbraio si è conclusa la terza missione di review di FMI, Commissione Europea e BCE in Portogallo. Il paese ha raggiunto gli obiettivi fiscali e di riforma prefissati e così è stato dato il via libera all'erogazione di 14,9 miliardi di euro, *tranche* del pacchetto di aiuti, che complessivamente ammonta a 78 miliardi di euro.

I creditori ufficiali e il Governo portoghese hanno più volte dichiarato che il Paese non avrà bisogno di un successivo pacchetto di aiuti né tantomeno di una ristrutturazione del debito simile a quella greca. La conclusione della missione della Troika ha posto in luce il fatto che l'obiettivo del deficit fiscale rispetto al PIL per il 2011 è stato superato (registrando un effettivo 4%, contro un obiettivo del 5,9%), anche se attraverso una manovra *una tantum* implementata a fine anno, e che il target per il 2012 pari al 4,5% è raggiungibile a politiche invariate. Le proiezioni del rapporto debito/PIL sono state perfino riviste al ribasso rispetto al secondo rapporto, e il picco del 2013 è ora collocato al 115% invece che al 118%. La correzione 2012 è basata su una riduzione delle spese primarie pari a 2,9% del PIL e su un incremento delle entrate tributarie di 1,2 punti nonostante la contrazione del PIL reale; le entrate non tributarie sono previste in calo di 2,5% del PIL, mentre la spesa per interessi salirebbe dal 4,1% al 4,9% del PIL.

I rischi per il Portogallo hanno una triplice natura. Da una parte, la crescita prevista per il Paese potrebbe essere peggiore di quanto previsto dalla Troika, che vede il PIL del paese in contrazione del 3,25% nel 2012 per poi tornare in territorio positivo nel 2013. La crescita nel 2011 è stata meno debole del previsto (-1,5%) grazie alla relativa tenuta dell'export netto. La debolezza congiunturale dell'intera area euro, però, rende difficile che una simile sorpresa possa arrivare anche per il 2012. La seconda criticità risiede negli effetti che la manovra *una tantum* di fine 2011 può trasferire sui conti pubblici del 2012. Il Governo, per chiudere l'obiettivo di deficit/PIL del 2011, ha infatti deciso di trasferire nel bilancio statale i fondi pensione delle banche. Ciò ha avuto immediate ripercussioni positive sui conti pubblici, rendendo al contempo più fragili i bilanci bancari, già sotto pressione. Infine, ulteriori rischi per la dinamica dei conti pubblici potrebbero derivare dalle *Public Private Partnership* (PPPs) e dalle imprese statali. Secondo le stime della Commissione Europea, le PPPs costano circa un miliardo di euro all'anno, con un esborso destinato a salire nel tempo. Le autorità si sono impegnate a rendere pubblici i contratti di partnership, nominando un *advisor* esterno in grado di quantificare le possibili passività a cui lo Stato può andare incontro, ma al momento non è ancora stata fatta chiarezza in merito.

Accanto al problema delle PPPs, incombono i conti delle imprese statali (*State Owned Enterprises* – SOEs), anch'esse gravate da un ampio debito, spesso garantito, esplicitamente o no, dallo Stato.

Al di là delle criticità presentate, occorre rilevare che il processo di privatizzazioni posto in atto dal Portogallo sta avendo un evidente successo. I proventi da privatizzazioni sono una fonte determinante di finanziamento per il fabbisogno statale e a inizio 2012 le privatizzazioni concluse hanno superato gli obiettivi previsti. Entro metà anno il Governo punta a completare le operazioni su Galp Energia, TAP, Aeroportos de Portugal e CP Carga. Inoltre, il Paese ha iniziato validamente la strada di riforme strutturali, grazie alla stabilità del Governo e al consenso popolare che si è guadagnato. L'esecutivo ha infine raggiunto un accordo sul piano di aggiustamento fiscale della regione autonoma di Madera.

Analisi di sostenibilità del debito portoghese, scenario base					
	2012	2013	2014	2015	2016
Deficit	7,6	5,2	4,1	3,4	3,4
Ricavi da privatizzazioni	4,1	1,0	0,0	0,0	0,0
Fabbisogno lordo	25,0	10,0	5,1	0,0	0,0
Copertura finanziaria FMI/UE	25,0	10,0	5,1	-	-
Debito su PIL	116,3	118,1	116,0	113,7	111,7
PIL nominale	168,5	171,8	178,4	185,0	191,5
PIL reale, variazione a/a	-3	0,7	2,4	2,2	2,0

Nota: valori in miliardi di euro, dove non diversamente specificato Fonte: IMF, *Second R Under the Extended Arrangement—Staff Report*, IMF Country Report No. 11/363 December 2011

### Irlanda

L'Irlanda ha superato il quinto programma di revisione della Commissione Europea e dell'FMI: le riforme strutturali richieste e gli obiettivi fiscali sono stati raggiunti, così che è stato dato l'avvio al proseguimento del finanziamento ufficiale del paese. Fino ad ora gli esborsi effettuati da Unione Europea e FMI sono stati pari a 36,3 miliardi di euro, cioè circa il 42% del pacchetto di aiuti complessivo che raggiungerà gli 85 miliardi di euro nel 2013. La prossima *tranche* dell'FMI, che seguirà il quinto programma di revisione, dovrebbe essere pari a 3,23 miliardi di euro. Complessivamente 35 miliardi del pacchetto di aiuti serviranno all'Irlanda per la ricapitalizzazione del sistema bancario, mentre i 50 miliardi rimanenti saranno necessari per la correzione dell'eccesso di deficit fiscale e la stabilizzazione della dinamica del debito pubblico entro il 2015.

Il 2011 si è chiuso per il paese con un rallentamento economico, dopo la relativa tenuta sperimentata nel corso dei primi sei mesi dell'anno. La debolezza dell'economia globale ha via via pesato sulle esportazioni, riducendo quindi il sostegno dato dal canale esterno. La crescita è stata anche compressa dai consumi, su cui hanno pesato le manovre fiscali in atto e il *deleveraging* necessario per riequilibrare i conti delle famiglie. Le prospettive future sono per un'ulteriore moderazione della crescita nel 2012, in particolare dovuta al minor apporto dato dai consumi e dagli investimenti. La stima ufficiale dell'FMI vede la crescita del PIL attestarsi allo 0,5% nel 2012 (contro l'1% previsto nel rapporto dell'autunno 2011) per poi risalire al 2,3% nel 2013 (stima invariata).

Dal lato dei conti pubblici, il 2011 si dovrebbe chiudere con un deficit fiscale migliore di quello previsto: l'obiettivo da raggiungere era stato posto pari al 10,6% del PIL, ma le stime del Governo lo proiettano addirittura al di sotto del 10%. Il miglior risultato fiscale del 2011 deve essere attribuito principalmente al contenimento della spesa pubblica, dal momento che la riduzione della domanda interna ha originato una pressione al ribasso sulle entrate. Anche se le ipotesi di crescita per il 2012 sono state riviste al ribasso, la migliore base di partenza del deficit dovrebbe permettere all'Irlanda di centrare anche per l'anno in corso l'obiettivo, pari all'8,6%

del PIL. Il Governo ha in programma manovre ulteriori pari a 3,8 miliardi di euro, di cui circa il 60% di contenimento della spesa pubblica e la restante parte di incremento delle entrate.

Il buon andamento degli obiettivi fiscali rende plausibile l'analisi di sostenibilità del debito pubblico, che vede il picco al 118% nel 2013, per poi scendere al 112% nel 2016. Tuttavia, l'Irlanda deve ancora dimostrare di essere in grado di ridurre il deficit su livelli sostenibili. A maggior ragione in quanto, fino a questo punto, i target di riduzione del saldo primario (-1,8 punti nel 2011) sono stati più modesti rispetto a quelli imposti a Portogallo e Grecia, ma diventeranno più ambiziosi nel prossimo biennio (-2,2 e -2,6 punti rispettivamente nel 2012 e nel 2013).

Analisi di sostenibilità del debito irlandese, scenario base					
Mld euro	2012	2013	2014	2015	2016
Deficit	-8.6	-7.5	-5.0	-3.0	-2.6
Saldo primario	-4.5	-1.9	+0.8	+2.8	+3.0
Fabbisogno lordo	14.1	13.4	13.3	9.1	12.0
Copertura finanziaria FMI/UE	34.4	22.9	10.1	nd	Nd
Debito su PIL (%)	113.7	118.4	118.0	115.2	112.5
PIL nominale	158.8	163.9	170.9	178.8	187.5
PIL reale, variazione % a/a	0.5	2.0	2.7	2.9	3.2

Nota: valori in miliardi di euro, dove non diversamente specificato Fonte: IMF, *Fifth R Under the Extended Arrangement—Staff Report*, IMF Country Report No. 12/48, March 2012

## Regno Unito – Ulteriore rallentamento nel 2012

Lasciamo invariate rispetto a dicembre le previsioni di **crescita** per il **2012 a 0,6%**. Manteniamo quindi l'aspettativa di **un altro anno di rallentamento** (la crescita è stata di 0,8% nel 2011). Il 4° trimestre dello scorso anno è stato leggermente peggiore del previsto, registrando una contrazione pari a -0,2% t/t. Il maggior contributo negativo è venuto dalle scorte e dagli investimenti, che si sono contratti pesantemente. Molto bene sono andati invece i consumi privati (+0,5% t/t), ma facendo seguito a quattro trimestri consecutivi di contrazione è alquanto improbabile che una simile performance venga replicata a breve. Le condizioni del mercato del lavoro sono infatti peggiorate: la disoccupazione è aumentata ancora e la crescita delle retribuzioni è rallentata ulteriormente e di molto. Per quanto l'inflazione sia attesa in calo nei prossimi mesi (con ritorno sotto il limite superiore della banda obiettivo, ovvero sotto il 3,0%), il recente rincaro del petrolio ha fatto riemergere qualche preoccupazione. Inoltre, la situazione del mercato immobiliare è caratterizzata da una debolezza diffusa. Complessivamente tuttavia, in termini annui, sia i consumi privati sia gli investimenti dovrebbero mostrare una ripresa con ritorno in territorio positivo nel 2012 rispetto alla contrazione subita nel 2011.

Asmara Jamaleh

La **politica monetaria** infatti **resta** decisamente **accomodante**. La BoE ha aumentato ulteriormente l'APF in febbraio e a marzo due membri del comitato su nove avrebbero voluto concedere un'altra espansione già il mese successivo. Se il quadro domestico e quello dell'area euro non daranno segnali di miglioramento, a maggio la BoE potrebbe allentare di nuovo le condizioni monetarie. Per quanto riguarda la politica fiscale, il **budget** di marzo è risultato sostanzialmente **neutrale**, pur tenendo fede all'impegno del consolidamento fiscale (le ultime previsioni governative danno il fabbisogno del settore statale in calo a 7,6% nel 2012-13 dall'8,4% stimato per il 2011-12). Tra le misure dal lato delle entrate (i) è stata ancora aumentata la soglia dei redditi esenti per le persone fisiche e (ii) sono state **ridotte ulteriormente le imposte sulle imprese** da 26% a 24% a partire già da aprile.

Il contesto si profila dunque più favorevole per gli investimenti e dovrebbe vedersi già da subito. Ci aspettiamo infatti un rimbalzo per tale componente nel 1° trimestre, laddove per i consumi privati c'è il rischio di una brusca frenata dopo l'anomala accelerazione del 4° trimestre. Similmente, complice anche l'ulteriore apprezzamento della sterlina, il contributo del canale estero dovrebbe tornare negativo e anche la spesa pubblica dovrebbe contrarsi. Complessivamente il **1° trimestre 2012** dovrebbe mostrare un **ritorno della crescita in territorio positivo, ma molto debole**: un magro +0,1% t/t. Dovrebbe andare meglio nei trimestri successivi, ma non abbastanza da permettere alla BoE di alzare i tassi prima del 2° semestre del 2014.

Previsioni macro	2011	2012	2013	2011			2012				2013
				2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	0.8	0.6	1.8	0.5	0.4	0.7	0.5	0.6	0.5	1.0	1.3
Consumi privati	-0.8	0.5	1.5	-0.5	-0.1	0.5	0.0	0.2	0.2	0.4	0.5
Investimenti fissi	-1.7	0.4	4.1	0.7	-1.0	-2.8	1.8	0.7	0.6	1.0	0.9
Consumi pubblici	0.3	-0.1	-1.7	0.4	-0.3	1.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
Esportazioni	4.8	2.1	5.4	-2.1	-0.7	2.3	-0.1	0.8	1.2	0.8	1.0
Importazioni	0.6	1.6	4.9	-0.8	0.2	0.4	0.3	0.6	0.7	0.8	1.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	0.4	0.2	1.1	-0.8	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.3
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-1.9	-1.9	-2.0	-4.1	-1.6	-1.9	-2.0	-1.9	-1.8	-2.0
Deficit (% PIL)	-8.4	-7.6	-6.1								
CPI (a/a)	4.5	2.5	1.7	4.4	4.7	4.6	3.4	2.8	2.1	1.7	1.6
Produzione Industriale	-1.2	-1.0	0.9	-1.5	0.0	-1.2	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.1
Disoccupazione (%)	4.8	5.1	5.0	4.7	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2	5.1
Euro/sterlina a 3 mesi	0.87	0.98	1.40	0.82	0.87	1.02	1.06	1.00	0.95	0.90	1.00
Sterlina/dollaro	1.60	1.56	1.63	1.63	1.61	1.57	1.57	1.53	1.56	1.59	1.62

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

## Asia

### Giappone: il dissoluto impunito

L'economia giapponese tornerà a crescere nel 2012, grazie alla domanda domestica spinta dall'attività di ricostruzione, dopo la contrazione di -0,7% nel 2011. L'effetto terremoto deprime la performance del 2011 e dà un sostegno, in parte artificiale, al 2012. Rivediamo verso il basso **la nostra previsione per il 2012 all'1,8%** dal precedente 2,2% sull'aspettativa di un contributo più negativo del canale estero e di un effetto restrittivo del rialzo del prezzo del petrolio. **Cambio e petrolio rappresentano i principali rischi** per lo scenario nel 2012.

Giovanna Mossetti

I conti pubblici restano su un sentiero esplosivo e sono il principale rischio di medio termine. Il budget è ancora bloccato in Parlamento. Entro fine marzo, dovrebbe essere presentato il piano di medio termine per la riduzione del deficit attraverso, in particolare, il rialzo dell'imposta sui consumi dall'attuale 5% al 10% entro il 2015. Il piano di risanamento proposto è timido, ma la strada del Governo è comunque in salita: il fallimento dei negoziati nella Dieta potrebbe portare a un esercizio provvisorio e ad elezioni anticipate. Nello scenario **incorporiamo un rialzo graduale della tassa sui consumi a partire da metà 2013**: questo spiega il ritorno in territorio positivo dell'inflazione dal 2013.

Per il medio termine, il quadro di bassa crescita e modesta deflazione è invariato e aggravato progressivamente dall'invecchiamento della popolazione e dal calo del risparmio delle famiglie. L'incapacità del Giappone di uscire da una situazione di **crescita nominale** minima aumenta i rischi legati a un quadro di politica fiscale insostenibile e sempre più esplosivo. I pericoli derivanti da un debito delle Pubbliche amministrazioni previsto al 219% del PIL a fine 2012 sono esacerbati da due fattori di rischio: 1) la fine dello status di esportatore commerciale netto; 2) l'impasse politica che si trascina, e si deteriora, ormai da anni. Probabilmente, con l'inizio dell'a.f. 2012 arriverà una nuova tornata di declassamenti dei rating.

Un contributo positivo allo scenario viene dalla BoJ che ha aumentato considerevolmente il programma di acquisto di JGB e contribuito a invertire il trend di apprezzamento del cambio. Lo yen è l'unico strumento disponibile per sostenere la crescita nominale, sia attraverso l'export, sia attraverso il contenimento della deflazione. La BoJ dovrà intervenire ancora.

Previsioni macro	2011			2012				2013			
	2011	2012	2013	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.7	1.7	1.8	-1.7	-0.5	-0.6	1.7	2.3	1.1	1.9	2.0
- trim/trim annualizzato				-1.2	7.1	-0.7	1.8	1.2	2.2	2.5	2.1
Consumi privati	0.0	1.8	0.7	1.3	4.2	1.4	2.0	1.2	1.1	1.7	2.0
IFL - priv. non residenziali	1.0	5.5	2.4	-0.2	1.2	20.7	3.8	1.1	2.8	3.7	3.2
IFL - priv. residenziali	5.1	2.6	-0.5	-9.4	19.1	-2.7	3.8	3.1	1.0	-2.2	-0.7
Investim. pubblici	-3.2	1.1	2.1	29.3	-6.1	-8.4	2.5	4.1	3.2	2.4	1.6
Consumi pubblici	2.1	0.7	0.1	3.1	1.1	1.5	-0.3	0.8	-0.4	0.8	0.4
Esportazioni	0.0	2.8	6.9	-22.7	38.9	-11.8	0.7	5.2	8.1	9.7	6.4
Importazioni	5.8	7.1	4.7	1.2	14.1	4.3	10.8	3.9	5.6	7.0	4.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	-0.3	0.5	-0.1	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.1	1.1	1.6	1.6	2.2	1.6	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
Deficit (% PIL)	-8.9	-8.9	-7.8								
Debito/PIL (% PIL)	204.6	211.1	214.8								
CPI (a/a)	-0.3	-0.1	-0.4	-0.4	0.2	-0.3	0.0	-0.4	-0.2	0.1	-0.9
Produzione Industriale	-3.5	6.1	3.5	-15.0	18.1	-1.7	22.2	-0.9	1.3	3.1	4.5
Disoccupazione (%)	4.6	4.3	4.5	4.6	4.4	4.5	4.6	4.1	4.3	4.3	4.3
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.19	0.27	0.20	0.20	0.19	0.20	0.28	0.26	0.27	0.25	0.18
Dollaro/Yen (Yen)	79.7	84.8	92.4	81.6	77.7	77.3	79.3	83.9	86.8	89.2	91.2
Cambio effettivo (1990=100)	174.3	167.4	151.3	167.8	177.4	182.1	179.1	170.9	162.7	157.1	153.3

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



### L'economia reale: graduale ripresa dopo il terremoto, ma le cicatrici restano

L'economia giapponese dovrebbe tornare a crescere nel 2012, dopo -0,7% nel 2011. I dati recenti segnalano un miglioramento nel 1° trimestre rispetto al marginale calo di fine 2011 (-0,2% t/t). La crescita nel 2012 è prevista all'**1,8%**. La dinamica trimestrale dovrebbe essere positiva e **sostenuta dalla domanda domestica**. Occorre separare **gli effetti transitori del terremoto da quelli permanenti**. I primi sono legati alla ricostruzione, e nel 2012 saranno positivi. I secondi riguardano il commercio estero, ed eserciteranno un freno alla crescita per molti anni. Come evidente dalla Figura 1, il commercio estero è la principale causa del risultato negativo del 4° trimestre 2011, mentre la domanda domestica privata è stata positiva.

**Prezzo del petrolio e cambio sono i principali rischi.** Un aumento del 10% del prezzo del petrolio (circa quanto osservato nell'ultimo mese) avrebbe un effetto restrittivo modesto sulla crescita (-0,1/-0,2pp). Un deprezzamento del cambio del 10% avrebbe un effetto espansivo di circa +0,5pp sulla crescita con un ritardo di un anno. Sulla base delle nostre previsioni per il cambio USD/JPY, si potrebbero avere effetti positivi sulla crescita da questo canale solo dopo il secondo semestre 2013.

**Produzione e investimenti** – La ripresa della produzione industriale post-terremoto aveva subito un'interruzione per via delle alluvioni in Thailandia. Da dicembre 2011 si è nuovamente instaurato un trend positivo (si veda Figura 3): la dinamica prevista dal METI è pari al 5,4% t/t nel 1° trimestre. Le indagini del settore manifatturiero restano miste, per la debolezza degli ordini esteri e il cambio forte. A febbraio, il PMI è rimasto sopra 50 per il terzo mese consecutivo, con un aumento degli ordini domestici a fronte di un ulteriore indebolimento di quelli esteri. Il Reuters Tankan e l'indagine delle piccole imprese sono in territorio marginalmente negativo e riflettono anche timori legati agli effetti del rialzo dei prezzi delle materie prime. Nel 2012 il fattore positivo per gli investimenti resta la **ricostruzione post-terremoto**, che contribuirà a far crescere la spesa in conto capitale sia nel settore privato sia in quello in quello pubblico.

**Consumi** – I dati di inizio 2012 per i **consumi** sono stati positivi, con una dinamica sostenuta soprattutto dalle vendite di auto (+24,3% a/a) spinta dalla riattivazione degli incentivi statali. Anche al netto delle auto il trend è verso l'alto (consumi reali ex auto +0,9% m/m a gennaio) e segnalano una probabile accelerazione dei consumi nel 1° trimestre 2012. Per il 2012, i consumi dovrebbero segnare una crescita vicina all'1%, dopo un risultato nullo nel 2011. Sulle prospettive dei consumi pesano fattori contrastanti: occupazione in crescita da un lato, aspettative di restrizione fiscale e rialzo dei prezzi dall'altro. Il **mercato del lavoro** dovrebbe gradualmente tornare a migliorare grazie all'intensificazione dell'attività di ricostruzione e alla ripresa degli investimenti pubblici: a gennaio il tasso di disoccupazione è risalito, ma il *jobs to applicant ratio* è in costante aumento da inizio 2010, mentre prosegue il calo della forza lavoro.

**Commercio estero e bilancia dei pagamenti** - La svolta del **commercio estero** avvenuta dopo il terremoto è destinata a durare e a pesare sullo scenario di crescita complessivo per diversi anni. Il saldo della bilancia commerciale è stato negativo nel 2011 per la prima volta dal 1980. La debolezza delle **esportazioni** (-3% in valore rispetto al 2010), inizialmente dovuto agli effetti diretti del terremoto sulla capacità produttiva, è ora legato alla forza dello yen e all'indebolimento della domanda estera. L'export nel 2011 era pari al 14% del PIL giapponese. Il calo dell'ultimo anno dovrebbe invertirsi, ma il recupero dei livelli pre-2011 potrebbe essere lento anche per via del trend di delocalizzazione da parte delle case automobilistiche verso gli Stati Uniti. Dal lato delle **importazioni**, il forte aumento visto nel 2011 non rientrerà: la distruzione di capacità produttiva nel settore energetico ha generato un forte aumento della dipendenza dall'estero (si veda Figura 5); le importazioni di combustibili minerali sono aumentate dal 28,6% del totale nel 2010 al 32% (4,7% del PIL) nel 2011. Le implicazioni **per il 2012 sono di un altro anno di deficit commerciale, con un contributo negativo alla crescita complessiva**.

La crescita è prevista all'**1,8%** nel 2012, con rischi nel breve dovuti a petrolio e cambio...

...nel medio termine, i rischi centrali sono concentrati sulla finanza pubblica

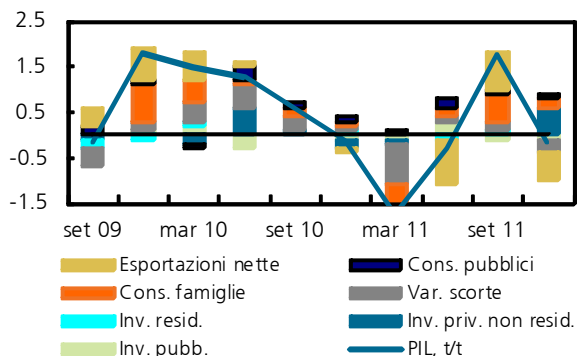
Investimenti sostenuti dall'attività di ricostruzione sia nel settore privato sia nel settore pubblico

I consumi saranno in crescita (prev. 1,8%), grazie al miglioramento del mercato del lavoro...

...anche se aspettative di restrizione fiscale e prezzo del petrolio dovrebbero frenare la spesa delle famiglie dal 2013 in poi (prev. 0,7%)

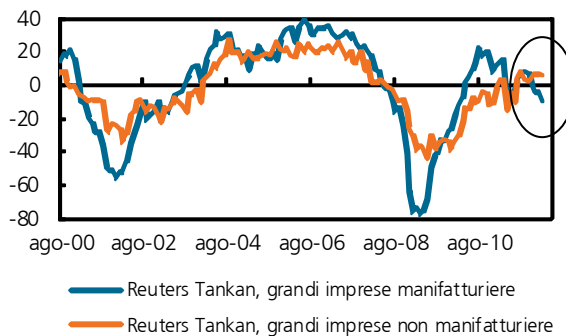
Il canale estero dovrebbe contribuire ancora negativamente alla crescita, a causa di yen forte, congiuntura internazionale incerta e bolletta energetica in aumento

Fig. 1 - PIL e componenti: è dura crescere senza il contributo delle esportazioni nette!



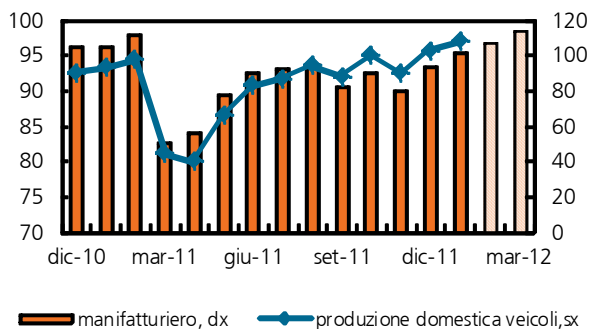
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - Il peso dello yen azzoppa il settore manifatturiero



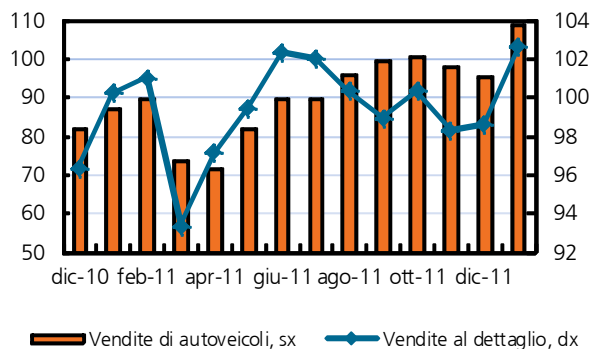
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - La produzione manifatturiera sta tornando sui livelli pre-terremoto, grazie soprattutto al settore auto



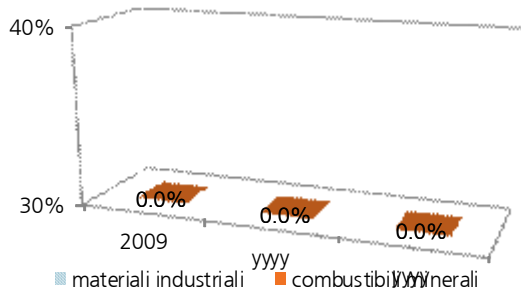
Fonte: METI. Dati per febbraio e marzo 2012, proiezioni METI

Fig. 4 - Vendite in ripresa, grazie ai nuovi incentivi auto



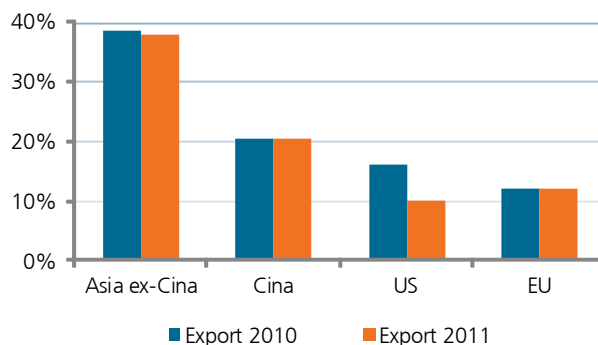
Fonte: METI

Fig. 5 - Importazioni: quote per tipologia di beni sul totale



Fonte: Ministry of Finance

Fig. 6 - Esportazioni per principali aree/paesi (% sul totale)



Fonte: Ministry of Finance

1. Rischi per la politica fiscale: gravi nel breve, fatali nel medio-lungo termine

Lo scenario dei conti pubblici giapponesi si aggrava costantemente e le prospettive di correzioni sono molto incerte, alla luce della spaccatura politica della Dieta. Le scadenze nelle prossime settimane sono cruciali. **Entro fine marzo dovrebbe essere approvato il budget 2012** (l'anno fiscale inizia il 1° aprile) e presentata la **riforma tributaria e previdenziale**. La riforma dovrebbe definire i dettagli dell'aumento della tassa sui consumi: secondo le indicazioni del Governo l'aliquota dovrebbe raddoppiare dall'attuale 5% al 10% entro il 2015, con aumenti distribuiti a partire dal 2013. Il *Cabinet Office* mira a un deficit primario delle Amministrazioni pubbliche a -3,2% del PIL nel 2015 (da -6,4% del 2010), per arrivare a un **pareggio di bilancio nel 2020**. Il Governo indica però che **anche con lo scenario di riduzione del deficit primario** previsto dal piano fiscale **il rapporto debito/PIL continuerebbe a crescere anche dopo il 2020**.

Nel breve termine gli obiettivi del Governo sono a rischio. In mancanza di un budget approvato, si potrebbe aprire uno scenario di **esercizio provvisorio ed elezioni anticipate** in estate. A fine febbraio un ampio numero di Parlamentari del DPJ, partito di maggioranza relativa, ha dichiarato di essere contrario al rialzo della tassa sui consumi.

**Budget 2012** - Il Governo si propone di attuare un programma di risanamento su un orizzonte pluriennale, congelando sui livelli del 2011 la spesa primaria (a 68,4 trilioni di yen) e il deficit (44 trilioni di yen) nel triennio 2012-14. Il budget 2012 si propone di controllare il deficit, mantenendo invariate le emissioni nette a 44,2 trilioni di yen. Questo obiettivo nell'a.f. 2012 verrebbe raggiunto con una riduzione delle spese di 2 trilioni di yen (-2,4 trilioni per la spesa primaria), a fronte di una contrazione delle entrate di pari entità. Le spese per la ricostruzione dal terremoto sono stimate in 3,56 trilioni di yen: il Governo prevede di finanziare 2,6 trilioni con "construction bonds" e 550 miliardi con imposte speciali. La spesa primaria è pari al 75,7% delle spese totali (servizio del debito 24%, diviso in 13,4% scadenze, 10,9% interessi). Nonostante il tentativo di correzione, i numeri restano agghiaccianti. Per il quarto anno consecutivo le entrate sarebbero inferiori alle emissioni nette, con una differenza pari a -22,3 trilioni (4,8% del PIL). Il rapporto emissioni nette/entrate continua ad aumentare e dovrebbe toccare il 49% nel 2012. Il **deficit totale previsto nel 2012 è stimato a 9,4% del PIL**; il costo del debito è in aumento in termini nominali, a 9,8 trilioni di yen, e in rapporto al PIL (a 2,1%). Il rapporto **debito delle Pubbliche amministrazioni/PIL è previsto a 219%** nel 2012; in termini nominali, il debito delle Pubbliche amministrazioni, a 1024,2 trilioni di yen, supererebbe il "quadrilione" di yen. Queste cifre confermano che è inderogabile un piano di correzione.

Il livello relativamente basso di entrate e spese del Governo centrale sottostima la dimensione del problema. **Le spese delle Pubbliche amministrazioni, in % del PIL sono pari al 41,7% del PIL, le entrate al 31,4% del PIL nel 2011** (stime FMI). Queste cifre segnalano che il risanamento è possibile, purché ci sia la volontà di agire soprattutto attraverso rialzi di imposte, per esempio attraverso l'aliquota della tassa sui consumi.

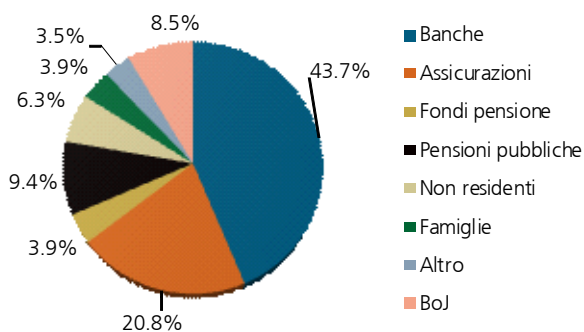
I conti pubblici sono insostenibili. Il Governo deve..

...per il breve termine approvare il budget

...per il medio termine, ottenere consensi nella Dieta su un piano credibile di rientro del deficit

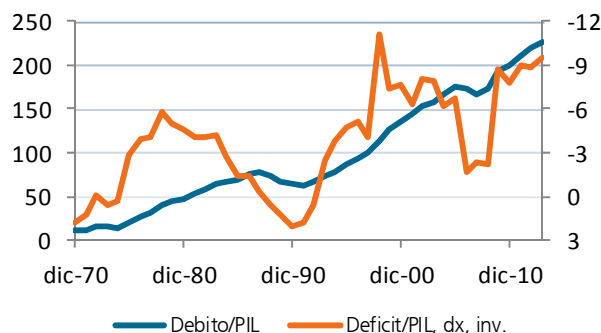
Rischi politici: esercizio provvisorio ed elezioni anticipate

Fig. 7 - JGB per detentore – settembre 2011



Fonte: Ministry of Finance

Fig. 8 - Debito e deficit delle Pubbliche amministrazioni (% del PIL)



Fonte: OCSE. Dati 2013: prev. OCSE

## 2. Politica monetaria - La BoJ cambia marcia e accelera sulla strada dello stimolo monetario

La BoJ alla riunione di febbraio ha introdotto tre **significative novità** in termini di strategia di politica monetaria, affermando la volontà di “chiarificare la propria *stance* di politica monetaria e di aumentare ulteriormente lo stimolo monetario” per combattere la deflazione e sostenere la crescita. 1) La BoJ introduce un **obiettivo di inflazione** di medio termine definito come un intervallo positivo del 2% o inferiore al 2% della variazione del CPI a/a; per il momento l’obiettivo viene fissato all’1%; 2) la politica monetaria verrà condotta attraverso tassi “virtualmente a zero” e l’implementazione del programma di acquisto titoli con lo scopo di raggiungere l’obiettivo di **inflazione dell’1%**; 3) la **BoJ aumenta il programma di acquisto titoli di 10 trilioni di yen**, da 55 trilioni a 65 trilioni, con l’obiettivo di acquistare JGB per un totale di 19 trilioni di yen. Il programma di acquisto titoli dovrebbe essere completato entro la fine del 2012. Le decisioni di febbraio danno sostegno rilevante alla politica fiscale: sommando gli acquisti annuali “regolari” di JGB (21 trilioni di yen) ai nuovi acquisti del programma di stimolo (per un totale di 19 miliardi), si raggiunge un livello molto vicino alle emissioni nette previste dal Governo per l’anno in corso (44 trilioni di yen). I ritmi degli acquisti potrebbero accelerare e non si esclude che il programma venga aumentato ulteriormente nella seconda metà dell’anno.

La politica monetaria aiuterà, con ulteriore stimolo, a indebolire il cambio e ridurre le tensioni per il finanziamento del deficit pubblico...

...ma la BoJ resta timida nei suoi interventi se paragonata con le altre banche centrali

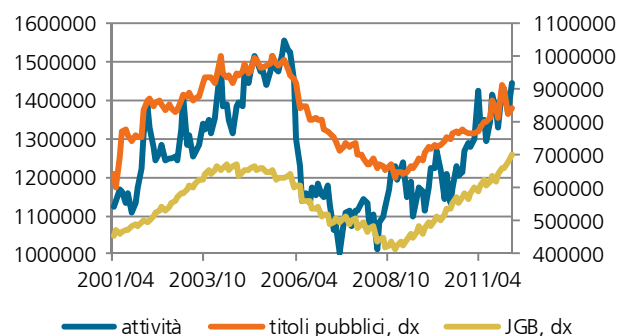
Alla **riunione del 12-13 marzo**, la Banca centrale ha esteso la durata dei prestiti per il sostegno della crescita, la cui scadenza era fissata al 31 marzo. Ci aspettiamo che nei prossimi mesi ci siano nuovi interventi di stimolo sul programma di acquisti.

Fig. 9 – BoJ: programma di acquisto titoli

	Ago. 2010	Ott. 2010	Mar. 2010	Ago. 2010	Ott. 2011	Feb. 2012
Prestiti 3 m	20	20	20	20	20	20
Prestiti 6 m	10	10	10	15	15	15
JGB		1.5	2	4	9	19
T bills		2	3	4.5	4.5	4.5
Carta comm.		0.5	2	2.1	2.1	2.1
Corporate bonds		0.5	2	2.9	2.9	2.9
ETF		0.45	0.9	1.4	1.4	1.4
JREIT		0.05	0.1	0.11	0.11	0.11
<b>TOTALE</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>65</b>

Fonte: BoJ. Dati in trilioni di yen

Fig. 10 - Bilancio della BoJ: attività totali, titoli pubblici e JGB tornano a crescere



Fonte: BoJ. Dati in 100 milioni di yen

## Focus – Risparmio, bilancia dei pagamenti e sostenibilità del debito

Un punto cruciale è la dimensione del deficit commerciale rispetto alle altre voci della **bilancia dei pagamenti**. Come evidente dalla Figura 6, i flussi netti di reddito sono molto elevati: nel 2011 il conto dei redditi era in avanzo di 14,1 trilioni di yen, a fronte di un deficit dei beni e dei servizi di -1,6 trilioni ciascuno e dei trasferimenti di -1,28 trilioni. I redditi netti, pur partendo da livelli molto elevati, hanno un trend decrescente: questo in futuro aumenta i rischi per il finanziamento del deficit pubblico.

La tendenza dei conti con l'estero è l'altra faccia del trend del **risparmio**. Il risparmio nazionale ha oscillato fra il 20% e il 26% del PIL fra inizio anni Ottanta e il 2008. L'aumento dei deficit pubblici iniziato da metà anni Novanta è stato controbilanciato da un incremento del risparmio privato. Il risparmio pubblico resterà negativo nel futuro prevedibile, anche se in modesto calo rispetto al -7% del PIL del 2009. Come sottolinea il *Japan Sustainability Report* del FMI (novembre 2011), il risparmio privato, a circa 23% del PIL nel 2009, nasconde due facce: un trend calante da più di un decennio del risparmio delle famiglie, dal 10% del 1981 a poco sotto il 3% del PIL nel 2009, dovuto al persistente calo del reddito disponibile; un trend in aumento del risparmio delle imprese, dal 13% del PIL nel 1981 al 21% nel 2009. Il risparmio delle famiglie potrebbe calare ancora in seguito all'invecchiamento della popolazione.

La sostenibilità dei flussi di risparmio dipende quindi dal mantenimento di un **elevato risparmio delle imprese**. Il netto rialzo visto nell'ultimo decennio è la reazione agli anni di eccessi di indebitamento e investimento durante la bolla degli anni Ottanta, accompagnati da tassi di risparmio negativi fra il 1980 e il 1995. Nell'ultimo decennio le imprese hanno mantenuto un livello record di profitti non investiti. Il proseguimento di questa tendenza è cruciale per mantenere l'indipendenza del finanziamento del debito pubblico dal ricorso a capitali esteri, ma non è garantita. Fra il 2005 e il 2008, infatti, il risparmio delle imprese in % del PIL è stato solo marginalmente positivo.

L'altro ingrediente necessario per arginare i rischi di crisi del debito è un intervento incisivo sulla finanza pubblica. Il costo crescente degli interessi, nonostante la curva dei tassi in discesa, è un chiaro campanello di allarme. Secondo i dati del *Ministry of Finance*, a settembre 2011 (si veda Figura 7) i non residenti detenevano il 6,3% dei JGB, la BoJ l'8,5%, le famiglie il 3,9%; la restante parte era detenuta da banche, assicurazioni, fondi pensione e altri fondi domestici. La BoJ ha segnalato che aumenterà in misura significativa la propria quota, finanziando gran parte del disavanzo previsto per il 2012. **I rischi di crisi per ora sono contenuti, ma crescono a vista d'occhio.**

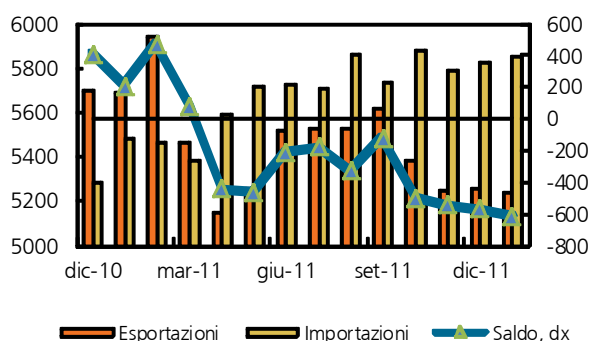
La riduzione dell'avanzo della bilancia dei pagamenti aggrava i rischi di crisi del debito

Il risparmio delle famiglie è crollato e non ha margini per risalire, visto il trend di invecchiamento della popolazione

Il risparmio nazionale resta elevato e sufficiente a finanziare il disavanzo pubblico grazie al settore delle imprese

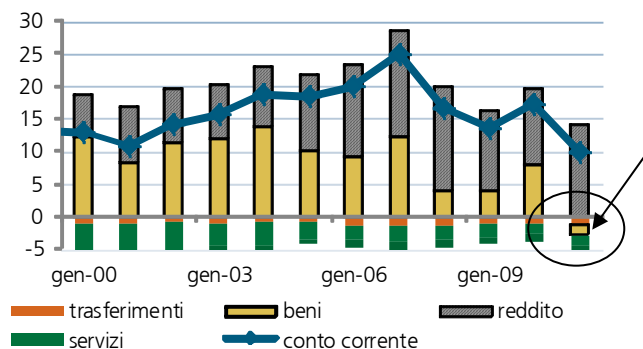
Senza una svolta fiscale in tempi rapidi, la riduzione della posizione netta sull'estero contribuisce alla fragilità dello scenario giapponese

Fig. 11 - Bilancia commerciale: profondo rosso



Fonte: Ministry of Finance. Dati in miliardi di yen

Fig. 12 - Bilancia dei pagamenti: un trend pericoloso



Fonte: Ministry of Finance. Dati in trilioni di yen

## Cina: rallentamento in linea con le attese

- Il PIL cinese è salito dell'8,9% a/a nel 4° trimestre del 2011, un tasso elevato ma il più basso dell'ultimo anno e mezzo, chiudendo l'anno con una crescita del 9,2%. I dati di gennaio e febbraio sono di difficile valutazione a causa della diversa cadenza del Capodanno cinese ma in generale continuano a fornire segnali di rallentamento. I dati di commercio estero fino a febbraio indicano una decelerazione sia delle esportazioni (+9,3% 3m a/a) sia delle importazioni (+9,6% 3m a/a) rispetto ai tassi a due cifre registrati fino a dicembre. Le esportazioni hanno mostrato un miglioramento solo verso gli Stati Uniti, mentre al rallentamento delle importazioni di beni da assemblare e riesportare è seguito negli ultimi mesi anche quello dei beni ordinari, a testimonianza della moderazione in atto della domanda interna. Nonostante il miglioramento di febbraio la media trimestrale dell'indice PMI rimane debole sia nella componente "nuovi ordini" sia, in particolare, nella componente "nuovi ordini dall'estero", che rimane al di sotto di 50 prefigurando ritmi di crescita contenuti del commercio estero e della produzione industriale.
- Gli investimenti fissi urbani proseguono nel sentiero di decelerazione che sta diventando significativa sia per gli investimenti in infrastrutture sia per quelli in edilizia residenziale. La superficie residenziale venduta è calata del 14% cum. a/a in febbraio e il valore delle transazioni è crollato del 20,9% a/a. I prezzi delle case, seppur gradualmente, continuano a calare in un numero sempre maggiore di città e l'enorme quantità di edifici che saranno immessi sul mercato nei prossimi trimestri continua a puntare a un rallentamento degli investimenti in edilizia residenziale e dei prezzi delle case, nonostante i programmi di sviluppo dell'edilizia popolare.
- La Banca centrale ha effettuato un secondo taglio di 50pb della riserva obbligatoria a fine febbraio e, visto il rallentamento del credito e degli investimenti nonché la prosecuzione del calo dell'inflazione, ci attendiamo almeno altri due interventi entro l'estate. Il marginale allentamento della politica monetaria e il supporto della politica fiscale, uniti alla crescita dei salari reali, dovrebbero favorire la tenuta dei consumi privati su ritmi di crescita superiori a quelli degli investimenti, permettendo al PIL di crescere al di sopra dell'8% anche nel 2012. L'allentamento della politica monetaria e l'atteso miglioramento della domanda internazionale contribuiranno al recupero degli investimenti e delle esportazioni, con un ritorno della crescita vicino al 9% nel 2013. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore Bancario.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
PIL (prezzi costanti)	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.2	8.8
Consumi privati	11.3	9.3	9.8	11.2	8.5	9.1	9.6
Consumi pubblici	9.3	5.6	5.8	7.4	9.7	9.7	9.1
Investimenti fissi	13.2	9.1	22.9	12	8.5	8.3	7.4
Esportazioni	14.2	-1.1	-11.2	26.6	3.3	9.3	8.4
Importazioni	9	-6	5.2	18.4	5	6.2	7.7
Produzione industriale	15.1	9.9	9.9	12.3	10.6	8.2	7.6
Inflazione (CPI)	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.5	3
Tasso di disoccupazione	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0
Salari medi	17.9	16	10.6	12.8	14.9	14.6	13.7
Tasso sui depositi a 1 anno	3.4	4.3	1.7	2.7	5.3	5.1	3.7
Cambio USD/CNY (media)	7.61	6.95	6.83	6.77	6.46	6.2	5.73
Saldo delle partite correnti	2688	2859	1783.6	2061.6	1294.7	1626.9	2284.5
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	5.2	5.6	3.5	4.0	2.5	3.2	4.4
Saldo di bilancio in % del PIL	0.3	-0.2	-1.5	-1.3	-1.0	-2.1	-2.4

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

### Economia reale e inflazione

Il PIL è salito dell'8,9% a/a nel 4° trimestre del 2011, un tasso elevato ma il più basso dell'ultimo anno e mezzo, chiudendo l'anno con una crescita del 9,2%. Il recupero della produzione del settore agricolo ha compensato la decelerazione del settore dei servizi e dell'industria. Dal lato della domanda stimiamo che il rallentamento degli investimenti sia stato parzialmente compensato dall'accelerazione dei consumi. I dati di gennaio e febbraio sono di difficile valutazione a causa della diversa cadenza del Capodanno cinese che, diversamente da quest'anno, l'anno scorso è caduto in gennaio. Considerare i dati bimestrali, trimestrali o cumulati permette di superare in parte il problema della volatilità dei dati.

Gli **investimenti fissi urbani** in termini nominali proseguono nel sentiero di rallentamento con un tasso di crescita del 21,5% cum. a/a a febbraio (il più basso dal 2003) rispetto a un tasso medio del 25% registrato fino ad agosto del 2011. Se si considerano i dati trimestrali cumulati, la frenata appare molto marcata (11,4% 3m a/a a febbraio). Continua il calo tendenziale degli investimenti nel settore dei trasporti, in particolare in quello ferroviario (-44% cum. a/a), e rallentano anche gli investimenti nel settore Manifatturiero (+24% cum. a/a a febbraio rispetto a tassi in media del 30% mantenuti per tutto il 2011) soprattutto nella produzione dei metalli e nella produzione di macchinari.

La dinamica della **produzione industriale** continua a decelerare con un tasso di crescita dell'11,4% cum. a/a a febbraio, rispetto al 14,1% del febbraio del 2011, soprattutto a causa del rallentamento dell'industria pesante. Nonostante la risalita a 51,5 del PMI rilevato dall'Ufficio Statistico (NBS), la media trimestrale dell'indice rimane debole così come quella dell'indice rilevato da Markit, sia nella componente "nuovi ordini" sia, in particolare, nella componente "nuovi ordini dall'estero", che rimane al di sotto di 50 in entrambe le rilevazioni. La produzione industriale è dunque destinata a rimanere debole nei prossimi mesi.

I dati di **commercio estero** fino a febbraio indicano una decelerazione sia delle esportazioni (+9,3% 3m a/a) sia delle importazioni (+9,6% 3m a/a) rispetto ai tassi a due cifre registrati fino a dicembre. A febbraio la bilancia commerciale ha inoltre registrato un deficit di 31,5 miliardi di dollari, mai registrato in precedenza, che cumulato nei primi due mesi dell'anno è stato pari a 4,2 miliardi di dollari, il più elevato dal 2004. Al rallentamento delle importazioni di beni da assemblare e poi destinati alla riesportazione è seguito negli ultimi mesi anche quello dei beni ordinari, a testimonianza della moderazione in atto della domanda interna, mentre si è registrato un miglioramento delle esportazioni di prodotti ad alta tecnologia. La dinamica della componente "ordini dall'estero" dell'indice PMI segnala una stabilizzazione del commercio estero su tassi di crescita contenuti. La riduzione delle esportazioni verso l'area euro potrebbe essere parzialmente compensata da un miglioramento delle esportazioni verso gli Stati Uniti, segnalato dal recente rimbalzo dell'indice ISM. La debolezza della domanda da parte dei paesi industrializzati, dove la fiducia dei consumatori, nonostante un miglioramento, rimane ben al di sotto dei livelli pre-crisi, continuerà a pesare sulla performance delle esportazioni cinesi.

La fiducia dei consumatori è risalita dal minimo di novembre, in particolare nella componente aspettative. Le **vendite al dettaglio** hanno invece continuato a decelerare in termini nominali, registrando un aumento del 14,7% cum. a/a a febbraio dal 17% cum. a/a registrato nei mesi precedenti. Stimiamo che il consumo reale pro capite delle famiglie urbane sia salito del 7,7% nel 2011, in lieve accelerazione rispetto al 6,6% del 2010 grazie a un'accelerazione del reddito disponibile. L'atteso calo dell'inflazione dovrebbe continuare a influire positivamente sulla fiducia dei consumatori nei prossimi mesi compensando l'effetto negativo di un probabile deterioramento sul mercato del lavoro, molto più limitato rispetto al 2009, ma inevitabile data la forte dipendenza dall'export del settore Manifatturiero, che impiega il 28% dei lavoratori dell'industria. La media trimestrale della componente occupazione dell'indice PMI rimane sotto 50 e in calo nella rilevazione dell'NBS, mentre le intenzioni di assunzione dell'indagine

La dinamica degli investimenti si indebolisce...

... così come quella della produzione industriale e del commercio estero

Le vendite al dettaglio decelerano ma i consumi delle famiglie hanno mostrato un miglioramento grazie a un aumento dei redditi nominali ...

Manpower per il 2° trimestre sono in lieve miglioramento rispetto al primo ma continuano a diminuire nei comparti dei servizi finanziari e immobiliari e nel comparto minerario e costruzioni.

L'**inflazione** è scesa fino a 3,2% a/a in febbraio dal picco del 6,5% a/a di luglio, grazie al calo dei prezzi degli alimentari, in particolare delle verdure e delle uova. Il rallentamento è esteso anche ad altri comparti: l'inflazione al netto degli alimentari è scesa fino a 1,7%, mentre quella al netto di alimentari ed energia fino a 1,4%. L'effetto base favorevole, visto il sensibile aumento dei prezzi nella primavera del 2011, contribuirà alla discesa dell'inflazione tendenziale anche nei prossimi mesi. L'andamento dei prezzi delle materie prime nonché delle variabili monetarie punta alla prosecuzione del calo dell'inflazione nei prossimi mesi; tuttavia la dinamica dei prezzi degli alimentari potrebbe non essere sempre in discesa data la forte siccità in alcune regioni sud-orientali (Yunnan in particolare) e la persistenza di problemi logistici e strutturali dal lato dell'offerta. L'inflazione è prevista in calo in media annua a 3,5% nel 2012.

... e al calo dell'inflazione

Mentre la Banca centrale ha suggerito agli istituti finanziari di continuare a supportare gli acquisti della prima casa, ha più volte ribadito, insieme al Governo, la necessità di mantenere in piedi le misure anti speculative prese finora per raffreddare il **mercato immobiliare**. Alcune città (Zhongshan, Chongqing e Shanghai) avevano infatti recentemente tentato di allentare alcune misure restrittive, in particolare sull'acquisto delle seconde case. Gli investimenti nel settore immobiliare, saliti del 27,8% cum. a/a a febbraio, continuano a decelerare rispetto ai tassi di crescita al di sopra del 30% registrati negli ultimi due anni. La superficie residenziale venduta è calata del 14% cum. a/a in febbraio e il valore delle transazioni è crollato del 20,9% a/a. Nella seconda metà del 2011 i prezzi delle case hanno registrato mediamente dei cali sempre più diffusi. Tra gennaio e febbraio solo quattro città su 70 hanno registrato degli aumenti dei prezzi degli immobili residenziali di nuova costruzione. Gli investimenti in edilizia popolare hanno costituito solo il 2,5% degli investimenti in edilizia residenziale, con una quota in costante calo negli anni, rispetto al 5,1% del 2007, e il Governo ha continuato a ribadire il sostegno a questo settore. Tuttavia nel 2011 la superficie residenziale in attesa di vendita è salita del 35,8% rispetto al 2010 e nei prossimi anni un'enorme quantità di superficie residenziale è destinata a invadere il mercato. L'indice di fiducia del settore immobiliare prosegue nel trend di calo ed è sceso sotto 100 intorno ai livelli di fine 2008. L'effetto di nuovi investimenti in edilizia residenziale popolare, se pur positivo per il settore, sarà tuttavia limitato e gli investimenti sono destinati a rallentare ulteriormente nei prossimi trimestri.

Il mercato immobiliare mostra segnali di sensibile rallentamento

#### Politica monetaria ed economica

Il nuovo **credito** erogato nel 2011, pari a 7,47 trilioni di yuan, è stato poco al di sotto del target stabilito (7,5 trilioni) e in calo del 5,8% rispetto al 2010. L'aggregato totale del finanziamento sociale (*social financing*), incluso il credito, ha registrato invece un calo più marcato del 10,1% e le uniche voci in crescita sono state quelle del credito tra imprese (*entrusted loans*) e delle emissioni obbligazionarie. Nel 2011 il nuovo credito in percentuale del PIL (15,9%) è rimasto comunque sui livelli del 2008 (15,6%), mentre l'aggregato totale del cosiddetto finanziamento sociale è stato pari al 27,2% del PIL, in calo rispetto ai picchi del 2009 (41,3%) ma più elevato del 2008 (21,8%). Il nuovo credito erogato tra gennaio e febbraio è stato dell'8,2% minore rispetto allo stesso periodo del 2010, a causa del calo in atto dei prestiti a lungo termine e alle famiglie, mentre continua ad accelerare lo sconto di fatture. Il credito totale è lievemente accelerato a 15% a/a rispetto al 14% registrato a novembre. La Banca centrale (People's Bank of China, PBoC) ha effettuato un secondo taglio di 50pb della riserva obbligatoria a fine febbraio, dopo il primo taglio di dicembre, portandola a 20,5% per le grandi banche e a 18,5% per le piccole banche e ha lasciato i tassi invariati. Contemporaneamente ha effettuato operazioni di repo per allentare la liquidità del sistema. I tassi *overnight* sono infatti schizzati verso l'alto alla vigilia del Capodanno cinese (8,16%) e alla vigilia del secondo taglio (5,29%) per scendere successivamente intorno al 2,30% nella prima settimana di marzo.

Il nuovo credito decelera e la PBoC allenta il coefficiente di riserva obbligatoria



Il calo dell'inflazione, destinato a proseguire almeno fino a metà anno, lascia spazio alla Banca centrale per un ulteriore allentamento della **politica monetaria**, che tuttavia si è rivelato meno veloce rispetto alle nostre attese. La Banca centrale, infatti, nonostante abbia più volte ribadito che la politica monetaria sarà marginalmente accomodante, continua a sottolineare i rischi verso l'alto dell'inflazione. Il governatore della PBoC, inoltre, ha recentemente sottolineato che i tagli al CRR non necessariamente implicano un allentamento della politica monetaria perché sono anche adottati per gestire eventuali variazioni delle riserve valutarie.

Le riserve in valuta estera sono infatti scese di 20,5 miliardi di dollari nel 4° trimestre del 2011, un calo che non si registrava dal 1998. Parallelamente la posizione netta in valuta estera del sistema bancario è scesa negli ultimi tre mesi dell'anno, per la prima volta dal 2000. La posizione netta include le transazioni di valuta estera tra banche e quelle con la Banca centrale, che sono le transazioni dominanti, e per questo motivo riflette principalmente i flussi di capitali in entrata e in uscita dal paese e dà un'indicazione delle variazioni della liquidità domestica<sup>15</sup>. Il calo di questa posizione potrebbe corrispondere a un deflusso di capitali stranieri, riflesso anche nella fase di deprezzamento del cambio tra metà novembre e metà dicembre. Data la fase di rallentamento dell'economia e del credito in atto, riteniamo probabili almeno altri due interventi sul tasso di riserva obbligatoria da qui all'estate mentre riteniamo improbabili tagli dei tassi. I tassi reali sono infatti ancora molto bassi e in alcune misure negativi, in particolare sulle scadenze a breve, disincentivando i depositi.

**Scendono le riserve in valuta estera**

Il **cambio** vs. dollaro, dopo una fase di riapprezzamento nella seconda metà di dicembre, si è deprezzato dello 0,5% dall'inizio dell'anno a metà marzo, rimanendo sostanzialmente invariato. Le Autorità monetarie e governative continuano a ribadire la necessità di una maggiore flessibilità del renminbi. Recentemente il governatore Zhou ha sottolineato che il cambio riflette i cambiamenti di *sentiment* del mercato e l'equilibrio tra domanda e offerta, riferendosi al deficit commerciale dei primi mesi dell'anno. I commenti delle autorità e le prospettive di un minor surplus commerciale rispetto agli anni passati, soprattutto se dipendente da una peggiore dinamica delle esportazioni, lasciano intendere un passo di apprezzamento del cambio minore rispetto al 2011.

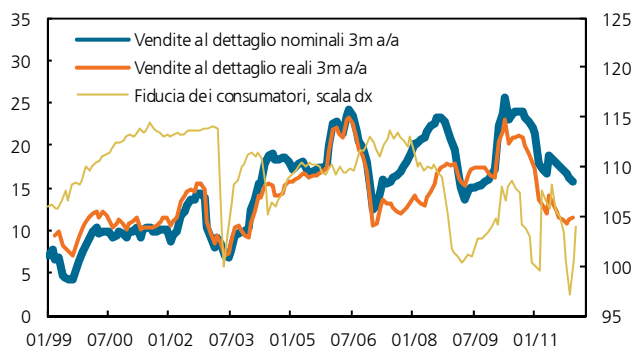
**Il cambio rimane stabile**

Il Parlamento si è riunito all'inizio di marzo nell'annuale sessione plenaria dove il premier Wen ha presentato gli **obiettivi di politica economica e di bilancio** per l'anno in corso. Sono stati riconfermati gli obiettivi di inflazione e di tasso di disoccupazione urbana al 4,0% e al 4,6%, mentre è stato ridotto l'obiettivo sulla crescita economica da 8% a 7,5%, in linea con quello del Piano quinquennale, e l'obiettivo sulla crescita di M2 da 16% a 14%. Riteniamo che la riduzione di questi target non abbia particolare significato se non quello di far trasparire la consapevolezza delle autorità che la crescita non sarà su tassi a due cifre come in passato. L'obiettivo di crescita, infatti, è stato all'8% fin dal 2001 e sempre ampiamente battuto dalla crescita effettiva. Il Governo ha previsto un deficit di bilancio a livello nazionale di 800 miliardi di CNY, 100 in meno rispetto all'obiettivo dell'anno scorso (2% del PIL), pari a circa l'1,5% del PIL, di cui 550 miliardi di deficit per l'amministrazione centrale e 250 miliardi per le amministrazioni locali, in aumento rispetto ai 200 miliardi previsti negli anni precedenti. Dalle notizie di stampa gli aumenti di spesa previsti per istruzione, cultura, sanità, occupazione ed edilizia residenziale sono in media più elevati rispetto a quelli per i settori tradizionali quali trasporti, energia o difesa. Il deficit è previsto in calo rispetto al 2011, ma il Governo cinese ha una tradizione di previsioni prudenziali di spesa dovute anche a una sottostima delle entrate e ha quindi spazio per un aumento della spesa pubblica in caso di rallentamento più marcato dell'economia.

**La politica fiscale sarà a favore del welfare e dei governi locali**

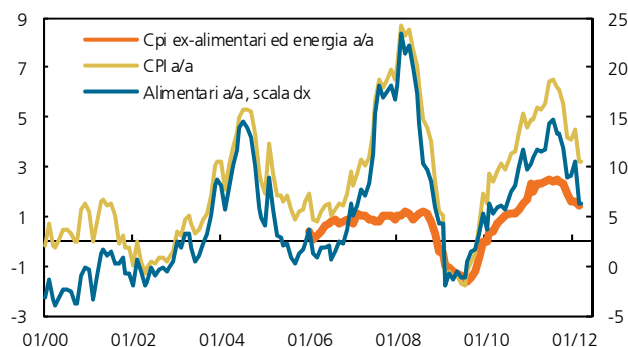
<sup>15</sup> L'indicazione è comunque parziale perché non include quanto dei flussi netti di capitale in entrata è stato sterilizzato dalla Banca centrale attraverso l'emissione di titoli.

Le vendite al dettaglio decelerano ma migliora la fiducia



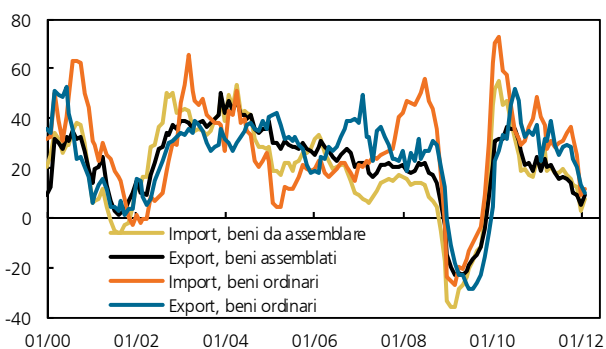
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

L'inflazione rallenta



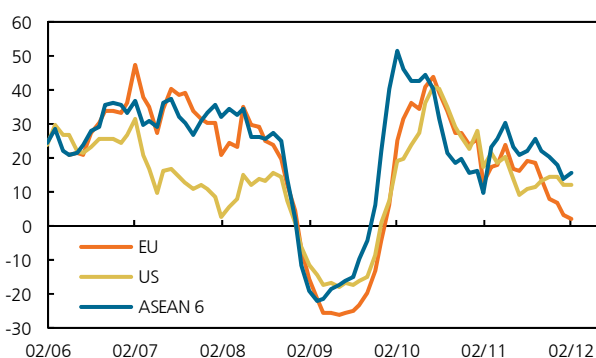
Fonte: Bloomberg

Rallenta anche il commercio dei beni ordinari



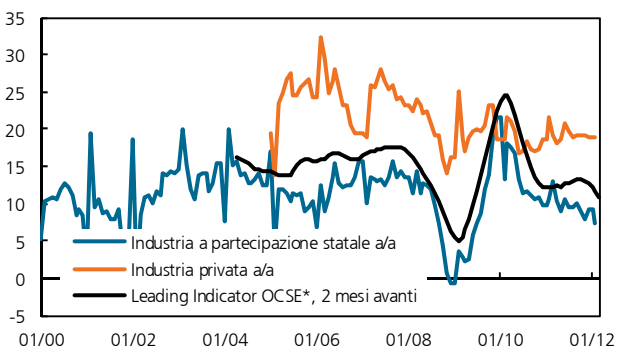
Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo, variazioni % a/a delle medie mobili a 3 mesi

Esportazioni: rallentano soprattutto vs l'Europa



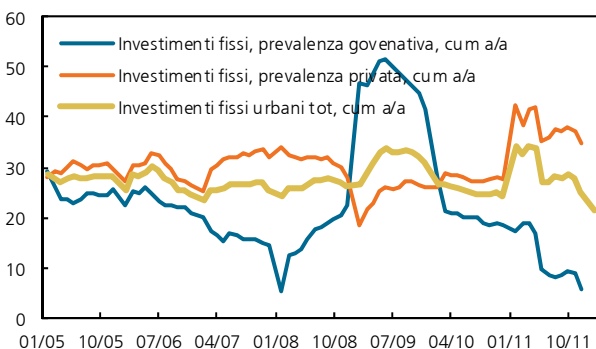
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Var. % 3m a/a

Produzione industriale: rallenta soprattutto l'industria pesante



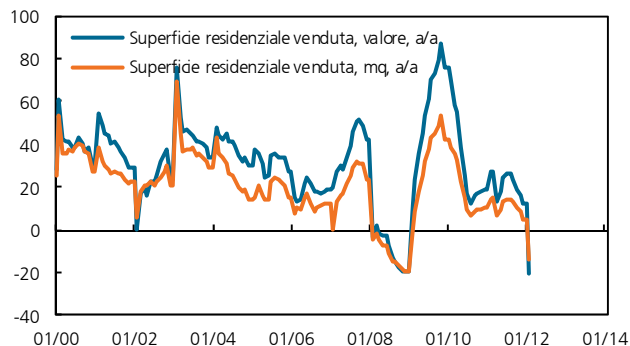
Fonte: Bloomberg

Investimenti fissi in rallentamento



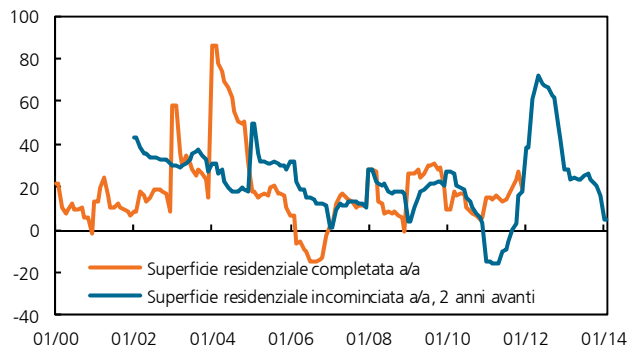
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, variazioni su dati a prezzi correnti cum. a/a, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Superficie residenziale venduta in netto calo**



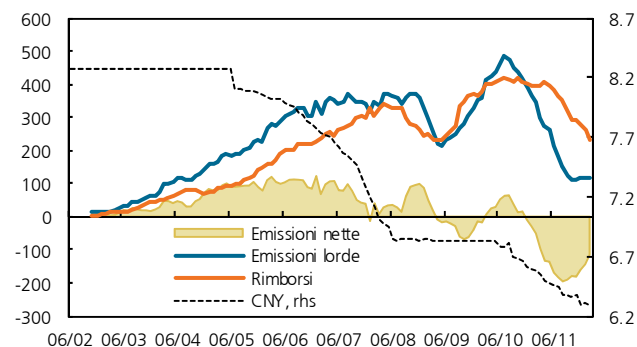
Fonte: Bloomberg

**La superficie residenziale completata invaderà il mercato**



Fonte: CEIC

**La PBoC garantisce la liquidità con le emissioni nette negative**



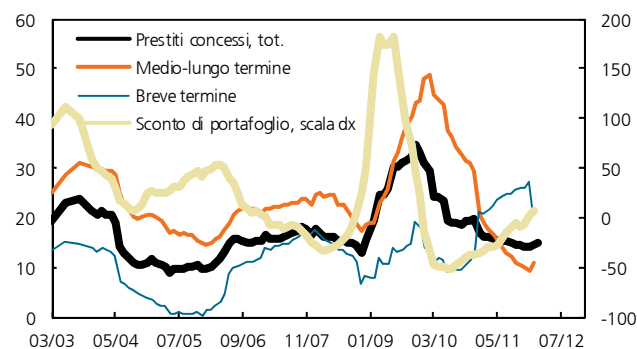
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 12 mesi

**I tassi interbancari sono storicamente elevati**



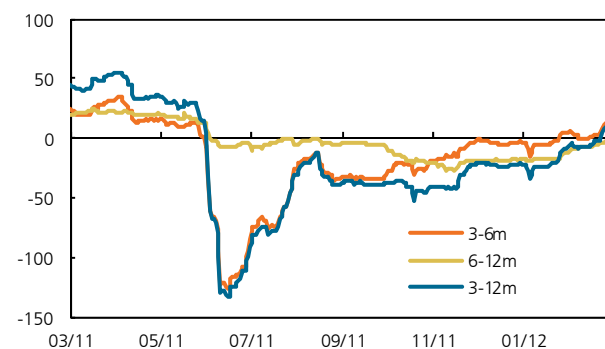
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il credito rallenta soprattutto nel comparto a medio-lungo**



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

**La curva di mercato monetario è tornata marginalmente positiva**



Nota: prezzi al 15.03.2012. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## India: la debolezza degli investimenti rallenta la crescita

Silvia Guizzo

- Il PIL indiano nel 4° trimestre è salito del 6,1% a/a chiudendo il 2011 con una crescita annua del 7,1%. Il rallentamento rispetto al 2010 è stato guidato principalmente dal calo degli investimenti fissi (-0,1%) e da un contenuto rallentamento dei consumi privati. Il 4° trimestre ha registrato un miglioramento congiunturale dei consumi privati ma il tasso di crescita tendenziale del PIL è stato il più basso degli ultimi due anni, trainato ancora al ribasso dal calo delle esportazioni nette e, in misura minore, degli investimenti.
- La dinamica della produzione industriale è migliorata negli ultimi mesi ma la produzione dei beni capitali e dei beni di consumo durevoli rimane ancora debole. Gli indici di fiducia degli imprenditori sono lievemente saliti senza però registrare aumenti della componente ordini a differenza degli indici di attività PMI. Ci aspettiamo dunque un contenuto recupero della produzione industriale nei prossimi mesi. Allo stesso modo l'andamento della componente ordini dall'estero dell'indice PMI punta a una lieve riaccelerazione dell'export nel trimestre in corso. Tuttavia, l'impatto di un aumento del prezzo del petrolio, che si riflette soprattutto sull'andamento delle importazioni, continuerà a pesare negativamente sul deficit commerciale e su quello delle partite correnti nei prossimi mesi.
- L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, dopo essere rimasta sopra il 9% fino a novembre 2011, è scesa fino al 7,0% a febbraio. L'inflazione dei prezzi al consumo rimane alta all'8,8%. La prosecuzione del calo dei prezzi alimentari e delle materie prime non energetiche dovrebbe favorire un trend in discesa nel corso dell'anno. I rischi sull'inflazione rimangono tuttavia al rialzo a causa del recente aumento del prezzo del petrolio, del deprezzamento della rupia 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 e attenda oltre il meeting di aprile per effettuare un primo taglio dei tassi, a meno di un nuovo peggioramento dei dati macro.
- Ci aspettiamo che la debolezza degli investimenti e l'atteso aumento delle esportazioni nette continuino a frenare parzialmente la crescita nella prima parte del 2012. Il calo atteso dell'inflazione dovrebbe invece fornire supporto ai redditi reali e dunque ai consumi nel corso dell'anno. Dal lato dell'offerta il rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi dovrebbe essere in parte compensato dalla buona performance del settore agricolo. L'attesa ripresa degli investimenti e delle esportazioni dovrebbe poi riportare l'economia a riaccelerare nella seconda parte dell'anno e nel 2013. I rischi sulla crescita sono al ribasso e provengono principalmente da un ulteriore deterioramento del quadro internazionale e da una mancata ripresa degli investimenti, se la recente frenata fosse legata più a un peggioramento strutturale del clima imprenditoriale che alla restrizione monetaria.

Previsioni macro	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.7	7.5	7.6	8.5	7.1	6.4	8.5
Consumi privati	8.9	8.4	7.8	8	5.8	7.4	8.7
Consumi pubblici	3.8	18.3	9.5	8.1	4.6	5.6	5.6
Investimenti fissi	17.5	4.7	5.6	11.6	-0.1	4.8	10
Esportazioni	6.9	18	-8.9	16.6	20.8	8	12.4
Importazioni	7	32.5	-8	16.8	13.9	8.6	13.4
Produzione industriale	15.6	7.7	0.2	9.7	4.7	3.4	9.8
Inflazione (CPI)	6.4	8.3	10.9	12	8.9	6.5	5.3
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	14.2	10.9	12.3
Tasso sui prestiti a 1 anno	7.8	7.9	4.8	5.6	7.8	8.3	7.7
Cambio USD/INR (media)	41.34	43.5	48.36	45.74	46.69	49.42	48.39
Saldo delle partite correnti	-311	-1394	-1247	-2396	-2627	-3611	-4105
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-0.6	-2.5	-2.0	-3.2	-3.1	-3.7	-3.7
Saldo di bilancio in % del PIL	-2.6	-4.9	-7.0	-3.8	-6.7	-6.2	-5.2

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

### Economia reale e inflazione

Il PIL<sup>16</sup> indiano nel 4° trimestre è salito del 6,1% a/a chiudendo il 2011 con una crescita annua del 7,1%. Il rallentamento rispetto al 2010 è stato guidato principalmente dal calo degli investimenti fissi (-0,1%) e da un contenuto rallentamento dei consumi privati che comunque sono saliti del 5,8% a/a. Il 4° trimestre ha registrato un miglioramento congiunturale dei consumi privati ma il tasso di crescita tendenziale del PIL è stato il più basso degli ultimi due anni, trainato ancora al ribasso dal calo delle esportazioni nette e degli investimenti.

La dinamica della **produzione industriale** è migliorata negli ultimi mesi crescendo del 5,1% 3m a/a in gennaio rispetto al minimo dello 0,2% 3m a/a in ottobre, grazie soprattutto al recupero della produzione di beni di consumo non durevoli, mentre la produzione dell'industria pesante è rallentata. La produzione dei beni capitali e dei beni di consumo durevoli, maggiore responsabile del rallentamento della produzione industriale nella seconda metà del 2011, rimane ancora debole anche se in miglioramento in linea con l'andamento dell'indice PMI. La media trimestrale è rimasta sopra 50 da ottobre salendo in area 56-57 negli ultimi due mesi. La componente nuovi ordini è salita fino a 62,8 in febbraio mentre quella degli ordini dall'estero, pur essendo scesa a 53,9 a febbraio da un massimo di 56,7 a gennaio, rimane nell'area di espansione. Altri indici di fiducia degli imprenditori (Dun&Bradstreet e quello redatto dalla Banca centrale indiana, Reserve Bank of India, RBI) sono migliorati lievemente anche se non hanno registrato aumenti della componente ordini. Ci aspettiamo dunque un contenuto recupero della produzione industriale nei prossimi mesi.

Il maggior rallentamento delle esportazioni rispetto alle importazioni nella seconda metà del 2011 ha favorito un allargamento del **deficit commerciale** a 138 miliardi di dollari rispetto ai 124 miliardi del 2010. I dati di gennaio confermano una maggiore crescita delle **importazioni** (+20,2% a/a) rispetto alle **esportazioni** (+10,1% a/a). L'andamento della componente ordini dall'estero dell'indice PMI, in continuo miglioramento da ottobre e sopra 50 negli ultimi tre mesi, punta comunque ad un lieve miglioramento dell'export nel trimestre in corso. Le importazioni di petrolio sono pari a circa il 30% del totale rispetto a una quota di esportazioni del 15%, e notevole risulta anche il peso delle importazioni di oro e argento, pari a ca. il 15% del totale. L'impatto di un aumento del prezzo del petrolio si riflette pertanto soprattutto sull'andamento delle importazioni e continuerà a pesare negativamente sul deficit commerciale e su quello delle partite correnti nei prossimi mesi.

La riduzione degli spread governativi in Europa e gli interventi della RBI sul **cambio**, in aggiunta a misure per aumentare la liberalizzazione del mercato dei capitali, sembrano aver temporaneamente attratto flussi di capitali in entrata nei primi mesi dell'anno. L'indice di borsa di Bombai ha recuperato il 15% tra l'inizio dell'anno e metà marzo mentre la rupia, dopo aver raggiunto il minimo rispetto al dollaro a 53,71 a metà dicembre, ha recuperato fino a 5 figure all'inizio di febbraio per poi tornare a deprezzarsi del 3,5% per metà marzo. Il finanziamento di un deficit delle partite correnti che aumenta in un momento di brusche variazioni dell'avversione al rischio degli investitori istituzionali continuerà a rendere vulnerabili il cambio e l'andamento degli indici azionari anche nei prossimi mesi.

Le vendite domestiche di auto, dopo i cali tendenziali di fine 2011, hanno recuperato nei primi mesi dell'anno registrando una crescita del 9,7% 3m a/a a febbraio. Gli arrivi di turisti continuano a crescere a tassi stabili così come i relativi ricavi del settore. Il miglioramento dell'indice PMI dei servizi punta a una tenuta del settore turistico nei prossimi mesi. Le indicazioni sul mercato del lavoro sono contrastanti. La media trimestrale della componente occupazione dell'indice PMI rimane in area 49 sui livelli di inizio 2009 e la stessa componente degli altri indici di fiducia citati sopra è in calo. Le intenzioni di assunzione delle imprese rilevate

**Il calo degli investimenti frena la crescita**

**Produzione industriale in miglioramento**

**Il deficit commerciale peggiora**

**L'andamento del cambio rimane legato al cambiamento di sentimenti degli investitori istituzionali**

**I consumi tengono**

<sup>16</sup> Al costo dei fattori.

dall'indagine Manpower per il 2° trimestre del 2012 sono invece in aumento e sui massimi pre-crisi.

L'**inflazione** dei prezzi all'ingrosso dopo essere rimasta sopra il 9% fino a novembre 2011 è scesa fino a un minimo del 6,6% per risalire al 7,0% a febbraio. Il calo dell'inflazione è attribuibile principalmente al calo dei prezzi degli alimentari ma anche alla moderazione dell'inflazione del comparto dei carburanti e dei prodotti manufatti. In particolare l'inflazione dei prodotti manufatti non alimentari è scesa da 7,9% in dicembre al 5,8% in febbraio guidata dalla moderazione dei prezzi delle materie prime non energetiche. Il rallentamento dell'inflazione dei prodotti alimentari potrebbe essere temporaneo dato il continuo aumento dei consumi di alimenti proteici sui cui prezzi influiscono squilibri strutturali tra domanda e offerta. L'inflazione dei prezzi al consumo<sup>17</sup> a 8,8% a febbraio, è inoltre ancora elevata e suggerisce la presenza di pressioni da domanda a livello del commercio al dettaglio. Secondo la RBI (Reserve Bank of India) i rischi sull'inflazione rimangono al rialzo nonostante il rallentamento dell'economia, a causa del recente aumento del prezzo del petrolio, del deprezzamento della rupia e del continuo peggioramento dei conti pubblici.

L'inflazione scende ma i rischi rimangono al rialzo

#### Politica monetaria ed economica

La dinamica del credito al settore commerciale è rallentata fino a 15,6% a/a in febbraio rispetto ai tassi di crescita superiori al 20% registrati per gran parte del 2011. Similmente la crescita di M3 è scesa fino a 13,5% nello stesso mese, ai minimi dal 2005. Le condizioni di liquidità sul mercato interbancario sono rimaste in deficit con gli importi giornalieri chiesti in prestito attraverso la LAF (Liquidity Adjustment Facility) saliti ulteriormente (1378 miliardi di rupie in media tra metà dicembre e metà marzo) rispetto a quelli già elevati tra novembre e dicembre (905 miliardi di rupie vs una media 623 miliardi nella parte precedente del 2011), al di sopra del livello di guardia della RBI. La Banca centrale ha quindi continuato a condurre operazioni di mercato aperto mediante l'acquisto di titoli per allentare la liquidità ed ha effettuato due tagli (50pb in vigore dal 28 gennaio e altri 75pb in vigore dal 10 marzo) del coefficiente di riserva obbligatoria portandolo al livello del 2009 ossia al 4,75%. Nonostante ciò la curva di mercato monetario rimane ancora invertita segnalando la persistenza delle tensioni sul mercato e un pessimismo degli operatori sul quadro economico. La RBI ha segnalato che la presenza di rischi al rialzo sull'inflazione nonostante il rallentamento dell'economia influirà sulla tempistica e sull'entità di futuri ritocchi dei tassi. Il miglioramento degli indici di attività PMI e di quelli di fiducia e il peggioramento in atto dei conti pubblici vanno nella stessa direzione. È probabile dunque che la RBI continui ad effettuare operazioni di mercato aperto per allentare le condizioni di liquidità e attenda oltre il meeting di aprile per effettuare un primo taglio dei tassi, a meno di un nuovo peggioramento dei dati macro.

Le tensioni di liquidità sul mercato permangono. La RBI conduce operazioni di mercato aperto e taglia il coefficiente di riserva obbligatoria ma rimane ancora cauta sui tagli dei tassi

La legge finanziaria presentata recentemente prevede un **deficit di bilancio pubblico** per l'anno fiscale 2012/2013 (aprile – marzo) del 5,1%, in lieve calo rispetto al 5,9% stimato per l'anno fiscale 2011-2012. Quest'ultimo, tuttavia, è stato rivisto notevolmente al rialzo rispetto la stima iniziale del 4,6% presentata l'anno scorso. Gli obiettivi sfiorano entrambi il percorso di riduzione del deficit ipotizzato dalla Tredicesima Commissione Finanziaria qualche anno fa<sup>18</sup>. Il bilancio previsto manca inoltre di concrete misure di consolidamento dei conti pubblici paventate durante l'anno e prevede invece un aumento delle spese del 19% con un generico target di contenimento delle spese per sussidi al 2% del PIL. I tempi di introduzione dell'imposta sui beni e servizi (Goods and Service Tax) e Testo Unico sulle imposte dirette (Direct Tax Code) rimangono ancora incerti.

I conti pubblici peggiorano

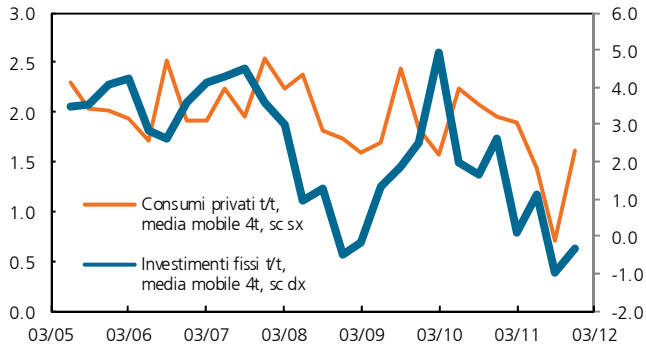
<sup>17</sup> Misurata dalla nuova serie disponibile da gennaio 2011 (anno base 2010=100) che si aggiunge alle altre misure dell'inflazione dei prezzi al consumo per categorie di lavoratori.

<sup>18</sup> Ossia 4,1% nell'anno fiscale 2011-12 e 3% nell'anno fiscale 2012-13.

## Scenario Macroeconomico

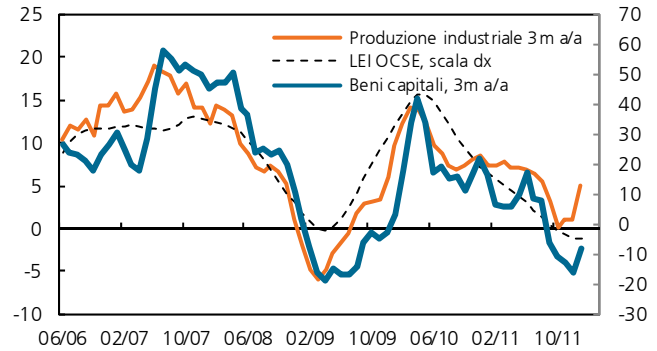
Marzo 2012

### Gli investimenti continuano a rallentare



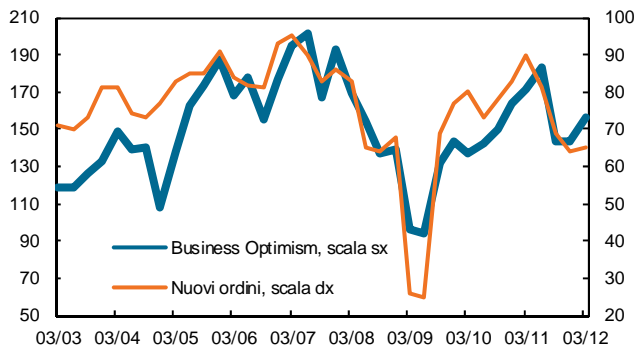
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### La produzione industriale migliora



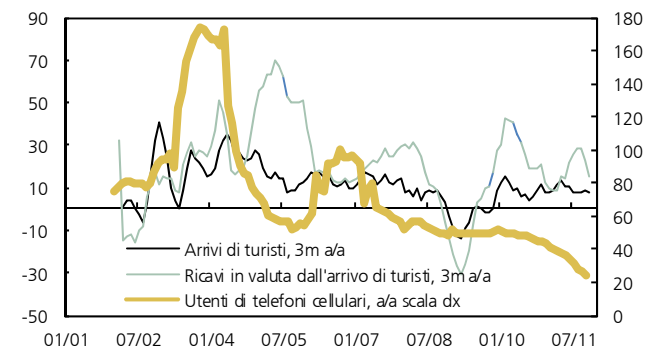
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Indagine di fiducia *Dun&Bradstreet*



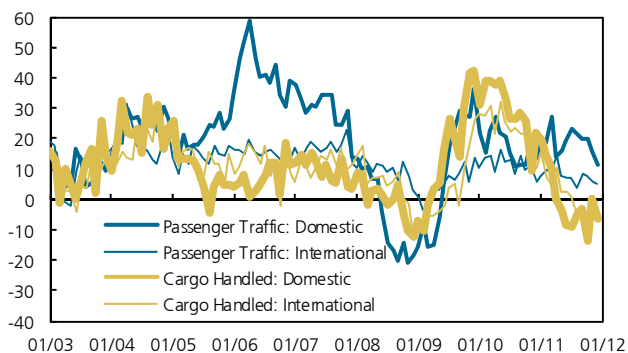
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Decelerano gli utenti di cellulari



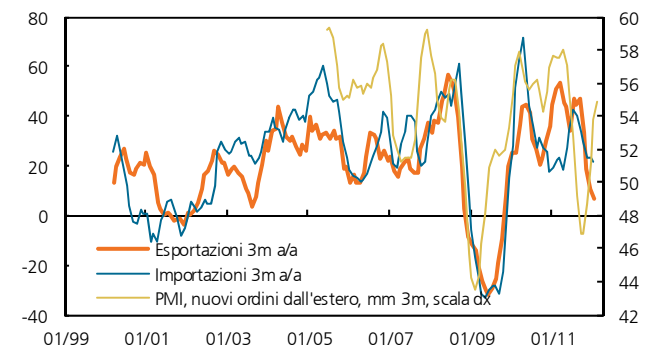
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Traffico cargo in rallentamento



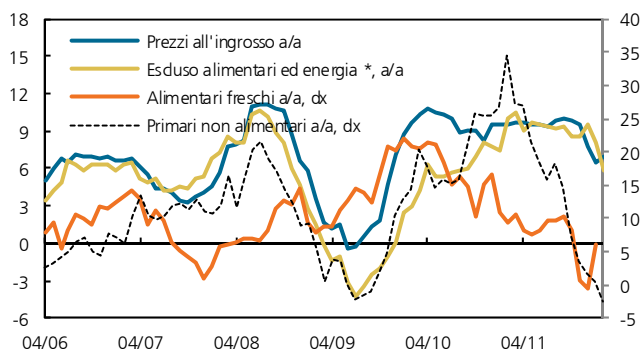
Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

### Commercio estero in rallentamento ma gli ordini migliorano



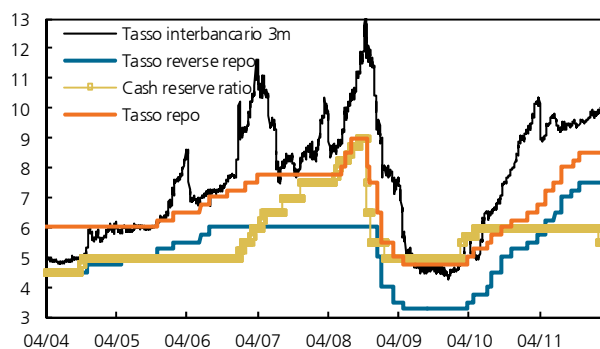
Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso scende



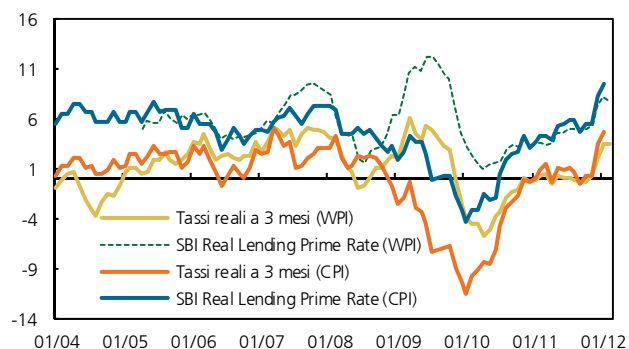
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, \* stime Intesa Sanpaolo

La RBI abbassa il coefficiente di riserva obbligatoria



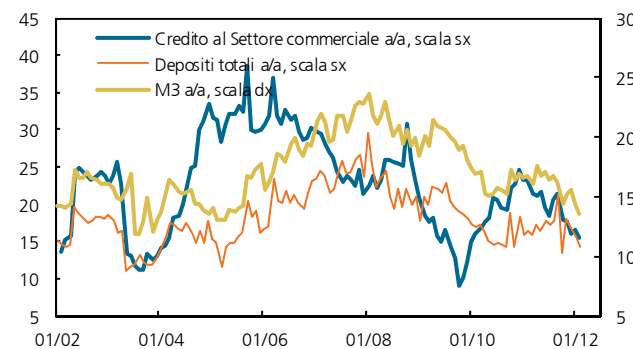
Fonte: Bloomberg

I tassi reali risalgono



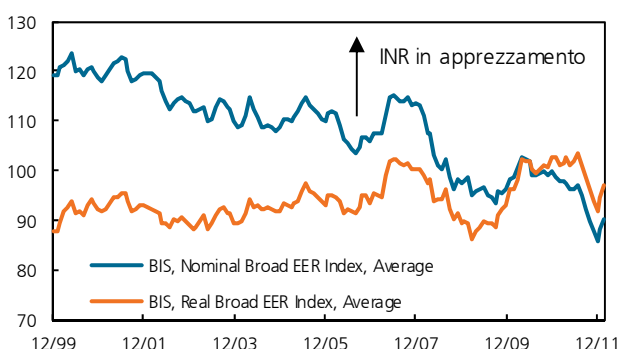
Fonte: Bloomberg

Il credito rallenta



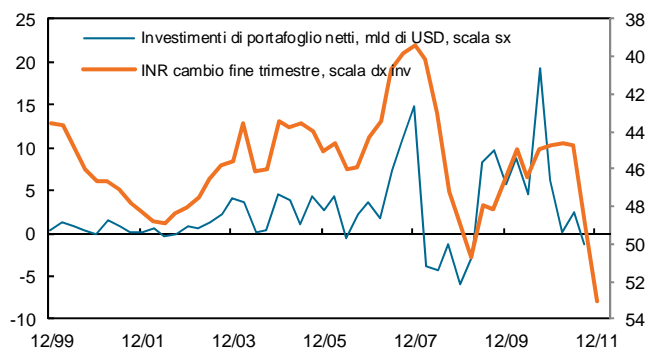
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

La rupia soffre l'aumento dell'avversione al rischio



Fonte: Bloomberg



## Mercati valutari - Tassi d'interesse a zero: la trappola dei cambi

La crisi del debito sovrano nell'area euro si è aggravata nel corso del 2011, con pesanti ricadute negative anche in termini reali. Ciononostante i minimi dell'euro nel 2011-12 sono stati di gran lunga più elevati rispetto ai minimi del 2010 (1,26 vs. 1,18 EUR/USD). In Giappone lo yen si è addirittura apprezzato nel 2011, nonostante il peggioramento del quadro globale e domestico. La sterlina, nonostante l'inaspettato avvio di un QE2 e la deludente performance della crescita, non è scesa sotto 1,52 GBP/USD - laddove nel 2010 si era deprezzata fino a 1,42 GBP/USD. Il minimo comune denominatore dello strano comportamento di euro, yen e sterlina è la (protratta) politica dei tassi zero seguita dalle rispettive Banche centrali<sup>19</sup>.

Asmara Jamaleh

### EURO - Perché non è precipitato nonostante la crisi

È stato un **inizio d'anno movimentato per l'euro**, che prima è sceso da 1,30 a 1,26 EUR/USD, ma poi da qui è risalito fino a 1,35 EUR/USD. **La risalita è stata agevolata dalla tanto attesa "soluzione" del problema Grecia.** Questo introduce la prima domanda: **(1)** se il problema greco è stato risolto, **quali saranno adesso i driver dell'euro?** La seconda domanda è collegata alla prima: **(2) come mai, nonostante l'aggravarsi della crisi del debito sovrano e nonostante sia stata messa a rischio la tenuta in senso proprio dell'UEM, l'euro ha mostrato tanta resistenza<sup>20</sup> al ribasso?**

Quanto al punto **(1)**, fino a buona parte del 1° trimestre 2012 il tema dominante è stato in generale la crisi del debito sovrano, nella fattispecie la Grecia. I continui rinvii delle scadenze fissate per la conclusione della vicenda greca hanno contribuito ad annacquare l'avversione al rischio, che altrimenti avrebbe forse potuto affossare la moneta unica. **Ora che il caso Grecia è stato per così dire "risolto"** è stata soddisfatta la condizione necessaria per poter passare alla fase di mercato successiva, quella in cui **dovrebbero tornare a fare da driver i fondamentali tradizionali**, ovvero crescita e inflazione, nonché, correlativamente, le aspettative/decisioni di politica monetaria. Alla luce del nostro scenario centrale di crescita per area euro e Stati Uniti, la migliore performance attesa di questi ultimi dovrebbe risultare penalizzante per l'euro nella prima parte dell'anno, quindi ormai nel 2° trimestre. Sotto il profilo puramente tecnico non sono ancora venute meno le condizioni per una discesa del cambio al di sotto di 1,30 (*target* tecnico ribassista collocato a 1,26-1,25 EUR/USD). Il successivo miglioramento atteso nell'area euro dovrebbe poi agevolare un recupero nel 2° semestre, con possibile risalita verso il range 1,35-1,40 EUR/USD verso fine anno/inizio dell'anno prossimo. L'eventuale avvio di un QE3 da parte della Fed nella parte centrale dell'anno non andrebbe interpretato come un evento sfavorevole al dollaro, se non eventualmente come reazione di impatto iniziale. L'effetto favorevole che ne deriverebbe alla crescita USA dovrebbe finire per favorire il dollaro e simmetricamente indebolire l'euro, o facendolo scendere temporaneamente o comprimendone lo spazio di recupero. Al contrario, nel caso in cui la BCE si trovasse a dover ricorrere a un altro taglio dei tassi, questo probabilmente risulterebbe negativo per la moneta unica. Va sempre ricordato comunque che - per quanto l'*impasse* greca sia stata superata - il problema in senso lato del debito sovrano non è stato risolto e il tema potrà tornare a riemergere a tratti, condizionando negativamente le oscillazioni del cambio.

---

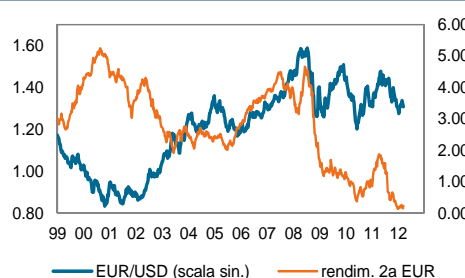
<sup>19</sup> Nel caso della BCE i tassi non sono a zero, sono all'1,00%, ma si tratta comunque dei minimi storici. I rendimenti a breve sono comunque andati convergendo quasi a zero.

<sup>20</sup> Il minimo registrato nel 2011-2012 è 1,26 EUR/USD a gennaio 2012. Non si è quindi più nemmeno riavvicinato ai minimi del 2010 a 1,18 EUR/USD.

Quanto al punto (2), vi sono almeno tre ordini di ragioni che possono contribuire a spiegare, almeno in parte, come mai l'euro abbia opposto tanta resistenza verso il basso.

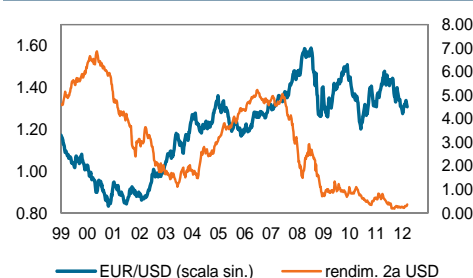
1. Dal punto di vista tecnico, il corto euro che da agosto 2011 è andato formandosi sul mercato speculativo ha raggiunto nuovi record storici rispetto alla prima crisi greca del 2010, registrando a gennaio di quest'anno un picco di corto euro pari a oltre una volta e mezzo il picco di maggio 2010. La dimensione stabilmente elevata del corto euro ha giocato un ruolo non da poco nel ridurre tecnicamente il *downside* della moneta unica, in assenza di spunti sufficientemente gravi da produrre una sorta di liquidazione totale degli *asset* in euro.
2. Dal punto di vista dei fondamentali macroeconomici, la sostanziale convergenza verso lo zero dei tassi<sup>21</sup> area euro (Fig. 1), quando prossimi allo zero erano già da prima quelli statunitensi (Fig. 2), ha fornito un'altra ragione, non più tecnica ma sostanziale, di "resistenza" al ribasso, dato che i tassi nominali non possono scendere sotto lo zero e la *sensitivity* dell'EUR/USD ai rendimenti a breve euro è positiva e quella ai rendimenti a breve USA è negativa.
3. Infine, le coperture contro il rischio di rottura dell'unione monetaria non implicano tanto una fuoriuscita di capitali dall'Eurozona, quanto uno spostamento della liquidità verso i paesi dai fondamentali più solidi.

Fig. 1 - Convergenza verso zero dei rendimenti euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

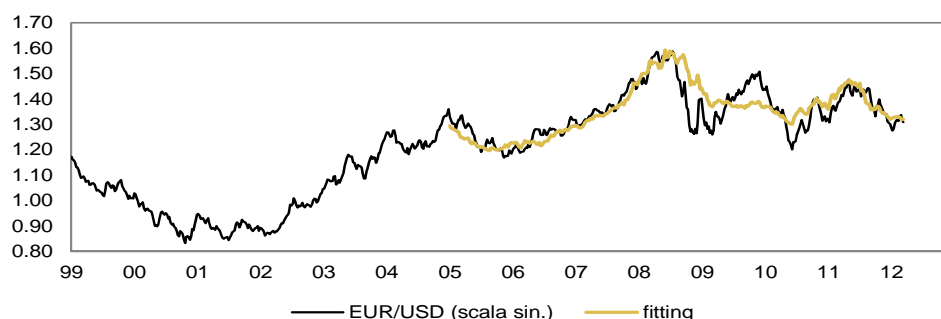
Fig. 2 - Rendimenti USA a zero prima di quelli euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Nella misura in cui i tassi/rendimenti possono fornire un'idea delle aspettative di crescita e inflazione e delle associate scelte di politica monetaria, si può verificare e misurare la relazione tra cambio EUR/USD e rendimenti a breve euro e USA rispettivamente.

Fig. 3 - Relazione strutturale tra cambio EUR/USD e rendimenti a breve area euro e Stati Uniti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>21</sup> Ai fini dell'analisi vengono qui utilizzati i rendimenti governativi a 2 anni sia per l'area euro sia per gli Stati Uniti.

Utilizzando i dati settimanali (medie) sul periodo 2005-2012 abbiamo verificato l'esistenza di una relazione di cointegrazione (ovvero strutturale, di lungo periodo) tra cambio e rendimenti suddetti. Dalle stime ottenute con i parametri di cointegrazione abbiamo ottenuto un *fitting* che sembra spiegare abbastanza bene la dinamica dell'euro negli ultimi anni (Fig. 3). Dato il carattere strutturale e la bontà delle stime ottenute, possiamo utilizzarle a fini di simulazione. Ipotizziamo quindi diverse combinazioni di rendimenti euro e USA da qui a un anno e lanciamo in proiezione il modello per indagare quali livelli di cambio siano compatibili con determinate combinazioni di rendimenti.

Come si può osservare dal grafico (Fig. 4) e dalla tabella a fianco (Tab. 1), l'euro tenderà a salire quanto più i rendimenti area euro saliranno rispetto a quelli USA (casi: a, b, c) e a scendere quanto più, al contrario, saranno i rendimenti USA a salire rispetto a quelli dell'area euro (casi: d, e, f).

Fig. 4 - EUR/USD sotto varie ipotesi di rendimenti euro e USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 - Sintesi delle simulazioni

	Ipotesi sui rendimenti (%)		Cambio risultante
	rendim. EUR	rendim. USD	EUR/USD
(a)	1.50	zero	1.50
(b)	1.00	0.50	1.39
(c)	stabile	zero	1.35
(d)	zero	stabile	1.30
(e)	1.00	2.00	1.25
(f)	0.75	3.00	1.15

Nota: i livelli correnti del cambio EUR/USD, dei rendimenti a 2 anni area euro e di quelli USA alla data della presente simulazione sono rispettivamente 1,32 EUR/USD, nonché 0,23% e 0,36%. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel caso (c), con rendimenti euro stabili sui livelli attuali da qui a un anno e rendimenti USA che scendono ulteriormente verso lo zero, l'euro si collocherebbe a 1,35 EUR/USD, poco sopra il livello corrente (1,32 nell'analisi qui condotta). Tale combinazione sarebbe compatibile con un'ipotesi di tassi BCE fermi almeno fino alla metà del prossimo anno e con un QE3 da parte della Fed da attuarsi nei prossimi mesi. Più vicino al nostro scenario centrale per area euro e Stati Uniti è il caso (b), che ipotizzerebbe tra un anno una normalizzazione verso l'alto dei rendimenti area euro e una modesta, seppure inferiore salita, di quelli USA. Sotto tali ipotesi il cambio salirebbe fino a 1,39 EUR/USD. Si vengono così a configurare le condizioni in presenza delle quali l'euro si troverebbe all'interno del range 1,35-1,40 EUR/USD, in linea con la prospettiva di recupero del cambio verso fine 2012/inizio 2013 descritta nel paragrafo finale del punto (1).

Vanno invece allontanandosi dal nostro scenario macroeconomico centrale le combinazioni di rendimenti proposte nei casi (d), (e), (f), che implicherebbero tutte una discesa del cambio dai livelli attuali. La discesa è non significativa, a 1,30 EUR/USD, nel caso (d) in cui i rendimenti area euro convergano verso lo zero mentre quelli USA si stabilizzino sui valori correnti. Il calo è invece più significativo, a 1,25 EUR/USD, nel caso (e) in cui a una normalizzazione verso l'alto dei rendimenti area euro si associasse una risalita molto più ampia di quelli USA (non coerente con l'attuazione di un QE3 nei prossimi mesi, ma non necessariamente rivelatrice di un avvio di rialzi dei tassi Fed). Infine, poco credibile sarebbe la combinazione di ipotesi del caso (f), con rendimenti area euro solo in modestissima ascesa, e impennata di quelli USA (a livelli che sarebbero compatibili con l'avvio di un ciclo di rialzi dei Fed Funds). In tal caso l'euro precipiterebbe a 1,15 EUR/USD. I risultati di questo esercizio di simulazione non vanno presi alla lettera, perché le stime qui utilizzate derivano da una relazione di cointegrazione, ovvero da una

relazione che è solo strutturale, di lungo periodo, e non tiene conto degli aggiustamenti di breve. In una fase comunque di relativa stabilità dei tassi di *policy*, tali stime forniscono una buona approssimazione del *fair value* del cambio sotto determinate ipotesi di tassi. E se i casi (b) e (c) possono aiutare a collocare l'euro nel range 1,35-1,40 sull'orizzonte a un anno nelle ipotesi del nostro scenario macro centrale, **il caso (f) può invece aiutare a capire come mai** (o meglio a quali condizioni) **l'euro opponga resistenza verso il basso**. Infatti, in un contesto di politiche monetarie immobiliste sui tassi di *policy*, già rispettivamente ai minimi storici (tassi BCE) e a quasi-zero (tassi Fed), le simulazioni mostrerebbero che per avere un consistente deprezzamento dell'euro (a 1,15 EUR/USD nel caso f) i rendimenti USA dovrebbero salire molto rispetto a quelli area euro, ipotesi che non si può realizzare fintantoché la Fed si è impegnata a tenere i tassi fermi almeno fino a metà circa del 2014.

### YEN - Il ritorno di quota 90

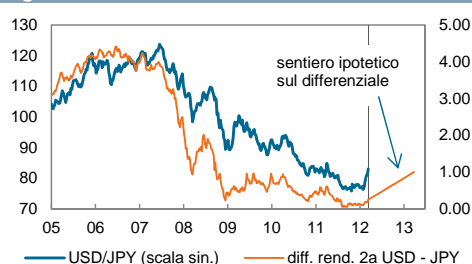
Dopo oltre 6 mesi di stasi, in cui lo yen si è "mosso" tra 76 e 78 USD/JPY, è scattata improvvisamente la tanto attesa inversione ribassista. A ordinare la virata è stato a febbraio l'annuncio da parte della BoJ dell'adozione di un *inflation targeting*.

Ma basterà questo affinché la nuova rotta venga mantenuta? Sia la scelta della nuova strategia sia il *timing* ci sembra che possano rivelarsi favorevoli al mantenimento di un *trend* ribassista. Anche lo yen, infatti, in modo simile all'euro ma con i dovuti *distinguo*, ha opposto forte resistenza verso il basso per tutto il 2011 nonché all'inizio del 2012. In questo periodo uno dei principali fattori che a tratti ha fatto rafforzare lo yen e a tratti ne ha limitato o impedito la discesa è stato il protrarsi di una fase di più o meno elevata avversione al rischio<sup>22</sup>, contro la quale la valuta giapponese funge solitamente da riparo, come accadeva per il franco svizzero e in alcuni casi accade ancora per il dollaro USA.

Vi sono tuttavia altri due elementi che possono almeno in parte giustificare il comportamento dello yen: (1) la dinamica e il livello dei tassi/rendimenti giapponesi in relazione a quelli USA e (2) la dinamica dell'inflazione, ovvero la persistenza della deflazione.

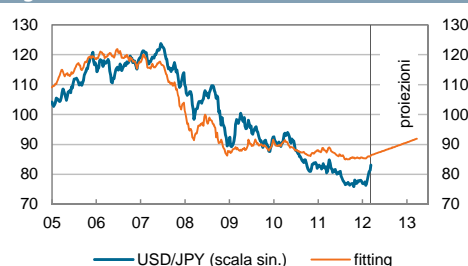
(1) I livelli e i differenziali di tasso/rendimento giapponesi e statunitensi spiegavano bene la dinamica del cambio USD/JPY prima della crisi economico-finanziaria globale del 2008, ma hanno continuato a farlo anche dopo (Fig. 5).

Fig. 5 - Correlazione cambio-differenziali: 92%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Stime basate sul differenziale tassi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prendiamo qui in considerazione i rendimenti governativi a 2 anni, sia per uniformità di analisi con l'euro, sia perché rappresentativi delle prospettive di crescita e inflazione, nonché delle

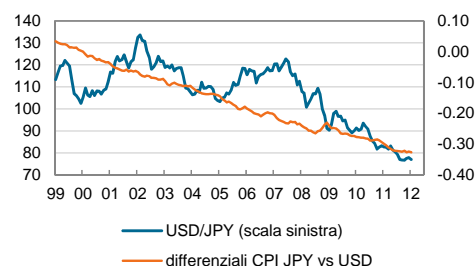
<sup>22</sup> Dovuta alla crisi del debito sovrano nell'area euro e ai rischi verso il basso sulla crescita mondiale.

correlate aspettative di politica monetaria. Considerando il periodo da inizio 2005 fino ad adesso, per il quale prendiamo dati (medie) settimanali, rileviamo una correlazione pari al 92% tra il cambio USD/JPY e i differenziali di rendimento a breve tra Stati Uniti e Giappone. Le stime che otteniamo dalla regressione lineare del cambio sui differenziali mostrano una buona capacità esplicativa (si veda *fitting*, Fig. 6).

La prossimità a zero sia dei rendimenti USA sia di quelli giapponesi, nonché la difficoltà dei primi a salire (la Fed si è impegnata a mantenere i tassi ufficiali a quasi-zero fino almeno a metà, circa, del 2014) e la sostanziale impossibilità dei secondi a scendere (sotto lo zero non possono andare: il livello medio registrato nelle prime tre settimane di marzo è pari a 0,11%) hanno non solo limitato notevolmente il *downside* dello yen, ma ne hanno anche circoscritto le oscillazioni all'interno di un *range* stretto per lungo tempo.

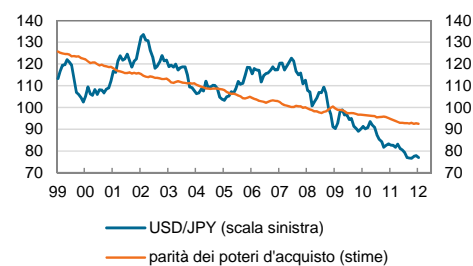
(2) A spingere invece lo yen verso l'alto, ovvero verso un apprezzamento, hanno contribuito per lungo tempo le dinamiche relative dei prezzi al consumo giapponesi rispetto a quelli statunitensi (Fig. 7) e, in particolare, lo stato di persistente deflazione in Giappone. Una stima, approssimativa, della relazione della parità dei poteri d'acquisto sembra comunque suggerire che, per quanto lo yen abbia seguito la direzione imposta dai differenziali di inflazione, ultimamente (da poco dopo l'inizio del 2010 in avanti, Fig. 8) ha un po' ecceduto anche rispetto a questi, ovvero si è apprezzato un po' troppo.

Fig. 7 - Yen condizionato dalla deflazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - Parità dei poteri d'acquisto



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Questo eccesso di inclinazione verso l'alto si spiega, come esposto sopra, con l'aumento dell'avversione al rischio registrata sui mercati internazionali. A queste condizioni come avrebbe potuto lo yen invertire rotta e intraprendere il tanto atteso trend di deprezzamento? Nemmeno la BoJ con i propri interventi diretti sul mercato valutario (acquisto di dollari contro vendita di yen) ne è stata in grado. È riuscita tuttavia a contenere l'apprezzamento. **A febbraio però il colpo di scena: la BoJ ha annunciato l'adozione di un *inflation targeting***, aggiungendo che, anche in virtù della necessità di riportare l'inflazione stabilmente sopra lo zero, adotterà allo scopo ulteriori misure di politica monetaria espansiva. Questo cambio ufficiale di strategia annunciato al momento giusto, ovvero **(A)** quando i dati di commercio estero facevano intravedere il rischio di un'inversione strutturale dei saldi di bilancia commerciale (da storicamente positivi a negativi) anche a causa dell'apprezzamento del cambio e **(B)** quando l'avversione al rischio cominciava a rientrare mano a mano che la vicenda greca si avvicinava a una soluzione "conclusiva", ha "finalmente" sbloccato l'*impasse* dello yen, dando avvio alla tanto attesa inversione ribassista.

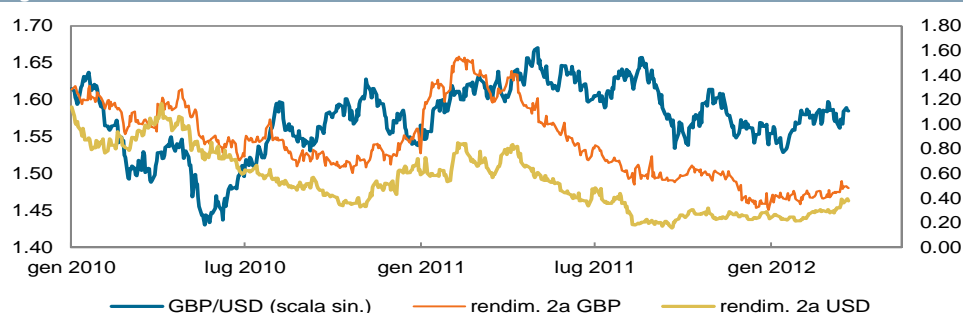
Ora dunque sembrano esservi (i) le condizioni fondamentali, (ii) le condizioni di mercato nonché (iii) il contesto istituzionale appropriato affinché il deprezzamento della valuta nipponica continui. È possibile tuttavia che il trend ribassista, per quanto chiaro di fondo, sia a tratti più lento e graduale e/o subisca delle pause dovute a fasi di lateralità. Ricordiamo che i tassi sono a quasi-zero sia in Giappone sia negli Stati Uniti e che al momento non vi sono ancora indicazioni che si possano "schiodare" da qui almeno per i prossimi 12 mesi.

È lecito tuttavia ipotizzare che entro tale orizzonte temporale il differenziale dei rendimenti a breve salga. Simulando di portarlo dagli attuali 25pb a 100pb nel giro di un anno, utilizzando il modello cambio-rendimenti sopra descritto (Fig. 5), si ottiene che lo yen potrebbe tornare a portarsi (poco) sopra **quota 90 USD/JPY** (Fig. 6). Non è da escludersi che questo possa avvenire anche prima. Non solo, infatti, il *valore teorico* fornito dal modello cambio-rendimenti suggerisce che anche adesso, ai livelli attuali, lo yen è sopravvalutato (Fig. 6: valore teorico a 86,38 vs. 83,06 valore attuale del cambio USD/JPY), ma anche la relazione di parità dei poteri d'acquisto collocherebbe sin d'ora il cambio almeno a quota 90 USD/JPY (Fig. 8: valore teorico di parità dei poteri d'acquisto stimata a 92,50 vs. 76,96 valore attuale del cambio USD/JPY nell'ultimo mese di riferimento del periodo campionario). La prospettiva, infine, che la curva dei differenziali di inflazione (Fig. 7) tenderà – seppure lentamente e moderatamente – a invertire rotta, anche grazie all'adozione ufficiale di un *inflation targeting* da parte della BoJ, dovrebbe fornire un contributo non indifferente al mantenimento della nuova tendenza.

### STERLINA - Indietro adagio nel breve, avanti adagio più tardi

Nel 1° trimestre 2012 la sterlina ha recuperato le perdite di fine 2011 contro dollaro e ha sostanzialmente consolidato i guadagni contro euro. Complessivamente l'avvio dell'anno nuovo è stato positivo. In particolare si può dire che **anche la sterlina**, similmente a quanto detto per euro e yen, **ha mostrato una certa resistenza a scendere**. Né la delusione sul PIL del 4° trimestre (una contrazione, pari a -0,2% t/t) né l'ulteriore espansione monetaria (aumento dell'APF) sancita a febbraio sono riuscite a minare la tenuta di certi livelli, ovvero di 1,50 GBP/USD (minimo registrato a 1,52 il 13 gennaio) e di 0,85 EUR/GBP. E così come per l'euro e lo yen anche per la sterlina una spiegazione almeno parziale di questo si rinviene nella duplice combinazione di **(1) livelli dei tassi quasi a zero** (*bank rate* ai minimi storici a 0,50% da tre anni) e di **(2) differenziali di rendimento che conseguentemente non possono scendere** se non di poco e per poco.

Fig. 9 - Sterlina e rendimenti a breve



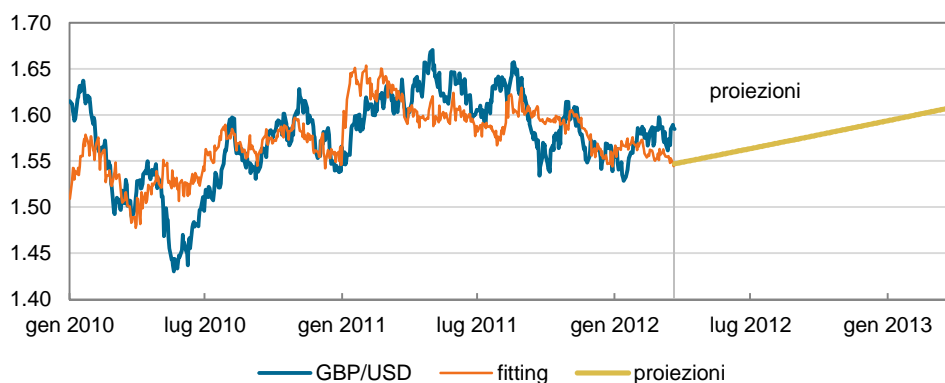
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Per omogeneità di analisi con l'euro e lo yen, prendiamo come riferimento i rendimenti governativi a due anni (Fig. 9). La relazione tra cambio GBP/USD e rendimenti britannici e statunitensi è meno eclatante rispetto al caso dell'euro e dello yen, ma riesce almeno in parte a giustificare il comportamento della sterlina. Una delle ragioni per cui la relazione tra cambio e rendimenti è più debole risiede nella dimensione del **deprezzamento subito dalla sterlina dopo la crisi del 2008**. Il deprezzamento, infatti, era stato molto ampio e aveva condotto il cambio a nuovi minimi storici sia contro dollaro (1,3503 GBP/USD, poco sotto il minimo a 1,3682 del 2001) sia contro euro (quasi alla parità, precisamente a 0,9803 EUR/GBP). Un deprezzamento così ampio nonché maggiore rispetto a quello dell'euro (la sterlina ha perso il 32% contro dollaro, mentre l'euro il 21%) è **come se già avesse scontato al tempo le conseguenze che la crisi del 2008 avrebbe avuto sull'economia britannica non solo nel futuro immediato, ma anche nei tre-quattro anni successivi**. Quest'ipotesi non ci sembra peregrina, perché la crisi del 2008

aveva avuto origine negli USA e metteva in luce un problema che riguardava sì in primis il sistema finanziario statunitense ma, dato il ruolo di Londra come centro finanziario di importanza mondiale, avrebbe potuto riguardare più o meno altrettanto anche il Regno Unito.

Per quanto riguarda invece l'area euro, al tempo non era evidente che anch'essa avrebbe potuto essere interessata pesantemente, perché il sistema finanziario dell'area era, ed è tuttora, diverso da quello USA e da quello britannico. Infatti, la successiva crisi dell'area euro è stata una conseguenza indiretta della crisi USA del 2008, mentre quella del Regno Unito è stata l'estensione naturale diretta fuori dai confini USA della crisi USA. Il minor deprezzamento subito allora dall'euro rispetto alla sterlina si può spiegare in parte anche così: quel calo non scontava le conseguenze che si sarebbero potute osservare successivamente nell'area euro, mentre il calo della sterlina già scontava le conseguenze non solo immediate, ma anche degli anni a venire, sull'economia britannica. Quindi, come già avevamo accennato nello Scenario Macroeconomico di dicembre, l'ampio deprezzamento subito dalla divisa britannica allo scoppio della crisi del 2008 ne limita il *downside* adesso.

Fig. 10 - Regressione tra cambio GBP/USD e rendimenti: stime e proiezioni



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per quella parte di spiegazione imputabile invece a livello e dinamica dei rendimenti britannici e statunitensi (Fig. 9), le semplici **stime** di una regressione lineare che abbiamo condotto su dati giornalieri dal 2010 ad oggi forniscono un *fitting* discreto (Fig. 10) e suggeriscono che il cambio GBP/USD adesso dovrebbe trovarsi almeno tre figure più in basso, ovvero a 1,55 invece che a 1,58 GBP/USD (Fig. 10). Lanciando in proiezione il modello, con l'ipotesi che da qui a un anno i rendimenti a breve britannici risalgano da circa 0,50% a 1,00% e quelli USA da 0,40% circa a 0,50% (ovvero meno di quelli britannici, in linea con l'ipotesi che la BoE riprenda ad alzare i tassi prima della Fed), otteniamo sull'orizzonte a un anno un rafforzamento graduale della sterlina da 1,55 GBP/USD a 1,60/1,61 circa (Fig. 10). Ci aspettiamo, infatti, che nella seconda metà dell'anno, e in particolare verso fine 2012/inizio 2013 la sterlina vada limitatamente rafforzandosi contro dollaro. Nel breve invece, e in particolare nel 2° trimestre, dovrebbe avere ancora una possibilità di correggere, in ragione (1) dei segnali di fragilità dell'economia<sup>23</sup> che ancora sembrano provenire dai dati e quindi (2) dell'incertezza circa un'eventuale ulteriore espansione monetaria da parte della BoE.

Analoghe dovrebbero essere le prospettive del cambio contro euro: indebolimento poco sopra 0,85 EUR/GBP nel breve (2° e 3° trimestre) e recupero verso 0,82-0,80 EUR/GBP tra fine 2012 e

<sup>23</sup> Le nostre stime per la crescita del 1° trimestre di quest'anno sono pari a un modestissimo +0,1% t/t, ben poco rispetto al -0,2% del 4° trimestre 2011 (v. scheda "Regno Unito").

inizio 2013. **Il principale rischio** che però vediamo per tale scenario **riguarda l'ampiezza del recupero della sterlina contro euro oltre il breve termine**, ovvero, in particolare, l'eventuale ritorno a 0,80 EUR/GBP. Il rischio è, infatti, che il cambio possa far fatica a ripristinare tale livello **in ragione dell'impatto negativo che la crisi dell'area euro continuerà a produrre**, seppure meno in futuro che in passato, sull'economia britannica. Il cambio EUR/GBP non è solo il derivato diretto di GBP/USD ed EUR/USD, ma è anche il derivato mediato (e mediatore) dei rapporti tra economia britannica e dell'area euro, nonché degli scambi commerciali tra le due.



## Scenario Macroeconomico

Marzo 2012

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

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ad Investitori Istituzionali Qualificati negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, 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.