

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Marzo 2015

Indice

Euro debole: effetti positivi ma di difficile valutazione	2
Materie prime: pressioni al ribasso non ancora esaurite	5
Petrolio: tutto dipende dall'offerta	7
Stati Uniti: la ripresa prosegue e la Fed non è impaziente	12
Crescita 2015-16 intorno al 3%, rischi circa bilanciati: dalla Fed solo una cauta normalizzazione della politica monetaria, non una stretta	12
Area euro: crescita sopra il trend, grazie a un mix perfetto di stimoli	18
Greggio, cambio e QE BCE creano lo stimolo perfetto per un'insperata ripresa sopra il trend	19
Dinamica dei prezzi al consumo sotto il 2% anche nel 2017	25
FOCUS – L'Europa ha avuto il suo QE	27
Germania: in gran forma, grazie allo sprint dei consumi	34
Francia: lieve accelerazione della crescita, ma incombe la stretta fiscale	40
Italia: l'inizio d'anno non è brillante, ma la ripresa è attesa rafforzarsi nel corso del 2015	44
Grecia: di nuovo sull'orlo dell'abisso (e con un piede già fuori)	50
Asia	53
Giappone: la ripresa c'è, ma avrà ancora bisogno di aiuto dalla BoJ	53
Cina: in cerca di un equilibrio per la "nuova normalità"	58
India: la statistica aiuta la crescita, ma non tutti i dati confermano	62
Mercati valutari: ultimo trimestre prima del primo rialzo Fed	65

Marzo 2015**Nota trimestrale****Intesa Sanpaolo**
Direzione Studi e Ricerche**Macroeconomic and**
Fixed Income Research**Macroeconomic Research**
Team**Luca Mezzomo**
Responsabile**Daniela Corsini**
Economista – Materie Prime**Anna Maria Grimaldi**
Economista - Area Euro**Asmara Jamaleh**
Economista – Mercati Valutari**Paolo Mameli**
Economista - Area Euro**Giovanna Mossetti**
Economista - USA e Giappone**International Economics****Silvia Guizzo**
Economista - Asia Emergenti

Euro debole: effetti positivi ma di difficile valutazione

Il programma di acquisti BCE ha scatenato un terremoto valutario. L'andamento dei cambi potrebbe avere effetti di notevole ampiezza su export e PIL europei, ma tutto dipende dalla durata del fenomeno e dalle politiche di prezzo delle imprese. Inoltre, movimenti troppo ampi rischiano di essere dannosi per la sostenibilità della crescita mondiale.

Luca Mezzomo

Nel 1° trimestre 2015 le dinamiche divergenti delle politiche monetarie di Federal Reserve e Banca Centrale Europea hanno portato a una brusca accelerazione nella caduta dell'euro sui mercati valutari. Il valore dell'euro è passato dagli 1,2436 dollari di metà dicembre agli 1,11-1,15 del periodo gennaio-febbraio, per poi precipitare a 1,04-1,08 in marzo con l'avvio del programma BCE di acquisto di titoli di Stato. Le Autorità monetarie di paesi europei non facenti parte dell'Eurozona hanno incontrato difficoltà crescenti a mantenere tassi di cambio stabili con l'euro: la Banca Nazionale Svizzera ha abbandonato il regime di cambio minimo, che fissava un pavimento di 1,20 per il cambio con l'euro, che si è rivalutato del 15% circa; in altri casi, si è assistito a una rincorsa delle misure espansive BCE (per esempio in Danimarca) o all'accantonamento delle ipotesi di rialzo dei tassi (Regno Unito). Anche negli Stati Uniti, peraltro, il rafforzamento del dollaro potrebbe aver giocato un ruolo nell'aumentare la cautela con la quale la Federal Reserve sta preparando il primo rialzo dei tassi ufficiali.

Gli effetti del cambio più debole sono di ardua valutazione

Se il ribasso delle quotazioni petrolifere implica una redistribuzione di crescita dai produttori ai consumatori di petrolio, ed esercita il suo influsso soprattutto attraverso il calo dei prezzi e l'aumento del reddito reale delle famiglie, il movimento del cambio ridistribuisce crescita dal resto del mondo all'Eurozona attraverso la sostituzione di produzione estera con produzione interna. La svalutazione dovrebbe influire positivamente sull'attività economica attraverso le variazioni dei prezzi all'importazione e all'esportazione: le imprese esportatrici possono scegliere fra guadagnare quote di mercato tagliando i prezzi in divisa estera sui mercati esteri e migliorare la propria redditività mantenendoli invariati; quelle importatrici devono scegliere fra aumentare i prezzi in euro (con il rischio di cedere quote di mercato a concorrenti locali), e tagliare i margini di profitto (preservando così i volumi di fatturato). I tempi di trasmissione possono essere dilatati dal ricorso a strumenti di copertura contro il rischio di cambio, mentre gli effetti positivi saranno progressivamente ridotti dall'aumento dei costi degli input produttivi importati. Incidono anche le pratiche relative alla divisa di fatturazione: quanto più le importazioni sono fatturate in moneta locale, tanto minore tende a essere la trasmissione ai prezzi delle fluttuazioni valutarie. Ma quanto vale tale effetto?

Nel 2014, un'analisi econometrica della Commissione Europea¹ aveva riscontrato elasticità significative ed elevate delle esportazioni al cambio effettivo, pari a -0,77 per l'Eurozona nel suo complesso e variabili fra un -0,40 e addirittura -2,56 per i nove paesi considerati. L'elasticità rispetto alla domanda mondiale risultava pari a 0,91. L'effetto sul PIL, che è ulteriormente aumentato dal calo delle importazioni, dipende dal livello di apertura dell'economia e dal contenuto di produzione estera nell'export. Nel caso dell'economia americana, l'impatto dell'apprezzamento del dollaro risulta transitare molto più dall'export che dall'import, in quanto quest'ultimo risulta fatturato pressoché interamente in dollari ed è più probabile che le variazioni siano assorbite dai margini². L'elasticità delle esportazioni risulterebbe invece analoga a quella riscontrata dalla Commissione Europea per l'Eurozona, anche se sono state pubblicate stime

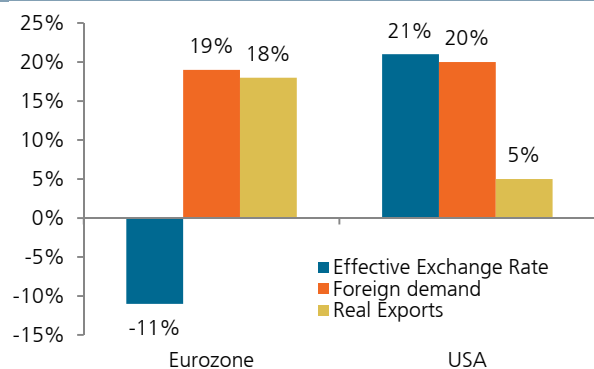
¹ Narcissa Balta, Karin Fischer, Plamen Nikolov and Lauri Vilmi: "Member State vulnerability to changes in the euro exchange rate", in *Quarterly Report on the Euro Area* vol 13 Issue 3, October 2014.

² Si veda per esempio L. Goldberg and E. Wiskel Dillon, "Why a dollar depreciation may not close the U.S. trade deficit", *Current Issues* vol. 13 no 5, June 2007. La trasmissione ai prezzi all'importazione dopo un anno risulterebbe pari alla metà di quella per l'Eurozona o il Giappone.

molto più basse limitatamente ai flussi commerciali transpacifici. Elasticità elevate sono implicite anche in modelli econometrici strutturali disponibili sul mercato, come quello di Oxford Economics. Quest'ultimo tende a scontare anche un rapido e potente trasferimento sui prezzi domestici, che invece non risulta dall'analisi della Commissione Europea.

Le nostre proiezioni sono coerenti con un deprezzamento del 15% del cambio effettivo dell'euro fra il 2014 e il 2015, e con un apprezzamento del 13% di quello del dollaro. Perciò, alla luce delle stime citate bisognerebbe attendersi una netta accelerazione della crescita dell'export europeo nel corso dei prossimi anni, con un contributo del 9% circa alla crescita cumulata. Considerando una quota del valore aggiunto estero nell'export del 25-30% e un rapporto export/PIL del 44% per l'Eurozona nel suo complesso, se l'elasticità dell'export è pari a 0,8, *ceteris paribus* a regime l'impatto cumulato sul PIL sarebbe nell'ordine dei tre punti percentuali! Le indicazioni provenienti dai modelli strutturali sono più caute, prospettando un incremento del PIL di 0,2-0,4% per ogni 5% di deprezzamento.

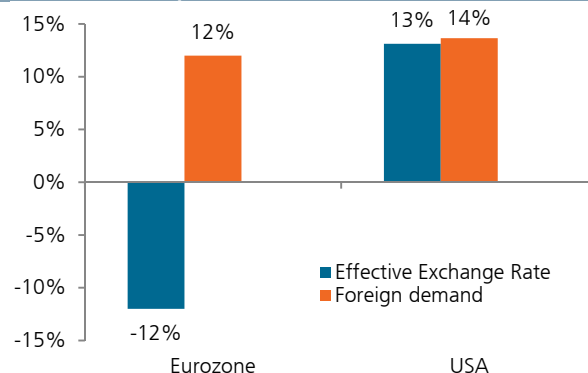
Fig. 1 – Cambi, domanda estera ed export nel periodo 1997-2000



Note: variazioni cumulate fra il 3° trim 1998 e il 2000, eccetto che per il cambio effettivo del dollaro (1997-2000).

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La variazione attuale s'innesta su una crescita della domanda estera più debole



Nota: variazioni attese di cambi effettivi e indice di domanda estera rivolta al paese fra il periodo 3° trim 2013-2° trim. 2014 e il 2016.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Questo non è il primo episodio di ampia caduta nel valore esterno dell'euro: che cosa si è osservato in precedenti occasioni? L'esame delle esperienze passate smorza molti degli entusiasmi. Il primo episodio si verificò all'avvio dell'Unione monetaria; il valore medio del 2000 fu dell'11% inferiore a quello del periodo 3° trim. 1998-2° trim.1999. Il secondo episodio, molto più limitato, si registrò dopo la crisi finanziaria e la recessione del 2008-09. In entrambi i casi, però, la domanda mondiale era in forte crescita, fattore che spiega meglio del cambio l'ampio incremento delle esportazioni di beni dall'Eurozona. In realtà, la pur ampia svalutazione del 1999-2000 non sembra essere stata in grado di innalzare la crescita dell'export reale oltre quella della domanda mondiale. Al contrario, i dati per gli Stati Uniti sono coerenti con un significativo impatto del dollaro forte sulle esportazioni americane nel periodo 1999-2000, ma bisogna considerare che la variazione cumulata del cambio effettivo a partire dal 1997 fu superiore al 20%, contro il 13% atteso nel presente episodio. In conclusione, **se nei prossimi mesi le imprese punteranno alla redditività invece che al guadagno di quote di mercato, gli effetti sulla dinamica delle esportazioni e sul PIL potrebbero risultare contenuti.** Ciò spiega la revisione relativamente modesta che è stata fatta delle previsioni di crescita 2015-16 a fronte di stime sul cambio euro/dollaro molto più basse rispetto al dicembre scorso. Come illustrato a p. 20, stimiamo l'impatto totale in +0,5% nel 2015 e +0,6% nel 2016.

Rischio di *overshooting* valutario e politiche monetarie

La prospettiva di due anni di andamento divergente della politica monetaria fra Eurozona e Stati Uniti ha reso popolari le previsioni di un futuro calo del cambio euro/dollaro verso i minimi del

2000, sotto 0,90. In effetti, l'andamento dei differenziali di tasso rimarrà sfavorevole ancora per molti mesi. Tuttavia, se l'evoluzione della politica monetaria influisce sui mercati valutari, l'andamento dei cambi può a sua volta influire sulla politica monetaria. Movimenti troppo violenti e non effimeri potrebbero portare a ulteriori rinvii della restrizione monetaria negli Stati Uniti e rimettere in discussione le misure di stimolo monetario decise dalla BCE, ad esempio creando un consenso per una graduale chiusura del PSPP nel corso del 2016 se si traducesse in una più veloce ripresa dell'inflazione. Una discesa troppo ampia dell'euro potrebbe rivelarsi controproducente nel medio termine, in quanto potrebbe compromettere la possibilità di facilitare con la politica monetaria la riduzione del debito nel settore pubblico e, al contrario, potrebbe alimentare (attraverso il mantenimento di tassi troppo bassi troppo a lungo) dinamiche insostenibili del debito privato negli Stati Uniti.

Riguardo a questo aspetto, si va profilando la possibilità che né la politica monetaria, né la vigilanza macroprudenziale intervengano preventivamente a contrastare un'eccessiva assunzione di rischi, scaricando tutto l'onere sul sistema di coefficienti patrimoniali. Recentemente³, un membro del *board* della Federal Reserve, Jerome Powell, notava un vivace incremento dei finanziamenti mediante *leveraged loan* a partire dal 2010, associato a multipli sempre più elevati e a un progressivo alleggerimento dei *covenant*. Tuttavia, "se non c'è una plausibile minaccia al nucleo del sistema o un potenziale per dannose svendite di attività finanziarie, fisserei molto in alto l'asticella per interventi di regolatori finalizzati a contrastare il ciclo del credito", perché "tali interventi interferirebbero quasi sicuramente con la funzione tradizionale dei mercati dei capitali di allocare il capitale ad usi produttivi". Niente *leaning against the wind*, quindi, né sul fronte regolatorio, né su quello dei tassi.

Revisioni al rialzo per la crescita europea, ma non per quella globale

In conclusione, l'andamento dei primi mesi dell'anno ha migliorato le prospettive di crescita dell'Eurozona, che abbiamo rivisto a 1,5% nel 2015 e a 2,0% nel 2016. Di contro, come nel 2014 le condizioni meteorologiche sfavorevoli hanno frenato la crescita americana, obbligandoci a un taglio della proiezione per la media annua del PIL. Globalmente, potrebbe verificarsi una modesta riaccelerazione trainata dai paesi avanzati, in un contesto di ulteriore rallentamento per i paesi in via di sviluppo.

Le previsioni di inflazione sono state oggetto di revisioni opposte negli Stati Uniti e nell'Eurozona, in larga misura per le dinamiche opposte sul fronte valutario. In generale, i tassi di inflazione dovrebbero iniziare a salire fra il 2° e il 3° trimestre di quest'anno, rimanendo però fra lo 0% e l'1% fino al 4° trimestre.

La crescita economica per area geografica					
	2012	2013	2014	2015P	2016P
Stati Uniti	2.3	2.2	2.4	3.0	2.9
Giappone	1.7	1.6	-0.1	1.0	1.8
Area Euro	-0.8	-0.4	0.9	1.5	2.0
Europa Orientale	2.3	1.8	1.3	-1.2	2.3
America Latina	2.6	2.5	0.8	0.7	2.2
OPEC	5.8	2.2	2.1	2.0	4.0
Asia orientale	6.1	5.2	8.0	6.9	6.4
Africa	3.1	3.1	3.9	4.1	4.7
Crescita mondiale	3.4	3.3	3.3	3.6	4.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

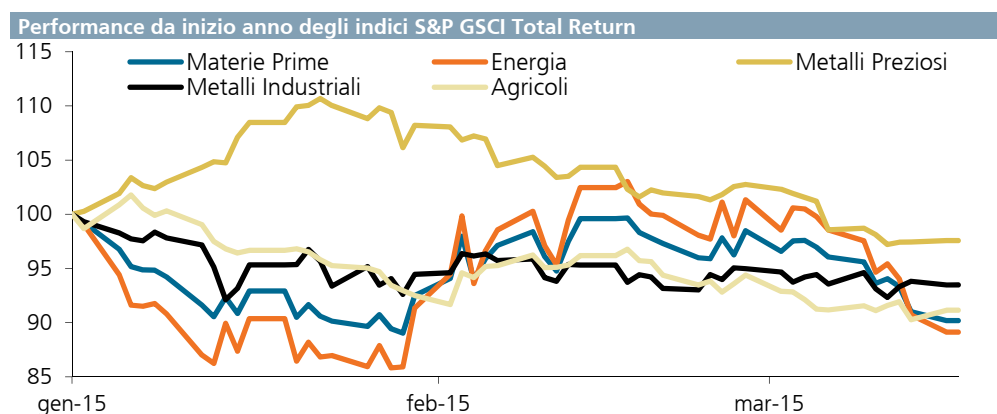
³ J. Powell, "Financial institutions, Financial Markets, and Financial Stability", discorso alla Stern School of Business, 18 febbraio 2015.

Materie prime: pressioni al ribasso non ancora esaurite

A nostro avviso, le pressioni al ribasso sul comparto non sono ancora esaurite, guidate da timori di eccesso di offerta, forza del dollaro americano, delusioni per alcuni importanti dati macroeconomici, seppur in molti casi giustificate da fattori transitori, e *sentiment* di mercato negativo sul comparto. Al contrario, riteniamo che nella seconda metà dell'anno le quotazioni potrebbero iniziare a rispondere a rinnovate preoccupazioni che i fondamentali tornino più tesi per gran parte delle materie prime.

Da inizio anno, le correlazioni fra i comparti di energia, metalli industriali e agricoli si sono rafforzate rispetto alla media registrata nel 2014, in parte guidate dall'ampio movimento del dollaro americano. Infatti, la correlazione fra le commodity e la valuta statunitense si è rafforzata significativamente. Ad esempio, considerando l'indice S&P GSCI e l'indice pubblicato dalla Federal Reserve (Fed) che misura la forza del dollaro pesato per il commercio, la correlazione media è passata da circa il -30% nel 2014 a quasi il -50% nei primi mesi del 2015.

I preziosi, guidati dall'oro, hanno confermato la bassa correlazione con le altre materie prime, ma questa è passata da un segno positivo ad uno negativo (da +8% nel 2014 a -10% nel 2015), probabilmente spinta dalla forte domanda di beni rifugio registrata in gennaio a fronte delle rinnovate preoccupazioni politiche riguardo la Grecia.

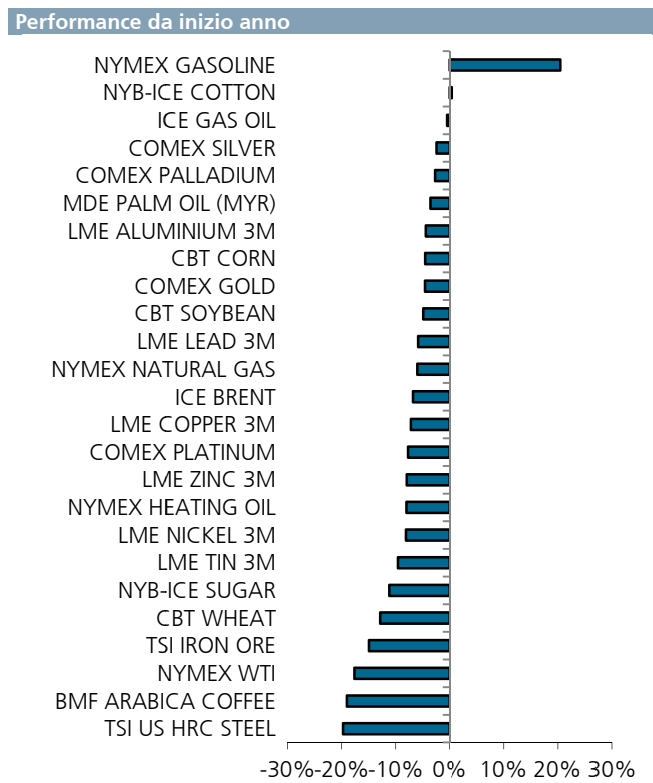


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

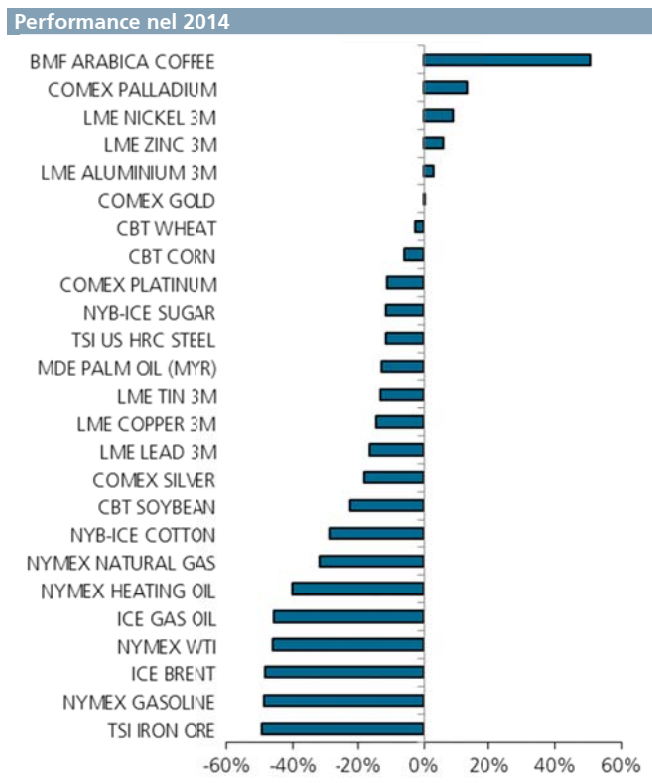
A nostro avviso, le pressioni al ribasso sul comparto non sono ancora esaurite, amplificate nuovamente dalla forza del dollaro americano e da delusioni per alcuni importanti dati macroeconomici, seppur in molti casi giustificate da fattori transitori. Inoltre, gran parte delle materie prime soffriranno di una temporanea debolezza dei fondamentali, che continuerà ad alimentare timori di eccesso di offerta e *sentiment* di mercato negativo.

L'*outlook* sul comparto sarà profondamente influenzato anche dall'andamento del petrolio. Infatti, basse quotazioni per periodi prolungati dovrebbero alimentare ulteriori pressioni negative sia su energetici, metalli industriali e agricoli (per il minor costo degli input energetici) che su preziosi (per la bassa inflazione attesa). Inoltre, potrebbero contribuire a scoraggiare gli investimenti finanziari nell'universo commodity.

Attualmente, manteniamo la nostra previsione che a partire dalla seconda metà dell'anno le quotazioni di gran parte delle materie prime dovrebbero iniziare a rispondere all'atteso miglioramento dei fondamentali, che dovrebbero tornare più tesi grazie a rallentamento dell'offerta e accelerazione della domanda.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le nostre previsioni per l'universo commodity

In gennaio, abbiamo rivisto ampiamente al ribasso le nostre stime sul petrolio per il serio deterioramento dei fondamentali di domanda e offerta registrato nei mesi finali del 2014 e la previsione che nei primi mesi del 2015 nessun importante produttore avrebbe ridotto l'offerta.

Attualmente, continuiamo a sottolineare il rischio di nuove tensioni ribassiste nel breve periodo, spiegate dall'accumulo di scorte più veloce delle attese negli Stati Uniti, dalla forza del dollaro e dall'attesa che le trattative fra Iran e potenze internazionali del P5+1 (Stati Uniti, Francia, Regno Unito, Cina, Russia e Germania) possano progredire verso un accordo temporaneo, che implicherebbe la rimozione almeno parziale della sanzioni e permetterebbe un ampio rialzo delle esportazioni iraniane. Per il Brent, manteniamo la nostra previsione di una soglia minima a 40 dollari, prezzo ritenuto corrispondente al costo marginale di produzione dei giacimenti petroliferi convenzionali e livello attorno a cui anche l'analisi tecnica individua importanti soglie di resistenza.

Una volta esaurite queste pressioni ribassiste (ad esempio se il dollaro si stabilizzerà per la minore incertezza legata alla futura politica monetaria americana e se le sanzioni sul settore energetico iraniano non saranno rimosse entro la *deadline* di marzo decisa per siglare una bozza di accordo), prevediamo un lungo periodo di stabilizzazione del Brent attorno ad un prezzo di equilibrio di breve termine di 60 dollari, seguito da una graduale risalita sino a un target di 70 dollari verso la fine dell'anno per l'attesa di fondamentali di domanda e offerta più tesi. La nostra previsione di un prezzo di equilibrio di breve termine del Brent a 60 dollari si basa sull'analisi dei costi marginali delle componenti più dinamiche dell'offerta: *shale oil* e petrolio proveniente da fonti non convenzionali.

Attualmente, prevediamo un prezzo medio del Brent di 60 dollari nel 2° trimestre del 2015 e di 60 dollari nell'intero anno 2015; invece per il WTI prevediamo un prezzo medio di 53 dollari nel 2° trimestre del 2015 e di 55,3 dollari nell'intero anno 2015. Infatti, ci attendiamo che, una volta superate le pressioni al ribasso spiegate dai timori di un eccessivo accumulo di scorte negli Stati Uniti, il WTI risalga più velocemente del Brent. A nostro avviso, lo spread fra le due qualità di petrolio si dovrebbe ridurre progressivamente grazie alla robusta domanda domestica. Inoltre, riteniamo probabile che saranno proposte nuove misure per alleviare le difficoltà dei produttori americani, ad esempio autorizzando le esportazioni per alcune selezionate tipologie di combustibili fossili, come successo nel 2014 per i *condensate*.

Nel comparto dei preziosi, manteniamo la nostra *view* negativa sull'oro, ma abbiamo rivisto in leggero rialzo le previsioni per la domanda di *safe haven* superiore alle attese. Attualmente, ci attendiamo una stabilizzazione attorno al livello di 1.150 dollari l'oncia nei trimestri centrali dell'anno. Al contrario, continuiamo ad attenderci un rialzo di platino, palladio e argento nel corso dell'anno per l'attesa di un recupero della domanda industriale. Inoltre, le basse quotazioni registrate in marzo potrebbero stimolare acquisti speculativi. Vediamo come principale rischi al ribasso per il comparto: un prolungato rafforzamento del dollaro e un'offerta più abbondante delle attese sia dalla produzione mineraria che da riciclaggio.

Anche per i metalli industriali prevediamo un recupero entro fine anno. Nel precedente scenario trimestrale formulato a dicembre avevamo previsto una sostanziale stabilità del comparto nel 1° trimestre. Al contrario, uno scenario macroeconomico più negativo e un dollaro più forte di quanto delineato a fine 2014 hanno spiegato buona parte del crollo registrato dalle quotazioni dei principali metalli industriali. Tuttavia, riteniamo che i minimi registrati nel trimestre siano stati anche guidati da reazioni di mercato eccessive. Infatti, non è cambiata la nostra previsione che i fondamentali di domanda e offerta dovrebbero diventare complessivamente più tesi nei prossimi trimestri, soprattutto per quanto riguarda rame, nickel e zinco.

Per quanto riguarda gli agricoli, il timore di condizioni metereologiche distanti dalle medie di periodo e rischi geopolitici potrebbero portare a prolungate divergenze delle quotazioni dai fondamentali di domanda e offerta. Per quanto riguarda i principali cereali, rinnoviamo la nostra previsione che i prezzi resteranno deboli nella prima metà dell'anno per l'attesa di scorte finali molto elevate, rafforzamento del dollaro e pressioni ribassiste legate al calo nei costi degli input energetici. Per fine anno, dovremmo tuttavia assistere ad un moderato recupero guidato da una modesta ripresa della domanda mondiale.

Petrolio: tutto dipende dall'offerta

Come visto nei primi mesi dell'anno, attualmente il petrolio è guidato principalmente dalle stime di offerta mondiale e dal conseguente ritmo di accumulo delle scorte. Anche nei prossimi mesi, i prezzi di Brent e WTI resteranno volatili e saranno ampiamente influenzati dai dati riguardo la forza della produzione non-OPEC, il numero di trivelle attive negli Stati Uniti e la percentuale di utilizzo dei principali siti di stoccaggio. Manteniamo la previsione di prezzi bassi nei due trimestri centrali dell'anno, necessari per innescare un significativo calo della componente di offerta più flessibile e a maggiore costo marginale.

Analizzando la forte discesa del prezzo del petrolio, iniziata nel giugno 2014, vediamo che i principali *driver* sono stati: revisione al ribasso delle stime di crescita mondiale; contesto finanziario meno favorevole e rafforzamento del dollaro; fondamentali di domanda e offerta in rapido deterioramento; cambiamenti nella strategia commerciale dell'Arabia Saudita (e di conseguenza dell'OPEC); minore rischio geopolitico percepito.

A nostro avviso, l'influenza negativa di gran parte di questi fattori dovrebbe essersi esaurita. In particolare, nonostante dati complessivamente deludenti nel 1° trimestre, la serie di ampie revisioni al ribasso delle stime di crescita mondiale dovrebbe essere vicina al termine. Attualmente, riteniamo più significativi i rischi al rialzo, dato che sinora le stime di consenso hanno incorporato una valutazione conservativa degli effetti positivi del calo del prezzo del greggio sulle economie dei paesi consumatori, mentre gli impatti negativi sulle economie dei principali paesi produttori sono stati incorporati più velocemente. Inoltre, la Zona Euro potrebbe beneficiare delle sorprese positive sul cambio e della politica monetaria più espansiva, grazie all'avvio del programma di *quantitative easing*.

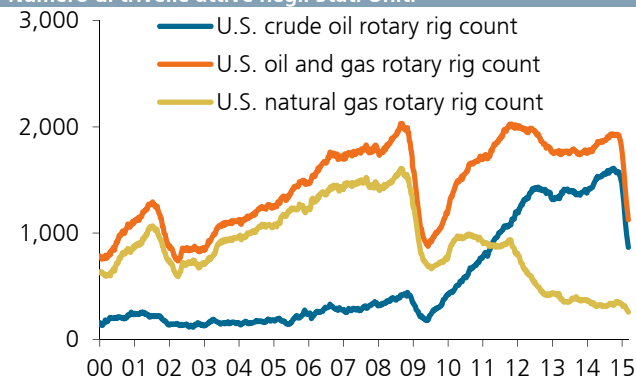
Anche per quanto riguarda il dollaro, nel nostro scenario centrale prevediamo che le pressioni ribassiste derivanti dalla correlazione negativa fra commodity e valuta statunitense si possano esaurire in pochi mesi, restituendo quindi ai fondamentali di domanda e offerta il ruolo di principali *driver* delle quotazioni.

Fondamentali di domanda e offerta

I fondamentali di domanda e offerta si sono rivelati particolarmente deboli nel 1° trimestre, come anticipato dai principali previsori, ma l'offerta è stata addirittura più abbondante delle attese negli Stati Uniti.

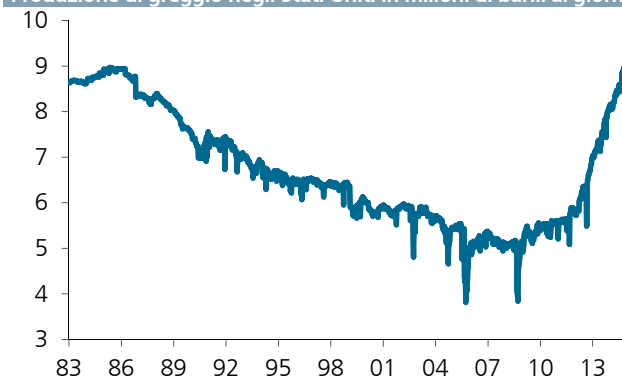
Infatti, nonostante il numero di trivelle attive sia calato per varie settimane consecutive, portando il numero totale ai minimi dal 2011, la produzione ha continuato a crescere e registrare nuovi record. Attualmente la produzione settimanale è ai massimi dal 1982. Complici un clima particolarmente rigido, la chiusura stagionale di alcune raffinerie e lo sciopero indetto dal sindacato che tutela i lavoratori del settore, la domanda statunitense non è stata in grado di assorbire questa abbondante offerta, portando ad un rapidissimo aumento delle scorte e a rinnovati timori che la capacità domestica di stoccaggio possa esaurirsi nei prossimi mesi.

Numero di trivelle attive negli Stati Uniti



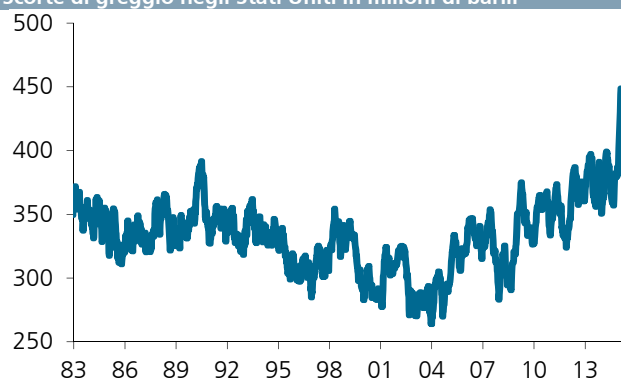
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Baker Hughes

Produzione di greggio negli Stati Uniti in milioni di barili al giorno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Scorte di greggio negli Stati Uniti in milioni di barili



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US Department of Energy (DOE)

Utilizzo della capacità domestica di stoccaggio

	Utilization Rate as of Feb., 20	Working Storage Capacity in million barrels
PADD 1	85%	49
PADD 2	69%	115
PADD 3	56%	297
PADD 4	54%	25
PADD 5	55%	124
US Total	60%	610

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

A tal proposito, l'U.S. Energy Information Administration (EIA) ha pubblicato, il 4 marzo scorso, un report secondo il quale i dati su scorte (aggiornati al 20 febbraio) e capacità domestica di stoccaggio (aggiornati semestralmente e rivisti l'ultima volta a settembre 2014), mostrerebbero che i depositi americani sono pieni al 60%, da un utilizzo del 48% nello stesso periodo del 2014. La maggior parte delle scorte domestiche di greggio è detenuta nei depositi del Midwest e della Costa del Golfo, dove la percentuale di utilizzo è del 69% e 56% rispettivamente. A Cushing, dove ha sede il 14% della capacità domestica di stoccaggio, la percentuale sale al 67%, dal 50% di un anno fa.

Gli ultimi dati pubblicati nei report mensili di OPEC, U.S. Energy Information Administration (EIA) e International Energy Agency (IEA) hanno mostrato un relativo miglioramento dei fondamentali di domanda e offerta rispetto alle stime pubblicate in dicembre. Infatti, a fine 2014 i tre previsori si attendevano in media una "call on OPEC crude" (ovvero la quantità di petrolio che il gruppo dovrebbe fornire per bilanciare i mercati) di circa 29 milioni di barili al giorno (mb/g), rivista al rialzo a circa 29,3 milioni in media nei report pubblicati a marzo.

Comunque, i tre principali report mensili, complessivamente confermano uno scenario di ampio eccesso di offerta. Infatti, in media la "call on OPEC crude" resta ampiamente inferiore al target di 30 mb/g e alla effettiva produzione OPEC registrata negli ultimi mesi.

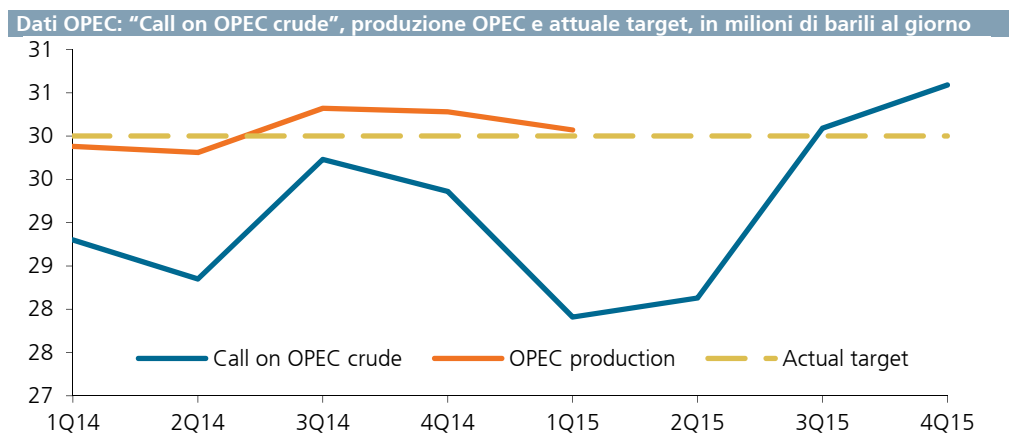
Tuttavia, l'eccesso di offerta dovrebbe essere principalmente concentrato nei primi due trimestri del 2015, mentre i mercati dovrebbero tornare circa bilanciati entro fine anno.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2015

Stime a Marzo 2015, in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC crude"
OPEC	92.4	57.2	6.0	29.2
vs. 2014	1.2	0.9	0.2	0.1
IEA*	93.4	57.4	6.6	29.5
vs. 2014	1.0	0.8	0.2	0.0
EIA	93.1	57.6	6.4	29.1
vs. 2014	1.0	1.0	0.06	-0.1

* Stime a febbraio 2015

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), U.S. Energy Information Administration (EIA), International Energy Agency (IEA)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati OPEC

Una ulteriore indicazione di fondamentali migliori di quanto temuto a dicembre si ricava anche dalle stime di *spare capacity* dell'OPEC (ovvero capacità produttiva in eccesso, concentrata principalmente in Arabia Saudita) riportate dall'EIA nello Short Term Energy Outlook. Infatti, secondo le stime di marzo, la *spare capacity* dovrebbe ampliarsi a 2,1 mb/g nel 2015 e a 2,6 mb/g nel 2016 da 2,0 mb/g in media nel 2014, mentre in dicembre si stimava un incremento a 2,5 mb/g già nel 2015 da 2,1 mb/g in media nel 2014. L'EIA specifica che normalmente una *spare capacity* inferiore ai 2,5 mb/g è un indicatore di mercati tesi, ma che l'ampio accumulo di scorte in corso rende questa stima poco rappresentativa.

Previsioni

Dati gli attuali fondamentali di domanda e offerta, prevediamo quotazioni ancora deboli soprattutto nei prossimi due trimestri, spiegate dall'accumulo di scorte più veloce delle attese negli Stati Uniti, dalla forza del dollaro e dall'attesa che le trattative fra Iran e potenze internazionali del P5+1 possano progredire verso un accordo temporaneo, che implicherebbe un ampio rialzo delle esportazioni iraniane (ciò aggiungerebbe potenzialmente 1 mb/g all'offerta mondiale). Nell'ipotesi che si realizzi il nostro peggiore scenario, manteniamo la nostra previsione di una soglia minima per il Brent a 40 dollari.

Complessivamente, prevediamo che le quotazioni del petrolio saranno molto volatili nei prossimi mesi, poiché i dati settimanali su scorte, produzione e numero di trivelle attive negli Stati Uniti e i dati mensili di produzione, esportazioni e prezzi ufficiali di vendita pubblicati dai principali produttori OPEC alimenteranno le oscillazioni del mercato fra fasi di eccessivo pessimismo e ottimismo.

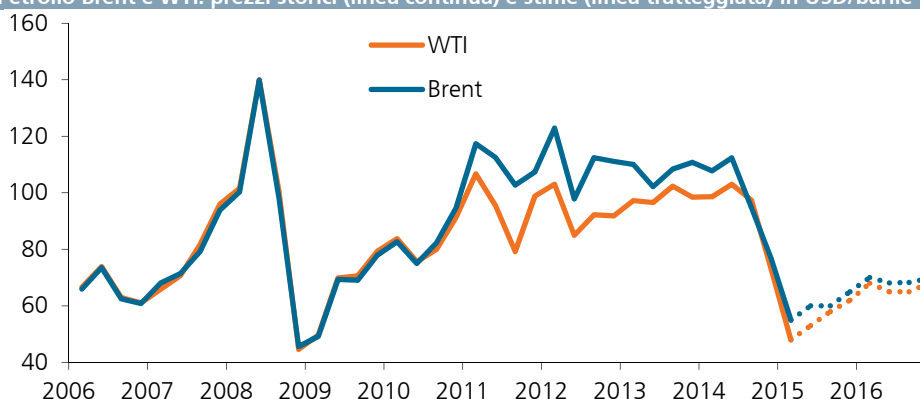
Per il Brent prevediamo una stabilizzazione attorno al livello di equilibrio di 60 dollari al barile nei trimestri centrali dell'anno e un successivo recupero verso 70 dollari per fine anno, data l'attesa di un mercato bilanciato entro fine anno. Per l'intero anno 2015 stimiamo un prezzo medio di 60 dollari.

Per il WTI, prevediamo un prezzo medio di 53 dollari nel 2° trimestre del 2015 e di 55,3 dollari nell'intero anno 2015. Infatti, ci attendiamo che, una volta superate le attuali pressioni al ribasso legate all'eccessivo accumulo di scorte negli Stati Uniti, il WTI risalga più velocemente del Brent grazie alla robusta domanda domestica e quindi lo spread fra le due qualità di petrolio si riduca progressivamente. Inoltre, riteniamo probabile che saranno proposte nuove misure e regolamenti per alleviare le difficoltà dei produttori americani, ad esempio autorizzando le esportazioni per alcune selezionate tipologie di combustibili fossili, come successo nel 2014 per i *condensate*. In ogni modo, si cercherà di evitare il ricorso a misure che richiedano l'approvazione

del Congresso, data la conflittualità che caratterizza l'attuale fase di politica americana e la conseguente difficoltà di approvare nuove norme condivise da entrambi gli schieramenti.

Attualmente, vediamo come principale rischio al ribasso un accordo definitivo fra Iran e P5+1, che, a regime, porterebbe ad un flusso addizionale di 1 mb/g sul mercato mondiale e destinato principalmente ai clienti asiatici. Non esistono stime ufficiali su quanto tempo potrebbe impiegare l'Iran per tornare alla piena produzione. Verosimilmente, potrebbero servire circa sei mesi. Tuttavia, nel periodo immediatamente successivo alla rimozione delle sanzioni, il flusso addizionale sui mercati mondiali potrebbe essere addirittura superiore alla stima di 1 mb/g data l'ampiezza delle scorte iraniane accumulate negli ultimi anni a causa delle sanzioni. Sottolineiamo che buona parte del Congresso americano è attualmente contrario ad un accordo anche temporaneo con l'Iran e alla conseguente rimozione delle sanzioni. Di conseguenza, nonostante gli sforzi dell'amministrazione Obama potremmo assistere ad una rimozione solo temporanea delle sanzioni, che non aggraverebbe strutturalmente l'eccesso di offerta sul mercato mondiale.

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



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

Stime di Prezzo del petrolio Brent

al 18.03.2015	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	2015	2016	2017
Stima	60.0	60.0	65.0	70.0	68.0	60.0	69.0	75.0
Mediana Bloomberg	57.5	65.0	70.0	N.A.	N.A.	62.0	75.0	79.9
Contratti Forward	55.0	57.6	59.6	61.4	62.9	56.8	63.5	67.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di Prezzo del petrolio WTI

al 18.03.2015	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	2015	2016	2017
Stima	53.0	58.0	62.0	68.0	65.0	55.3	66.5	72.0
Mediana Bloomberg	52.5	62.0	70.0	N.A.	N.A.	58.0	71.0	73.3
Contratti Forward	47.4	50.8	52.9	54.6	55.9	49.8	56.4	60.2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: la ripresa prosegue e la Fed non è impaziente

Giovanna Mossetti

- L'economia americana si è normalizzata e procede su un sentiero di **crescita attesa intorno al 3% nel biennio 2015-16**, ampiamente al di sopra del potenziale (stimato dalla Fed a +2,15%). Tutte le componenti della domanda domestica sono in espansione: le risorse inutilizzate si stanno riducendo, in particolare nel mercato del lavoro. **La crescita è prevista a 3,0% nel 2015 e 2,9% nel 2016.**
- Il motore della crescita nel 2015-16 dovrebbe essere la **domanda domestica privata**, spinta soprattutto dai **consumi**. Gli investimenti fissi, residenziali e non, sono previsti in moderata espansione. Il canale estero dovrebbe contribuire negativamente alla crescita, per via del cambio. Il calo del prezzo del **petrolio** e l'apprezzamento del **dollaro** frenano il ritorno dell'**inflazione** verso l'obiettivo della Fed.
- Nonostante l'inflazione ancora bassa, riteniamo che il quadro dell'economia reale sia coerente con l'inizio della **normalizzazione della politica monetaria nel 2015.**
- I **rischi per lo scenario** sono **circa bilanciati**, con possibile ampia volatilità. Per il brevissimo termine, rischi verso il basso nel 1° trimestre collegati a **fattori transitori** (clima, vertenza per il contratto dei portuali). I **principali rischi** sono quelli **associati alla svolta dei tassi Fed. Verso il basso**: rimozione dello stimolo monetario con movimenti bruschi di cambi e tassi. **Verso l'alto**: svolta Fed eccessivamente timida, soprattutto se accompagnata da rendimenti ancora estremamente bassi e da una crescita globale più forte delle attese. L'elemento centrale per lo scenario è **l'impegno credibile della Fed a gestire in modo flessibile la svolta**, adeguando il ritmo della rimozione dello stimolo monetario all'evoluzione dei dati macroeconomici e delle condizioni finanziarie, eccedendo in cautela più che in aggressività.

Previsioni macro	2014	2015	2016	2014				2015				2016
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (US\$ 1996, a/a)	2.4	3.0	2.9	2.6	2.7	2.4	3.4	3.1	2.6	2.8	3.1	
- trim./trim. annualizzato				4.6	5.0	2.2	1.7	3.5	3.0	3.0	2.8	
Consumi privati	2.5	3.2	2.9	2.5	3.2	4.2	2.7	3.5	2.9	3.0	2.9	
IFL - privati non residenziali	6.3	5.5	6.0	9.7	8.9	4.8	2.3	6.4	6.2	6.0	5.5	
IFL - privati residenziali	1.6	5.0	7.9	8.8	3.3	3.3	2.3	7.0	8.0	8.5	10.1	
Consumi e inv. pubblici	-0.2	0.4	0.4	1.7	4.4	-1.8	-0.8	1.0	0.3	0.4	0.4	
Esportazioni	3.1	2.9	4.5	11.0	4.6	3.2	-2.0	4.0	4.5	4.0	4.0	
Importazioni	4.0	4.5	4.8	11.3	-0.9	10.1	1.1	5.0	5.1	4.5	5.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.5	-2.3	-2.2	-2.1	-2.2	-2.2	
Deficit Federale (% PIL)	-3.6	-3.4	-3.3									
Debito pubblico (% PIL)	122.3	122.1	119.7									
CPI (a/a)	1.6	0.4	2.7	2.1	1.8	1.2	0.0	-0.2	0.4	1.4	2.7	
Produzione Industriale (a/a)	4.2	3.2	3.6	5.7	4.2	4.1	2.0	2.0	3.6	3.7	3.4	
Disoccupazione (%)	6.2	5.3	4.9	6.2	6.1	5.7	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0	
Federal Funds (%)	0.25	0.35	1.21	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.33	0.58	0.83	
Cambio effettivo (1973=100)	78.3	93.1	90.6	76.4	77.8	82.1	88.6	93.2	95.6	95.0	93.2	

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Crescita 2015-16 intorno al 3%, rischi circa bilanciati: dalla Fed solo una cauta normalizzazione della politica monetaria, non una stretta

L'economia americana si è normalizzata e procede su un sentiero di **crescita prevista intorno al 3% nel biennio 2015-16**, ampiamente al di sopra del potenziale (stimato dalla Fed a +2,15%). Tutte le componenti della domanda domestica sono in espansione: le risorse inutilizzate si stanno riducendo, in particolare nel mercato del lavoro. L'*unemployment gap* si dovrebbe chiudere intorno a metà 2015 e l'*output gap* entro il 2016. Nello scenario **non ci sono segni di surriscaldamento**, al contrario di quanto succedeva tipicamente nelle fasi precedenti le svolte di

politica monetaria del passato. Questo è dovuto al fatto che, pur in presenza di crescita diffusa nel settore privato, ci sono elementi esogeni di freno in alcuni comparti (soprattutto, il cambio), a fronte di spinte in altre aree dell'economia (prezzo del petrolio, mercato del lavoro, condizioni finanziarie). **La crescita è prevista a 3,0% nel 2015 e 2,9% nel 2016.**

Il motore della crescita nel 2015-16 dovrebbe essere la **domanda domestica privata**, spinta soprattutto dai **consumi**. Gli investimenti fissi, residenziali e non, sono previsti in moderata espansione. Il canale estero dovrebbe contribuire negativamente alla crescita, per via del cambio.

Il calo del prezzo del petrolio e l'apprezzamento del dollaro frenano il ritorno dell'**inflazione** verso l'obiettivo della Fed, pur in presenza di crescita sopra il potenziale e di chiusura dell'*output gap*. A inizio anno, sulla scia del crollo dei prezzi energetici, l'inflazione è scivolata in territorio marginalmente negativo; ci sarà un successivo rialzo, calmierato dall'apprezzamento del dollaro.

Nonostante la debolezza dell'inflazione, riteniamo che il quadro dell'economia reale sia coerente con l'inizio della **normalizzazione della politica monetaria nel 2015**. La svolta dei tassi Fed, che prevediamo a metà anno, è il primo passo per un graduale ritorno a una *stance* neutrale: al momento non prevediamo che la Fed debba entrare in territorio restrittivo nel prossimo biennio, grazie anche al contributo del cambio. Nelle proiezioni del FOMC, la neutralità si raggiungerebbe dopo il 2017.

In questo scenario, apparentemente in stile "Riccioli d'oro", ci sono **rischi, circa bilanciati, ma collegati a possibile ampia volatilità**. Un ordine di rischi riguarda **fattori transitori**: a inizio anno l'attività è stata frenata dal clima particolarmente rigido e nevoso e dalla vertenza per il contratto dei portuali del Pacifico. Questi fattori potrebbero di nuovo ridurre la crescita del 1° trimestre, con effetti amplificati sulla variazione annua. A questi si aggiunge il petrolio: il WTI è calato di -17% da inizio anno, con effetti netti espansivi sulla crescita 2015-16, ma negativi sui prezzi.

I **principali rischi sono associati alla svolta dei tassi Fed**. La rimozione dello stimolo monetario potrebbe determinare restrizione eccessiva dovuta a **movimenti bruschi di cambi e tassi**. Il cambio effettivo si è apprezzato del 6% da inizio anno, e rallenterà la crescita di circa 2pp sia nel 2015 sia nel 2016. Tuttavia, la comunicazione del FOMC segnala che anche la Fed di Yellen ha un chiaro *bias* espansivo e i rischi di eccessiva restrizione ci sembrano assai remoti. Sul fronte internazionale, le tensioni geopolitiche, la Grecia e la debolezza dell'economia cinese rappresentano potenziali freni. Anche i **rischi verso l'alto** sono collegati alla svolta della Fed, che potrebbe risultare eccessivamente timida, soprattutto se accompagnata da rendimenti ancora estremamente bassi. Dall'estero, l'enorme **aumento di liquidità** generato dalle politiche monetarie espansive di gran parte delle Banche centrali, e in particolare di BCE e BoJ, insieme al deprezzamento delle principali valute contro il dollaro, potrebbero determinare una **ripresa della crescita mondiale** ora sottostimata e una "esuberanza irrazionale" sui mercati finanziari.

Con questa combinazione di rischi, potenzialmente ampi, l'elemento centrale per lo scenario è l'**impegno credibile della Fed a gestire in modo flessibile la svolta**, adeguando il ritmo della rimozione dello stimolo monetario all'evoluzione dei dati macroeconomici e delle condizioni finanziarie e, se necessario, eccedendo in cautela più che in aggressività. Pertanto, siamo "ragionevolmente fiduciosi" che nel biennio 2015-16 la crescita USA sia intorno al 3% e l'inflazione si riavvicini al 2%.

1. Economia reale: la crescita è in mano ai consumatori

La credibilità della ripresa è fondata sulla solida espansione attesa per i **consumi**. I dati del 1° trimestre sono stati frenati dal maltempo, ma prevediamo che il continuo aggiustamento del mercato del lavoro e un livello confortevole di risparmio rappresentino una solida base per la

normalizzazione del trend dei consumi, senza gli eccessi dei due cicli passati. La crescita dell'occupazione, stabilmente sopra il 2% a/a dal 2014, e delle ore lavorate, insieme all'accelerazione attesa dei salari, dovrebbe generare una dinamica del reddito nominale vicina al 5%. La nostra previsione è una crescita dei consumi del **3% nel 2015** e del **2,9% nel 2016**.

Il **mercato del lavoro** è alla base delle previsioni di crescita dei consumi. Il tasso di disoccupazione era al 5,5% a febbraio. La crescita occupazionale ha accelerato (media mensile 6 mesi, +292 mila, +2,3% a/a a febbraio). Tutte le misure dell'aggiustamento del mercato del lavoro (flussi, part-time per motivi economici, disoccupazione allargata e a lungo termine) sono in costante miglioramento. Ipotizzando un tasso di partecipazione a 62,9% (da 62,8% di febbraio) e una crescita media di occupati di 250 mila posti (ipotesi conservative), **il tasso di disoccupazione sarebbe a 5,3% a giugno e a 4,7% a dicembre**. La nostra previsione è che il tasso di disoccupazione raggiunga il **4,9% a dicembre**. I salari per ora hanno risposto limitatamente alla riduzione di risorse inutilizzate: tuttavia, diversi indicatori anticipatori puntano a un'accelerazione.

Le **costruzioni residenziali** dovrebbero crescere gradualmente, grazie al mercato del lavoro positivo, alla formazione di nuove unità familiari, alla maggiore mobilità e al migliore rischio di credito. A inizio 2015 ci sarà una battuta d'arresto dovuta al clima, ma poi il trend sarà positivo e in accelerazione. La **crescita del settore è prevista a 5% nel 2015 e 7,9% nel 2016**.

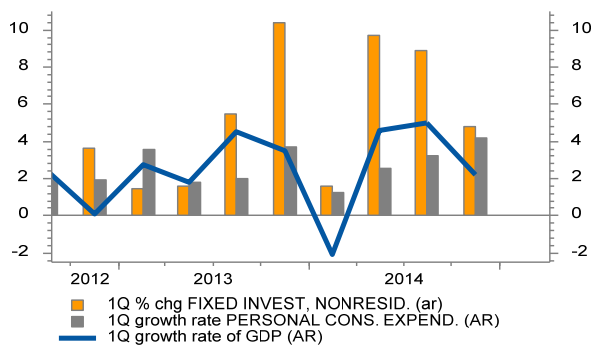
Gli **investimenti fissi** delle imprese, pur in espansione, risentiranno di forze contrastanti: oltre alla spinta univocamente positiva dei consumi e delle condizioni finanziarie sempre espansive, **petrolio e cambio** avranno effetti misti sulla spesa in conto capitale. Il crollo dei prezzi del petrolio riduce i costi di produzione, ma determina una contrazione degli investimenti nel settore energetico. Il cambio forte riduce i costi dell'import, ma frena export, utili delle imprese e competitività. La nostra previsione è che l'effetto restrittivo del cambio e della contrazione degli investimenti nel settore estrattivo sia più che controbilanciato dalle spinte dei fattori positivi e prevediamo **un aumento del 5,5% nel 2015 e del 6% nel 2016**. Gli investimenti in strutture dovrebbero essere in calo, sia per via del clima sia per via del settore energetico, ma prevediamo che la spesa in macchinari continui a espandersi, anche sulla base dei segnali del **credito** (prestiti I&C a febbraio: +12,1% a/a; corporate bonds: +6,5% a/a a fine 2014).

Il **canale estero** sarà complessivamente un freno alla crescita nel 2015-16, per via dell'apprezzamento del cambio. Le importazioni dovrebbero crescere del 4,5% nel 2015 e del 4,8% nel 2016. Le esportazioni sono previste in aumento di 2,9% nel 2015 e di 4,5% nel 2016.

La **spesa pubblica** dovrebbe dare un modesto contributo positivo nel biennio. La politica fiscale nel 2015 tornerà a essere fonte di aperto conflitto. Dal 16 marzo è di nuovo in vigore il limite del debito, a settembre scade l'estensione dei finanziamenti della spesa, i budget presentati da Amministrazione e Camera sono profondamente diversi e con ogni probabilità anche il 2015 proseguirà senza un budget. Da metà anno in poi potrebbe **umentare l'incertezza sulla politica fiscale**, anche se in un anno pre-elettorale gli scontri dovrebbero restare a livello verbale.

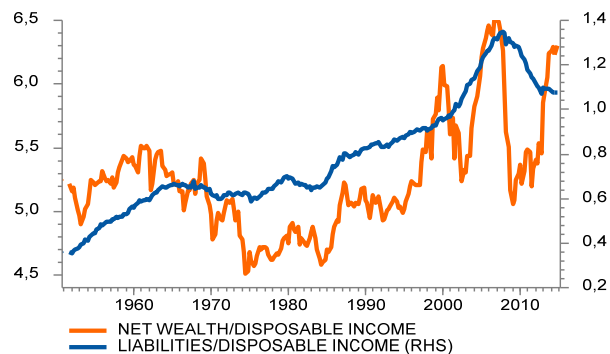
L'**inflazione** segue le fluttuazioni dei prezzi energetici. Con il crollo del prezzo della benzina, la dinamica annua dei prezzi al consumo si è circa azzerata a inizio 2015, e dovrebbe rimanere intorno a zero nel 1° semestre, per poi risalire fra 1,5% e 2% nella prima metà del 2016. La nostra previsione è che l'inflazione *core* sia circa stabile, e chiuda il 2015 intorno a 1,3% a/a per il deflatore e a 1,7% a/a per il CPI. Le variazioni medie mensili previste sono comprese fra 0,1% e 0,2%. Questa previsione è condizionata al verificarsi del nostro scenario di petrolio (stabilità nella parte centrale dell'anno e graduale risalita successiva) e di cambio. I rischi sulla previsione sono verso il basso.

Fig. 1 - Crescita del PIL in media intorno al 3%, trainata dai consumi



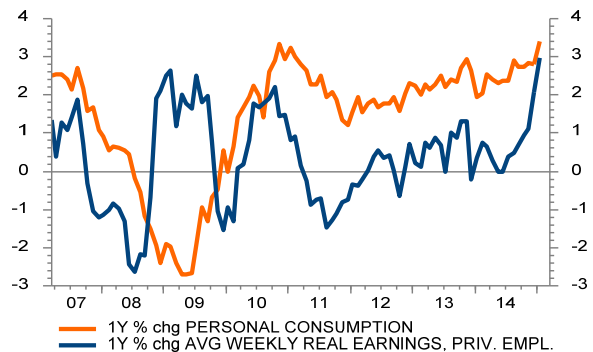
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 2 - I bilanci delle famiglie sono in ordine



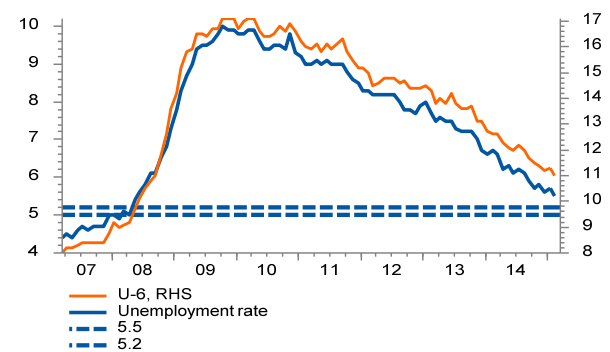
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 3 - Consumi e retribuzioni reali



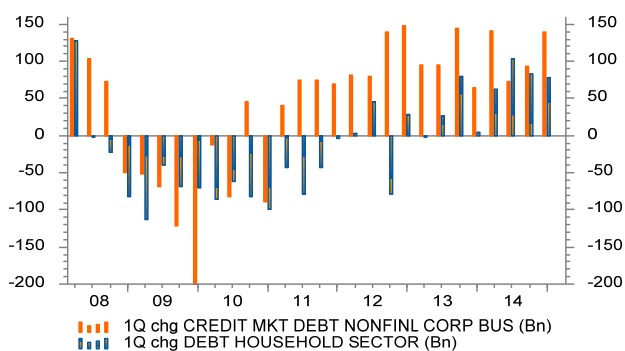
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - Tasso di disoccupazione: ecco la piena occupazione



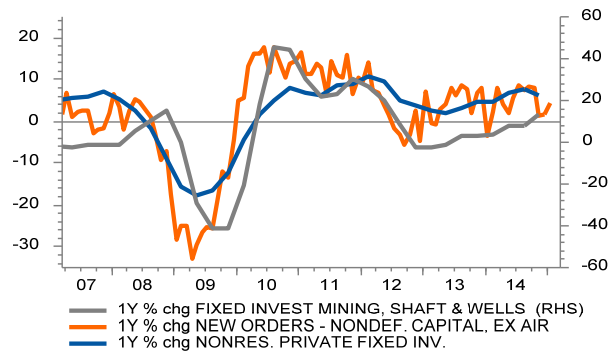
Fonte: Thomson Reuters Datastream. U6: tasso di disoccupazione che include scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro, part-time per motivi economici

Fig. 5 - Variazioni trimestrali del debito di imprese e famiglie



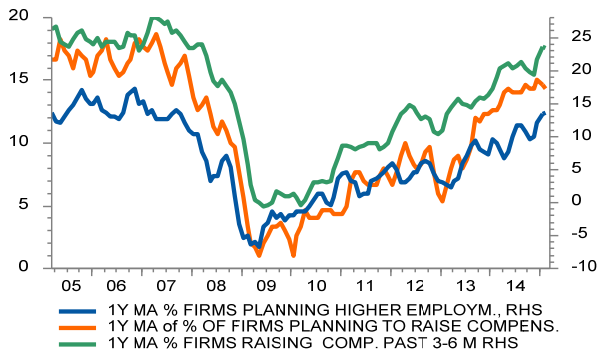
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 - Investimenti fissi delle imprese e ordini beni capitali



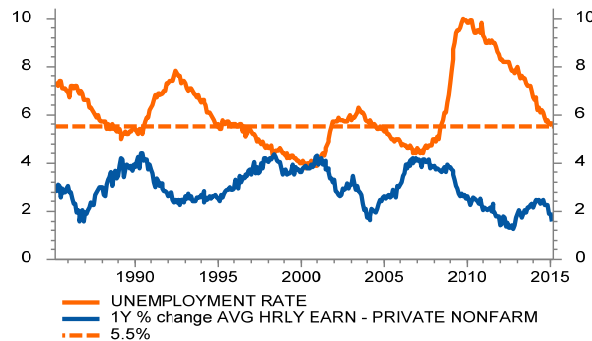
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 7 – Le imprese prevedono occupazione e salari in aumento



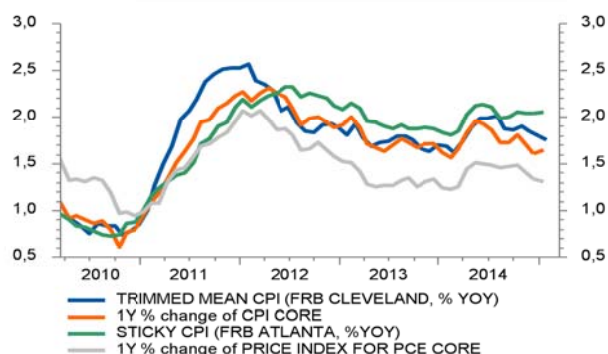
Fonte: Thomson Reuters Datastream, indagine di fiducia della National Federation of Independent Business

Fig. 8 – La crescita dei salari accelera sempre con ritardo



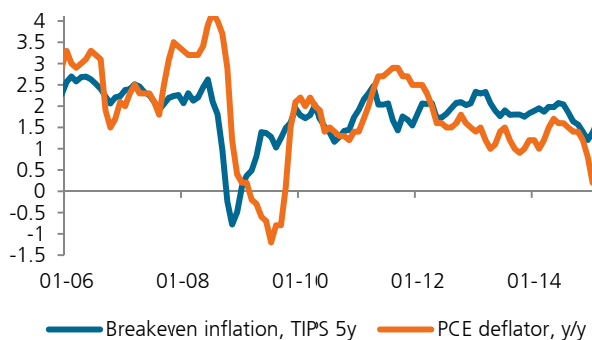
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 9 – Misure di inflazione core



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 – Inflazione: aspettative di mercato e deflatore dei consumi



Fonte: Bloomberg

2. Politica monetaria: il FOMC non è più paziente, ma non è nemmeno impaziente

La riunione del FOMC di marzo si è conclusa con molte novità importanti, che modificano lo scenario della politica monetaria per il 2015-16. I cambiamenti nella comunicazione sono su due fronti: 1) nuovo testo del comunicato, in linea con le attese e 2) ampie revisioni alle proiezioni, che cambiano il sentiero previsto dei rialzi.

1) Il comunicato rileva una moderazione della crescita (e delle esportazioni), pur in presenza di solidi miglioramenti del mercato del lavoro, e la persistenza di inflazione bassa. Il testo non fa più riferimento alla "pazienza", ma afferma che un rialzo dei tassi è "improbabile" alla riunione di aprile, e aggiunge una nuova guida, assai vaga, sulle condizioni per la svolta dei tassi. Il Comitato riterrà un rialzo "appropriato quando vedrà ulteriore miglioramento del mercato del lavoro e sarà ragionevolmente fiducioso che l'inflazione tornerà al suo obiettivo del 2% nel medio termine. Questa modifica della forward guidance non indica che il Comitato ha deciso la tempistica del primo rialzo". Il nuovo testo del comunicato segnala che i tassi sono liberi di salire in qualsiasi momento dopo aprile, ma le condizioni per il rialzo sono più stringenti.

2) Le proiezioni sono rivoluzionate su tutte le dimensioni: variabili macroeconomiche, stime di lungo periodo, sentiero dei tassi. Le proiezioni macroeconomiche sono alla base del nuovo grafico a punti.

- Le proiezioni di **crescita** sono ridotte di 2-3 decimi sia nel 2015 sia nel 2016: Yellen ha affermato in conferenza stampa che le esportazioni saranno un freno consistente alla crescita (un riferimento implicito agli effetti della forza del dollaro).
- Per il **tasso di disoccupazione** si registra la consueta limatura di un paio di decimi sulle proiezioni di ogni anno, fino al 2017, ma qui c'è una vera novità. La stima dell'intervallo del tasso di disoccupazione di lungo termine è abbassata ampiamente, allontanando in modo esplicito il raggiungimento della piena occupazione. Ora l'intervallo di equilibrio è 5-5,2%, dal precedente 5,2-5,5%.
- Per l'**inflazione** le proiezioni incorporano il recente calo verso lo zero e vedono il raggiungimento del 2% nel 2017. Il deflatore *core* è previsto a 1,3-1,4% a fine 2015 (da 1,5-1,8%); la previsione per fine 2016 è abbassata di due decimi.

Con questo nuovo sentiero macro e con il raggiungimento della piena occupazione posticipato a fine 2015, ovviamente il **sentiero dei tassi attesi è spostato verso il basso**. La stragrande maggioranza dei partecipanti (15 su 17) ritiene appropriato alzare i tassi nel 2015, ma la velocità dei rialzi e il punto di arrivo a fine 2017 è significativamente più basso rispetto a quanto indicato a dicembre: la proiezione mediana a fine 2015 è 0,5-0,75%, a fine 2016 a 1,75-2%, a fine 2017 a 3-3,25%. Nel lungo termine, il punto di arrivo rimane a 3,75%. Fra l'altro Yellen ha specificato che i rialzi dei tassi seguiranno le variabili principali (mercato del lavoro e inflazione) e non risponderanno necessariamente ai salari: è possibile che nei prossimi trimestri ci sia un'accelerazione salariale, ma sembra che la Fed stia di nuovo spostando il tiro.

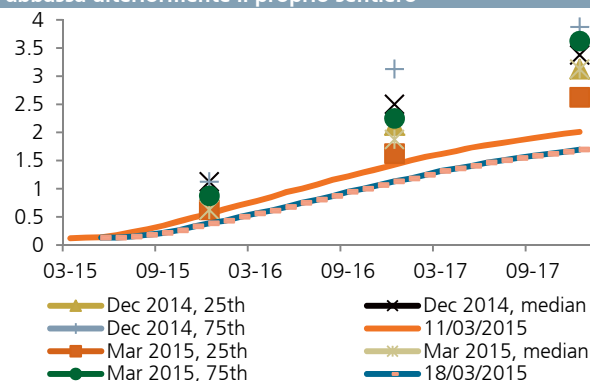
Quali sono le implicazioni per il sentiero dei tassi? Sulla base delle nuove proiezioni ci sarebbero quest'anno **due rialzi**: riteniamo che sia ragionevole distribuirli uno per trimestre. I dati e le condizioni macroeconomiche daranno indicazioni nei prossimi mesi. Se la volontà del FOMC è indebolire il dollaro, senza strafare, il **primo rialzo potrà essere fra giugno e settembre** e il secondo a dicembre. Manteniamo una preferenza per le date di giugno-luglio, dato che riteniamo che il mercato del lavoro continui a migliorare e che l'inflazione *core* si stabilizzi nel secondo trimestre. Per il 2016 manteniamo la previsione di un rialzo per trimestre.

Certamente la nuova *guidance* del FOMC prende forma attraverso le proiezioni macro e il grafico a punti: le condizioni finanziarie diventano molto più espansive, con tassi più bassi, e cambio meno forte. Questo rinforza la fiducia nelle previsioni di crescita ben al di sopra del potenziale, e vicina al 3%.

Tab. 1 - Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei Presidenti delle Reserve Bank – marzo 2015				
Variabile	2015	2016	2017	Lungo termine
PIL reale	2.3-2.7	2.3-2.7	2.0-2.4	2.0-2.3
proiezione dicembre	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3
Tasso di disoccupazione	5.0-5.2	4.9-5.1	4.8-5.1	5.0-5.2
proiezione dicembre	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5
Deflatore consumi	0.6-0.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2
proiezione dicembre	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	2
Deflatore consumi core	1.3-1.4	1.5-1.9	1.8-2.0	1.3-1.4
proiezione dicembre	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	1.5-1.8

Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 11 - La Fed rivede le proiezioni dei tassi, e il mercato abbassa ulteriormente il proprio sentiero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, Federal Reserve

Area euro: crescita sopra il trend, grazie a un mix perfetto di stimoli

- Anna Maria Grimaldi
 ▪ La combinazione di calo del prezzo del petrolio e deprezzamento del cambio (più rapidi rispetto alle nostre stime di dicembre), dell'annuncio del programma di acquisto titoli BCE, di fatto *open ended*, e della lettura più flessibile del Patto di Stabilità, creano una combinazione di stimoli perfetta per una ripresa della crescita area euro al di sopra del potenziale già nel 2015.
- Rivediamo, quindi, le nostre stime di crescita del PIL area euro di 4 decimi nel 2015 e nel 2016 rispettivamente all'1,5% e al 2,0%. I modelli macro-econometrici suggeriscono rischi verso l'alto nell'ordine di 2-3 decimi nel 2015-16, ma per il momento attendiamo conferma dai dati.
- Manteniamo, inoltre, una nota di cautela dal momento che lo scenario geopolitico rimane assai incerto e potrebbe continuare a pesare sulle decisioni di spesa in particolare delle imprese. La Grecia rimarrà una pericolosa incognita fino a luglio di quest'anno. Ma il quadro politico area euro si complica con l'avvicinarsi delle elezioni in Spagna e l'ascesa del Front National in Francia.
- **L'inflazione area euro è attesa a 0,3% nel 2015**, per effetto del calo del prezzo del petrolio a 55 dollari nel 1° trimestre di quest'anno, successivamente dovrebbe **risalire fino all'1,3% a fine 2016**, per effetto del deprezzamento del cambio effettivo euro/dollaro fino al -20% per settembre 2016. La dinamica dell'inflazione area euro da inizio 2016 dipenderà in modo preponderante dalla dinamica dei prezzi *core* che vediamo risalire all'1,1% nel 2016-17 da 0,9% nel 2015, meno di quanto stimato dalla BCE:
- **La politica monetaria viaggia con il pilota automatico.** Lo scorso 9 marzo, la BCE ha dato avvio all'estensione degli acquisti di attività finanziarie anche ai titoli governativi. Il programma EAPP andrà avanti almeno fino a settembre 2016 e dovrebbe comportare, in media, un'immissione netta di liquidità mensile di 60 miliardi. Obiettivo che pensiamo sia raggiungibile anche se con qualche difficoltà data la scarsità di titoli acquistabili in relazione alle emissioni nette.
- Riteniamo improbabile una riduzione del ritmo di acquisti prima di settembre 2016. I rischi per lo scenario macro sono appena bilanciati. Il QE BCE ha sensibilmente ridotto il rischio di inflazione troppo bassa troppo a lungo, ma con l'*output gap* che si chiuderà, nella migliore delle ipotesi per fine 2017, è difficile credere che possano emergere delle pressioni inflative.

Previsioni macro	2014	2015	2016	2014				2015				2016
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.9	1.5	2.0	0.8	0.8	0.9	0.9	1.4	1.8	2.0	2.1	
- t/t				0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	
Consumi privati	1.0	1.7	1.7	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	
Investimenti fissi	1.0	2.0	2.6	-0.5	0.0	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	
Consumi pubblici	0.7	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	
Esportazioni	3.7	4.6	4.6	1.3	1.5	0.8	1.2	1.1	1.2	1.1	1.3	
Importazioni	3.8	5.2	4.5	1.3	1.7	0.4	1.6	1.6	1.0	1.3	1.2	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	
Partite correnti (% PIL)	2.8	3.0	3.1									
Deficit pubblico (% PIL)	-2.6	-2.3	-2.0									
Debito pubblico (% PIL)	94.3	94.5	94.3									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	0.3	1.3	0.6	0.4	0.2	-0.4	0.3	0.4	1.0	1.6	
Produzione industriale (a/a)	0.7	1.7	2.3	-0.3	-0.4	0.2	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	
Disoccupazione (ILO, %)	11.6	11.0	10.5	11.6	11.5	11.4	11.2	11.1	10.9	10.8	10.7	
Euribor 3 mesi	0.21	0.02	0.02	0.30	0.16	0.08	0.05	0.01	0.00	0.02	0.02	
EUR/USD	1.33	1.04	1.09	1.37	1.33	1.25	1.12	1.03	0.99	1.01	1.04	

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Greggio, cambio e QE BCE creano lo stimolo perfetto per un'insperata ripresa sopra il trend

Anna Maria Grimaldi

La nostra valutazione delle prospettive di crescita dell'Eurozona è migliorata sensibilmente rispetto a dicembre, quando ci aspettavamo una crescita dell'1,1% nel 2015 e un'accelerazione all'1,5-1,6% nel 2016. Gli ultimi due mesi hanno portato delle novità rilevanti:

- 1) Il prezzo del petrolio è su livelli inferiori alle nostre stime di fine anno (in dollari -41% a dicembre e -55% a gennaio). Di riflesso abbiamo rivisto le nostre previsioni per il prezzo del petrolio a 58 dollari, da 72 nel 2015 e a 69 dollari da 78 nel 2016. Si tratta di una revisione rispetto al profilo di dicembre del -20% nel 2015 e del -12% nel 2016. Si noti che nel 2016 il petrolio aumenta di più rispetto al 2015 che nelle precedenti stime.
- 2) L'annuncio di un **programma di acquisto BCE, difatti *open ended* di dimensioni superiori alle attese, ha accentuato il movimento di appiattimento delle curve euro**. Anche perché il programma, a sorpresa, ricomprende titoli con vita media residua a scadenza fino a 30 anni. Avere un programma di acquisto *open ended* (o illimitato) riduce sensibilmente l'incertezza sul quadro area euro. La BCE ha ormai superato il Rubicone e farà tutto ciò che è necessario per contrastare il rischio di bassa crescita e bassa inflazione. A nostro avviso, ciò riduce sensibilmente il grado di incertezza che circonda lo scenario. Inoltre come mostrava Chiara Manenti in una nota dello scorso 12 febbraio (si veda Intesa Sanpaolo - *Interest Rates Strategy - EAPP: implicazioni tecniche per il mercato governativo*), gli acquisti BCE ridurranno sensibilmente il rischio di rifinanziamento degli Stati, dal momento che ammontano a oltre il 130% dell'offerta netta di titoli di Stato nell'area euro nel 2015 e al 142% nel 2016. Il **QE BCE rappresenta, inoltre, uno scudo importante dal rischio di contagio dalla Grecia**.
- 3) L'**accelerazione del movimento di deprezzamento del cambio verificatosi da dicembre a oggi (-8%) riflette anche l'attesa crescente per un programma di acquisti BCE**. Pensiamo che la **debolezza del cambio euro/dollaro sarà confermata nei prossimi mesi fino a un minimo a 0,98 a settembre 2015**. Rispetto alle stime di dicembre abbiamo rivisto al ribasso le previsioni per il tasso di cambio EUR/USD a 1,03 in media nel 2015 da 1,21 a dicembre e a 1,11 da 1,27 nel 2016. Si tratta di una revisione della previsione del tasso di cambio effettivo di circa -8% e -7% nello stesso periodo (data l'elasticità di 0,52 del cambio effettivo al cambio euro/dollaro).
- 4) Ulteriore **supporto per la ripresa area euro nel 2015 arriva dalla politica fiscale. L'interpretazione "flessibile" del Patto di Stabilità e Crescita**, approvato lo scorso 12 gennaio, (per i dettagli sulla nuova formulazione del Patto si rimanda al Bollettino BCE di gennaio 2015, Box 7 pp. 33 -35) **consentirà a Francia e Italia di mettere in atto una correzione fiscale nell'anno in corso inferiore a quella implicita nelle raccomandazioni di luglio del Consiglio e riprese dalla Commissione UE a fine novembre, in sede di valutazione dei Budget nazionali 2015**. Nel caso della Francia, la correzione implicita del saldo strutturale è di solo 0,3 punti mentre per la vecchia interpretazione sarebbe stata di 0,8 punti. Nel caso dell'Italia la correzione richiesta è di 0,3 punti e non più di 0,5; nel caso della Spagna di 0,3 punti e non più di 0,8. I paesi che erano nell'occhio del mirino della Commissione BCE a novembre scorso si trovano, quindi, a essere valutati in modo meno stringente a marzo. Tuttavia, le stime di inverno della Commissione UE sulla variazione dei saldi strutturali nel 2015 suggeriscono che mentre la Francia e l'Italia rispettano la correzione implicita nella lettura flessibile del Patto, la Spagna è a rischio. La politica fiscale tornerà a essere restrittiva nel 2016 per i tre paesi.

Qual è l'impatto degli shock sulla crescita?

Abbiamo cercato di quantificare il potenziale impatto sulle stime di crescita del PIL area euro degli shock descritti.

I modelli BCE e Commissione UE suggeriscono che la risposta di crescita e inflazione a un deprezzamento del cambio del 5% dopo un anno è tra 0,3% e 0,4% sulla crescita e tra 0,2% e 0,4% sull'inflazione. L'impatto di un calo del prezzo del greggio del 10% è stimato essere più piccolo, mentre l'impatto sui prezzi del calo del greggio è più significativo e potrebbe più che controbilanciare l'aumento di inflazione associato al deprezzamento del cambio (v. tab.1 a seguire).

Tab. 1 - Impatto di un deprezzamento del cambio del 5% e di un calo del prezzo del greggio sulla crescita e inflazione area euro

	GDP growth		HICP inflation	
	+1 year	+2year	+1 year	+2year
		-5% Exchange rate		
ECB	0.4	0.4	+0.2-0.4	+0.2-0.4
EC	0.3	0.2	0.3	
		-10% Oil prices		
ECB	0.1		-0.4	
EC	0.2	0.0	-0.3	-0.1

Fonte: BCE December 2014 Bulletin, EC Commission, previsioni inverno 2015

Per cercare di valutare l'impatto dell'evoluzione del prezzo del greggio e cambio da inizio dicembre a fine gennaio nonché delle nuove previsioni sulle variabili esogene, menzionate sopra abbiamo simulato gli shock con il modello macro econometrico di Oxford Economics. Le simulazioni suggeriscono che:

- 1) Il calo del prezzo del greggio del 20% nel 2015 rispetto allo scenario base di dicembre genera un aumento di crescita nella media area euro di solo 0,05% nel 2015 e di 0,1% nel 2016, dunque meno rispetto alle stime BCE e Commissione UE. Ma questo dipende dal fatto che il grosso dello shock, in termini di calo del prezzo del greggio, è concentrato sul primo mese dell'anno mentre già dal 2° trimestre si prospetta una risalita del prezzo del greggio. La risposta del PIL sarà massima tra il 4° trimestre di quest'anno e il 1° trimestre 2016.
- 2) Il deprezzamento del cambio effettivo osservato da inizio dicembre (-8%) e la revisione delle proiezioni sull'orizzonte di stima, dovrebbero generare una maggior crescita di 0,4% nel 2015 e di 0,5% nel 2016 stando alle elasticità della Commissione UE e della BCE. Va considerato che il movimento di deprezzamento del cambio accelererà nel 2015 rispetto al 2016 con effetto massimo sulla crescita tra l'estate di quest'anno e la primavera del prossimo anno, dal momento che il ritardo nella trasmissione dello shock è generalmente di 4 trimestri. Il modello *Oxford Economics* suggerirebbe una risposta della crescita a un calo del cambio euro/dollaro di circa il 22% nel 2015 di oltre un punto già quest'anno se i tassi a breve termine vengono fissati sul livello corrente. La reazione piuttosto ampia suggerita dipende dalla non linearità del modello e dalla mancata risposta di politica monetaria.
- 3) Nel complesso l'impatto cumulato del calo del prezzo del greggio e del deprezzamento del cambio sulla crescita del PIL area euro dovrebbe essere di 0,44% nel 2015 e di 0,6% nel 2016.

Qual è l'impatto del QE BCE?

- Quantificare l'impatto del QE BCE sulla crescita e inflazione non è cosa banale dal momento che i modelli econometrici tipicamente non incorporano la dimensione del bilancio della Banca centrale. Un articolo di aprile scorso di FAZ riportava delle indiscrezioni su simulazioni BCE che avrebbero stimato tra 0,4% e 0,8%, l'impatto di un QE per 1 trilione di euro.
- Secondo un *working paper* della BCE (no 1397, nov. 2011), un aumento del bilancio BCE di 270-300 corrisponde a un calo dei tassi ufficiali di 25 punti base. Il ritardo nella trasmissione dell'impulso di politica monetaria è tipicamente più lungo e pari a circa 6 trimestri. Un'approssimazione sulla base dei risultati del lavoro citato indicherebbe che un'espansione di bilancio BCE pari a 1,1 trilioni di euro corrisponde a un calo dei tassi ufficiali di circa 90-100 punti base. Un calo dei tassi di interesse di una deviazione standard (circa 100pb) genera secondo il modello BCE (v., No 944, ECB, ott. 2008) **una maggior crescita dopo un anno tra +0,2% e +0,4% e un aumento dell'inflazione compreso tra 0,1%-0,35%**. Abbiamo simulato con il modello di previsione di *Oxford Economics*, l'impatto di un calo dei tassi a lungo termine di 160 punti base nel 2015 e troviamo che l'effetto sulla crescita è di 0,1% nel 2015 e di 0,24% nel 2016.

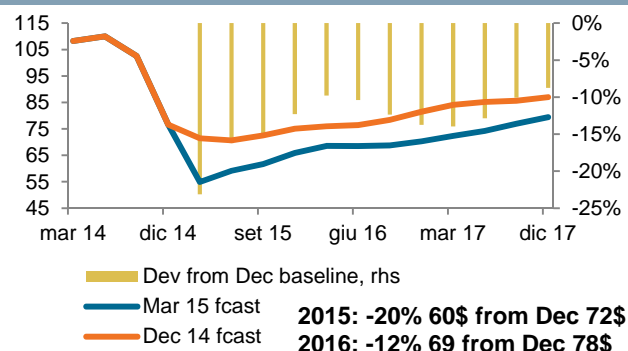
Nel complesso, il QE potrebbe potenziare lo shock da cambio sulla crescita del PIL area euro di 0,1% nel 2015 e di 0,2-0,3% nel 2016. **L'impatto complessivo degli shock e del QE BCE sulla crescita del PIL area euro dovrebbe aggirarsi intorno a 0,5-0,6% quest'anno e tra 0,6-0,8% il prossimo anno. Tuttavia**, prima di rivedere significativamente al rialzo le stime di crescita **vogliamo attendere segnali più convincenti dalle indagini di clima**. Si noti che la componente aspettative dell'indagine presso le imprese manifatturiere è migliorata negli ultimi due mesi e gli ordini hanno smesso di calare. Ma per il momento gli indici sintetici rimangono coerenti con una crescita del PIL area euro circa in linea con lo 0,3% t/t di fine 2014. Affinché la crescita media annua acceleri all'1,5% nel 2015 il tasso di crescita trimestrale dovrebbe salire fino a 0,5% t/t dalla primavera. **Va inoltre considerato che i modelli potrebbero sovrastimare l'impatto del deprezzamento del cambio**, come suggerisce la Commissione UE nelle stime di inverno (v. Box I-2 pp. 51-52). La risposta dell'import potrebbe essere divenuta più significativa dal momento che le grandi imprese hanno una produzione ad elevato contenuto importato. Inoltre l'effetto sui prezzi all'export potrebbe essere smorzato, rispetto al passato, dalle politiche di *pricing* recenti. Per molte grandi imprese, il prezzo di vendita è fissato sul mercato di destinazione. Per quanto riguarda i **tassi**, le elasticità riflettono un meccanismo di trasmissione della politica monetaria funzionante, ma nell'area euro la trasmissione della politica monetaria rimane in parte inceppata. Non vanno trascurati i rischi geopolitici e l'impatto che questi potrebbero avere sulla dinamica delle esportazioni, sulla fiducia delle imprese e quindi sulle decisioni di investimento.

Rimaniamo quindi cauti e per il momento rivediamo le stime di crescita del PIL area euro a 1,5% nel 2015 da un precedente 1,1% e al 2,0% da 1,6% nel 2016. Si noti che per il 2015 si tratta di una revisione di soli tre decimi, dal momento che la stima 2015 è salita di un decimo per effetto del dato sul 4° trimestre 2014 più forte delle attese (+0,3% t/t a fronte di stime di Consenso di +0,2% t/t). Segnaliamo tuttavia che se dovessero recedere i rischi geopolitici la stima 2015 potrebbe salire all'1,6% e la stima 2016 al 2,1-2,2%. La zona euro dunque potrebbe finalmente tornare a crescere a un ritmo sostenuto. Dopo il 2016, la crescita potrebbe rallentare verso l'1,5-1,7%, a meno che non acceleri il processo di riforme strutturali.

Come si trasmetterà lo shock?

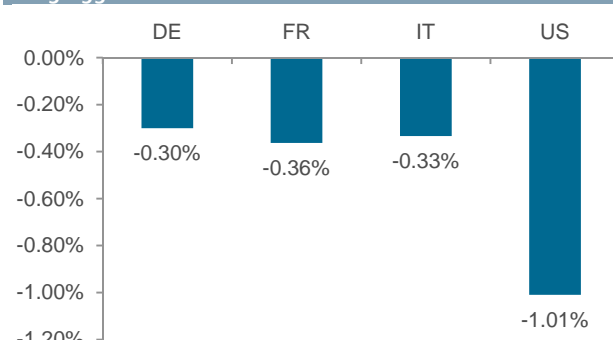
- Le simulazioni mostrano che l’impatto combinato degli shock sugli **investimenti aziendali** è di circa 0,8-1,0% all’anno. La spesa in macchinari e impianti ha deluso nei mesi centrali del 2014, mostrando solo timidi segni di recupero a fine anno a causa della bassa redditività, del limitato utilizzo della capacità produttiva e della persistente incertezza sullo scenario congiunturale e il quadro geopolitico. I dati più recenti indicano che l’utilizzo della capacità produttiva è tornato in linea con la media storica. La redditività delle imprese dovrebbe migliorare con il calo dei tassi di interesse, il risparmio di costo associato al calo del prezzo del greggio e, per le imprese esportatrici, con il deprezzamento del cambio. L’ultima indagine trimestrale della Commissione Europea sugli investimenti mostra intenzioni ad ampliare gli impianti esistenti. Tuttavia, il quadro geopolitico rimane assai incerto e potrebbe indurre a mantenere un atteggiamento cauto, limitando il recupero degli investimenti aziendali rispetto alle indicazioni dei modelli. Nel complesso ci aspettiamo una crescita di 3,5% nel 2015 dal 3,7% del 2014 (in parte per un effetto base sfavorevole nella prima metà dell’anno) e un’accelerazione al 4,3% nel 2016. Gli investimenti in costruzioni dovrebbero recuperare a +0,7% nel 2015 dal -0,8% del 2014 e nel 2016 è possibile che con la ripresa si vedano investimenti di maggiore entità anche nei paesi periferici.
- Nel 2015-16, i **consumi** sono visti in accelerazione all’1,7% dopo l’1,0% del 2014, grazie a una tenuta della dinamica dei salari reali (1,3% dal +1,0% di quest’anno) al recupero di potere d’acquisto associato al calo del prezzo del greggio (in media area euro di almeno 0,2-0,4% nella media area euro nel 2014-15) e alla crescita dell’occupazione (stimiamo un +0,8% dal +0,6% del 2014).
- Infine, anche nel 2015 gli **scambi con l’estero** daranno un contributo nullo alla crescita. Il deprezzamento del cambio (-20% in termini effettivi nel 2015) e l’accelerazione della domanda mondiale (stimiamo una crescita media nel 2015-16 del 4,6% dell’indice di domanda dai principali partner commerciali rivolta verso l’Eurozona dal 3,7% del 2014) dovrebbero spingere l’export al +4,6% dal +3,7% del 2014. Anche le importazioni sono attese accelerare al 5,2% dal 3,8% del 2014 data la crescita più sostenuta della domanda interna e l’elevato contenuto all’import delle esportazioni.

Fig. 1 – Supporto alla crescita dovrebbe venire dal calo più marcato del previsto del prezzo del petrolio da fine 2014



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo con Oxford Economic Forecasting

Fig. 2 – Stima del potenziale recupero di potere d’acquisto per le famiglie consumatrici nella zona euro di un calo del prezzo del greggio del 35%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il deprezzamento del cambio effettivo euro è stato più rapido rispetto a quanto da noi atteso a dicembre e la tendenza sarà confermata nei prossimi mesi



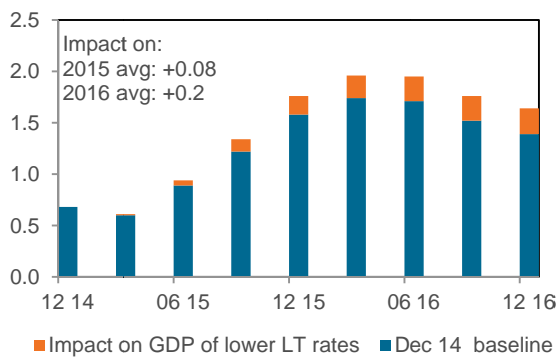
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo con Oxford Economic Forecasting

Fig. 4 – Stima del potenziale impatto del deprezzamento del cambio EUR/USD sulla crescita del PIL area euro nel 2015 e 2016



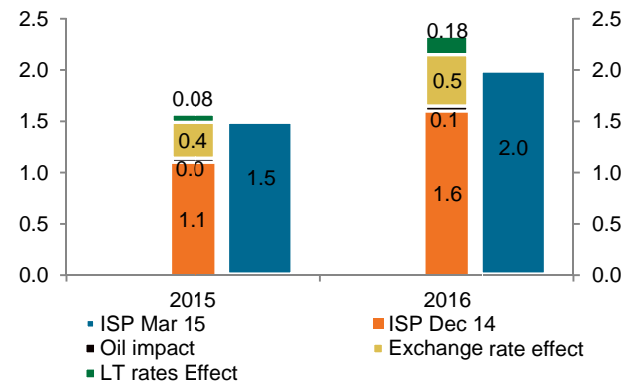
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base delle elasticità dei modelli BCE e Commissione UE

Fig. 5 – Impatto del calo dei rendimenti governativi di 160 punti base nel 2015 e 100 punti base nel 2016 sulla crescita del PIL AE



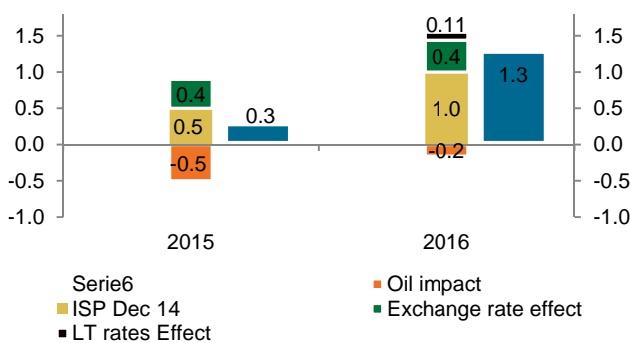
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e simulazioni ISP con Oxford Economics

Fig. 6 – Impatto complessivo degli shock sulla crescita del PIL AE nel 2015-16



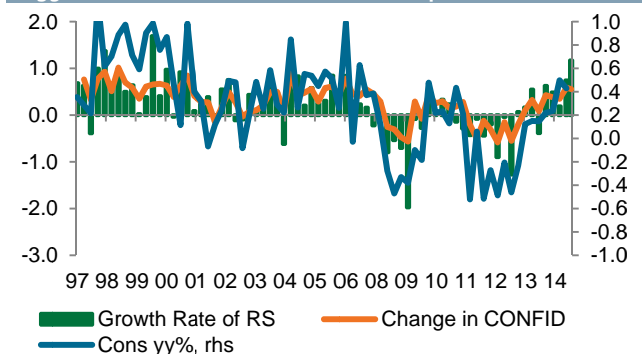
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e simulazioni ISP con Oxford Economics

Fig. 7 – L'inflazione riteniamo risalirà all'1,3% nel 2016



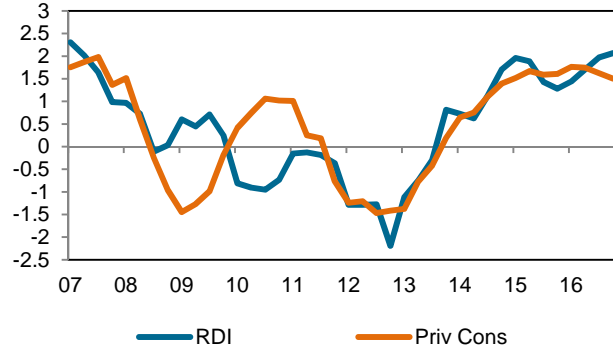
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e simulazioni ISP con Oxford Economics

Fig. 8 – L'andamento della fiducia e delle vendite al dettaglio suggeriscono una tenuta dei consumi sul passo di fine 2014



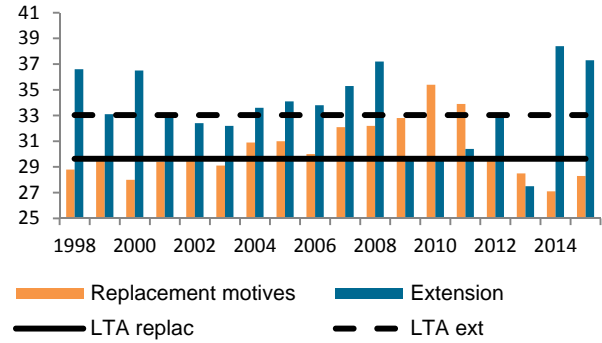
Fonte: Eurostat

Fig. 9 – Consumi privati in accelerazione grazie ad una crescita del reddito disponibile reale intorno all'1.6-1,7%



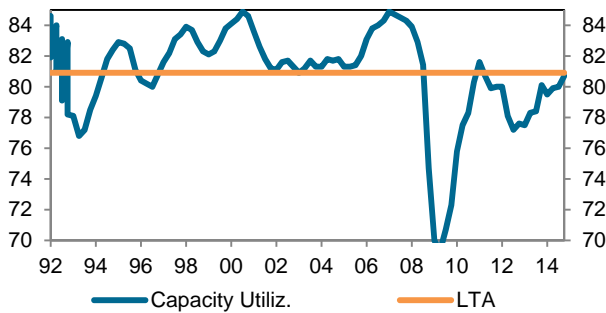
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – L'indagine della Commissione UE segnala un forte aumento delle intenzioni ad ampliare gli impianti



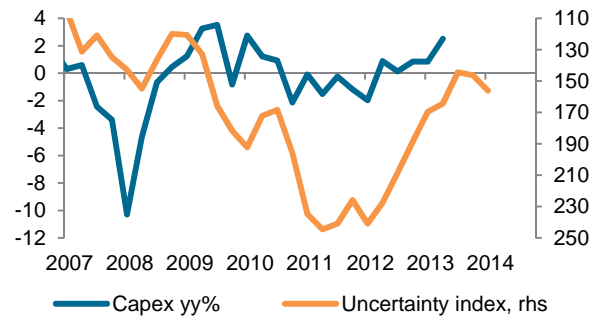
Fonte: Eurostat

Fig. 11 – L'aumento di utilizzo della capacità produttiva fino alla norma storica va nella giusta direzione



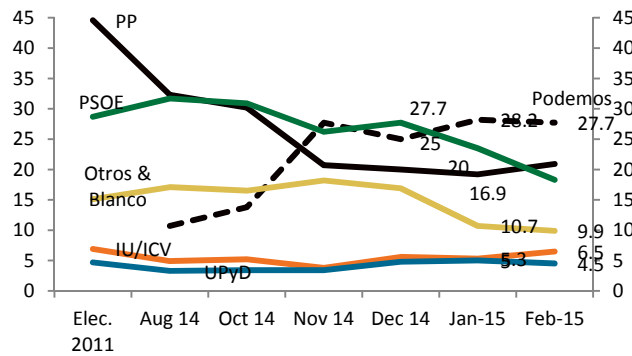
Fonte: Eurostat

Fig. 12 – ... ma l'incertezza sullo scenario di policy potrebbe continuare a fare da freno



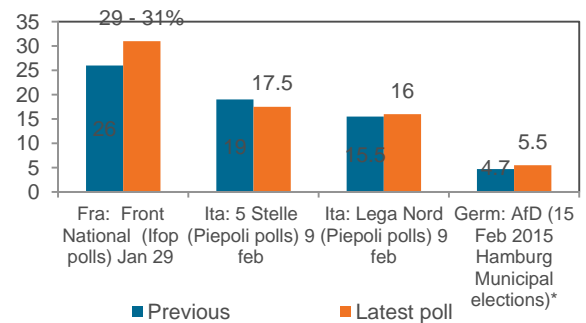
Fonte: Eurostat, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 13 – Il rischio geopolitico rimane elevato nella zona euro e non solo per la Spagna



Nota: prossime elezioni novembre 2015. Fonte: Metroscopia

Fig. 14 – Il Front National è una minaccia crescente in Francia



Fonte: Eurostat, WTI stima Intesa Sanpaolo da Oxford Economics Forecasting

Dinamica dei prezzi al consumo sotto il 2% anche nel 2017

Anna Maria Grimaldi

- L'inflazione area euro ha toccato un minimo a -0,6% a/a a gennaio per poi risalire a -0,3% a/a in febbraio. L'inflazione *core* si è fermata allo 0,6%, un nuovo minimo dal 1998. La dinamica dei prezzi al consumo, a ridosso di fine anno, ha sorpreso significativamente verso il basso rispetto alle stime di dicembre ancora una volta sulla scia del prezzo del petrolio, più debole delle attese. Anche il rimbalzo dell'inflazione a febbraio è da ricondursi interamente alla dinamica del prezzo del petrolio che è risalito dai minimi di gennaio (45 dollari al barile) fino a 60 dollari. Il deprezzamento del cambio euro/dollaro (-22% dal picco di marzo 2014 a oggi) ha solo in parte controbilanciato il calo del prezzo del greggio, poiché il movimento del tasso di cambio si trasmette con un ritardo più lungo alla dinamica dei prezzi interni. L'andamento dell'inflazione, al netto di energia e alimentari stagionali, misura preferita dalla BCE, fino a 0,6% a/a è in larga parte riconducibile al calo dei prezzi dei beni non energetici che tipicamente risentono più dei prezzi dei servizi che di fattori esogeni. Tuttavia, il contributo dei servizi non energetici alla dinamica inflazionistica è passato da 0,3% a settembre 2014 a 0,1% a gennaio⁴. Gennaio dovrebbe quindi aver segnato un minimo per l'inflazione, che ci aspettiamo torni a zero per aprile.
- Le nostre stime di inflazione a 0,3% nel 2015, 1,3% nel 2016 e 1,5% nel 2017, incorporano un rialzo del prezzo del petrolio da 60 dollari al barile in media 2015 a circa 70 dollari nel 2016 e a 75 dollari nel 2017⁵. Rispetto a dicembre, abbiamo limato le nostre stime per il cambio euro/dollaro a 1,03 da 1,21 nel 2015 e a 1,11 da 1,27 nel 2016. Per effetto delle revisioni alle previsioni del prezzo del greggio 2015 (-17% rispetto allo scenario di dicembre) la nostra stima di inflazione scenderebbe a -0,1%, da un precedente 0,5%, ma il deprezzamento del cambio (8% in termini di cambio effettivo rispetto a dicembre) dovrebbe lasciare la media 2015 a +0,4%. Il deprezzamento del cambio nel 2016 (-7% rispetto al nostro scenario di dicembre), il rimbalzo del prezzo del greggio (rispetto al 2015: +14%), l'accelerazione della domanda interna, unitamente alle misure BCE dovrebbero riportare l'inflazione verso l'1,3% nel 2016 e all'1,6% nel 2017. Le nostre ipotesi tecniche sulle variabili esogene sono circa in linea con quelle della BCE che stima l'inflazione a 0,0% nel 2015, 1,5% nel 2016 e 1,8% nel 2017.
- Con un profilo piuttosto piatto per la dinamica di petrolio e cambio, **il ritorno dell'inflazione al di sopra dell'1,0% dal 2016 dipende in larga misura dalla risposta dei prezzi *core* all'accelerazione della crescita e alla chiusura dell'*output gap*** stimato dalla Commissione Europea a -1,2% nel 2016 da -2,8% nel 2014. Le stime BCE di ritorno dell'inflazione in media all'1,8% nel 2017, dall'1,5% nel 2016, si basano su un'accelerazione dell'inflazione *core* da 0,8% nel 2015 a 1,7% nel 2017, grazie alla chiusura dello *slack* nell'economia per fine 2017, di un'accelerazione dei salari dall'1,5% del 2014 al 2,3% nel 2017 e a limitati rischi di effetti di ritorno dal calo del prezzo del greggio sulle attese di inflazione e prezzi interni. Gli effetti di seconda battuta, tramite attese di inflazione, dovrebbero rientrare con il rimbalzo del prezzo del petrolio e la risalita delle aspettative di inflazione al procedere del QE della BCE. Pensiamo che i rischi per la dinamica inflazionistica siano ancora verso il basso, dal momento che uscendo da una crisi così severa e prolungata la domanda interna potrebbe rispondere meno che in passato limitando il rimbalzo dell'inflazione *core*. Tuttavia, riconosciamo che con il QE della BCE i rischi verso il basso si sono sensibilmente ridotti. In uno scenario di rischio in cui il cambio euro/dollaro rimane a 0,90 tra giugno 2015 e marzo 2016, circa il 4% in meno, in termini di cambio effettivo, rispetto al nostro scenario centrale, l'inflazione risulterebbe più elevata di 0,2-0,3% nel 2015 e 2016 e di 0,2% nel 2017.

⁴ La percentuale di beni non energetici con variazione inferiore a 0% su base annua è sui massimi storici. La percentuale di servizi con variazione annua dei prezzi al consumo negativa è vicina ai massimi storici.

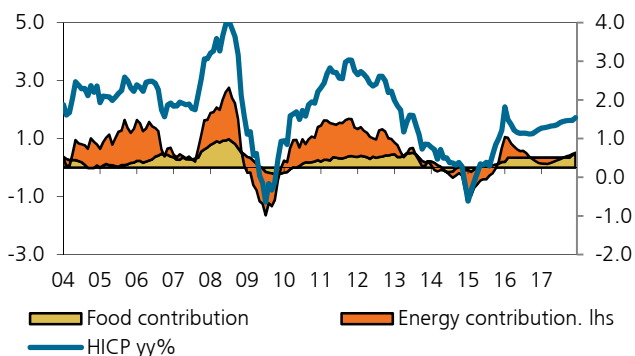
⁵ Rispetto allo scenario di dicembre abbiamo rivisto al ribasso le stime per il prezzo del greggio di 10 dollari in media nel 2015 e di 8 dollari in media nel 2016.

Tabella 1 - Stime di inflazione per paese e media area euro con nuove stime di petrolio

	BEL	FRA	DEU	ESP	ITA	NLD	AUT	FIN	Eurozone
2013	1.2	1.0	1.6	1.5	1.3	2.6	2.1	2.2	1.4
2014	0.5	0.6	0.8	-0.2	0.2	0.3	1.5	1.2	0.4
2015	0.5	-1.2	1.0	0.6	0.3	0.8	1.3	0.0	0.3
2016	2.2	0.0	1.7	1.4	1.4	1.8	2.7	1.3	1.3

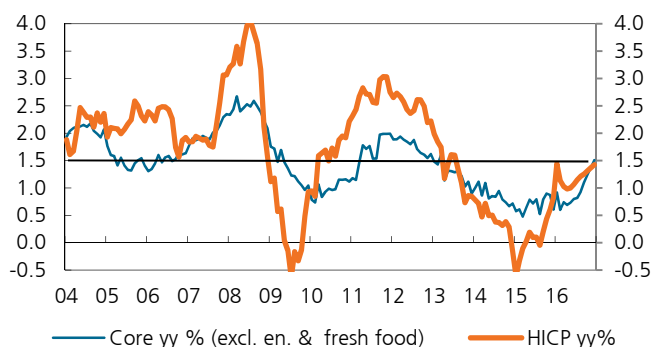
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - Rimbalzo della componente energia limitato



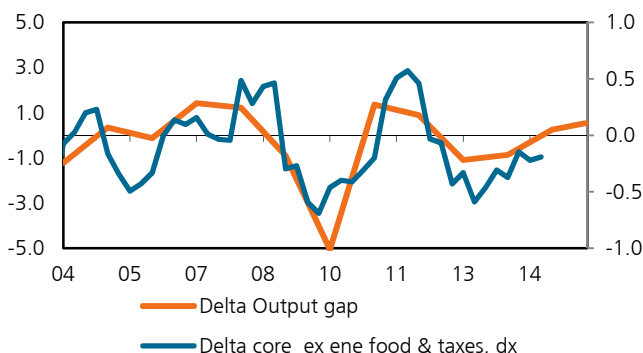
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Il ritorno dell'inflazione verso l'1,7% dipende, quindi, dalla dinamica core e da ...



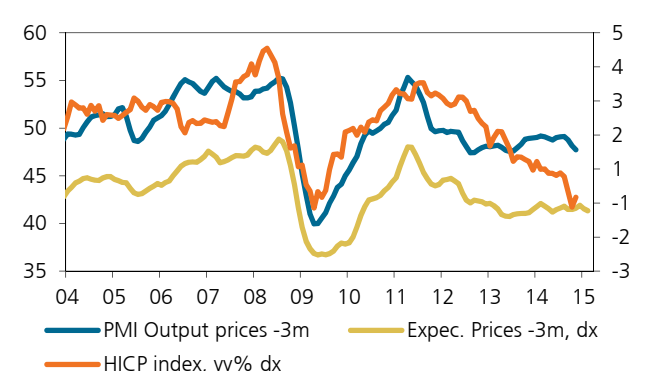
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - ... quanto rapidamente si chiuderà l'output gap



Fonte: Eurostat, Commissione UE (per output gap) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Per il momento le pressioni a monte restano limitate



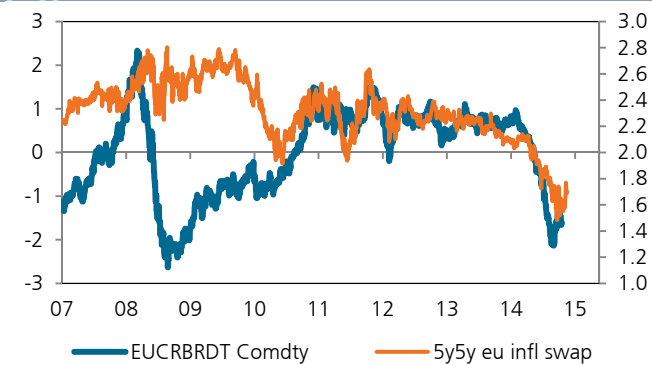
Fonte: Eurostat, Markit, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Inflazione core influenzata dalla dinamica delle attese di prezzo



Fonte: Eurostat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Le attese di inflazione di mercato dovrebbero tornare gradualmente su livelli compatibili con il 2% con il rimbalzo del greggio, cambio e misure BCE



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

FOCUS – L'Europa ha avuto il suo QE

- Lo scorso 22 gennaio, come da noi anticipato, la BCE ha annunciato l'estensione degli acquisti di attività finanziarie anche ai titoli governativi area euro. I dettagli del PSPP (acronimo per *Public Securities Purchase Programme*) sono stati comunicati alla riunione del 5 marzo scorso. Per le caratteristiche tecniche del programma si veda l'approfondimento a seguire. L'annuncio BCE è stato in una certa misura superiore alle attese dal momento che il Consiglio si è impegnato ad **un'iniezione netta di liquidità mensile di 60 miliardi di euro, tra acquisti di titoli governativi e acquisti di ABS e covered bond**, fino a settembre 2016. Ma quel che più conta è che la BCE ha legato la **durata e la dimensione del programma al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2%**. I Membri del Consiglio hanno più volte ribadito che la BCE comprerà almeno fino a settembre 2016 e, in ogni caso, fino quando le attese di inflazione non saranno tornate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.
- **Gli acquisti di dimensione superiore alle attese e la natura di fatto *open - end* del programma è stata compensata da una minore ripartizione del rischio tra paesi membri.** Sul totale dei titoli di stato acquistati tramite il PSPP il rischio sarà condiviso solo per il 9% del totale. Diversi elementi contribuiscono a limitare la rilevanza pratica della decisione di mantenere a livello di singola Banca Centrale Nazionale gran parte del rischio. In primo luogo, il programma influirà positivamente sulla capacità degli emittenti di servire il debito attraverso il calo degli interessi pagati, il contributo all'allungamento delle scadenze, la riduzione dell'esposizione degli investitori privati e potenzialmente, un livello più alto di crescita nominale. Inoltre, gli Stati in difficoltà potranno comunque attivare un programma ESM e richiedere il sostegno delle OMT, per le quali il rischio è comunque condiviso.
- Gli acquisti complessivi tramite l'EAPP ammonteranno nel complesso a 1.140 miliardi di euro e stimiamo che gli acquisti di titoli governativi a prezzi di mercato potrebbero aggirarsi sui 650 miliardi di euro. Nella 1° ottava del PSPP, la BCE ha acquistato 9,75 miliardi di euro con vita media pari a 9 anni. Nella 2° ottava, la BCE ha acquistato 16,5 miliardi di euro con vita media di 8 anni.
- L'effetto sui rendimenti è stato potente in particolare sul tratto lungo della curva, con il Bund a 30 anni che è calato di oltre 30pb fino a toccare un minimo a 0,6%. Lo spread BTP-Bund è sceso sotto 100 fino a un minimo di 88pb, anche se in seguito è rimbalzato. Le borse hanno festeggiato, con diffusi guadagni tra il 3 e l'8% da inizio anno. Per la Germania gli acquisti di titoli governativi, in base alla regola della quota capitale, costituiscono il 28% del debito in circolazione e circa il 70% delle emissioni lorde nel 2015-16. Nel caso dell'Italia, gli acquisti BCE rappresentano il 13% del debito in circolazione e oltre il 100% delle emissioni nette stimate per il 2015-16 (si veda *Interest Rate Strategy*, 12.02.2015). **Gli acquisti di titoli da parte della BCE manterranno artificialmente bassi i tassi a medio e lungo termine** e i premi al rischio sul debito della periferia. Inoltre, il PSPP ha innescato un calo dei rendimenti sui titoli corporate area euro (sulle scadenze 7-10 anni) di 10pb per i titoli con rating AA e di 13pb per i titoli con rating BBB. Il calo dei rendimenti a lungo termine suggerisce che il QE BCE sta avendo un **effetto diretto sui prezzi dei titoli governativi** e quindi comporterà in prospettiva un calo della spesa per interessi e costo medio del debito, con implicazioni non trascurabili per la politica fiscale dal 2016.

Anna Maria Grimaldi

Le sorprese sulla dimensione del programma e durata sono state compensate dal meccanismo di ripartizione dei rischi

QE: l'effetto prezzo è in atto e ha implicazioni non trascurabili per il costo di finanziamento del debito

- Nel contempo, il calo degli spread corporate e il *rally* dell'azionario suggeriscono che l'effetto di ricomposizione dei portafogli è avviato. Tuttavia, rimane da verificare se il QE innescherà un effetto quantità sul volume dei nuovi prestiti. Molto dipenderà se le banche saranno disposte a muoversi lungo la curva del rischio e spostarsi verso attività, prestiti alla clientela, con un rendimento corretto per il rischio superiore ai titoli di Stato. Coeuré⁶, in un discorso dello scorso 10 marzo, indica che la BCE si aspetta che ciò avvenga. Perché questo effetto si manifesti, occorrerà più tempo; i moltiplicatori della base monetaria torneranno a comportarsi in modo storicamente prevedibile quando il ciclo reale avrà dato segnali più convincenti di ripresa.
- Il PSPP ha, inoltre, un importante (potenziale) **effetto segnaletico** sul futuro corso della politica monetaria e integra la *forward guidance* sui tassi di politica monetaria. Il programma è atteso durare fino almeno a settembre 2016 e di conseguenza almeno fino a quella data è assai improbabile che la BCE riveda il livello dei tassi ufficiali: refi e tasso sui depositi.
- Sono emerse **preoccupazioni sulla capacità per la BCE di raggiungere il target di acquisti di titoli governativi**, date le modeste emissioni nette nella media area euro nel 2015 (277 miliardi di euro secondo le nostre stime) e la scarsità di alternative per alcune categorie di detentori (assicurazioni, banche e fondi pensione). Coeuré nel citato discorso dello scorso 10 marzo, nota che le preoccupazioni sull'offerta potenziale di titoli in relazione alla dimensione del programma sono mitigate se si considera che i) i quantitativi indicati dalla BCE vanno valutati ai prezzi di mercato e ii) che lo stock di debito in circolazione sulle scadenze 2-30 anni è più che ampio: 4,6 trilioni di euro per il debito dei governi centrali e 277 miliardi di euro per il debito delle agenzie sovranazionali. Ulteriore elemento di preoccupazione, sulla capacità della BCE di raggiungere gli obiettivi prefissati, è che i potenziali venditori siano riluttanti in un contesto di assai bassi rendimenti alternativi. Coeuré nota però che, almeno nella fase iniziale del programma, a vendere sono state le Banche centrali internazionali e gli asset manager. Nel contempo, non va trascurato che la scarsità di titoli disponibili per l'acquisto, in particolare nel tratto lungo della curva, potrebbe potenziare l'effetto del programma sui rendimenti, come del resto si sta già verificando per il trentennale tedesco. Nel complesso, ci sembra, sulla base delle considerazioni sopra riportate, che la BCE si troverà a dover fare i conti con una relativa scarsità di titoli ma non nell'impossibilità di raggiungere gli obiettivi prefissati.
- Forse l'aspetto che rimane da verificare è se il QE riuscirà a innescare l'auspicato **ribilanciamento dei portafogli bancari verso i prestiti alla clientela e/o a riattivare il funzionamento dei moltiplicatori della base monetaria**. Il fatto che il QE arrivi dopo la conclusione dell'AQR e in concomitanza della ripresa ciclica, dovrebbe favorire il ritorno a un funzionamento più normale della politica monetaria con effetti positivi sulla crescita e l'inflazione.
- Sulla base delle approssimazioni derivabili dai modelli (si veda sopra) **ci sembra che il QE possa avere un impatto compreso tra 0,2% nel 2016 e tra 0,3% e 0,4% sull'inflazione euro zona nel 2017**. La nostra previsione più recente per l'inflazione area euro è di un aumento dall'1,3% del 2016 all'1,6% nel 2017 e all'1,7% nel 4° trimestre 2017.
- In conclusione, riteniamo che, in caso di piena attuazione delle misure e in assenza di shock esterni negativi, le decisioni di politica monetaria BCE possano contribuire a stabilizzare il ciclo e a ridurre considerevolmente il rischio che il periodo di inflazione troppo bassa si radichi. Ciò detto, le stime BCE di ritorno dell'inflazione all'1,8% nel 2017 e all'1,7% già per metà 2016 ci sembrano a rischio di sorprese, in particolare perché il profilo BCE rincorpora un rimbalzo dell'inflazione *core* all'1,7% nel 2017 da 0,8% in media nel 2015. Tale profilo indicherebbe che la BCE assume una risposta unitaria dei prezzi *core* all'*output gap* di circa 0,3%. L'*output gap*, secondo le indicazioni di Praet, dovrebbe chiudersi nel 2017 dal -2,8% stimato dalla Commissione nel 2014, a fronte di una crescita potenziale media nel 2015-16 di 0,7%. La

QE: l'effetto di ribilanciamento dei portafogli è avviato

Quanto serio è l'effetto scarsità?

⁶ http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html

BCE, tuttavia, ha sempre sovrastimato l'inflazione *core* nella fase di discesa dei prezzi *headline* e a fronte di un allargamento dell'*output gap*, dato il manifesto scetticismo sull'esistenza di una curva di Phillips per la zona euro.

- La politica monetaria procederà con il pilota automatico nei prossimi 18 mesi. Non pensiamo che in caso di conferme di accelerazione della ripresa la BCE possa optare per una riduzione del ritmo di acquisti prima del termine indicato, dal momento che le stime di inflazione BCE, già più ottimiste delle nostre, sono formulate assumendo la piena implementazione delle misure.

Tab. 1 - Principali stime macroeconomiche BCE verso Intesa Sanpaolo e Consensus Economics

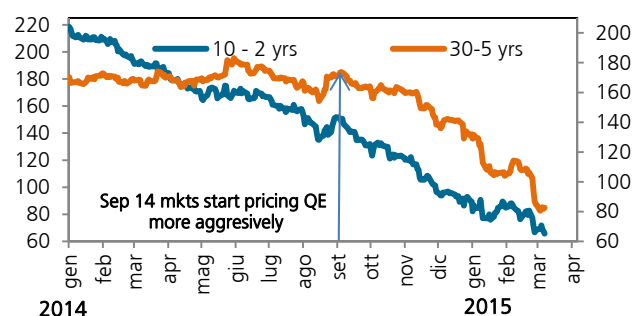
	Mar 15 stime BCE			Intesa Sanpaolo (Consensus, Mar 15)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIL a/a %	1.5	1.9	2.1	1.5 (1.4)	2.0 (1.7)	1.9
CPI a/a %	0	1.5	1.8	0.4	-0.3 (-0.1)	1.0 (1.1)
Core CPI a/a %	0.9	1.3	1.8	0.9	1.0	1.1
Ipotesi di Mar. 15 su EUR	1.14	1.13	1.13	1.01 (1.102*)	1.05(1.08*)	1.20 (1.099*)
Ipotesi di Mar. 15 su BRT	58.5	66.8	70.7	57.5 (60.4*)	69 (68*)	72

*Consensus economics (marzo 2015) e previsioni Intesa Sanpaolo. Fonte: BCE stime macroeconomiche di marzo 2015

Altre decisioni di politica monetaria adottate dalla BCE negli ultimi mesi

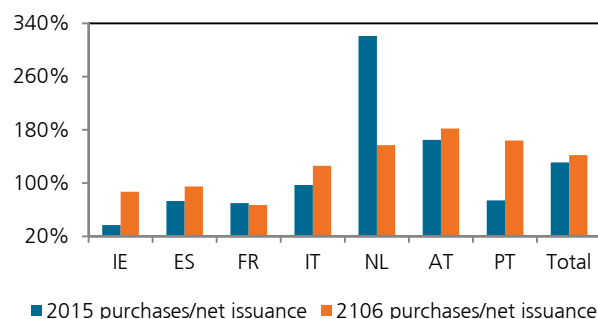
- Lo scorso 22 gennaio la BCE, congiuntamente all'annuncio dell'EAPP, ha stabilito che sulle operazioni di finanziamento a 4 anni TLTRO in calendario tra marzo 2015 e settembre 2016 il costo di finanziamento sarà pari al refi e non al refi più 10pb. Nella prima operazione dello scorso 18 marzo, con data di regolamento 25.03.2015, sono stati assegnati fondi per 97,74 miliardi di euro dopo i 129,84 della precedente asta del 17.12.2014. Si tratta di immissione netta di liquidità per ammontare pari, dal momento che a ridosso dell'asta non si è osservata distruzione di liquidità nelle operazioni di rifinanziamento ordinarie.
- La BCE ha esteso lo scorso 18 marzo 2015 gli acquisti di ABS anche alle *tranche* intermedie, posto che queste siano affiancate da garanzie non condizionate e irrevocabili, come previsto dal regolamento dell'Eurosistema sulle garanzie (2011/4 Capitolo 6.3.2).
- La BCE ha inoltre stabilito che l'introduzione della soglia minima di 500 mila euro per i crediti da stanziare in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento è rimandata a settembre 2018, in coincidenza con la data di scadenza della prima operazione di rifinanziamento a 4 anni.

Fig. 1 – Cambio di marcia dalla politica monetaria; il QE BCE ha generato un forte appiattimento della curva EUR. Il calo dei rendimenti proseguirà dal momento che ...



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Acquisti PSPP in percentuale dell'offerta netta

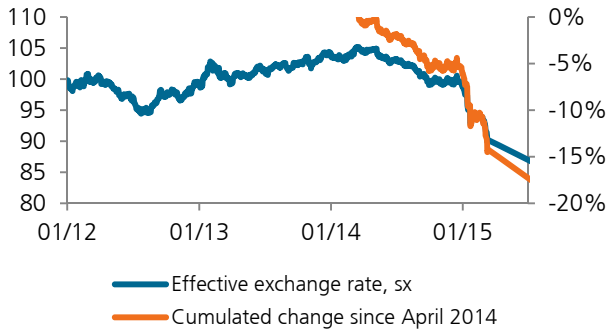


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomic

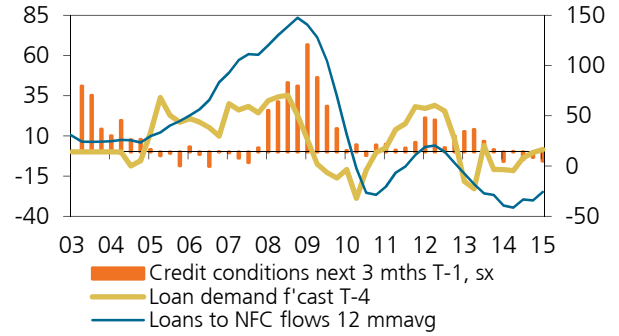
Marzo 2015

Fig. 3 – La prospettiva del QE BCE ha innescato il deprezzamento del cambio effettivo EUR che per settembre potrebbe arrivare al -20%



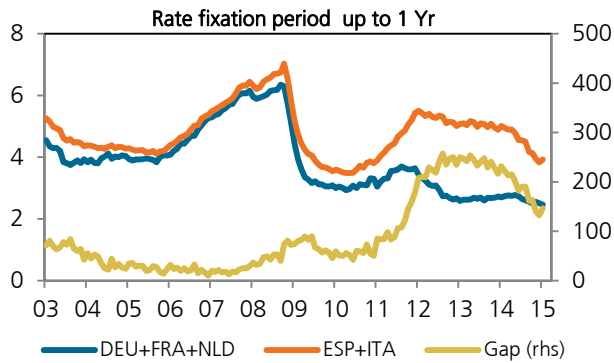
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Gli acquisti BCE e la ripresa ciclica dovrebbero spingere le banche a spostarsi lungo la curva del rischio e aumentare i prestiti. Il volume dei nuovi prestiti ha già svolto



Fonte: BCE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Si riduce la dispersione dei tassi alla clientela tra Centro e Periferia



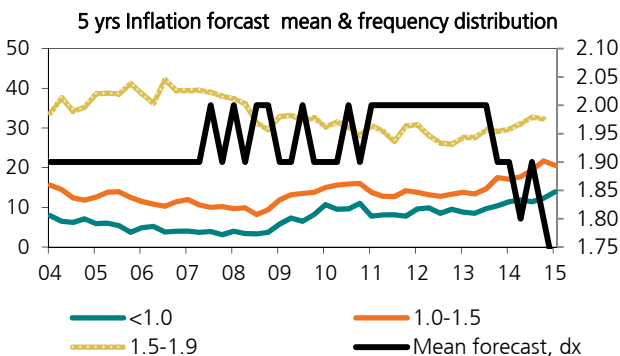
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 2 - Bilancio BCE per principali classi di asset al 20.03.2015

	19.12.2014	20.03.2015
Totale attività	2134.8	2142.1*
MRO	147.9	141.8
LTRO	480.4	323
SMP	143.9	140.9
CBPP 1&2	37.81	37.8
CBPP3	28.5	59.99
ABSPP	1.5	4.0
PSSPP	0	26.3

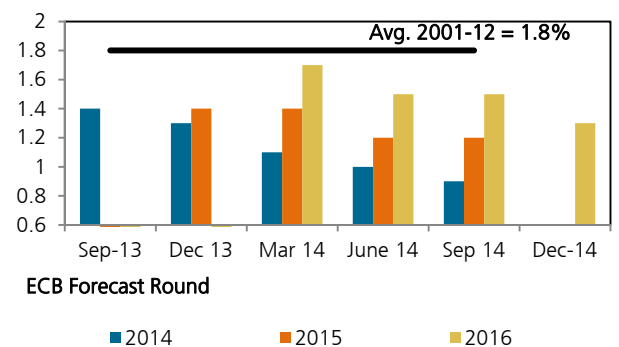
*La dimensione del bilancio è al 13.03.2013. Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Basterà il QE BCE a risollevare le attese di inflazione di medio periodo



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La BCE ha sistematicamente sovrastimato l'inflazione core da fine 2013



Fonte: BCE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caratteristiche tecniche dell'EAPP

- Lo scorso 22 gennaio la BCE ha annunciato⁷ l'EAPP (acronimo per *extended asset purchase programme*) ovvero l'integrazione dei programmi di acquisto di *covered bond* e ABS (CBPP e ABSPP) con acquisti di obbligazioni emesse da agenzie o istituzioni europee e da Stati dell'area euro, purché *investment grade* e denominati in euro. I dettagli operativi sull'implementazione degli acquisti di titoli governativi tramite il PSPP (*Public Sector Securities Purchase programme*) sono stati comunicati lo scorso 5 marzo con la pubblicazione di un comunicato tecnico, di una sessione di domande e risposte⁸ e di un parere legale (EU DECISION EU 2015/[XX]⁹).
- Con l'EAPP, la BCE si è impegnata ad acquistare attività finanziarie fino a 60 miliardi al mese. In via di eccezione, il programma potrà anche acquistare obbligazioni emesse da Stati che non soddisfano il requisito minimo di rating, purché ammessi come garanzia alle operazioni di politica monetaria. Tuttavia, gli acquisti saranno sospesi durante le revisioni dei programmi di sostegno finanziario.
- Gli acquisti saranno effettuati tra marzo 2015 e settembre 2016 dalle Banche Centrali Nazionali (BCN). Nel complesso, i nuovi acquisti, insieme ai 35,3 miliardi di euro di *covered* e ABS acquisiti da ottobre scorso, dovrebbero garantire un'espansione totale di bilancio di oltre 1.140 miliardi di euro.

Assumendo che la BCE continui ad acquistare *covered* e ABS circa al ritmo medio osservato da fine 2014 (2,5 miliardi di *covered bond* e 200 milioni di ABS), stimiamo che gli acquisti di governativi dovrebbero ammontare a circa 40 miliardi al mese e gli acquisti di titoli sovranazionali a 7 miliardi al mese. Il totale di titoli governativi che la BCE potrebbe acquistare su 19 mesi dovrebbe toccare 779 miliardi di euro. Pur tenendo conto della valutazione ai prezzi di mercato, gli acquisti BCE arriveranno a coprire il 156% delle emissioni nette della zona euro nel 2015, (si veda l'Interest Rate Strategy dello scorso 12.02.2015).

La ripartizione fra gli emittenti sarà basata sulle quote paese nel capitale BCE, con limiti pari al 25% del totale dell'emissione del singolo titolo e limite aggregato di non più del 30% del debito totale del singolo paese "finalizzati a preservare il funzionamento del mercato e la formazione di un prezzo di mercato".

Il debito delle agenzie e delle istituzioni europee rappresenterà il 12% degli acquisti aggiuntivi, che per l'88% saranno invece rappresentati da titoli di stato.

Il 20% del rischio sui nuovi acquisti sarà condiviso dalle Banche Centrali Nazionali in base alle quote paese, mentre il restante 80% ricadrà sulle Banche Centrali Nazionali per la propria quota di acquisti. In particolare, la condivisione del rischio è piena per il 12% rappresentato da titoli sovranazionali, mentre soltanto il 9% degli acquisti di titoli di stato sarà soggetto a *risk sharing* (e preso in carico direttamente dalla BCE). C'è qualche perplessità riguardo al reddito derivante dal portafoglio obbligazionario: il comunicato parla in due occasioni di *loss sharing* e in una di *risk sharing*, senza chiarire se la separazione riguardi anche il flusso cedolare e gli eventuali *capital gain*. Logica vorrebbe che il trattamento fosse simmetrico, in quanto il rendimento più alto rappresenta una remunerazione del maggior rischio incorso dall'acquirente.

Ogni BCN acquisterà titoli stanziabili della propria giurisdizione. I titoli stanziabili emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali per lo sviluppo possono essere acquistati da

⁷ Si veda: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

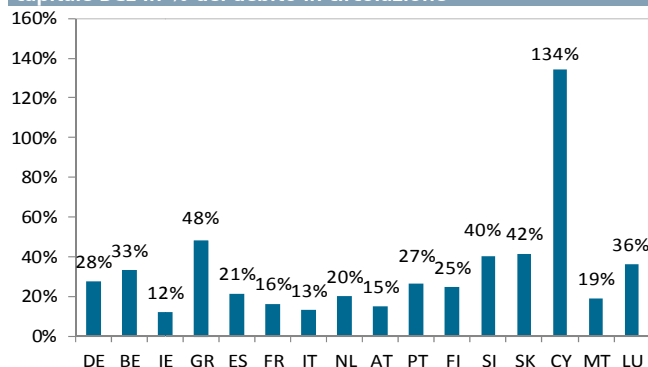
⁸ <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp-qa.en.html>

⁹ Si veda http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_dec_ecb_2015_10_f_sign.pdf

tutte le BCN. Le Banche Centrali Nazionali manterranno un margine di flessibilità nella scelta degli acquisti di titoli sovrani e/o di **titoli delle agenzie e ammessi dalla lista indicata dal comunicato** (si veda <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp.en.html>).

- La BCE avrà un **trattamento *pari passu*** rispetto agli altri investitori in caso di ristrutturazione del debito.
- La BCE acquisterà titoli con **vita residua compresa fra 2 e 30 anni**.
- I titoli **indicizzati ai tassi di interesse e all'inflazione sono inclusi fra quelli acquistabili**.
- In base all'art. 3.5, **il rendimento a scadenza dei titoli acquistabili non può essere inferiore al tasso applicato sulla *deposit facility* (attualmente -0,20%)**. Intorno a tale soglia, d'altronde, le banche potrebbero preferire di tenere la liquidità sotto forma di depositi piuttosto che in titoli di stato.
- Il comunicato tecnico dello scorso 5 marzo indica che **la BCE cercherà di distorcere il meno possibile il mercato cercando di rispettare un principio di neutralità**. Gli acquisti per scadenze dovrebbero essere pesati in base al debito in circolazione con scadenza compresa tra i 2 e i 30 anni, ma la BCE verificherà in corso di implementazione e in base ai flussi giornalieri come rispettare il criterio di neutralità.
- Inoltre, si prevede un *black-out period* (art. 4.1) per non disturbare l'attività del mercato primario e l'avvio di un servizio di prestito titoli.
- Come definito nel quadro legale all'art. 7, l'esecuzione avverrà mediante le controparti ufficiali dell'Eurosistema; ciò indica che **gli acquisti saranno condotti con transazioni bilaterali** e non attraverso meccanismi più rigidi, come le aste di acquisto. Il comunicato stampa e il Q&A dello scorso 5 marzo mostrano che la Banca centrale non vuole legarsi troppo le mani riguardo agli aspetti implementativi del programma. Ci sembra una scelta giustificabile, visto che in alcune giurisdizioni gli acquisti potrebbero esercitare notevoli pressioni sul mercato dei titoli di stato.
- Inoltre, nell'art. 6 i limiti di allocazione fra BCN e BCE, nonché la ripartizione fra BCN, sono riferiti al "valore totale" dei titoli acquistati, formulazione che consentirà, se necessario, di modulare i flussi mensili per categoria di obbligazione e per paese in base alle condizioni del mercato. Infine, poiché gli obiettivi sono definiti in termini di controvalore e non di valore nominale dei titoli, un ulteriore grado di flessibilità deriva dalla presenza di titoli quotati abbondantemente sopra la pari (un fattore che aiuta anche a mitigare il possibile rischio di scarsità su alcuni mercati).
- La BCE fornirà i dettagli di quanto acquistato di ciascuna classe di attività nella settimana successiva. "Le operazioni in titoli acquistati nell'ambito del programma saranno pubblicate in un rapporto settimanale che elenca il dettaglio per tipo di asset in base al costo di ammortamento. Inoltre, per i titoli acquistati nell'ambito del programma di acquisto di asset che non sono coperti dal ABSPP o CBPP3, un rapporto mensile renderà noti gli importi detenuti, valutati al costo di ammortamento, e la durata residua media ponderata per residenza dell'emittente."

Fig. 1 - Acquisti di titoli di Stato in base alle quote paese nel capitale BCE in % del debito in circolazione



Fonte: BCE, Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

Tab. 1 - Acquisti BCE tramite EAPP stime per tipologia di asset

	Mensili	Mar-15 Set - 16	2015	2016
Totale acquisti tramite EAPP mar 15-Sep 16	60	1140	600	540
Covered	9.6	182	96	86
ABS	2.4	46	24	22
Sovranazionali	7	133	70	63
Titoli governativi	41	779	410	369

Fonte: BCE, Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

Tab. 2 - Gli acquisti BCE arriveranno a coprire il 156% delle emissioni nette di titoli governativi nella zona euro nel 2015 e il 170% nel 2016

	2015 Gross issuance	2015 Net issuance	2015 purchases/ gross issuance	2015 purchases/ net issuance	2016 Gross issuance	2016 Net issuance	2016 purchases/ gross issuance	2016 purchases/ net issuance
DE	158	3	54%	3513%	155	2	50%	3832%
BE	31	4	36%	327%	35	10	29%	105%
IE	18	15	32%	45%	14	6	36%	87%
GR	-	-7	-	-	-	-	-	-
ES	144	58	29%	89%	120	40	32%	95%
FR	212	95	31%	88%	240	89	25%	67%
IT	264	60	22%	119%	223	42	24%	126%
NL	47	6	43%	378%	41	11	43%	157%
AT	19	6	50%	199%	16	5	53%	182%
PT	19	12	48%	85%	13	5	62%	164%
FI	13	5	52%	148%	11	4	53%	129%
SI	6	4	31%	58%	4	1	40%	145%
SK	5	1	74%	354%	5	2	65%	159%
CY	2	1	44%	177%	2	1	40%	159%
MT	1	1	32%	76%	1	1	29%	58%
LU	0.1	0.1	1018%	1189%	0.1	0.1	916%	916%
EE	0.1	0.1	-	-	0.1	0.1	-	-
LV	0.8	0.4	189%	413%	0.8	0.4	170%	340%
LT	0.3	0.1	699%	2420%	0.3	0.1	629%	1886%
Total	939	264	44%	156%	882	219	42%	170%

Fonte: BCE, Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

Germania: in gran forma, grazie allo sprint dei consumi

La Germania crescerà del 2,1% nel 2015 e del 2,2% nel 2016, significativamente al di sopra del potenziale (1,1% nelle stime più recenti della Bundesbank) e della media area euro. Dopo aver deluso nei mesi centrali dell'anno per effetto della crisi russo-ucraina, la crescita del PIL tedesco ha fatto ben meglio delle attese a fine 2014: +0,7% t/t a fronte di stime di consenso per un +0,3% t/t. La sorpresa di fine 2014 lascia la media 2015 all'1,4% da un precedente 1,1%. Tuttavia, le revisioni al ribasso del sentiero di previsione per il prezzo del greggio e cambio unitamente al calo dei tassi a lungo termine tra inizio dicembre e gennaio¹⁰ dovrebbero spingere la crescita tedesca almeno fino al 2,1% quest'anno e al 2,2% nel 2016 da una precedente stima dell'1,9%. **I rischi per lo scenario di crescita, per la prima volta in molti mesi, sono verso l'alto**, dal momento che i modelli suggeriscono un impatto da cambio petrolio e tassi di circa lo 0,7% nel 2015 e di 0,4% nel 2016¹¹. Abbiamo mantenuto una stima prudenziale considerato che la risposta di consumi, e in particolare investimenti, agli shock sulle esogene (petrolio e cambio) potrebbe essere meno marcata di quanto suggeriscono le elasticità standard in uscita da una crisi prolungata e per effetto del perdurare dell'incertezza geopolitica. Per il momento il miglioramento delle indagini congiunturali per il manifatturiero è stato piuttosto contenuto; preferiamo, quindi, attendere conferma dai dati prima di incorporare a pieno gli effetti suggeriti dalle elasticità standard.

Prospettive di breve termine Le indagini IFO e ZEW, dopo i cali osservati tra agosto e ottobre, sono tornate a migliorare stabilmente negli ultimi 4 mesi. Il PMI composito si è aggirato in media a inizio 2015 a 53,9, da 52,5 di fine 2014, grazie a un netto miglioramento del quadro per i servizi. Il quadro per il manifatturiero è meno brillante, con l'indice IFO che è salito tra dicembre e febbraio ma rimane al di sotto del livello di luglio 2014; il PMI manifatturiero si è aggirato in media a 50,9 nei primi mesi del 2015, stesso livello di fine 2014. La produzione manifatturiera è in rotta per una crescita di 0,8% t/t a marzo, dopo lo 0,5% t/t di dicembre, grazie alla forte uscita dallo scorso anno. I dati sugli ordini all'export, le attese sulla domanda estera dalle indagini IFO e PMI segnalano un'accelerazione delle esportazioni nei primi mesi del 2015, dopo la crescita media di 0,9% t/t di fine 2014¹². Il forte deprezzamento del cambio euro di oltre il 22% nell'ultimo anno (di cui -2% da fine dicembre 2014) dovrebbe sostenere le esportazioni al di fuori della zona euro (dopo il +2,9% di inizio 2015), nonostante l'andamento ancora moderato della crescita mondiale. I dati sinora disponibili suggeriscono, quindi, una crescita del PIL tedesco di almeno 0,6% t/t a inizio 2015.

Supporto alla crescita sull'orizzonte di previsione dovrebbe venire dalla dinamica della **domanda interna**, che ci aspettiamo avanzi in media del 2,0% nel biennio in corso, grazie a un'accelerazione dei consumi (+2,1% nel 2015 e 1,9% nel 2016 dall'1,2% dello scorso anno), e un recupero, sia pur ancora blando rispetto ai cicli precedenti, degli investimenti aziendali. Il commercio estero dovrebbero offrire un **contributo positivo** (+0,2% nel 2015 e nullo nel 2016), dal momento che l'import è atteso accelerare al 5,2% nel 2015 e al 5,0% nel 2016 dal 3,8% del

¹⁰ I tassi a 10 anni tedeschi nel 1° trimestre sono stati medialmente dello 0,38%, contro una stima di 0,84% a dicembre.

¹¹ L'impatto dello shock sul cambio per la Germania potrebbe essere inferiore alla media area euro ma comunque pari a +0,4% nel 2015. Un lavoro recente della Commissione UE indica che l'elasticità unitaria delle esportazioni tedesche alla variazione del tasso di cambio reale effettivo (-0,81) è minore che in Francia (-1,4 e -2,6) e Italia, in parte per la maggiore specializzazione dell'export in beni capitali.

¹² I dati fino a dicembre indicano una crescita delle esportazioni verso i Paesi avanzati ex area euro e verso le economie dell'Asia. Sono, invece, rallentati i flussi commerciali verso la Cina e verso il Giappone. Lo spaccato per tipologia merceologica mostra che le esportazioni di auto e mezzi di trasporto sono avanzate sensibilmente dopo il calo dei mesi estivi. Anche le esportazioni di beni capitali sono cresciute a ritmi sostenuti. L'aumento delle importazioni nei mesi finali dello scorso anno è stato pari all'aumento dell'export. Aggiustate per l'effetto dei prezzi energetici, sono cresciute in particolare le importazioni di beni di consumo con un contributo preponderante dei prodotti farmaceutici.

Anna Maria Grimaldi

Crescita al 2,0% nel 2015-16

2014, trainato da consumi e investimenti, e dall'elevato contenuto importato dell'export e produzione industriale. Le esportazioni, sostenute dal deprezzamento del cambio, sono attese in crescita del 4,5% nel 2015 e del 4,3% nel 2016 dal 3,7% dello scorso anno.

I **consumi privati**, dopo la stagnazione del 2° trimestre, sono cresciuti di 0,75% in media nella seconda metà del 2014, e i dati sulle vendite al dettaglio suggeriscono un ritmo di crescita simile per il consumo di beni a inizio 2015, grazie al calo del prezzo del greggio e alla dinamica sostenuta dei salari reali dell'1,9% dall'1,2% della prima metà dello scorso anno. Secondo le stime della Bundesbank, il risparmio della bolletta energetica nella seconda metà del 2014 è stato di 3,5 miliardi di euro e potrebbe risultare anche più significativo nel 2015. Ma i consumi beneficeranno di una crescita ancora sostenuta di salari nominali e occupazione. Le richieste di aumenti negoziali sono state del 5-6% nei primi mesi del 2015, inferiori dunque alle richieste dello scorso anno. Stimiamo quindi che la crescita dei **salari contrattuali** possa calare al 2,7-2,8% nel 2015 dal 2,9% medio del 2014 (tra i ritmi più sostenuti degli ultimi 20 anni). Il salario minimo di 8,50 euro all'ora è entrato in vigore lo scorso 1° gennaio 2015. Inoltre, la dinamica dell'occupazione continua a rivelarsi più sostenuta rispetto alle nostre stime. Nel 2014, sono stati creati 404 mila nuovi posti di lavoro, per una crescita media annua degli occupati totali dell'1,0% dallo 0,9% del 2013. **La crescita degli occupati soggetti a contribuzione sociale, dunque i cosiddetti "good jobs", è stata anche più sostenuta**, con 500 mila posti creati in media per una crescita annua dell'1,8%. Il numero di occupati nei lavori a tempo parziale o a termine con salario minimo è cresciuto solo marginalmente. Lo spaccato settoriale suggerisce che i servizi alle imprese hanno contribuito maggiormente alla creazione di nuovi posti di lavoro, per ragioni cicliche ma anche per effetto dell'uscita dal mercato del lavoro di occupati con 63 anni di età. La disoccupazione è calata a 2,84 milioni di unità a fine 2014 da 2,95 milioni, per un tasso di disoccupazione del 6,5%, dal 6,9% di fine 2013. La disoccupazione è stata mediamente pari al 6,5% della forza lavoro, dal 6,9% del 2013, ed è ormai sui livelli strutturali di lungo periodo; è difficile pertanto ipotizzare un calo ancora sostenuto nel biennio in corso, a meno di ulteriori aumenti della forza lavoro. Nel 2014 la forza lavoro è aumentata di 470 mila unità con un contributo non trascurabile dei rifugiati politici in cerca di asilo. Le intenzioni ad assumere dall'indagine IFO suggeriscono una tenuta della dinamica occupazionale a inizio 2015 almeno sui ritmi di fine 2014. Inoltre, la forte crescita delle posizioni da occupare tra fine 2014 e inizio 2015 (+40 mila al netto degli effetti stagionali e in termini cumulati) suggerisce che permane, a fronte di un'accelerazione ciclica della domanda interna e dei servizi, la necessità di sostituire manodopera qualificata che sta uscendo dal mercato del lavoro beneficiando della riduzione dell'età pensionabile.

Le **costruzioni** sono tornate a crescere a ritmi sostenuti a fine 2014 (+2,1% t/t) dopo la debolezza dei mesi centrali dell'anno. Le costruzioni commerciali più di quelle residenziali dovrebbero aver fatto da supporto al comparto. Il livello degli ordini a fine 2014 suggerisce una tenuta dell'attività nelle costruzioni, ma è difficile attendersi un'ulteriore accelerazione rispetto a fine 2014. I permessi edilizi sono cresciuti di circa l'1% nella seconda metà del 2014 dal 2,8% dei primi sei mesi dell'anno. I fondamentali per l'edilizia residenziale rimangono ancora positivamente orientati, dato il calo dei tassi di interesse e la tenuta della domanda, grazie ai flussi migratori e alla dinamica sostenuta del reddito disponibile. I prezzi delle case sono cresciuti ancora a ritmi sostenuti nella seconda metà del 2014, 5,3% nelle aree urbane dal 10% dei 3 anni precedenti. Il rallentamento è spiegato da un aumento dell'offerta di nuove case. In media 2015, ci aspettiamo una crescita dello 0,8%, in parte per effetto della forte uscita dal 2014. Gli **investimenti in macchinari** sono cresciuti di un anemico 0,4% t/t a fine 2014. La spesa delle imprese dovrebbe beneficiare con maggior ritardo del calo del prezzo del greggio e del deprezzamento del cambio. Con il tempo, il miglioramento delle condizioni di business, il calo dei tassi sui prestiti e un probabile ulteriore aumento della capacità produttiva dovrebbero favorire una ripresa più sostenuta della spesa in macchinari e più vicina al 3,5% in media annua. Tuttavia, vi è il rischio che il perdurare dell'incertezza sul quadro geopolitico in Est Europa limiti in particolare la ripresa degli investimenti in macchinari.

Consumi privati principale motore di crescita, sostenuti dal calo della bolletta energetica e dalla crescita dei salari reali del 2,0%

Crescita dell'occupazione intorno all'1,0%, grazie ai servizi alle imprese

Costruzioni residenziali verso una crescita più moderata

Gli investimenti aziendali ripartiranno dalla primavera, ma non ci aspettiamo un boom in particolare se permarrà incertezza

L'**inflazione** è calata più delle attese da settembre 2014 fino a un minimo di -0,4% a/a a gennaio 2015 per poi risalire a +0,1% a/a a febbraio. Come per il resto della zona euro, gennaio dovrebbe aver segnato un minimo per l'inflazione tedesca. La dinamica dei prezzi al consumo è spiegata quasi interamente dalle fluttuazioni del prezzo del greggio, mentre l'effetto del deprezzamento del cambio effettivo dovrebbe essere visibile dalla primavera. L'inflazione *core* si è mantenuta in territorio positivo e a febbraio è risalita a 1,4% da un precedente 1,2% grazie al recupero della dinamica annua dei prezzi non energetici. Ci aspettiamo che l'inflazione tedesca si aggiri in media all'1,0% nel 2015 e risalga all'1,7% nel 2017 grazie a un'accelerazione della dinamica *core* per effetto della crescita al di sopra del potenziale.

Finanze pubbliche

Il quadro di finanza pubblica in Germania è migliorato nel 2014. Il saldo di bilancio ha chiuso con un surplus di 0,4% con un contributo circa neutrale dei fattori ciclici. Il saldo strutturale si è, difatti, aggirato sullo stesso livello. Il miglioramento del saldo di bilancio è da attribuirsi quasi interamente al forte calo della spesa per interessi (-5,5 miliardi), mentre la spesa primaria è rimasta circa invariata in rapporto al PIL. Il rapporto tra entrate e PIL è rimasto invariato al 44,5% del PIL, dal momento che le minori entrate contributive sono state compensate da maggiori profitti corrisposti dalla Bundesbank al Governo Centrale per 2 miliardi. Il risparmio di spesa per interessi si estenderà anche al 2015-2016 quando ci aspettiamo un saldo di bilancio in surplus di 0,2% del PIL. Le maggiori spese per pensioni (legate alla riduzione dell'età pensionabile) e per alcune categorie di pensionati saranno in parte controbilanciate da un aumento del tasso di contribuzione di lungo periodo. Il saldo strutturale è atteso rimanere a +0,4% del PIL sull'orizzonte di previsione. Il rapporto debito/PIL è visto in calo al 68,5% del PIL nel 2016 dal 74,6% dello scorso anno.

Nonostante il margine per far leva sulla politica fiscale a sostegno della domanda interna e in particolare degli investimenti pubblici e aziendali, la Bundesbank nel Bollettino di febbraio indica che il mantenimento del surplus strutturale è necessario a garantire un ritorno del rapporto debito/PIL verso il 60% e che politiche di stimolo alla domanda interna tedesca sortirebbero effetti assai contenuti sul resto della zona euro. Non dello stesso parere l'Ecofin dello scorso 10 marzo, che ha recepito la raccomandazione di febbraio della Commissione e ha stabilito che si passi alle "*decisive actions*" per correggere gli squilibri macroeconomici. Il saldo di parte corrente è, difatti, previsto in aumento nel 2015 **fino al +8,0%, dal 7,4% del 2014**, in larga misura per effetto del miglioramento delle condizioni di scambio, associato al calo del prezzo del greggio. Il livello del saldo di parte corrente¹³ è ben in eccesso della soglia del 6%, in media su due anni, previsto dalle regole sulla procedura per gli squilibri macroeconomici.

Politica fiscale neutrale

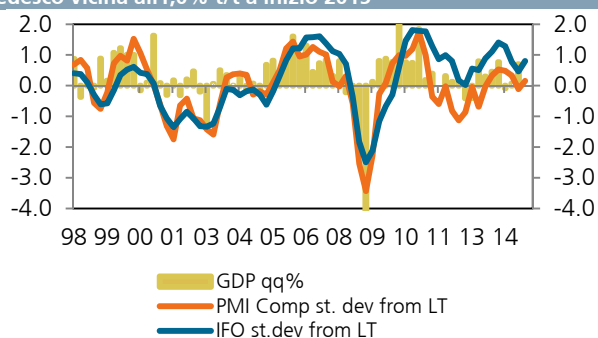
La Commissione raccomanda il passaggio alla "*decisive action*" per correggere gli squilibri di parte corrente

¹³ Il surplus di parte corrente è dovuto storicamente all'eccesso di risparmio delle famiglie consumatrici e dal 2009 a un eccesso di risparmio anche da parte delle imprese.

Previsioni macro	2014	2015	2016	2014			2015				2016
				2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.6	1.9	2.1	1.4	1.2	1.5	1.3	1.8	2.2	2.2	2.2
Consumi privati	1.2	2.2	2.0	0.0	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
Investimenti fissi lordi	3.4	2.7	3.6	-1.7	-1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	0.8	0.9
Consumi pubblici	1.2	1.4	1.2	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.9	5.4	4.2	1.0	2.0	1.9	0.8	1.1	1.4	1.0	0.9
Importazioni	3.5	6.0	6.0	1.2	1.3	1.9	2.0	1.4	0.0	1.9	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.3	0.5	0.2	-0.6	-0.1	0.4	-0.1	-0.7	0.4	0.4
Partite correnti (% Pil)	7.5	8.0	7.6	7.0	8.0	8.0	8.0	7.8	8.4	7.9	7.4
Deficit (% Pil)	0.7	0.8	0.4								
Debito (% Pil)	62.4	62.4	62.2								
CPI (a/a)	0.9	1.0	1.5	1.1	0.8	0.5	0.1	0.9	1.2	1.9	2.3
Produzione Industriale	1.5	2.8	2.9	-1.0	-0.2	0.7	1.4	1.0	1.0	0.2	0.0
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.4	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4
Tasso a 10 anni (%)	1.24	0.32	0.81	1.42	1.06	0.77	0.35	0.21	0.31	0.43	0.57
Cambio effett. (2005=100)	99.9	93.8	95.2	100.5	99.4	98.9	95.9	93.7	92.6	93.0	93.9

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Le indagini di fiducia IFO e PMI segnalano una crescita del PIL tedesco vicina all'1,0% t/t a inizio 2015



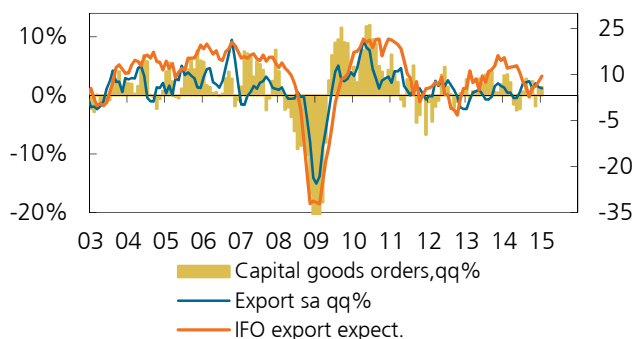
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Effetto degli shock cambio, petrolio e tassi sulle stime di crescita del PIL tedesco

	2014	2015	2016	2017
Germ GDP Dec 14	1.6	1.3	1.9	1.7
<i>Stronger exit from 2014</i>		0.3		
Shocks of which		0.7	0.4	0.2
Eff Exch rate		0.4	0.2	0.0
Oil price effect		0.1	0.0	0.1
Rates effect		0.2	0.2	0.1
Overall impact on GDP growth		0.9	0.4	0.2
<i>Not pencilled in our Mar 15 forecast</i>		0.2	0.1	0.1
Germ GDP Mar 15	1.6	2.1	2.2	1.8

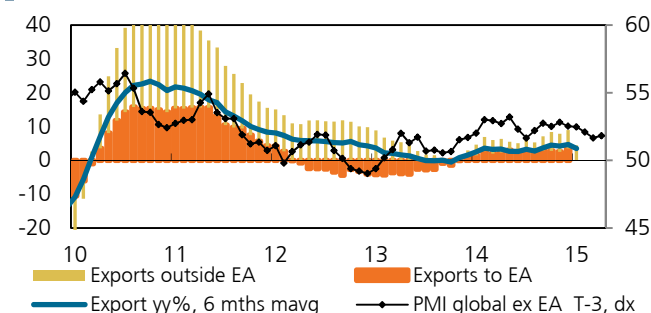
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base di Oxford Economic Forecast model

L'IFO e la dinamica degli ordini dall'estero di beni capitali segnalano una modesta accelerazione dell'export a inizio 2015



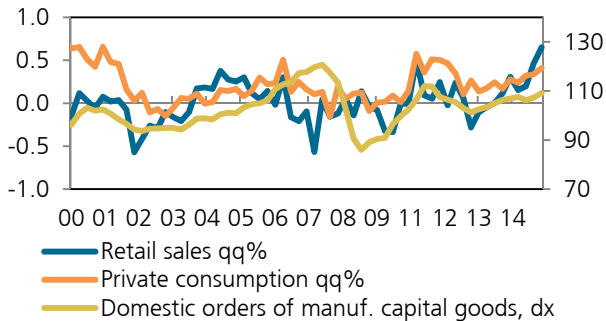
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Export trainate dai paesi extra-Eurozona



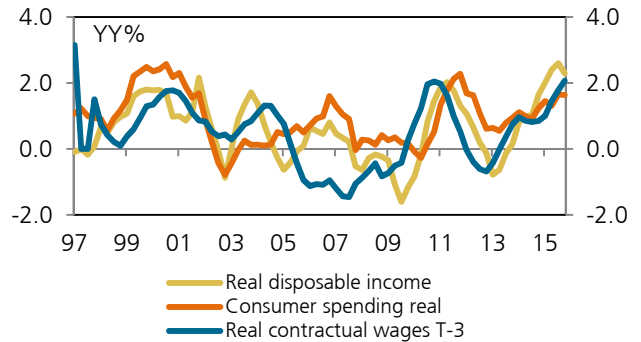
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Vendite al dettaglio e immatricolazioni suggeriscono ancora un'accelerazione del consumo di beni a inizio 2015



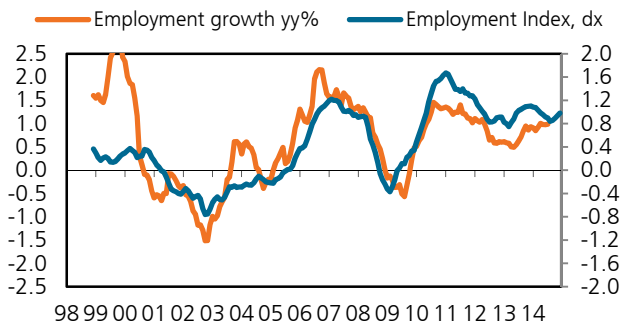
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi delle famiglie sostenuti dalla crescita dei salari reali



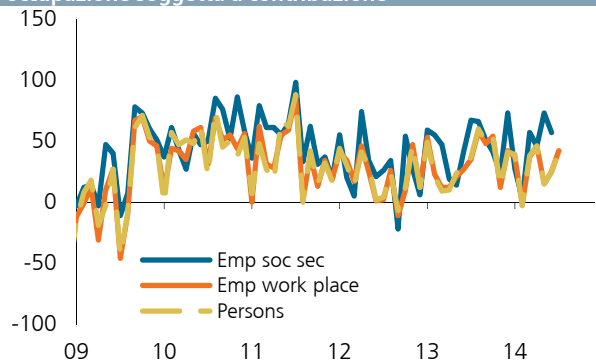
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini congiunturali segnalano una crescita degli occupati intorno a 0,89%-1,0% nel 2015



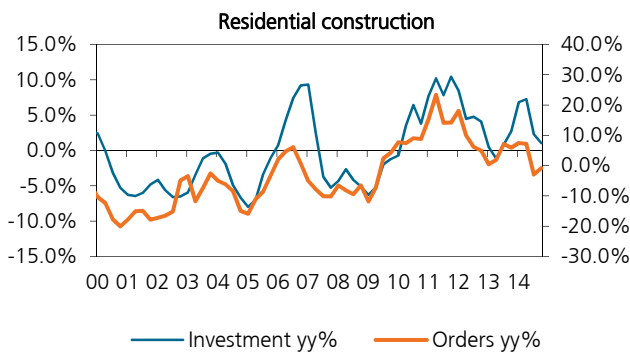
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il grosso della creazione di occupazione è avvenuta tramite occupazione soggetta a contribuzione



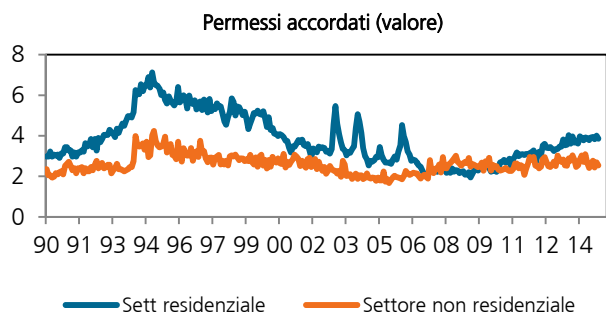
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Costruzioni residenziali, tendenza di fondo positiva ma è probabile un rallentamento stando ai dati sugli ordini e...



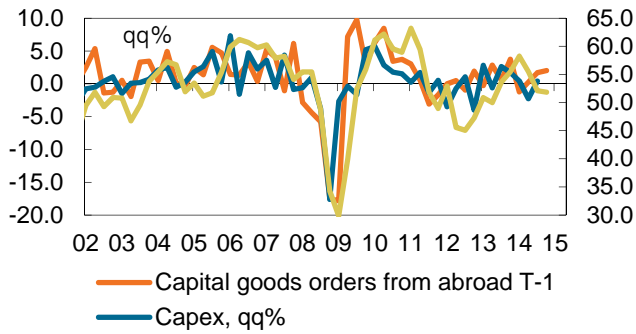
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... crescita meno sostenuta dei permessi edilizi



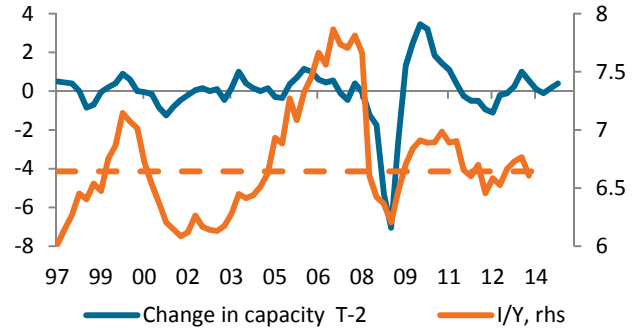
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli ordini segnalano un'accelerazione della spesa in conto capitale, ma l'andamento del PMI output suggerisce cautela



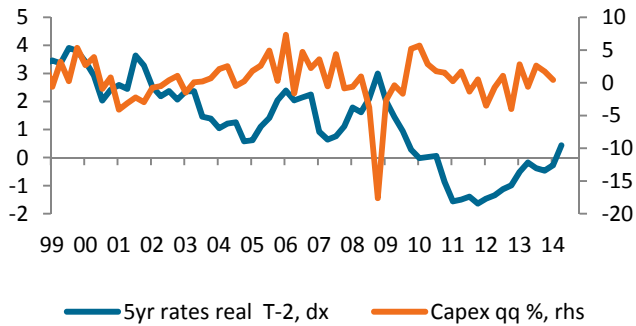
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aumento di utilizzo della capacità produttiva e...



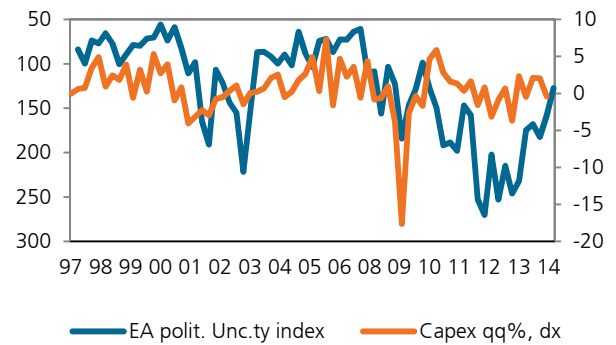
Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive fanno sperare in una crescita più sostenuta in corso d'anno



Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma l'incertezza geopolitica potrebbe pesare sugli investimenti aziendali



Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia: lieve accelerazione della crescita, ma incombe la stretta fiscale

Luca Mezzomo

L'economia francese ha chiuso il 2014 con un incremento del PIL di 0,1% t/t e 0,2% a/a, per una variazione media annua di 0,4%. Come nel terzo trimestre, sia la domanda finale interna, sia le esportazioni nette hanno contribuito positivamente, e il rallentamento è spiegato interamente dal calo delle scorte. Le prospettive per il primo trimestre sono miste. Da una parte, la fiducia nelle costruzioni rimane su livelli molto depressi, perfino peggiori rispetto al primo semestre 2014, e l'attività edile nel settore residenziale continua a contrarsi. Tuttavia, le indagini Banque de France e Insee mostrano che il clima di fiducia nei servizi sta migliorando, mentre il buon andamento della produzione industriale tra la fine del 2014 e l'inizio del 2015, per quanto gonfiato da fattori meteorologici, dovrebbe fornire un contributo di 0,1% alla crescita del PIL nel 1° trimestre 2015. Nel complesso, **potremmo osservare un'accelerazione della crescita del PIL a +0,3% t/t e 0,5% a/a nel trimestre corrente**. La media annua 2015 dovrebbe perciò arrivare allo 0,9%.

Per quanto riguarda i fattori trainanti dello scenario 2015, come il resto dell'Eurozona la Francia beneficerà di un **significativo impulso derivante dalla riduzione dei prezzi petroliferi** e di **condizioni finanziarie accomodanti**. Riguardo alle condizioni finanziarie, continua l'allentamento delle condizioni creditizie applicate a famiglie e imprese, mentre i dati sui flussi netti di erogazioni mostrano miglioramenti del credito alle imprese (v. fig. 12). Inoltre, il deprezzamento dell'euro inciderà positivamente sulla bilancia commerciale.

Per quanto riguarda la domanda privata, quest'anno si attende un **rafforzamento dei consumi** delle famiglie, già in marginale crescita nel 2014, che saranno sostenuti dall'aumento dei redditi reali e da un lieve calo della propensione al risparmio. **Le prospettive per la spesa in conto capitale rimangono negative**: se la contrazione degli investimenti in macchinari dovrebbe arrestarsi nel 2015, invece la spesa in costruzioni continuerà a calare.

Sul fronte esterno, il rafforzamento della ripresa economica nel resto dell'Eurozona dovrebbe contribuire positivamente allo scenario 2015. L'andamento delle **esportazioni** si è rafforzato nell'ultimo trimestre 2014, e la battuta di arresto di gennaio potrebbe derivare da fattori di calendario. Il calo dei prezzi energetici ha consentito di ridurre il deficit mensile della bilancia commerciale dai -5,5 miliardi di un anno fa ai -3,4 miliardi medi del periodo novembre 2014 - gennaio 2015. Gran parte dei miglioramenti sono di natura ciclica, e sarebbero riassorbiti in caso di riaccelerazione della crescita. Al momento, la Francia non è ancora riuscita a intaccare il deficit strutturale della sua bilancia commerciale e vede ancora la sua quota dell'export globale scendere rapidamente. Le misure che hanno ridotto il cuneo fiscale sul lavoro risultano al momento ancora insufficienti a rilanciare la competitività.

La politica fiscale dovrebbe agire negativamente sulla domanda aggregata nel prossimo triennio. Nonostante il rinvio al 2017 del rientro sotto il 3% che è stato concesso dal Consiglio, la variazione del saldo strutturale del bilancio pubblico richiesta alla Francia è comunque pari allo 0,5% nel 2015 e allo 0,8% nel 2016, corrispondenti a una riduzione del deficit rispettivamente di 0,3 e di 0,6%. Il peso sarà in parte attenuato dalla riduzione degli interessi sul debito, ma il beneficio per la Francia non è paragonabile a quello di cui godrà l'Italia. Secondo la Commissione Europea, tale percorso di aggiustamento richiederà misure aggiuntive pari allo 0,2% e all'1,2% del PIL rispettivamente quest'anno e nel 2016: senza nuove misure, il deficit rimarrebbe stabile al 4,1% dal 2015 al 2017. La Commissione stessa stima che tale restrizione fiscale bloccherebbe la crescita a 0,7-0,8% nel biennio 2016-17, un punto percentuale sotto le proiezioni iniziali, portando a un allargamento dell'*output gap* fino al 3,4%. Anche per questo motivo, non escludiamo che la correzione strutturale sia poi ridotta allo 0,5% anche nel 2016. In base a quanto affermato nei documenti di programmazione fiscale, la correzione includerebbe

ulteriori tagli di spesa per complessivi 25 miliardi sul triennio 2015-17, che porterebbero il totale a 50 miliardi. Nel frattempo, il debito pubblico continuerà a crescere come percentuale del PIL: dal 95,3% del 2014, si dovrebbe superare quest'anno il 97%.

La difficoltà di realizzare la correzione fiscale è accresciuta dalla **crisi dei partiti politici tradizionali**, incluso il Partito Socialista attualmente al Governo, che stanno perdendo terreno nei confronti dell'estrema destra del Front National. Il FN è risultato il secondo partito alle elezioni dipartimentali, dietro la coalizione di centro-destra UMP-UDI, superando ampiamente un PS ancora in profonda crisi nonostante il parziale recupero di popolarità del presidente Hollande.

La modesta crescita in corso farà salire i livelli occupazionali, ma è ancora insufficiente a ridurre la **disoccupazione**, che rimarrà sui livelli attuali anche nella prima metà del 2015. La crescita dei salari orari è ulteriormente rallentata all'1,6% a/a nel manifatturiero (3° trimestre 2014).

L'**inflazione** è progressivamente scesa dall'1,1% di febbraio al -0,4-0,3% del periodo gennaio-febbraio. L'inflazione **ha probabilmente già toccato il minimo**, e appare destinata a risalire dal mese di marzo per arrivare allo **0,7% a fine 2015** e portare la media annua a 0,3% (2014: 0,5%). L'inflazione sottostante dovrebbe decelerare nuovamente, per una media annua di 0,4% nel 2015 (2014: 0,8%).

Previsioni macro	2014	2015	2016	2014				2015				2016
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.4	0.9	1.4	0.0	0.4	0.2	0.5	0.9	1.0	1.3	1.3	
t/t				-0.1	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	
Consumi privati	0.6	1.2	1.7	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	
Investimenti fissi lordi	-1.6	-0.4	2.0	-0.8	-0.6	-0.5	-0.1	0.2	0.4	0.6	0.5	
Consumi pubblici	1.9	0.9	0.1	0.4	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	
Esportazioni	2.7	4.9	3.3	0.1	0.7	2.3	1.4	0.8	0.9	1.0	0.7	
Importazioni	3.8	4.7	3.5	0.6	1.3	1.7	1.3	0.8	0.8	1.0	0.8	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.2	0.1	-0.1	0.3	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
Partite correnti (% PIL)	-1.1	-1.5	-1.4	-1.5	-1.3	-0.7	-1.2	-1.6	-1.7	-1.5	-1.4	
Deficit (% PIL)	-4.4	-5.0	-5.0									
Debito (% PIL)	125.0	130.8	134.8									
CPI (a/a)	0.5	0.3	1.0	0.6	0.4	0.3	-0.2	0.3	0.4	0.8	1.1	
Produzione Industriale	-1.1	0.7	1.7	-0.6	0.7	-0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	
Disoccupazione (%)	9.7	9.6	9.3	9.7	9.7	9.6	9.6	9.6	9.5	9.5	9.4	
Cambio effett. (1990=100)	99.7	93.3	94.8	100.3	99.5	98.4	95.4	93.2	92.1	92.5	93.4	

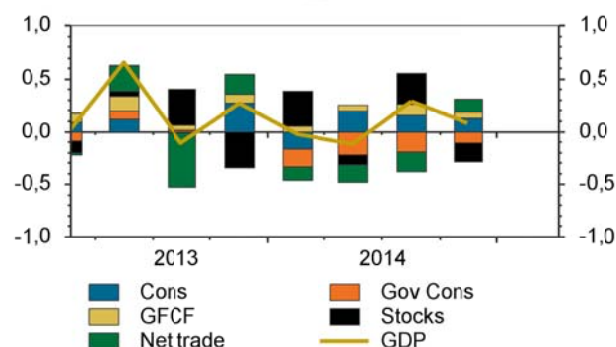
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-EcoWin, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Sentiment economico e crescita del PIL



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Contributi alla crescita del PIL



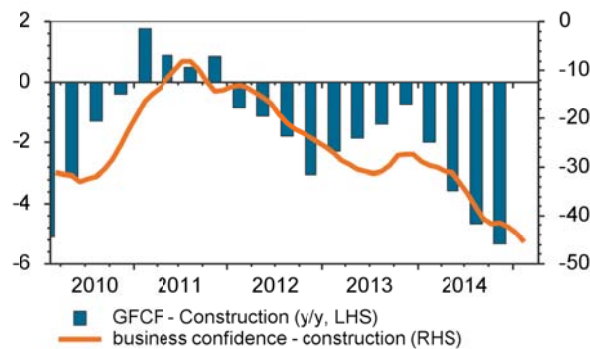
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Produzione manifatturiera (3m/3m) e indice BdF



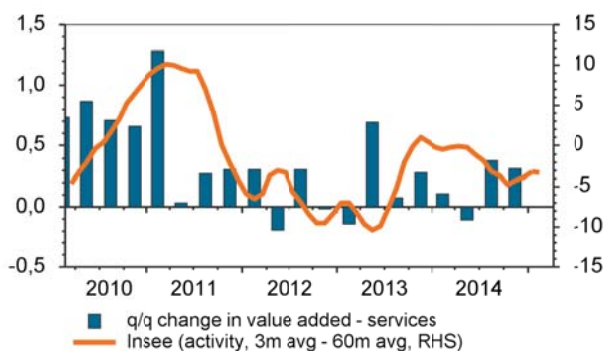
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Investimenti in costruzioni e fiducia delle imprese



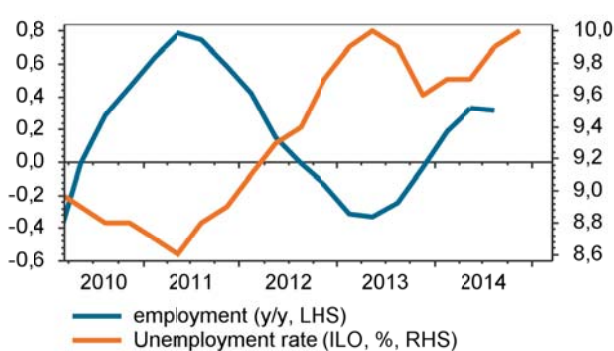
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Servizi: fiducia delle imprese e crescita del valore aggiunto



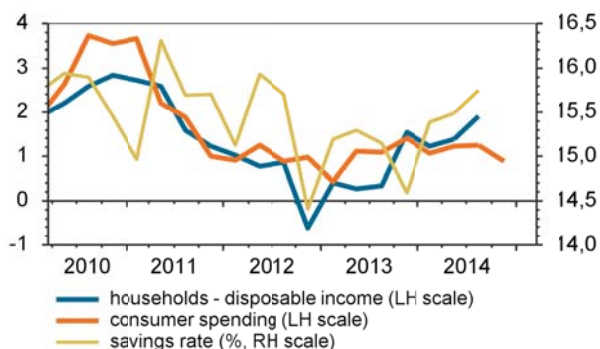
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Occupazione e disoccupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Redditi, consumi e propensione al risparmio



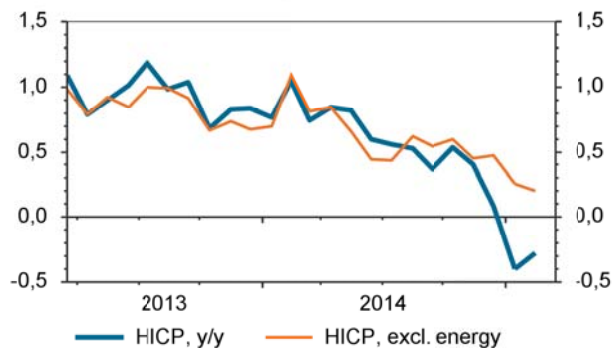
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Andamento delle esportazioni francesi



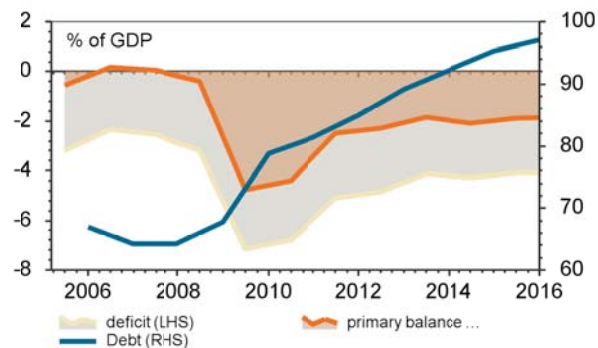
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento dei prezzi al consumo



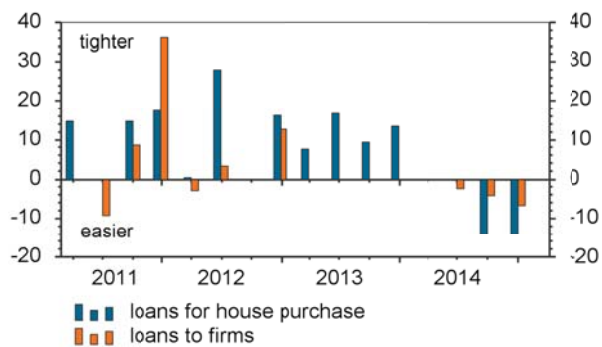
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Debito pubblico e deficit, con proiezioni EC



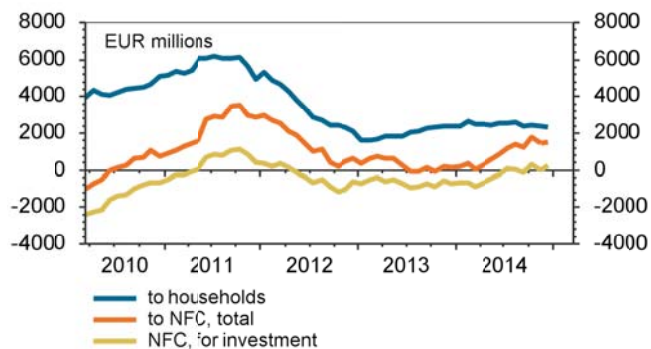
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – BLS: variazione netta delle condizioni creditizie (%)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Erogazioni nette delle aziende di credito (flusso)



Nota: media mobile di 12 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Italia: l'inizio d'anno non è brillante, ma la ripresa è attesa rafforzarsi nel corso del 2015

Dopo che il 2014 si è chiuso con una nota di speranza per la domanda interna, il 2015 è iniziato in maniera meno positiva di quanto atteso. Visto il non brillante inizio d'anno e i rischi ancora gravanti sullo scenario, lasciamo per ora invariata a 0,4% la stima sul PIL 2015. Tuttavia, riteniamo che la ripresa possa consolidarsi in corso d'anno, a un ritmo di crescita di almeno 0,3% t/t, grazie agli effetti positivi dagli shock esogeni (cambio, petrolio e QE). La speranza è che lo sforzo in corso sulle riforme consenta di creare le condizioni per una ripresa domestica in grado di autosostenersi una volta che l'impatto degli shock sia stato assorbito.

Paolo Mameli

Il 2014 si è chiuso con una crescita-zero per l'economia italiana negli ultimi 3 mesi dell'anno. Il dettaglio delle componenti del PIL di fine anno è però incoraggiante, in quanto sia i consumi che gli investimenti hanno mostrato un lieve progresso (0,1% e 0,2% t/t, rispettivamente): se la ripresa dei primi non è sorprendente perché in linea con quanto visto nei 5 trimestri precedenti, per gli investimenti si è trattato del primo aumento da un anno e mezzo. Non ci ha stupito la permanenza in recessione delle costruzioni (-0,6% t/t: il settore è cresciuto soltanto in uno degli ultimi 27 trimestri). Viceversa, ci aspettavamo un dato peggiore sugli investimenti in macchinari e attrezzature (+0,2% t/t). Più consistente è stato il rimbalzo degli investimenti in mezzi di trasporto (+7,7% da -6,5% t/t precedente); peraltro, il peso di questo comparto sul PIL è inferiore all'1%, inoltre si tratta di un capitolo caratterizzato da una volatilità molto elevata (figura 1). Anche la spesa pubblica è cresciuta a sorpresa, di 0,4% t/t, ma non è certo da questa componente che ci si può attendere un traino per la crescita. Di conseguenza, **la domanda domestica al netto delle scorte è salita di 0,2% t/t: è la prima volta da 4 anni** (figura 2). Ancor più positivo il contributo della domanda estera: +0,4% t/t, grazie a una robusta accelerazione dell'export (+1,6% t/t: massimo da 2 anni e mezzo), verosimilmente connessa al deprezzamento del tasso di cambio, in presenza di un rallentamento nella crescita dell'import (0,3% t/t).

Il 2014 si è chiuso con una ripresa per la domanda finale...

In pratica, se non ci fosse stato un contributo significativamente negativo dalle scorte, il PIL sarebbe cresciuto di +0,6% t/t a fine 2014. Peraltro, la **persistenza in territorio negativo delle scorte di magazzino**, che hanno sottratto al PIL lo 0,2% t/t in media in ogni trimestre del 2014, potrebbe essere legata a problemi di rilevazione visto il metodo residuale usato in Italia per stimare le giacenze di magazzino. In effetti, secondo le indicazioni dalle imprese manifatturiere le scorte erano giudicate al di sotto dei valori "normali" nel 2012 e nella prima parte del 2013, ma da allora si sarebbe verificato un rimbalzo che però non risulta dai dati di contabilità nazionale (figura 3).

In ogni caso, il ritorno alla crescita degli investimenti, e di conseguenza della domanda domestica al netto delle scorte, visto a fine 2014 è di buon auspicio per l'evoluzione del ciclo a inizio 2015. In effetti, il PIL potrebbe essere tornato in territorio positivo nel 1° trimestre dell'anno. È verosimile che consumi e investimenti si confermino solo marginalmente positivi (0,1% t/t), mentre il contributo da domanda estera e scorte potrebbe essere speculare, come visto a fine 2014, con effetto netto incerto, il che ci porta a concludere che **l'intervallo di confidenza** possa essere **compreso tra zero e +0,2% t/t**.

...ma l'inizio del 2015 dovrebbe essere stato meno positivo del previsto

In effetti, nei primi mesi del 2015 si sono visti diversi **segnali di miglioramento congiunturale**, giunti in particolare da:

- 1) un notevole progresso per le **indagini di fiducia** per quanto riguarda sia le imprese (non solo nell'industria ma anche negli altri settori produttivi (figure 5 e 6) che le famiglie; peraltro, il rimbalzo riguarda più i giudizi sul quadro economico nazionale che sulla situazione personale degli intervistati (figura 7), e più le aspettative per il futuro che la condizione corrente (figura

- 8); si nota in particolare un incoraggiante recupero per le prospettive su economia e occupazione;
- 2) a differenza dell'anno scorso, i segnali di miglioramento cominciano a venire non solo dalle indagini ma anche dai dati reali; ad esempio, le **vendite** di auto hanno mostrato un aumento a doppia cifra nei primi due mesi del 2015 (+13,2% a/a in febbraio); chiaramente, si tratta di un rimbalzo da livelli molto compressi, ma in termini di tendenza annua si tratta di un massimo da quasi 5 anni (figura 4); anche le vendite al dettaglio hanno mostrato un progresso, tornando in territorio positivo a fine 2014 (+0,1% a/a);
 - 3) non solo l'**occupazione** ha confermato i segnali di miglioramento visti nel 2014 (+0,6% a/a a gennaio, ai massimi dall'ottobre del 2011), ma anche il tasso di disoccupazione è sceso al 12,6%; peraltro, ancora a fine 2014 la ripresa degli occupati restava trainata dalle donne (+1% contro il +0,5% degli uomini), dagli stranieri (+113 mila unità contro le +44 mila degli italiani), dal part-time (+3,2% contro il +0,2% degli occupati a tempo pieno; per oltre il 64% si tratta di part-time involontario) e dai "precari" (i dipendenti a termine crescevano di 145 mila unità e i collaboratori di 31 mila, mentre i dipendenti permanenti a tempo pieno, quelli che se fossero in crescita renderebbero più credibile la svolta in corso per il mercato del lavoro, risultavano in calo di 53 mila unità); il netto miglioramento delle aspettative sia delle famiglie che delle imprese sull'occupazione rende sostenibile il trend più favorevole del mercato del lavoro (figura 11);
 - 4) infine, sono **in diminuzione anche le spinte deflazionistiche**: il CPI, dopo aver toccato un minimo a gennaio (a -0,6% sul NIC e a -0,5% sull'armonizzato), è risalito a febbraio (a -0,1% nazionale e +0,1% armonizzato), e la recente risalita dai minimi del prezzo del petrolio, e soprattutto l'ulteriore deprezzamento del tasso di cambio e gli effetti del QE, alzano il profilo per l'inflazione; riteniamo che per tutta la parte centrale dell'anno il CPI possa restare molto vicino a zero, per risalire negli ultimi mesi dell'anno e dirigersi verso l'1% già a inizio 2016.

Viceversa, i **dati di gennaio su produzione industriale ed export hanno gettato dei dubbi sulla sostenibilità della ripresa**. Infatti, l'output nell'industria è calato di -0,7% m/m dopo essere aumentato di 0,3% a novembre e di 0,4% a dicembre, e l'export verso i Paesi extra-UE è sceso di -2,4% m/m (contro un import in calo di -0,4% m/m). Peraltro, almeno tali dati potrebbero essere viziati dalla presenza di due ponti festivi a inizio mese (2 e 5 gennaio). Pertanto, a febbraio ci aspettiamo un rimbalzo sia della produzione industriale (che sarebbe peraltro coerente con la tendenza recente degli ordini: +5,8% a/a a dicembre) sia dell'export. Per quanto concerne in particolare le esportazioni, il mese di marzo ha visto una netta accelerazione nel deprezzamento del tasso di cambio, che non potrà non avere impatto sulla competitività dell'export verso i Paesi al di fuori dell'Eurozona. Occorrerà aspettare i dati relativi al mese di febbraio per verificare l'entità del rimbalzo. In ogni caso, **il debole inizio d'anno segnala che il 2015 non partirà con una nota brillante per il PIL**, il che potrebbe pesare sulla media annua.

Molto si è detto circa l'impatto dei recenti shock esogeni sull'economia italiana. Un modo "organico" di affrontare il problema è costruire un **modello econometrico sul PIL italiano** inserendo tra le determinanti il tasso di cambio, il prezzo del petrolio e l'evoluzione dei tassi di interesse a lungo termine. Abbiamo a tal fine stimato un modello sul PIL italiano (in variazione annua) le cui variabili indipendenti sono i "fondamentali" che guidano la crescita: oltre a quelle citate, tra le determinanti del ciclo risultano significative domanda mondiale e politica fiscale. Come *proxy* del commercio internazionale scegliamo l'indice di domanda rivolta verso l'Italia costruito come media ponderata dell'import dai vari partner commerciali (prendendo come pesi le quote di mercato sull'export italiano); come *proxy* dello *stance* di politica fiscale, il saldo primario (al netto degli interessi). Per catturare gli effetti della politica monetaria, la variabile che

Un modello per catturare in maniera "organica" il supporto dalle variabili esogene

risulta più significativa non è il livello dei tassi a lunga bensì l'inclinazione della *yield curve* (correlata negativamente alla crescita): nell'attuale situazione, man mano che la BCE acquista titoli a medio/lungo termine, visto il livello già pari a zero dei tassi a breve, la curva si appiattisce, e ciò implica maggiore crescita futura. In sintesi, ne deriva un modello che spiega la crescita italiana sulla base di 5 fattori: il commercio internazionale, il tasso di cambio EUR/USD, il prezzo del Brent (in dollari), la politica fiscale, la pendenza della curva dei rendimenti. Scegliamo di stimare il modello sugli ultimi 10 anni. Ne risulta un *fit* interessante (figura 9). Il modello fornisce diverse indicazioni:

- 1) segnala un ritorno del PIL alla crescita annua nel corso del 2015, sia pure su livelli non di molto superiori allo zero, e mostra che la spinta massima derivante dalle variabili indipendenti si ha a metà 2016;
- 2) segnala che la crescita nel 2015 potrebbe migliorare di circa 0,8% rispetto a quella vista nel 2014 (-0,4%); un impatto "addizionale" quasi altrettanto significativo è atteso per il 2016 (0,7%);
- 3) soprattutto, consente di analizzare gli effetti positivi derivanti dalle diverse variabili considerate, almeno in termini di impatto "differenziale" rispetto all'anno precedente (figura 10).

In sintesi, **confermiamo i rischi al rialzo sullo scenario di crescita**, che derivano da quattro fattori: 1) il deprezzamento del tasso di cambio; 2) il calo del prezzo del petrolio; 3) gli effetti del QE della BCE; 4) una politica fiscale che, grazie al maggiore orientamento alla crescita emerso in sede europea, ma soprattutto ai risparmi sulla spesa per interessi, sta guadagnando qualche margine di espansività. Tra questi, **nelle settimane più recenti si è accentuata l'importanza dei contributi derivanti dal calo dei tassi e dell'euro** (mentre, con il rimbalzo dai minimi di gennaio, sembra diminuita la rilevanza dello shock sul petrolio).

Confermiamo i rischi al rialzo sulla crescita nel corso del 2015

Tuttavia, **alcuni motivi di cautela** ci inducono a non rivedere per il momento al rialzo la nostra attuale stima per il 2015 (0,4%):

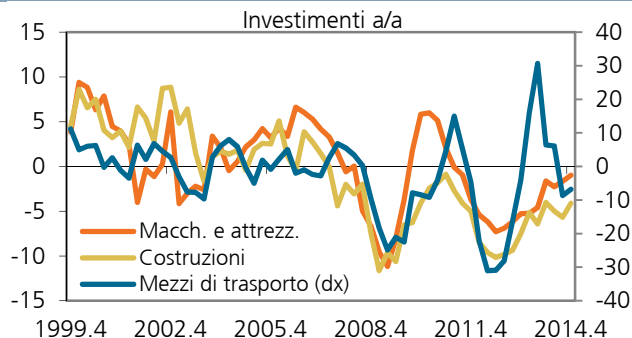
- 1) i **dati di inizio anno su produzione industriale e export**, pur viziati da fattori una tantum, mettono in dubbio l'ipotesi di ripresa già dal 1° trimestre dell'anno, il che incide significativamente sulla media annua;
- 2) alcuni **rischi** rimangono, e sono legati a fattori esogeni: innanzitutto non si può escludere che la crisi in **Grecia** possa subire una nuova *escalation* (anche se l'EAPP riduce di molto i rischi di contagio agli altri Paesi), in secondo luogo non va sottovalutata la portata dei rischi **geopolitici** derivanti dai Paesi del Nord Africa (Libia in particolare) e Medio Oriente, o ancora dal fronte russo-ucraino.

Per questi motivi, pur confermando che per la prima volta da anni i rischi sullo scenario di crescita appaiono chiaramente verso l'alto, **manteniamo un profilo cauto sul PIL** nel biennio 2015-16 (a 0,4% e 1%, rispettivamente). In ogni caso, riteniamo che, dopo un inizio d'anno ancora piuttosto debole, **la ripresa possa rafforzarsi nel corso dell'anno**, a un ritmo di crescita del PIL di almeno 0,3% t/t.

Come ripetutamente detto, i motori che stanno guidando l'economia italiana fuori dalla recessione sono principalmente di natura esogena, tuttavia, come visibile dal dettaglio sulle indagini di fiducia di imprese e famiglie, **qualcosa va muovendosi anche sul fronte della domanda domestica**. In effetti, gli shock che stanno trainando la ripresa sono di natura temporanea, tuttavia la speranza è che il rafforzamento già in corso del morale di famiglie e imprese, anche indotto dai progressi sul tema delle riforme, possa aiutare a creare un circolo

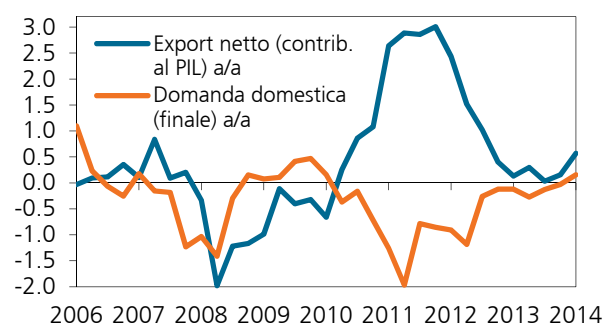
virtuoso in grado di autosostenersi una volta che gli effetti positivi da tali shock siano stati assorbiti.

Fig. 1 – Gli investimenti restano l'anello debole dello scenario macroeconomico



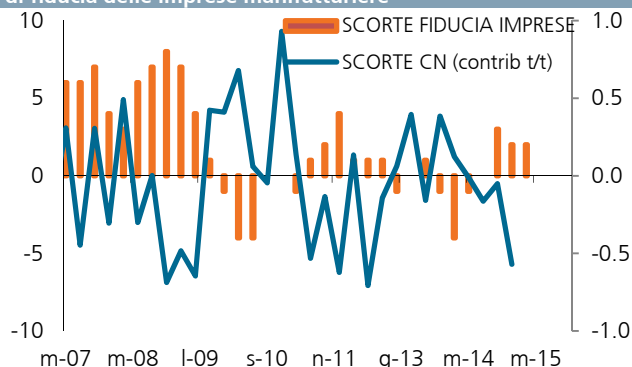
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 2 – Per la prima volta da 4 anni, a fine 2014 sono in crescita sia l'export netto che la domanda domestica finale



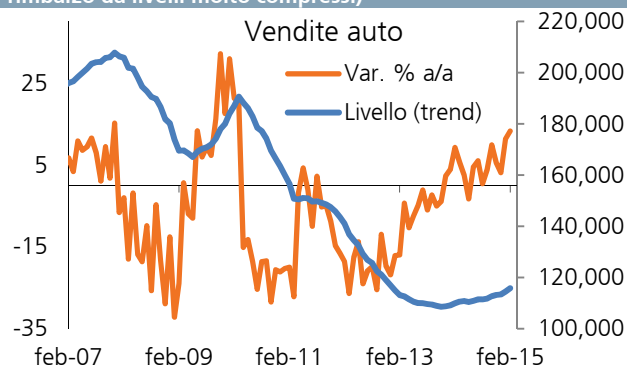
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 3 – Il deciso calo delle scorte secondo i conti nazionali a fine 2014 è in contrasto con le indicazioni emerse dall'indagine di fiducia delle imprese manifatturiere



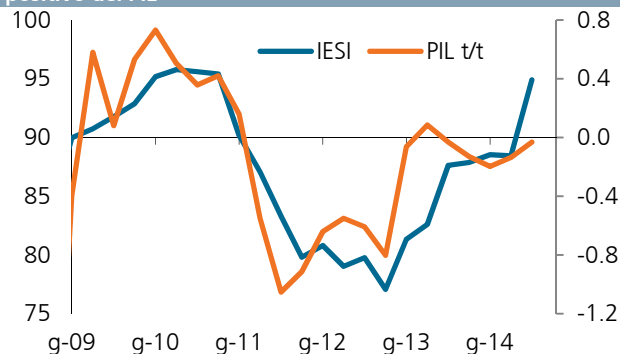
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 4 – La maggior fiducia dei consumatori si riflette nelle vendite di beni durevoli, auto *in primis* (sebbene si tratti di un rimbalzo da livelli molto compressi)



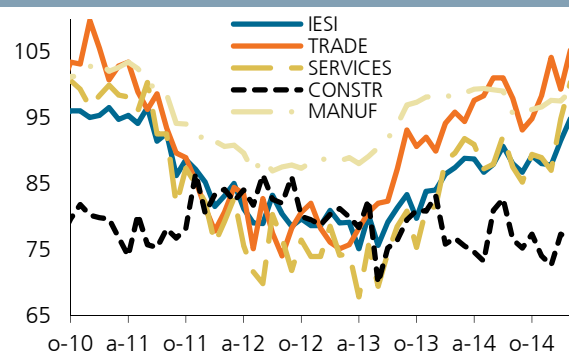
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 5 – La ripresa della fiducia delle imprese (secondo l'indice composito elaborato dall'Istat) è coerente con un ritorno in positivo del PIL



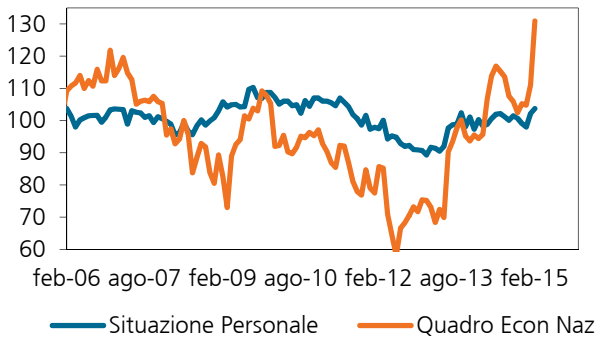
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 6 – L'unico settore a rimanere indietro (quanto a recupero di morale delle imprese) sono le costruzioni



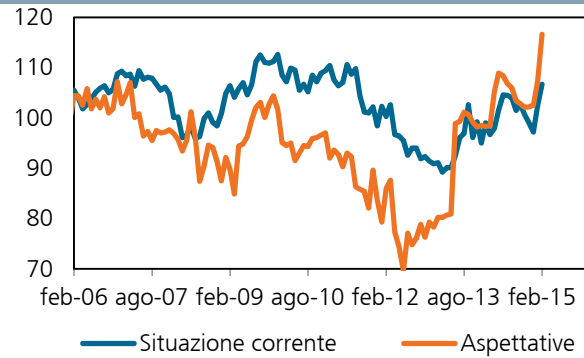
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 7 – Il maggiore ottimismo delle famiglie a inizio 2015 riguarda più il quadro economico nazionale che la situazione personale degli intervistati...



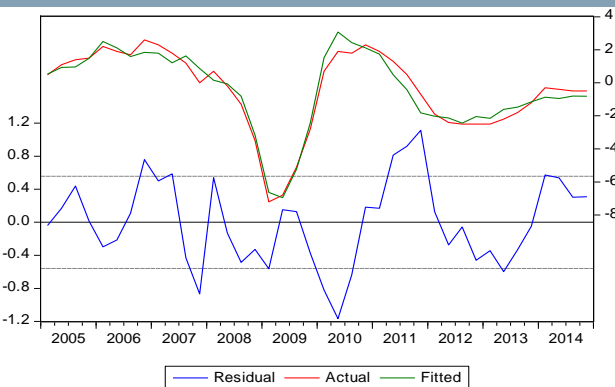
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – ...e più le aspettative sul futuro che la condizione corrente



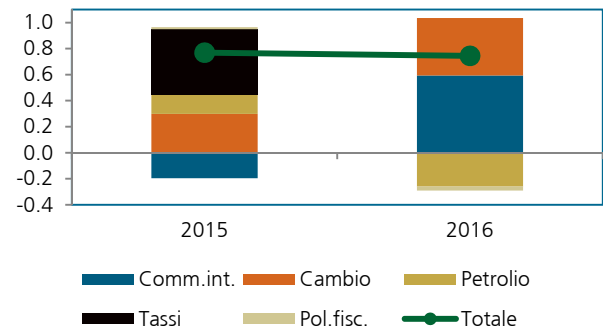
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Modello Intesa Sanpaolo che stima il PIL a/a sulla base di: commercio internazionale, cambio EUR/USD, prezzo del petrolio, yield curve, saldo primario: valenza previsiva



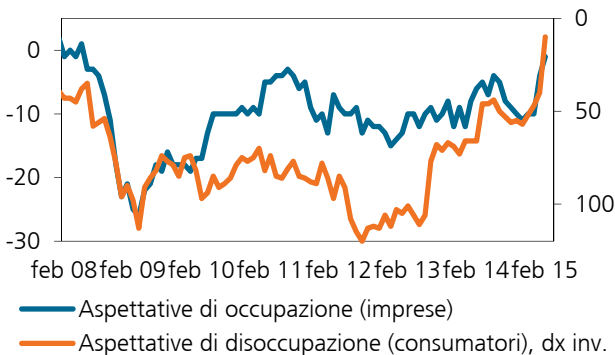
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 10 – Modello Intesa Sanpaolo che stima il PIL a/a sulla base di: commercio internazionale, cambio EUR/USD, prezzo del petrolio, yield curve, saldo primario: contributo "aggiuntivo" (rispetto all'anno precedente) al PIL dalle variabili indipendenti



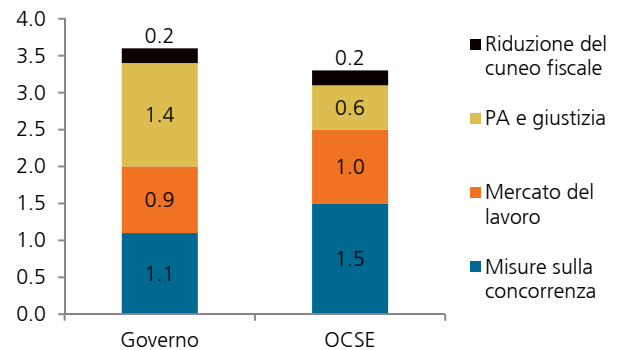
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 11 – Negli ultimi mesi si nota un balzo delle attese sull'occupazione sia da parte delle famiglie che delle imprese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 12 – L'impatto stimato delle riforme: deviazioni % dallo scenario di base al 2020: stime del Governo e dell'OCSE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Previsioni macro	2014	2015	2016	2014				2015				2016
				2	3	4	1	2	3	4		
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-0.4	0.4	1.0	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.2	0.6	0.9	1.0	
Consumi delle famiglie	0.3	0.8	1.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	
Investimenti fissi lordi	-3.2	0.2	2.1	-0.7	-1.0	0.2	0.1	0.3	0.5	0.5	0.6	
Consumi collettivi	-0.9	0.1	-0.2	-0.5	0.2	0.4	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	
Esportazioni	2.4	4.0	4.2	1.3	0.4	1.6	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	
Importazioni	1.6	2.5	3.9	1.1	0.7	0.3	0.4	0.7	0.9	1.0	1.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.6	-0.2	-0.2	-0.1	-0.6	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	
Partite correnti (% PIL)	1.8	2.5	2.7	1.5	2.6	3.4	0.1	2.3	3.7	3.9	0.4	
Deficit (% PIL)	-3.0	-2.7	-1.9									
Debito (% PIL)	132.0	132.9	131.5									
CPI (a/a)	0.2	0.1	1.1	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	0.1	0.5	1.0	
Produzione Industriale	-0.7	0.3	1.3	-0.5	-0.9	-0.1	0.1	0.7	0.7	0.3	0.0	
Disoccupazione (%)	12.7	12.6	12.2	12.4	12.8	13.0	12.6	12.7	12.6	12.5	12.4	
Tasso a 10 anni	2.89	1.19	1.44	3.10	2.61	2.23	1.52	1.07	1.07	1.09	1.20	
Cambio effett. (2010=100)	99.8	95.0	96.1	100.3	99.4	98.9	96.6	94.9	94.1	94.4	95.1	

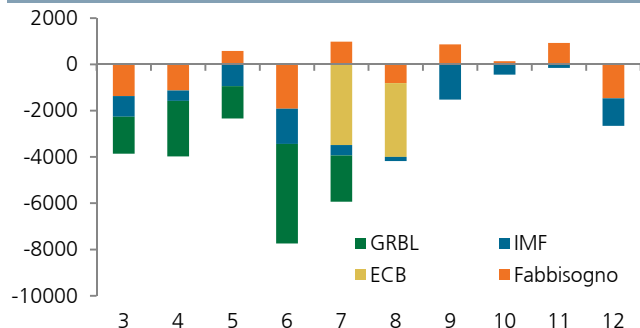
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Grecia: di nuovo sull'orlo dell'abisso (e con un piede già fuori)

Luca Mezzomo

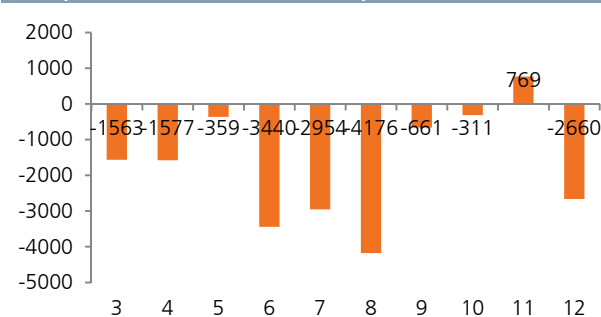
A partire dal novembre 2014, l'avvicinamento alle elezioni politiche e il successivo insediamento del nuovo governo ellenico si sono accompagnati a un drastico peggioramento della situazione finanziaria del paese. Anche la riscossione delle imposte ha subito una battuta d'arresto nel primo bimestre 2015 (-1,7 mld rispetto al 2014), che il governo ha parzialmente compensato con un taglio della spesa (-1,0 mld). Il nodo fondamentale (venuto al pettine fin da subito a causa della scelta di fissare la scadenza del programma al 28 febbraio, poco dopo le elezioni) è costituito dall'iniziale rigetto di ogni ipotesi di proroga del secondo programma di sostegno finanziario, senza il quale la capacità della Grecia di onorare le scadenze di pagamento del primo semestre 2015 era apparsa a tutti velleitaria. Il tentativo del nuovo governo di finanziarsi al di fuori di ogni programma collocando carta a breve termine presso le banche, che poi l'avrebbero rifinanziata in BCE, è stato subito bloccato, come era ovvio che fosse. Venuta meno la certezza sulla copertura delle scadenze, si è accentuata l'emorragia di depositi dal sistema bancario, la BCE ha dovuto rimuovere l'eccezione che consentiva di accettare i titoli governativi ellenici come garanzia e le banche greche sono diventate sempre più dipendenti dalla liquidità di emergenza fornita dalla Banca di Grecia (oltre 65 miliardi a fine febbraio, a cui si aggiungono 30 miliardi di liquidità fornita attraverso le MRO). In seguito, la Grecia si è rassegnata ad accettare l'estensione del secondo programma. Tuttavia, la mancanza di fiducia ha portato l'Eurogruppo a rinviare ad aprile (cioè a quando gli impegni avranno iniziato a tradursi in misure concrete) lo sblocco dei pagamenti. Negli ultimi giorni, è diventato sempre più chiaro che l'accordo significa cose molto diverse per il governo Tsipras e l'Eurogruppo.

Fig. 1 – Fabbisogno finanziario lordo (milioni di euro) stimato, marzo-dicembre 2015



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Fabbisogno finanziario netto da finanziare dei prossimi mesi (al netto del rinnovo dei GRBL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le criticità della situazione finanziaria greca riguardano tutti gli orizzonti. Nel **breve termine**, fra marzo e dicembre, per finanziare le uscite di cassa lo Stato dovrà reperire risorse per almeno 27 miliardi di euro, con un picco di 7,7 miliardi a giugno, disponendo a fine febbraio di liquidità per appena 1,9 miliardi. Il rinnovo dei T-bill in scadenza potrebbe coprire poco più di un terzo del fabbisogno totale, circa 10 miliardi. Rimarrebbe un minimo di circa 17 miliardi da finanziare, di cui 6,9 entro fine giugno. Le esigenze immediate possono essere coperte con lo sblocco dell'ultima *tranche* del prestito e il ricorso a un po' di creatività finanziaria (cioè vincoli sull'impiego delle riserve di liquidità di aziende pubbliche e fondi pensione). Tuttavia, non si riesce a capire come la Grecia possa coprire il fabbisogno del **secondo semestre**, gonfiato dai rimborsi di 6,7 miliardi di obbligazioni detenute dalla BCE e in scadenza fra luglio e agosto, senza un **terzo programma di assistenza** da approvare rapidamente, entro fine giugno. Un programma di assistenza (che la Grecia definisce eufemisticamente "contratto per la crescita") nell'ordine delle decine di miliardi di euro appare necessario anche su un orizzonte pluriennale, soprattutto se la Grecia non fosse in grado di raggiungere in tempi rapidi il pareggio del bilancio. A più **lungo termine**, dovrà essere affrontato l'ultimo problema, quello del **piano di rimborso del debito** nei confronti dell'EFSF a partire dal 2020: potrebbe essere necessario un

ulteriore alleggerimento delle condizioni sul pagamento degli interessi e sul rimborso del capitale, come preannunciato dall'Eurogruppo nel novembre 2012. Si badi, tuttavia, che la ristrutturazione del debito non porterebbe ad alcun alleggerimento del fabbisogno finanziario dei prossimi 4-5 anni.

Nonostante l'accordo del 20 febbraio con l'Eurogruppo, non è affatto scontato che il governo greco abbia davvero accettato di operare nell'ambito del quadro europeo attuale. I pessimisti vedono almeno **due strade che potrebbero portare all'uscita del Paese dall'unione monetaria**:

- Secondo la prima ipotesi, il governo non sarebbe per nulla intenzionato a raggiungere un compromesso con i creditori, ma trova conveniente alimentare l'aspettativa di un accordo per guadagnare tempo ed evitare la corsa agli sportelli. Intanto, prepara le misure straordinarie per far uscire il paese dall'unione monetaria. L'individuazione di un credibile nemico esterno (Germania) servirebbe a far accettare le conseguenze negative di questo passo drammatico.
- Nell'altro scenario, il punto di rottura viene raggiunto per inesperienza e per l'accumularsi di errori, che a un certo punto rendono impossibile concludere un accordo con i creditori in tempo per evitare il disastro finanziario. L'uscita è quindi il risultato di un 'incidente' non programmato.

Nello **scenario positivo**, invece, il problema deriva dall'inesperienza della squadra di governo. Tsipras si sarebbe erroneamente convinto di aver ottenuto un via libera alla realizzazione di alcune promesse elettorali, senza altre condizioni, mentre si richiede alla Grecia anche di adottare misure finanziarie e un piano concreto di contrasto all'evasione fiscale e alle rendite degli oligarchi¹⁴. Ora Syriza si preparerebbe a presentare al parlamento le proposte di legge che servono a sbloccare i finanziamenti, rimangiandosi parte delle promesse elettorali e riavvicinandosi alla posizione dei partiti di centro-sinistra. Ciò sbloccherebbe il flusso di aiuti, evitando la bancarotta. Secondo questa ipotesi, i toni più aggressivi nei confronti della Germania rappresenterebbero un tentativo maldestro di imputare all'intransigenza di 'nemico' esterno il cambiamento di linea che si sta per formalizzare. **Gli incontri di Tsipras con i vertici europei (19 marzo) e con il primo ministro tedesco (23 marzo) sembrano un passo avanti verso una soluzione costruttiva.**

Tuttavia, per quanto detto sopra, le difficoltà non saranno superate con lo sblocco dei 7 miliardi rimasti dal secondo programma, perché si dovrà rapidamente negoziare e lanciare un terzo programma di sostegno, oltre che, forse, procedere a un cambio della maggioranza di governo. Secondo quanto è emerso recentemente, il governo greco punterebbe a chiudere il negoziato per il terzo programma entro giugno. Non è certo che Syriza possa sopravvivere a mesi di braccio di ferro con l'Eurogruppo, ed è possibile che la soluzione debba alla fine passare attraverso una crisi di governo e qualche cambiamento della maggioranza.

Quanto grave potrebbe essere l'uscita della Grecia dall'unione monetaria per gli altri paesi dell'Eurozona, se si concretizzasse lo scenario peggiore? Nel breve termine vi sarebbero danni economici legati al crollo dei flussi commerciali da e per la Grecia, che assorbe fra l'1 e il 2% delle esportazioni degli altri paesi dell'Eurozona, e possibili ripercussioni sul clima di fiducia. L'uscita renderebbe improbabile il rimborso dei residui crediti legati alla Greek Loan Facility (52,9 miliardi) e dei prestiti EFSF (141,8 miliardi), obbligando gli Stati membri a versare le garanzie prestate sulle obbligazioni del veicolo. Inoltre, per l'Eurosistema verrebbe meno qualsiasi prospettiva di riassorbire i crediti virtuali nei confronti della Banca di Grecia legati allo sbilancio dei pagamenti con l'estero, che a fine febbraio ammontavano a 91,2 miliardi di euro, oltre a vedere rimborsati i 6,7 miliardi di obbligazioni in scadenza fra luglio e agosto. Di contro, però,

¹⁴ Così per esempio si è espresso il presidente del parlamento europeo, Martin Schultz, in un'intervista a *Repubblica* del 24 marzo.

cesserebbero i trasferimenti a fondo perduto dalla UE alla Grecia, che attualmente valgono più 4 miliardi di euro all'anno.

Tuttavia, i cinque anni trascorsi dallo scoppio della crisi, lo sganciamento dalla Grecia di banche e investitori internazionali e la coincidenza con l'esecuzione da parte della BCE del PSPP rendono il rischio di 'contagio' ad altri Paesi pressoché inesistente. Né esiste alcun motivo razionale per cui l'uscita della Grecia dovrebbe rendere più probabile l'uscita di altri paesi, anche se a più lungo andare potrebbe pesare sulla valutazione degli investitori nell'eventualità di una nuova crisi del debito.

Asia

Giappone: la ripresa c'è, ma avrà ancora bisogno di aiuto dalla BoJ

Giovanna Mossetti

- Lo scenario macroeconomico giapponese è positivo sull'orizzonte 2015-16. La crescita è in riaccelerazione, con una previsione di 1% nel 2015 e 1,8% nel 2016. Investimenti ed esportazioni dovrebbero dare contributi positivi, spinti dallo yen debole e da condizioni finanziarie accomodanti.
- La chiave per la sostenibilità della ripresa sono i consumi, previsti in espansione moderata ma dipendenti dalla dinamica salariale. L'esito dei negoziati, ora in corso, per i rinnovi contrattuali delle grandi imprese (Shunto) sarà cruciale per la previsione di consumi in rialzo.
- L'inflazione al netto dell'effetto del rialzo dell'imposta sui consumi di aprile 2014 è indebolita dal calo dei prezzi energetici. La dinamica dei prezzi resterà vicina a zero nella parte centrale dell'anno e poi risalirà gradualmente, ma difficilmente si avvicinerà al 2% nel prossimo anno.
- La politica fiscale sarà circa neutrale quest'anno. Il sentiero dell'inflazione, sempre più divergente dall'obiettivo del 2% della BoJ, a nostro avviso indurrà la Banca centrale ad aumentare lo stimolo monetario nella seconda parte dell'anno.

Previsioni macro	2014	2015	2016	2014				2015				2016
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.1	1.0	1.8	-0.4	-1.4	-0.7	-1.3	1.0	2.2	2.3	2.0	
- trim/trim annualizzato				-6.4	-2.6	1.5	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6	
Consumi privati	-1.2	0.7	2.4	-18.7	1.1	2.0	2.0	2.5	3.0	2.9	2.0	
IFL - priv. non residenziali	3.8	0.6	2.7	-18.5	-0.6	-0.3	3.2	3.7	2.8	3.2	2.9	
IFL - priv. residenziali	-4.9	-0.3	3.5	-35.3	-25.1	-4.6	16.9	12.6	8.7	0.8	0.9	
Investim. pubblici	3.7	-0.7	-5.0	4.5	8.7	3.3	-0.8	-6.4	-6.4	-6.0	-5.2	
Consumi pubblici	0.3	0.3	0.1	1.5	0.9	1.2	-0.8	0.4	0.4	0.0	0.0	
Esportazioni	8.2	5.8	3.0	-1.3	6.2	11.5	5.7	5.8	2.9	2.0	3.2	
Importazioni	7.2	3.8	6.0	-19.7	4.2	5.3	5.7	6.4	5.3	7.0	5.9	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.1	0.5	1.5	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	
Partite correnti (% PIL)	0.6	1.6	0.8	0.8	0.5	2.0	1.7	1.8	1.7	1.4	1.1	
Deficit (% PIL)	-8.4	-7.0	-6.1									
Debito/PIL (% PIL)	229.5	233.3	234.9									
CPI (a/a)	2.7	0.1	1.1	3.6	3.3	2.5	0.0	0.1	0.0	0.4	0.9	
Produzione Industriale	2.1	1.6	2.0	-14.4	-7.5	6.8	4.4	3.6	3.2	2.5	1.8	
Disoccupazione (%)	3.6	3.5	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6	
Dollaro/Yen (Yen)	105.7	123.0	128.3	102.1	104.0	114.5	119.3	121.0	124.5	127.3	129.3	
Cambio effettivo (1990=100)	134.0	126.6	118.9	136.8	136.1	127.0	126.8	129.2	126.9	123.4	120.1	

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

Crescita moderata nel 2015, in attesa di una riaccelerazione dei salari

L'economia giapponese è tornata a crescere a fine 2014, dopo due trimestri di contrazione. Le indicazioni per il 2015 sono positive e coerenti con una ripresa moderata. La previsione è comunque di crescita ampiamente al di sopra del potenziale nel biennio 2015-16, grazie a una combinazione di fattori espansivi: politica fiscale e politica monetaria accomodanti, cambio debole, prezzo del petrolio in calo, cambiamento dell'allocazione dei fondi pensione verso classi di attività più rischiose. **La crescita del PIL è prevista all'1% nel 2015 e 1,8% nel 2016.**

I dati recenti sono moderatamente incoraggianti, sia per quanto riguarda la domanda domestica sia per quanto riguarda quella estera, con segnali positivi estesi finalmente anche alle **esportazioni**. L'anello necessario per una crescita sostenibile, però, è la **dinamica salariale**, che nel 2014 è rimasta debole pur in presenza di un trend positivo dell'inflazione. I negoziati per i rinnovi contrattuali della primavera saranno un fattore determinante per le previsioni del prossimo biennio.

1. Domanda in rialzo grazie a investimenti ed esportazioni, consumi in attesa di salari nominali in crescita

Nel 2015, la dinamica trimestrale del PIL è prevista in media intorno a +2% t/t ann., con una crescita annua di 1% nel 2015 e di 1,8% nel 2016, dopo una variazione nulla nel 2014. La ripresa dovrebbe essere trainata dagli **investimenti** e dalle **esportazioni**, sostenuti dallo **yen** debole e dal calo del **prezzo del petrolio**. La ripresa delle esportazioni e una moderata riaccelerazione dei consumi dovrebbero spingere produzione industriale e investimenti verso l'alto nel 2015, in linea con le indicazioni delle indagini e dei dati dei primi mesi dell'anno. A fine 2014, profitti e fatturato delle imprese sono stati in ampio aumento (+20,2% a/a e 5,6% a/a, rispettivamente), pur in presenza di un ampio divario fra settori. I profitti e il fatturato delle imprese manifatturiere risultano in rialzo (24,4% a/a e 2% a/a, rispettivamente), mentre il quadro per il settore dei servizi è debole, con utili e fatturato in calo, ma dovrebbe riprendersi con il ritorno alla crescita dei consumi.

Il quadro positivo dovrebbe essere ulteriormente rinforzato dalla conferma della **svolta dell'export**, iniziata nel 2° semestre 2014 (v. fig. 3). A gennaio le esportazioni erano in aumento di 17% a/a in termini nominali e di 11,2% in termini reali, con espansione solida verso tutte le aree, soprattutto Asia (+22,7% a/a) e USA (16,5% a/a), ma anche Europa (+7,4% a/a). La correzione di febbraio dovrebbe essere transitorio. Il rallentamento delle importazioni nominali è in gran parte un riflesso del calo del prezzo del petrolio. Le previsioni per il 2015 vedono un **contributo positivo delle esportazioni nette alla crescita di circa 0,5pp**.

Infine, le **condizioni finanziarie espansive** e l'aumento degli acquisti di JGB da parte della BoJ hanno liberato spazio di manovra nell'attivo delle banche, che si sta trasformando in un ampio rialzo dei prestiti (v. fig. 7). Questi fattori, insieme al deprezzamento del cambio e ai prezzi energetici in calo, fanno prevedere una crescita annua degli investimenti fissi delle imprese nel 2015 di 0,6%, dopo 3,8% del 2014. L'apparente debolezza degli investimenti è causata dalle violente correzioni seguite al rialzo dell'imposta sui consumi di aprile 2014. Per inquadrare lo scenario, è più informativo segnalare che **la crescita media trimestrale nel 2015 è prevista intorno a 0,7% t/t**

Le previsioni per i **consumi** sono modestamente positive nel 2015, ma soggette a rischi verso il basso, alla luce della persistente debolezza del reddito nominale e reale. Dopo la volatilità collegata al rialzo dell'IVA, nel 2° semestre 2014 la spesa delle famiglie è cresciuta in media di +0,3% t/t. Nel 2015 la politica fiscale espansiva e la continua crescita dell'occupazione dovrebbero contribuire positivamente, ma la **dinamica salariale rappresenta un rischio per le previsioni**. Fino alla fine del 2014, nonostante il continuo calo del tasso di disoccupazione, la crescita delle retribuzioni non è stata coerente con il passaggio dell'inflazione in territorio stabilmente positivo, anche al netto del rialzo delle imposte indirette. A gennaio 2015, il **reddito disponibile reale** (per le famiglie con capofamiglia occupato) era in calo di -2,5% a/a, i **consumi reali** hanno registrato una contrazione di -4,3% a/a (v. fig. 6).

Tuttavia, da fine 2014, sono finalmente apparsi alcuni spiragli di miglioramento: il **monte salari** a gennaio 2015 ha accelerato nettamente, con una variazione di 0,9% a/a (v. fig. 5), la variazione più elevata da marzo 2000; anche la componente fissa delle retribuzioni aumenta al ritmo più solido degli ultimi 14 anni, con un incremento di 0,8% a/a. In termini reali questo lascia ancora le retribuzioni in calo su base annua, ma come mostra la fig. 6, al netto del rialzo dell'imposta sui consumi, le **retribuzioni reali sono in crescita**. Con le prospettive di un'inflazione poco sopra lo zero da aprile in poi, il reddito reale dovrebbe quindi essere in ripresa, con un contributo positivo dei salari oltre che del numero di occupati. Ora sono in corso i negoziati per i **rinnovi contrattuali** delle grandi imprese (Shunto) per l'a.f. 2015. Nel 2014 gli aumenti concordati erano stati maggiori rispetto agli anni precedenti (2,2% per il 2014, dopo 1,8% per il 2013, per i dipendenti delle grandi imprese). Per la tornata del 2015, le richieste sindacali sono per aumenti

Investimenti ed esportazioni: motori della crescita nel 2015

Il canale estero dovrebbe dare un contributo alla crescita del PIL di circa 0,5pp

Gli investimenti fissi delle imprese sono attesi in espansione media di 0,6% t/t nel 2015

La crescita dei consumi, e la sostenibilità della ripresa, dipenderanno dalla dinamica salariale

di almeno il 2% annuo. Il governo ha preso una posizione aggressiva, mettendo pressione sulle imprese perché concedano rialzi salariali visto l'ampio aumento dei profitti. Recentemente sono stati concordati aumenti significativi da parte di alcune grandi imprese nei settori auto e elettronica (per esempio, Toyota: circa +3,2% per il 2015). La nostra previsione è che i salari accelerino moderatamente nell'anno in corso e l'inflazione si stabilizzi fra 0,5% e 1% a/a, dando sostegno a un'**espansione moderata dei consumi (previsione per il 2015: 0,7%)**. Le previsioni per il 2016 (+2,4%) sono molto più solide anche perché nel 2° semestre risentono dell'accelerazione legata all'arrivo della seconda tranche del rialzo dell'IVA (a 10% da 8% attuale) annunciata per aprile 2017.

2. Politica monetaria e inflazione: è solo questione di tempo per un nuovo aumento di stimolo

Il sentiero dell'inflazione al netto del rialzo dell'imposta sui consumi continua a divergere dall'obiettivo del 2% della BoJ. A gennaio, la Banca centrale ha rivisto verso il basso la **proiezione di inflazione per l'a.f. 2015, a 1% da 1,7% di novembre 2014**. A marzo la BoJ ha detto che l'inflazione per ora resterà intorno a zero. Sulla base delle informazioni più recenti, sembra probabile che le previsioni vengano riviste ancora verso il basso se non già ad aprile, al più tardi a metà luglio. Il governatore Kuroda a inizio marzo ha ribadito che la BoJ prevede che l'obiettivo del 2% sia raggiunto "intorno all'a.f. 2015", ma ha anche affermato che la Banca centrale farà aggiustamenti alla politica monetaria "senza esitazione se necessario" anche alla luce dei rischi. La nostra previsione è che con l'inflazione ancora ampiamente sotto il 2% nelle previsioni per il 2016, la **BoJ aumenti lo stimolo monetario entro ottobre**, determinando ulteriore deprezzamento del cambio, spostamento dei portafogli verso attività più rischiose e accelerazione della crescita dei prestiti.

3. Politica fiscale: nuovo budget e nuovi obiettivi di medio termine, ma la sostenibilità dei conti pubblici è in mano alla BoJ

Il governo ha pubblicato il budget per l'a.f. 2015 e lo scenario fiscale di medio e lungo termine. Nelle proiezioni del governo, il **saldo primario nel 2015 è previsto a -3,3% del PIL**, e soddisfa l'obiettivo di dimezzare il deficit rispetto al 2010; il **deficit totale rimane ampio, a -7,3% del PIL**. Nel 2015 il Ministero delle Finanze (MoF) prevede emissioni nette pari a 36,9 tln di yen, in calo di 4,4 tln di yen (0,9% del PIL) rispetto al 2014. Le emissioni nette finanzieranno il 38,3% della spesa totale. Ricordiamo che nel 2015 la **BoJ acquisterà circa 80 tln di JGB**. Grazie al miglioramento della crescita e al rialzo dell'imposta sui consumi, dal 2009 in poi le entrate sono in rialzo (11,8% del PIL, massimo dal 1994), mentre le uscite sono in moderato calo; la spesa per interessi è pari al 4,7% del PIL nel 2015. Nel budget, il governo prevede che il debito/PIL sia pari al 233,8% nel 2015. Con il rinvio del secondo rialzo dell'imposta sui consumi al 2017, il biennio 2015-16 difficilmente vedrà un consolidamento fiscale "attivo", al di là degli effetti del miglioramento ciclico e del rialzo del PIL nominale dovuto anche all'inflazione stabilmente positiva.

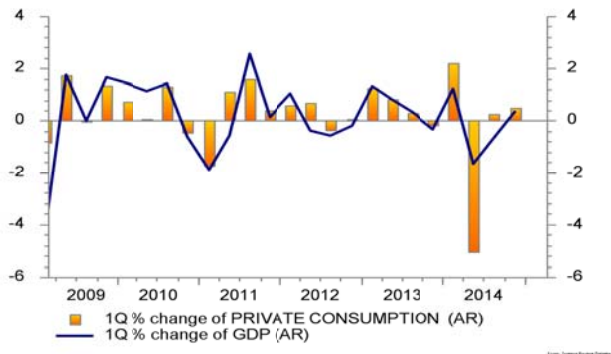
Le **previsioni di medio termine** vedono il deficit primario/PIL nel 2020 a -1,8% nello scenario di "Ripresa economica" (con una crescita reale >2%) e di -3% nello scenario "Base" (con una crescita reale in linea con il potenziale, stimato a circa 0,5%). Il governo indica che entro l'estate verrà presentato un piano fiscale che permetta di raggiungere un avanzo primario positivo nel 2020. Le misure che dovrebbero essere annunciate nell'estate 2015 difficilmente potranno apportare un significativo miglioramento del sentiero dei conti pubblici. La sostenibilità del debito pubblico giapponese è nelle mani della BoJ su due fronti. Da un lato è **essenziale che l'inflazione resti positiva** per aumentare il denominatore del rapporto debito/PIL. Dall'altro, il continuo **rapido aumento dei JGB detenuti dalla Banca centrale** deve proseguire, per permettere una crescente monetizzazione del debito, indispensabile per mantenere solvibile il settore privato.

Scenario Macroeconomico

Marzo 2015

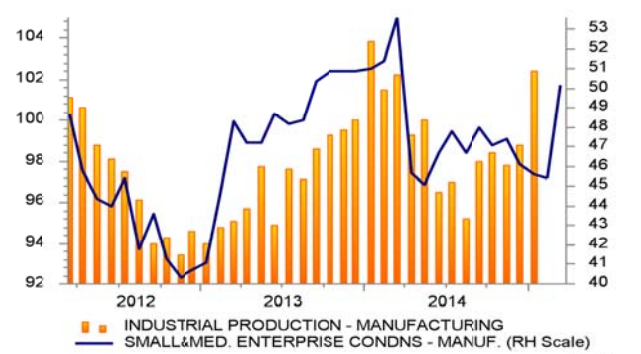
Prevediamo quindi che fra il 3° e il 4° trimestre, la BoJ annunci un nuovo incremento di stimolo monetario, mentre difficilmente le misure fiscali saranno incisive.

Fig. 1 - Il PIL è tornato a crescere, ma i consumi sono ancora deboli



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 2 - Produzione industriale e fiducia delle imprese manifatturiere in ripresa



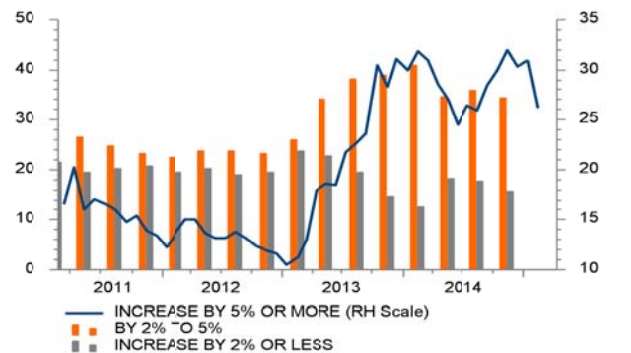
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 3 - Lo yen debole spinge le esportazioni e il calo del prezzo del petrolio frena l'import



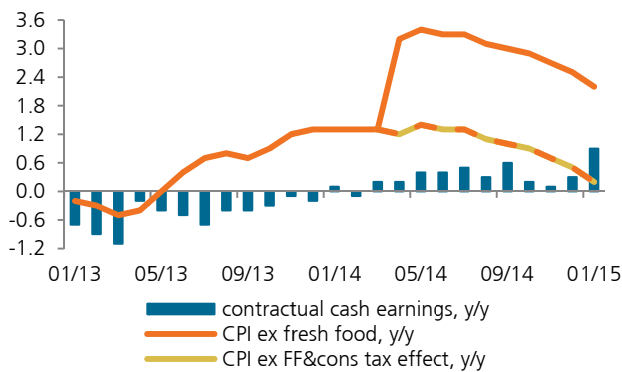
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - Le aspettative di inflazione delle famiglie ora sono eccessivamente elevate



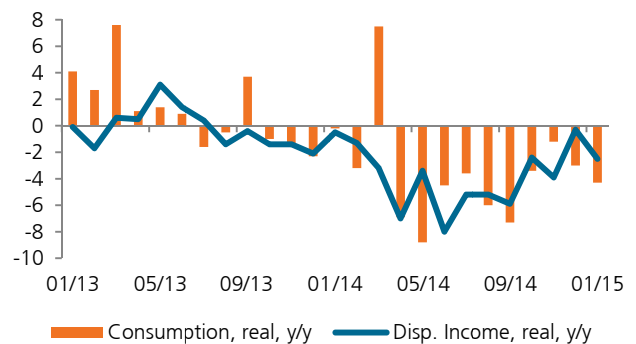
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 5 - La crescita delle retribuzioni sta accelerando e dovrebbe eccedere l'inflazione dalla primavera in poi



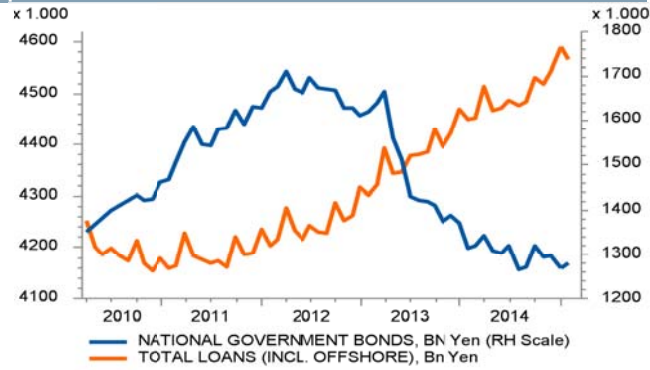
Fonte: Ministry of Internal Affairs, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Consumi e reddito disponibile ampiamente negativi in termini reali dopo lo shock fiscale di aprile 2014



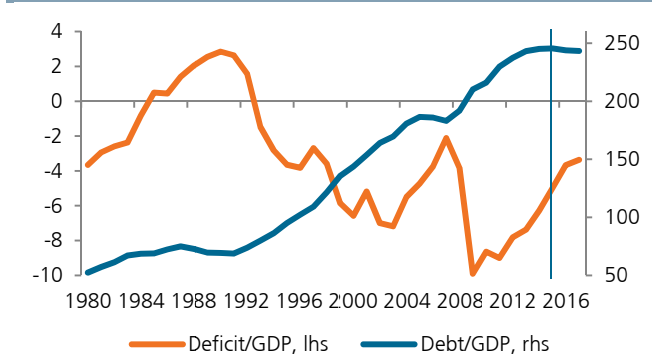
Fonte: stime ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fig. 7 - Riallocazione dell'attivo delle banche: aumento dei prestiti, calo dei titoli di stato



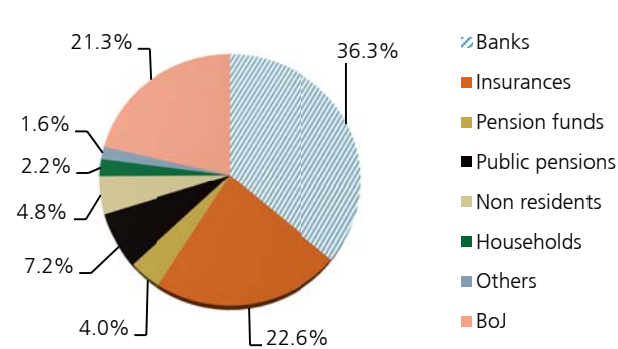
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 8 - Il rapporto debito/PIL dovrebbe stabilizzarsi nel 2016



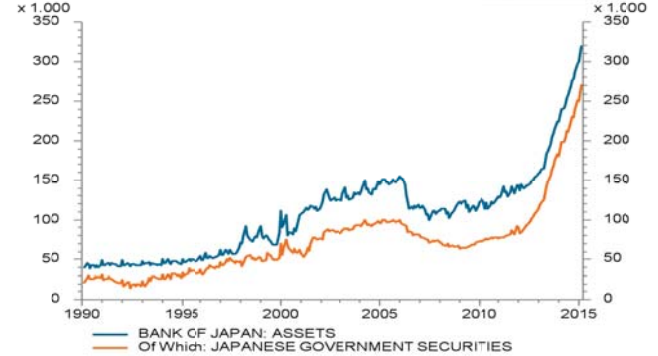
Fonte: FMI. Previsioni FMI per 2015-17

Fig. 9 - JGB per detentore: la quota della BoJ continua a salire



Fonte: Ministry of Finance, dati relativi a settembre 2014

Fig. 10 - L'attivo della BoJ supera il 60% del PIL



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Cina: in cerca di un equilibrio per la “nuova normalità”

- La crescita del **PIL** è stata del 7,3% a/a nel 4° trimestre, invariata rispetto al 3°, ma in rallentamento in termini congiunturali (1,5% t/t vs 1,9%). Il 2014 si è così chiuso con una crescita del 7,4%, lievemente al di sopra delle nostre previsioni (7,3%). I consumi privati, seppur in contenuta decelerazione, sono saliti del 7,8% sostenuti dall'aumento dei redditi reali sia nelle aree urbane sia in quelle rurali. Per il quarto anno consecutivo sono cresciuti più del PIL contribuendo a far salire la quota di consumi totali sul PIL a 51,2% dal minimo di 48,2% del 2010. Il rallentamento degli investimenti fissi è stato maggiore ma il loro contributo alla crescita è stato ancora positivo seppur sceso a 3% dal 4% nel 2013, mentre quello del canale estero è stato marginalmente negativo. I dati di gennaio e febbraio, di difficile lettura e pubblicati cumulati per ovviare alla diversa cadenza della festività del capodanno, sono stati inferiori alle attese e rivelano la prosecuzione del rallentamento dell'economia.
- La **produzione industriale** è rallentata fino a un minimo del 6,8% cum. a/a in febbraio (Fig. 1). L'indice PMI è ancora sotto 50 per le piccole e medie imprese, e solo marginalmente al di sopra per le grandi; gli ordini totali migliorano lievemente ma quelli dall'estero rimangono deboli (NBS) o in calo (Markit). Le **importazioni** di beni destinati all'assemblaggio di prodotti da riesportare sono rallentate a fine anno (-1,5% a/a 3m a/a a febbraio, Fig. 3) anche se la loro dinamica è migliore rispetto a quella dei beni ordinari (-18,8% a/a), trascinata al ribasso dal calo dei prezzi del petrolio e delle materie prime industriali. Le importazioni di materie prime industriali in volume sono infatti marginalmente salite ad eccezione del carbone (Fig. 4), in linea con l'accelerazione degli **investimenti** in infrastrutture di stoccaggio e trasporto (+21,3% a/a in febbraio) da un lato, e con l'obiettivo di riduzione delle fonti energetiche più inquinanti dall'altro. Gli investimenti del settore manifatturiero e di quello immobiliare hanno invece continuato a rallentare (Fig. 2) contribuendo all'ulteriore decelerazione degli investimenti totali (da 15,7% cum. a/a in dicembre a 13,7% cum. a/a in febbraio). Le **esportazioni** risentono di un forte effetto base favorevole e hanno registrato una notevole accelerazione, in particolare quelle di beni ordinari (+20,9 cum. a/a in febbraio), e quelle verso l'area ASEAN-6 (+32,7%). Il PMI dei paesi asiatici solo poco al di sopra di 50, il recente rallentamento delle vendite al dettaglio negli USA e in Giappone, e il sensibile apprezzamento del cambio effettivo (Fig. 7) fanno ritenere il rimbalzo solo temporaneo.
- Le **vendite al dettaglio** hanno registrato variazioni congiunturali stabili negli ultimi mesi, ancora sostenute dalle vendite di auto, elettrodomestici, apparecchi elettronici, ma una decelerazione in termini tendenziali (+10,7% cum. a/a a febbraio vs 12,0% cum. a/a in dicembre). La fiducia dei consumatori rilevata dall'Ufficio Statistico è in aumento e sui massimi dal 2011, ma altre rilevazioni registrano un calo marcato da fine anno (Fig. 5). Il tasso di disoccupazione è fermo a 4,1% e il rapporto tra domanda e offerta di **lavoro** è ancora superiore a 1 e in aumento. L'indagine Manpower per il 2° trimestre indica un aumento delle intenzioni di assunzione del 9%, in linea con i precedenti due trimestri ma è sui minimi dal 2009. I prezzi degli input e quelli alla produzione continuano a scendere (-4,8% e -5,9% a/a in febbraio) favoriti dal calo dei prezzi delle materie prime. L'**inflazione** dei prezzi al consumo è tuttavia risalita a 1,4% a/a in febbraio a causa del balzo stagionale dei prezzi degli alimentari, dei servizi ricreativi e di trasporto in corrispondenza del capodanno cinese. Gli aumenti delle utenze domestiche e delle telecomunicazioni e un effetto base sfavorevole hanno però favorito anche un rimbalzo dell'inflazione *core*, salita a 1,6% da 1,2% a gennaio. L'inflazione in media annua è attesa a 1,5%, con una stabilizzazione sui livelli attuali nella prima parte dell'anno e una risalita successiva in linea con l'aumento del prezzo del petrolio e dei prezzi amministrati.
- La **Banca centrale** ha tagliato il coefficiente di riserva obbligatoria di 50pb all'inizio di febbraio portandolo al 19,5% per le grandi banche, e ha poi effettuato un altro taglio dei tassi di 25pb a fine febbraio, dopo quello di 40pb a novembre, portando il tasso sui prestiti inferiori a un anno a 5,35% e il tasso sui depositi a 2,50%. Il limite superiore del tasso sui depositi è stato, però, ulteriormente aumentato da 120% del benchmark a 130% in linea con l'obiettivo di liberalizzazione graduale dei tassi prima dell'introduzione dell'assicurazione sui depositi.

Silvia Guizzo

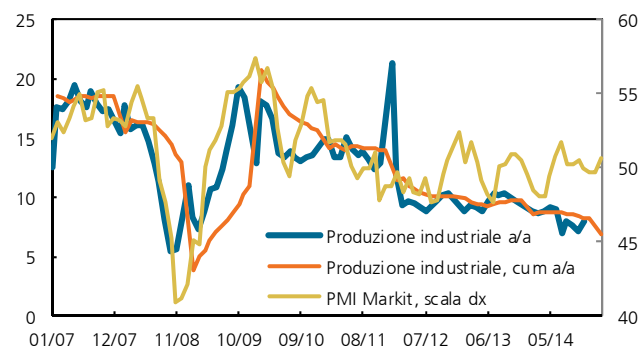
- Lo stock di **credito** bancario è accelerato a 14,3% a/a a febbraio per il quarto mese consecutivo grazie all'aumento del nuovo credito favorito dall'allentamento della politica monetaria e dall'aumento stagionale a inizio anno in corrispondenza dell'assegnazione delle nuove quote. Contemporaneamente l'aggregato della finanza sociale è rimasto stabile, frenato dalla sensibile diminuzione dei prestiti fiduciari e prestiti tra imprese moderati dalla regolamentazione più stringente, ma sostenuto dal notevole aumento delle emissioni obbligazionarie e quotazioni azionarie. Nonostante i tagli e le immissioni di liquidità, i tassi del mercato monetario sono saliti rispetto ai valori di metà novembre (Fig. 8), anche se meno sulle scadenze lunghe, con un conseguente appiattimento delle curve sia monetarie sia swap. Non riteniamo che l'accelerazione del nuovo credito sarà sostenuta, visto l'obiettivo di sostanziale stabilità della crescita nominale degli investimenti al 15% nel 2015 rispetto a un target di 17,5% (15,7% effettivo) nel 2014, e di indicativa riduzione di crescita di M2 dal 13% al 12%. Alla luce del rallentamento in atto, del mancato calo dei tassi e delle difficili condizioni di finanziamento per le imprese, riteniamo che la PBOC procederà a un ulteriore taglio di 50pb del coefficiente di riserve obbligatoria e a un altro taglio dei tassi nel secondo trimestre.
- Il **renminbi** è tornato a deprezzarsi vs dollaro, perdendo il 2,7% tra l'inizio di novembre e metà marzo, nonostante le vendite di valuta estera da parte della PBOC in dicembre e gennaio. Secondo i dati della bilancia dei pagamenti le fuoriuscite di capitali nel 2° e 3° trimestre 2014 hanno riguardato solo la voce "altri investimenti", in particolare a causa di minori prestiti, e potrebbero anche essere continuate nel 4°. La debolezza del cambio appare tuttavia dovuta più alla volontà di non cambiare i proventi in dollari dalle esportazioni, come evidenzia l'ulteriore aumento dei depositi in valuta estera, in attesa di un ulteriore apprezzamento del dollaro. Il cambio effettivo si è invece sensibilmente apprezzato (+12,6% in termini reali da giugno 2014, Fig. 7), soprattutto per l'apprezzamento verso yen ed euro che riteniamo sgradito alle Autorità. Riteniamo che esse favoriranno un marginale deprezzamento vs dollaro per limitare l'apprezzamento vs le altre valute, frenando comunque scommesse unidirezionali.
- Gli obiettivi della **politica economica** per il 2015 per le principali variabili macroeconomiche, annunciati alla riunione annuale plenaria del Parlamento dal primo ministro Li Keqiang, sono stati rivisti rispetto al 2014, ad eccezione di quelli sul mercato del lavoro. L'obiettivo di crescita è stato abbassato da 7,5% a 7,0%, quello d'inflazione da 3,5% a 3%, e quello del commercio estero da 7,5% a 6%. La Autorità hanno ribadito con forza la volontà di procedere con le riforme già presentate e la necessità di puntare a una crescita più bassa ma più sostenibile, con un maggior contributo del settore dei servizi, del settore manifatturiero ad alta tecnologia e dell'agricoltura. Allo stesso tempo hanno confermato un più ampio sostegno ai redditi delle famiglie, anche attraverso una maggiore copertura pensionistica e sanitaria. Le condizioni economiche internazionali e domestiche sono però più difficili che in passato e rendono più ardui gli sforzi per il cambiamento, per cui diventa fondamentale trovare un equilibrio tra "ciò che è necessario e ciò che è possibile" in questo contesto di "nuova normalità" (*new normal*). Le Autorità appaiono dunque ben consapevoli dei rischi al ribasso sullo scenario e pronte a intervenire per limitare il rallentamento della crescita, soprattutto se avesse effetti visibili sul mercato del lavoro, ma non per favorirne un'ulteriore accelerazione.
- Il **deficit pubblico** per il 2015 è fissato a 1,62 trilioni di CNY, pari al 2,3%, in aumento rispetto al 2,1% del 2014. Il deficit dei governi locali, che sarà interamente finanziabile attraverso l'emissione di titoli obbligazionari, è fissato a CNY 500 miliardi vs i 400 del 2014. Nonostante questo aumento la politica fiscale a livello locale potrebbe non essere affatto espansiva. Con l'entrata in vigore della nuova Legge di Bilancio da gennaio 2015, tutte le entrate e uscite precedentemente fuori bilancio devono entrare a bilancio e non sarà più possibile per i governi locali ottenere finanziamenti tramite i propri veicoli finanziari. Da questa regola sono esentati i progetti già in essere al 30 settembre 2014 per i quali si potrà continuare ad ottenere finanziamenti tramite i veicoli solo fino a fine 2015. Ciò potrebbe portare a una contrazione dei finanziamenti, accesi negli ultimi anni anche per rifinanziare il debito esistente e, dunque, della spesa. Anche per far fronte a ciò, il Governo ha annunciato un programma di *swap* del debito locale per un totale di 1 trilione di CNY, che prevede la sostituzione di parte del debito in scadenza nel 2015 con l'emissione di titoli a più lunga scadenza per alcune province.

- Gli investimenti in **costruzioni** residenziali sono accelerati in febbraio a 9,5% cum. a/a da 7,9% in dicembre; tuttavia, i prezzi degli immobili residenziali hanno continuato a scendere nella maggioranza delle città (65 su 70 in cui sono rilevati) a cavallo d'anno ma in particolare nelle città di seconda e terza fascia (Fig. 6), mentre qualche stabilizzazione si osserva in quelle di prima fascia. Le vendite di immobili residenziali sono scese del 16,7% a/a cum. a febbraio in valore così come la superficie residenziale venduta. Mentre il credito al settore è rallentato solo marginalmente la fiducia degli immobiliari resta poco sotto i minimi del 2012 e la superficie residenziale in attesa di vendita resta elevata.
- Ribadiamo che la prosecuzione del rallentamento del settore immobiliare non potrà non avere effetti sull'economia e, dunque, sul mercato del lavoro, dati anche i legami con molti sotto-settori del manifatturiero, con un impatto frenante sui consumi nel prossimo anno. La crescita del 2015 sarà tuttavia ancora sostenuta dagli investimenti in infrastrutture, in particolare nelle regioni centrali e occidentali. L'aumento dei crediti deteriorati (+42,3% a/a nel 4° trimestre; il livello vs il totale crediti sale all'1,23% dall'1% a fine 2013) continuerà a frenare la dinamica del credito anche in caso di ulteriori tagli dei tassi. Il rallentamento delle importazioni, aiutato anche dal basso prezzo del petrolio, e la buona dinamica dell'export dovrebbero favorire un contributo positivo dal canale estero. Confermiamo le nostre previsioni di rallentamento dell'economia al 7,1% nel 2015, e le rivediamo da 6,7% a 6,5% nel 2016, a causa della debolezza degli investimenti e della decelerazione dei consumi privati. I rischi al ribasso sullo scenario rimangono invariati.

Previsioni macro	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL (prezzi costanti)	10.6	9.5	7.7	7.7	7.4	7.1	6.5
Consumi privati	8.2	10.3	9.4	8	7.8	7.5	7.3
Consumi pubblici	11.5	12.2	5.8	7.2	7.1	6.8	6.4
Investimenti fissi	11.3	8.7	9	9.2	8.3	5.9	5.3
Esportazioni	26.1	4.1	3.2	5.8	5.7	7.4	8.2
Importazioni	19.8	6.3	4.3	8.3	7.2	5.7	5.7
Produzione industriale	12.7	10.6	8.2	7.9	7.3	6.6	6.1
Inflazione (CPI)	3.3	5.4	2.6	2.6	2	1.5	1.6
Tasso di disoccupazione (%)	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0
Salari medi	14.1	16.8	14.4	11.8	10.8	9.2	8.7
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	2.7	5.3	4.6	5	5.1	4.6	5.1
Cambio USD/CNY (media)	6.77	6.46	6.31	6.15	6.16	6.32	6.22
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1603.7	874.1	1360.1	1124.3	1321.1	2601.2	2881.8
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3.9	1.8	2.5	1.9	2.1	3.8	3.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-1.7	-1.1	-1.6	-1.8	-1.8	-2.8	-3.5

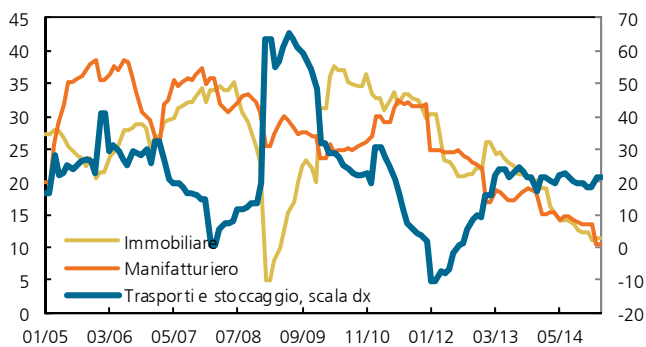
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato;
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig.1 - La produzione industriale rallenta ulteriormente



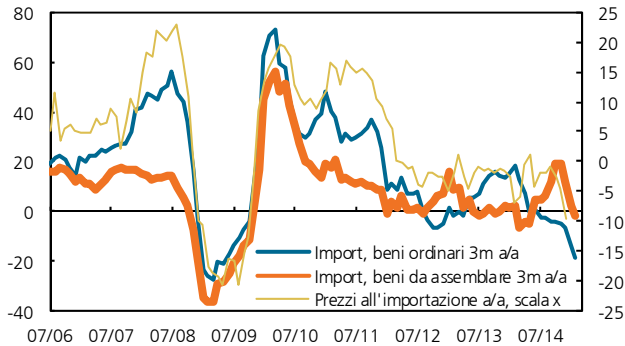
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - Investimenti per settore



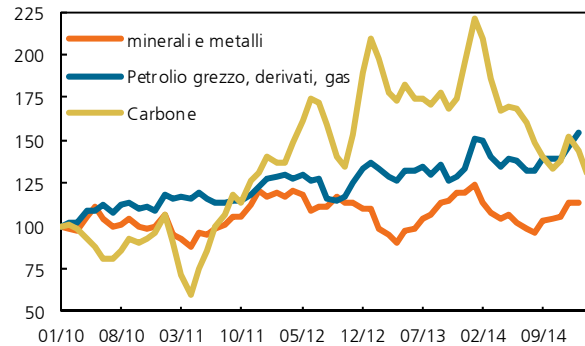
N.B. Investimenti nominali cumulati, var a/a. Fonte: CIEC

Fig. 3 - Importazioni influenzate dal calo dei prezzi



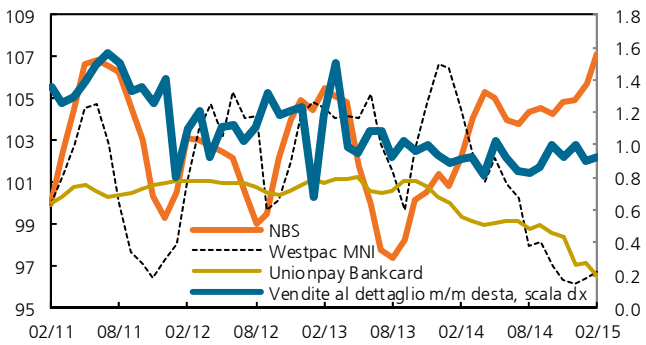
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Markit

Fig. 4 - Le importazioni di materie prime in quantità tengono



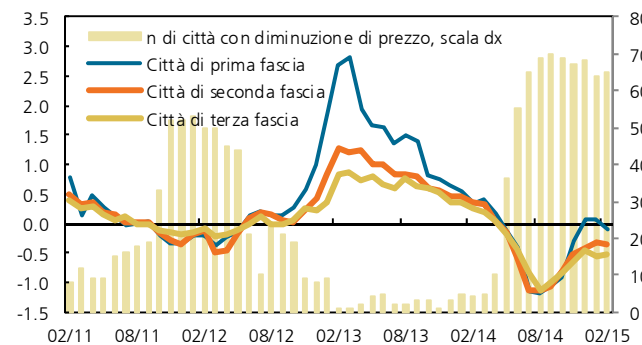
Nota: importazioni in tonnellate, ribasate a 01/01/2010= 100. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Indici di fiducia dei consumatori divergenti



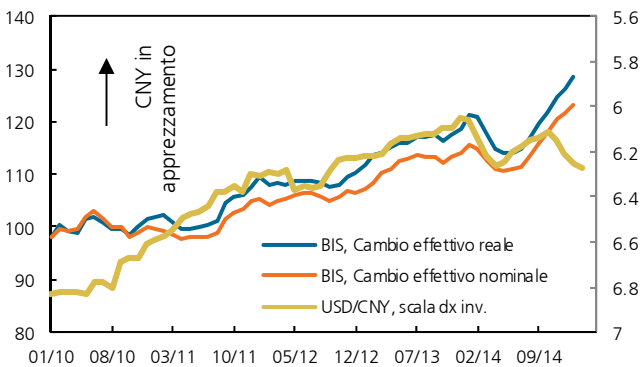
N.B. Indici di fiducia in media mobile a 3 mesi ribasati a febbraio 2011=100. Fonte: CEIC

Fig. 6 - Calano ancora i prezzi degli immobili residenziali



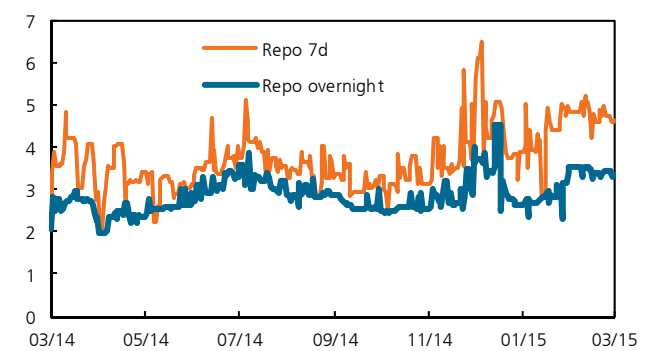
Nota: medie delle variazioni % di prezzo m/m. Immobili residenziali di nuova costruzione. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Cambio effettivo in apprezzamento



*2010=100. Fonte: CEIC

Fig. 8 - Tassi monetari in aumento



Fonte: Bloomberg

India: la statistica aiuta la crescita, ma non tutti i dati confermano

- L'Ufficio statistico ha pubblicato la nuova serie dei conti nazionali cambiando l'anno base dal 2004-05 al 2011-12, rivedendo la metodologia secondo le linee guida internazionali nonché includendo i dati dell'ultima indagine sulle famiglie e sulle imprese non registrate. La revisione della crescita del PIL è stata sensibile (Fig. 1), in particolare per il 2013, anno in cui è passata da 4,7% a 6,4% a/a, grazie a una più elevata dinamica dei consumi e degli investimenti privati. Essa si estende anche al 2014 che si chiude con una crescita in aumento a 7,2%, con un'accelerazione dei consumi privati e un contributo positivo del canale estero. Dal lato dell'offerta nel 2014 si è registrata una buona tenuta del settore manifatturiero e un'ulteriore accelerazione dei servizi. Successivamente verranno pubblicati solo i dati annuali sulle imposte indirette nette per il calcolo del PIL al costo dei fattori, mentre si pubblicheranno i dati trimestrali sul PIL al valore aggiunto e ai prezzi di mercato secondo la prassi internazionale.
- Dopo il miglioramento della seconda metà del 2014 proseguito fino a fine anno, i dati dei primi mesi del 2015 hanno dato segnali di lieve rallentamento. La **produzione industriale** è risalita a fine anno rispetto ai minimi del 3° trimestre, grazie alla migliore dinamica della produzione di beni capitali, ma ha subito un nuovo rallentamento a gennaio (2,6% a/a vs 3,2% a dicembre), in parte dovuto al calo della produzione mineraria e in parte alla decelerazione del settore manifatturiero. La produzione di beni di consumo migliora timidamente ma rimane in calo tendenziale (-1,2% a/a a gennaio). Sensibile anche il rallentamento della produzione di materie prime energetiche. Il tutto è in linea con la discesa di oltre tre punti dell'indice PMI tra dicembre e febbraio, ancora più marcata per la componente ordini (da 57,9 a 51,9). Secondo i dati del Ministero dell'industria le proposte d'investimento presentate per l'approvazione sono state in miglioramento a cavallo d'anno sia in numero sia in valore. L'indagine della Reserve Bank of India (RBI) sulle imprese industriali registra però un calo della fiducia nel 1° trimestre dopo tre trimestri di continuo aumento (Fig. 3), e delle aspettative per il trimestre successivo. Le imprese indicano un moderato rallentamento della domanda sia interna sia estera con un calo della componente ordini e un aumento delle scorte. Lo stesso rileva l'indagine *Dan&Bradstreet*. I dati di **commercio estero** segnalano un forte calo di esportazioni e importazioni di petrolio, dovute al ribasso del prezzo del petrolio. Le esportazioni al netto del petrolio scendono ma molto meno (-5,7% a/a in febbraio; fig. 5), mentre le importazioni al netto del petrolio rallentano rispetto al 3° trimestre ma restano positive (+11,7% a/a) anche grazie all'accelerazione di importazioni di macchinari. Mentre il traffico passeggeri è in tendenziale aumento il traffico cargo internazionale rallenta e più velocemente di quello domestico. Le prospettive del settore dei servizi rimangono buone (PMI in aumento per il terzo mese consecutivo fino a 53,9 a febbraio), ma le sottoscrizioni di telefoni cellulari rimangono stabili mentre gli arrivi di turisti hanno registrato un rallentamento. Le vendite di automobili continuano a migliorare e la fiducia dei consumatori è rimasta stabile sui massimi dal 2012 nel 4° trimestre ma ha registrato un marginale calo delle aspettative.
- L'**inflazione** dei prezzi al consumo (nuovo anno base 2012) è risalita a 5,4% a febbraio dal 5,2% a gennaio a causa dell'aumento stagionale dei prezzi degli alimentari prima del monzone sud-occidentale e dell'aumento dell'elettricità e di alcuni tipi di carburanti. L'inflazione *core* è rimasta invece contenuta a 4,2%. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è calata per il quarto mese consecutivo (-2,1% a/a a febbraio), trascinata al ribasso dal calo del prezzo del petrolio e delle fibre tessili grezze. Non sussistono pressioni verso l'alto da domanda e l'effetto base sarà favorevole fino ad agosto. La discesa attesa nella prima parte dell'anno sarà limitata dal rimbalzo del prezzo del petrolio e delle utenze domestiche. L'inflazione dovrebbe poi risalire nella seconda parte per portarsi in media annua a 4,8%.
- La discesa dell'inflazione ha permesso alla RBI di effettuare due tagli dei tassi di 25pb (a gennaio e a marzo), portando il tasso repo al 7,5%. La Banca centrale ritiene che la ripresa dell'economia sia in atto, tuttavia sottolinea la discrepanza tra i nuovi dati dei conti nazionali e l'andamento ancora debole dei dati mensili di economia reale e dell'ulteriore rallentamento del credito, in particolare non alimentare, la cui dinamica è decelerata da 11,1% a/a a novembre a 9,7% verso tutti i settori. Rimane stabile invece quella dei prestiti personali.

Silvia Guizzo

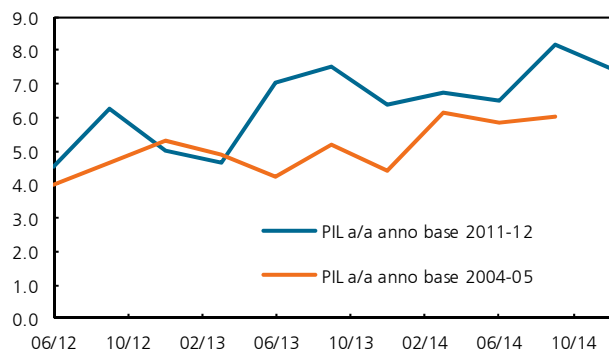
- La RBI ha recentemente firmato con il Governo un accordo quadro sulla politica monetaria, che definisce meglio obiettivi d'inflazione e responsabilità per il loro mancato raggiungimento. Essa si è impegnata a portare l'inflazione al di sotto del 6% entro gennaio 2016 e di mantenerla all'interno dell'intervallo 4%±2% per l'anno fiscale (AF) 2016-17 (aprile-marzo). Le linee guida di dicembre sulla politica monetaria, che vedevano la Banca centrale pronta a un allentamento solo se l'inflazione fosse stata su un chiaro trend discendente e fosse proseguito l'intento di consolidamento dei conti pubblici, rimangono invariate ma ulteriori tagli saranno guidati dai dati. Riteniamo probabile che la RBI effettui almeno un altro taglio di 25pb nel 2° trimestre e un successivo solo se i dati rimarranno ancora deboli, per poi fermarsi.
- Il Governo ha presentato il bilancio per l'AF 2015-16 ipotizzando una crescita del PIL molto ottimistica tra l'8% e l'8,5%. Il bilancio prevede maggiori investimenti in infrastrutture, il miglioramento dei programmi di assistenza sociale e il sostegno al settore manifatturiero. Prevede inoltre un aumento delle spese per la difesa, la proposta di riduzione dell'aliquota di tassazione del reddito d'impresa dal 30% al 25% dal prossimo anno fiscale e ulteriori deduzioni e detrazioni per i contribuenti di reddito medio nel corrente AF. Esso prevede un rapporto deficit/PIL per l'AF 2015-16 al 3,9%, in riduzione rispetto al 4,1% stimato per l'AF 2014-15, per arrivare al 3% nell'AF 2017-18 con un sentiero di consolidamento più lungo di dodici mesi rispetto a quanto proposto l'anno scorso. Tuttavia ciò è compensato, come ha osservato anche la RBI, da una maggiore qualità della spesa e da una maggiore partecipazione dei governi locali. In linea con gli obiettivi di devoluzione annunciati in passato da quest'anno sarà aumentata del 42% la parte di entrate fiscali federali che verrà trasferita ai governi locali, anche se i dettagli non sono stati specificati.
- Il calo del prezzo del petrolio e il conseguente calo del valore delle importazioni con una contemporanea tenuta dell'export hanno favorito un notevole miglioramento del deficit commerciale e del deficit delle partite correnti che si è ridotto fino all'1,4% del PIL nel 2014 vs 2,6% nel 2013. La ripresa dell'export e il prezzo ancora basso del petrolio dovrebbero favorire un'ulteriore riduzione nel 2015 ponendo un freno a movimenti di deprezzamento del cambio.
- L'approvazione di alcune riforme a fine anno, l'impegno del Governo a ridurre i lacci burocratici e a sostenere gli investimenti e la politica monetaria accomodante dovrebbero continuare a favorire il consolidamento della crescita nel 2015. Prevediamo una crescita del PIL secondo il nuovo anno base in moderata accelerazione a 7,5% nel 2015 con un aumento a 7,8% nel 2016, sostenuta dalla buona dinamica dei consumi e dalla ripresa degli investimenti, nonché dal contributo positivo del canale estero.

Previsioni macro	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL (prezzi costanti)	11	6.2	4.4	6.4	7.2	7.5	7.8
Consumi privati	8.6	7.3	7.2	5.2	5.8	6.9	7.1
Consumi pubblici	8.4	7.9	5.5	8.5	5.5	8.3	7.9
Investimenti fissi	17.5	6.2	-1.3	5.2	2.5	5.5	7.6
Esportazioni	15.5	18.3	11.2	2.9	3.8	6.8	8.6
Importazioni	18.2	18.4	11.8	-6.7	-2.2	2.7	7.2
Produzione industriale	9.7	4.8	0.7	0.6	1.4	4.9	7.8
Inflazione (CPI)	10.3	9.6	9.7	10.1	7.2	4.8	6
Tasso di disoccupazione (%)	6.1	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.4
Salari medi	19.4	13.5	20.2	11.2	10.7	10.3	9.7
Mibor 3 mesi (media) (%)	6.3	9.5	9.5	9.3	9.1	8.5	7.8
Cambio USD/INR (media)	45.74	46.69	53.47	58.57	61.04	63.04	62.06
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-2498.0	-2945.1	-4893.2	-2779.6	-2033.0	-954.2	-1874.9
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-3.4	-3.4	-5.1	-2.5	-1.7	-0.7	-1.2
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.8	-6.8	-5.5	-5.5	-4.3	-4.3	-4.0

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

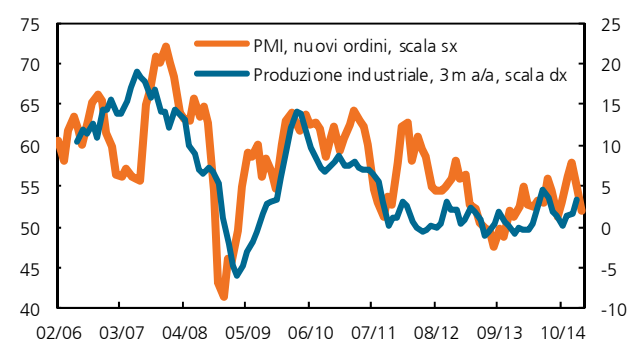
Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La revisione della serie del PIL porta una crescita più alta



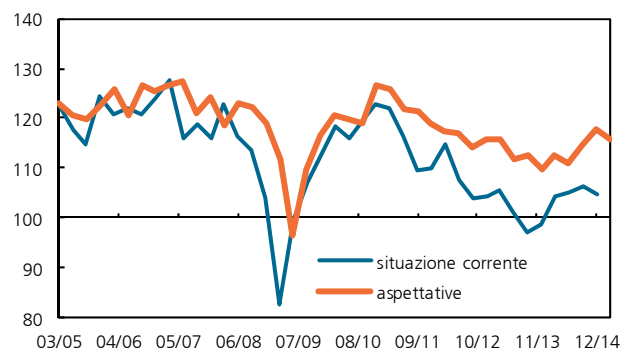
Fonte: CEIC

Fig. 2 - Ordini in calo



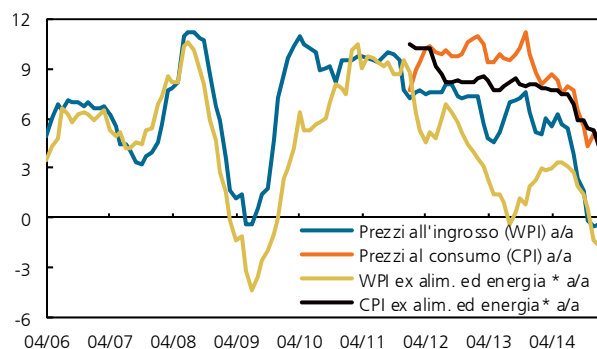
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 - La fiducia degli imprenditori scende lievemente



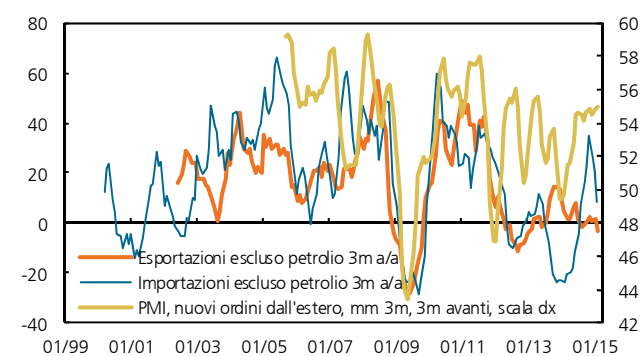
N.B. Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 - L'inflazione cala



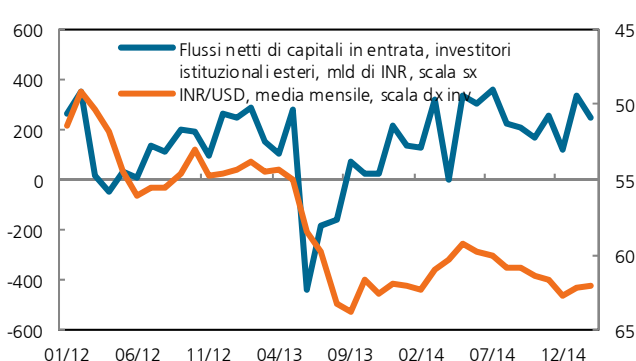
*Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 - L'export scende nonostante la tenuta degli ordini dall'estero



Fonte: Bloomberg, Markit

Fig. 6 - Il deprezzamento della rupia rimane contenuto



Fonte: CEIC

Mercati valutari: ultimo trimestre prima del primo rialzo Fed

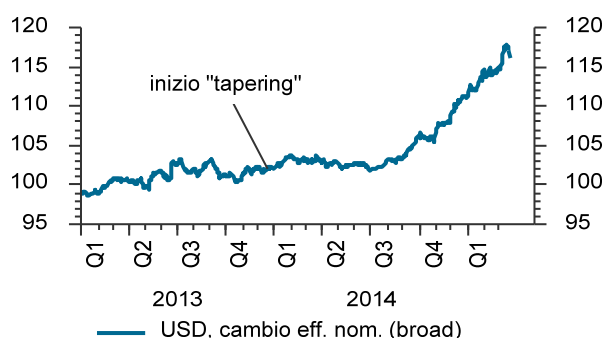
Asmara Jamaleh

Il 2° sarà l'ultimo trimestre prima del primo rialzo della Fed. La fase di maggior volatilità dei cambi dovrebbe quindi concentrarsi qui, dove maggiori sono le incertezze - più o meno ovunque. L'incertezza principale riguarda il **timing preciso della svolta effettiva** sui tassi Fed: giugno, luglio o settembre? Questo è ora il **tema centrale** per tutti i rapporti di cambio.

DOLLARO

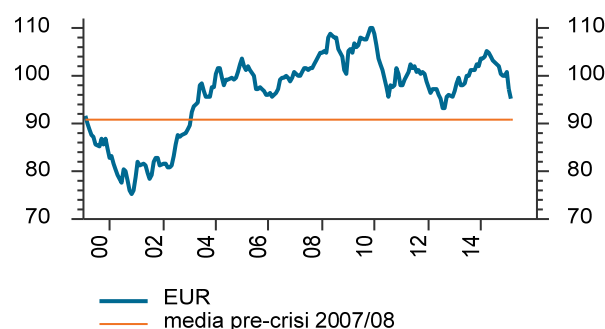
Il dollaro ha aperto il 2015 con un ampio e rapido apprezzamento generalizzato che lo ha riportato anche più in alto rispetto ai livelli pre-crisi del 2007-08. Intorno al FOMC del 18 marzo ha però ritracciato, perché la Fed, pur avendo aperto *de iure* la strada a un primo rialzo in giugno, ha *de facto* insinuato il dubbio che la prima mossa possa non arrivare già a giugno ma semmai a luglio o settembre. Le probabilità implicite di aumento dei tassi si sono di fatto ridimensionate e la corsa al rialzo del biglietto verde si è interrotta. Il ritracciamento in atto non è tuttavia un'inversione ribassista, ma solo una pausa nel *trend*, che dovrebbe essere ripristinato in prossimità del primo rialzo effettivo della Fed. Allora infatti i differenziali di tasso/rendimento andranno ampliandosi, sia perché i fed funds partono da (sei anni di tassi a) zero, sia perché le altre Banche centrali inizieranno a normalizzare la politica monetaria dopo la Fed e - generalmente - non prima dell'anno prossimo.

Dollaro: cambio nominale effettivo



Fonte: Thomson Reuters

Euro: cambio nominale effettivo



Fonte: Thomson Reuters

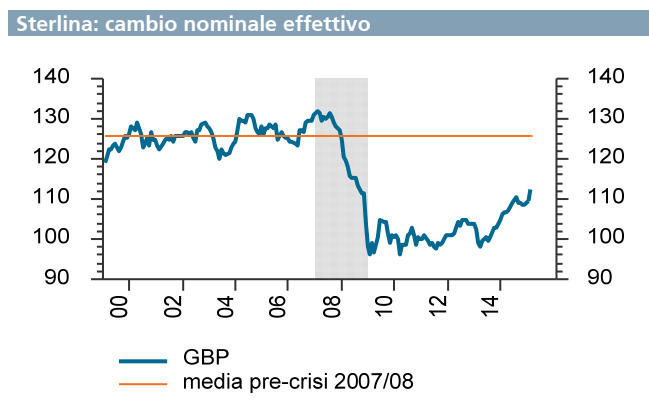
EURO

Questa dinamica del dollaro è stata particolarmente evidente con l'euro, che tra gennaio e marzo è precipitato del 14% (da 1,21 a 1,04 EUR/USD). Qui il calo è stato amplificato dall'avvio del QE BCE che, comprimendo al massimo i rendimenti (in molti casi anche negativi), amplia ulteriormente gli *spread* rispetto agli USA. Se anche quindi post-FOMC di marzo, l'euro in pochi giorni è rimbalzato verso 1,10 EUR/USD, sul primo rialzo Fed il re-intensificarsi delle pressioni ribassiste potrebbe sospingerlo di nuovo sotto quota 1,05 EUR/USD, con *downside* verso/poco sotto la parità. Solo successivamente, verso fine anno, a QE inoltrato e a normalizzazione Fed avviata, la fase ribassista del cambio (partita a metà dell'anno scorso) dovrebbe andare esaurendosi, lasciando probabilmente spazio a un periodo di assestamento, con il miglioramento dei fondamentali area euro, prima dell'avvio di una moderata svolta rialzista nel corso del 2016. Nel 2° trimestre le oscillazioni potrebbero rimanere ampie, insistendo principalmente sul range 1,05-1,10 EUR/USD, con maggiori rischi verso l'alto nel breve, dove i dati USA saranno generalmente più deboli rispetto a quelli del passato recente a causa di fattori sfavorevoli una tantum e per il confronto diretto coi mesi precedenti, che erano stati particolarmente positivi. Tecnicamente, quota 1,05 EUR/USD rappresenta il livello di normale ritracciamento rispetto ai valori di inizio

Scenario Macroeconomico

Marzo 2015

anno intorno a 1,20 EUR/USD, il corridoio 1,0875-1,1000 apre potenzialmente il fronte rialzista di ritorno verso 1,20 EUR/USD e il range 1,0125-1,0000 quello ribassista verso 0,90 EUR/USD (ipotetico minimo in caso di scenari estremi, massimamente negativi per l'area euro). L'altro tema di natura domestica, e che potrebbe tornare a penalizzare la moneta unica, è la questione della Grecia – solo parzialmente e temporaneamente risolta. Fatto salvo il caso limite di uscita dall'UEM, questo non dovrebbe però guidare la dinamica di fondo del cambio, ma solo accentuare o meno le tendenze già in atto.



Fonte: Thomson Reuters



Fonte: Thomson Reuters

STERLINA

All'estremo opposto dell'area euro si trova il Regno Unito. Questo però non si riflette sempre in una altrettanto netta divergenza di comportamento del cambio. La sterlina infatti procede a fasi alterne di correlazione positiva e negativa con l'euro – nei confronti del dollaro. **All'opposto della BCE, la BoE dovrebbe essere la prima ad alzare i tassi dopo la Fed**, perché la crescita è ancora molto robusta. **Nelle scorse settimane però la BoE, similmente alla Fed, ha assunto un atteggiamento di maggior cautela rispetto al timing del primo rialzo.** In particolare, è tornata a sollevare il tema degli effetti ribassisti del cambio forte sull'inflazione. **La sterlina si è di conseguenza indebolita**, scendendo sotto quota 1,50 GBP/USD (minimo a 1,46) e ritracciando dai nuovi massimi recenti contro euro a 0,70 EUR/GBP. Lo scenario centrale resta un primo rialzo quest'anno, nel 4° trimestre, ma la probabilità di tale evento è diminuita. Nel breve pertanto la sterlina potrebbe trattenersi ancora sotto 1,50 GBP/USD, tendenzialmente entro 1,45-1,44, anche a causa dell'incertezza pre-elettorale. **Il 7 maggio si terranno infatti le elezioni. Il mese di maggio sarà tuttavia importante anche perché la BoE pubblicherà (il 13) l'inflation report**, con le proiezioni aggiornate di crescita e inflazione. Importante sarà in particolare la nuova previsione di inflazione per quest'anno, perché darà una misura più chiara della posizione della BoE sull'opportunità o meno di un primo rialzo del *bank rate* quest'anno. Se tale ipotesi non verrà meno, all'approssimarsi della svolta sui tassi la sterlina tornerebbe a salire rispetto al dollaro, verso il range 1,55-1,60 GBP/USD, inaugurando nuovi massimi contro euro tra 0,70 e 0,65 EUR/GBP. Rispetto alla moneta unica tuttavia questo potrebbe verificarsi anche prima perché, pur in fase discendente contro dollaro, la sterlina dovrebbe scendere meno dell'euro. Complessivamente, **quanto prima la Fed inizierà ad alzare i tassi, tanto maggiore sarà la probabilità che anche la BoE possa farlo quest'anno.**

YEN

Anche lo yen è sceso contro dollaro, ma meno di altre valute, perché partiva da livelli più bassi. **Il cambio USD/JPY sta così incontrando resistenza a sfondare quota 120**, ma lo scenario centrale resta per un ulteriore deprezzamento in corso d'anno. **La nuova fase calante dello yen dovrebbe**

partire con il primo rialzo della Fed e si accentuerebbe se la BoJ decidesse di ampliare il QE per evitare che il perseguimento dell'obiettivo di inflazione venga rimandato ulteriormente. Il calo atteso dello yen si spingerebbe così verso il range 125-130 USD/JPY.

FRANCO SVIZZERO

Dopo l'abbandono del *floor* a 1,20 EUR/CHF deciso dalla SNB in gennaio, il franco svizzero ha trovato una nuova base di oscillazione intorno a 1,05 EUR/CHF. A questi livelli la SNB ha ripetuto che il franco rimane ancora troppo sopravvalutato e che quindi il sentiero atteso resta di deprezzamento. Lo scenario centrale è pertanto di discesa verso 1,10-1,15 EUR/CHF ma graduale, sull'orizzonte a 12m-24m. In particolare, soprattutto nei prossimi mesi, quanto più basso sarà il cambio EUR/USD tanto più lentamente il franco scenderà rispetto all'euro. La SNB ha comunque confermato che rimarrà attiva sul mercato valutario onde evitare un nuovo indesiderato apprezzamento del franco. Alla riunione di marzo ha infatti rivisto sia la crescita sia l'inflazione, dimezzando la prima a poco sotto l'1% quest'anno e abbassando la seconda a -1,1% nel 2015, a -0,5% nel 2016 e prevedendone un ritorno sopra lo zero (+0,4%) solo nel 2017.

DOLLARO CANADESE

Anche il dollaro canadese ha subito il generale deprezzamento del dollaro USA, ma il calo si è amplificato dopo che a gennaio – del tutto a sorpresa – la BoC ha tagliato i tassi. Il calo del petrolio, infatti, in questo caso penalizza significativamente la crescita, ritardando ulteriormente il ritorno dell'economia a pieno utilizzo della capacità produttiva e dell'inflazione a target, che la BoC colloca verso la fine dell'anno prossimo. Questo aumenta notevolmente il *gap* temporale con cui la BoC potrà seguire la Fed riprendendo ad alzare i tassi. Il dollaro canadese dovrebbe quindi deprezzarsi ancora verso il *range* 1,30-1,35 USD/CAD. **La fase di maggior debolezza del CAD dovrebbe aversi in concomitanza con l'avvio dei rialzi Fed.** All'ultima riunione di marzo la BoC ha lasciato intendere che, a meno di sviluppi molto sfavorevoli, il taglio di gennaio dovrebbe essere sufficiente. Inoltre, in un secondo momento, l'economia canadese tornerà a beneficiare del ciclo positivo della crescita USA, il che dovrebbe portare a esaurimento la fase ribassista del CAD, predisponendolo a una graduale inversione di tendenza nel corso dell'anno prossimo.

DOLLARO AUSTRALIANO

Similmente alla BoC anche la RBA ha tagliato i tassi a inizio anno (febbraio), ma in questo caso la mossa non era del tutto inattesa. La persistente forza del dollaro australiano amplifica infatti le spinte ribassiste su crescita e inflazione già causate precedentemente dal calo delle *commodity*. **Diversamente dalla BoC, la RBA ha però lasciato le porte aperte a un'ulteriore riduzione** dei tassi, se necessario, ribadendo che l'AUD rimane sopravvalutato. Poiché questo avverrebbe in prossimità del primo rialzo Fed, l'**ulteriore deprezzamento** del cambio tra 0,75 e 0,70 AUD/USD dovrebbe svilupparsi nei prossimi mesi, entro l'orizzonte a 3m-6m.

DOLLARO NEOZELANDESE

Anche il dollaro neozelandese dovrebbe scendere ancora, portandosi verso il *range* 0,70-0,65 NZD/USD. Alla riunione di gennaio infatti la RBNZ, l'unica che l'anno scorso aveva alzato i tassi, è passata da *tightening bias* a *neutral bias*. Successivamente, a marzo, ha rivisto significativamente al ribasso le previsioni di inflazione e solo leggermente al rialzo quelle di crescita. **Ha inoltre ripetuto che il dollaro neozelandese è ancora troppo forte** e che anche questo contribuisce a tenere bassa l'inflazione. Tale scenario è coerente con il mantenimento di un periodo di tassi stabili, piuttosto che di ripresa del ciclo di rialzi. L'avvicinarsi del primo rialzo Fed resta anche in questo caso un fattore sfavorevole all'NZD.

CORONA SVEDESE

Dopo aver seguito la BCE nel portare i tassi in territorio negativo, la Riksbank ha tagliato di nuovo i tassi a marzo, a sorpresa, portandoli da -0,10% a -0,25% e ha ampliato il programma di acquisti avviato in precedenza. **La corona svedese ha corretto** immediatamente, passando da 9,15 a 9,36 EUR/SEK. La mossa della Banca centrale è avvenuta in occasione di un meeting che normalmente non è quello in cui si decidono i cambiamenti di *policy*. Il mese scorso **la Riksbank aveva** comunque **avvertito che avrebbe potuto intervenire anche intra-meeting se necessario**. In tal caso **la "necessità" si è presentata dopo il recente rimbalzo della valuta** che aveva riportato il cambio da 9,68 a 9,05 EUR/SEK in un solo mese. La Banca centrale ha rilevato ieri che l'inflazione sta già probabilmente iniziando a svoltare, ma ha tenuto le porte aperte ad ulteriore espansione monetaria nei prossimi mesi se necessario. **La fase di maggior debolezza della corona dovrebbe quindi concentrarsi nel breve**, entro 9,40-9,50 EUR/SEK. Successivamente invece, in ragione del positivo scenario di crescita che la Riksbank mantiene al di là del brevissimo termine, dovrebbe invece iniziare una rimonta, ma molto graduale, con rientro atteso verso 9,10-9,00 EUR/SEK sull'orizzonte a un anno circa.

CORONA NORVEGESE

La corona norvegese si era deprezzata molto a dicembre, da 8,50 a oltre 9,50 EUR/NOK, quando la Norges Bank aveva tagliato i tassi. Successivamente ha recuperato rientrando verso quota 8,50 EUR/NOK e **alla riunione di marzo la Banca centrale ha lasciato i tassi invariati, a 1,25%, contro attese di consenso per un altro taglio**. Nel nuovo Monetary Policy Report però ha rivisto **al ribasso le proiezioni di crescita e di inflazione**, specificando che se anche gli sviluppi di inizio anno sono stati pressoché in linea con quanto preventivato nel MPR di dicembre, lo scenario per i prossimi trimestri sarà invece un po' più debole. Ha pertanto rivisto al ribasso anche il profilo atteso dei tassi ufficiali, **lasciando intendere che salvo miglioramenti particolari dello scenario la probabilità di un altro taglio a breve (riunione del 7 maggio o del 18 giugno) resta abbastanza alta**. La corona norvegese resta quindi esposta a un **ritracciamento ribassista soprattutto entro l'orizzonte a 3m** poco sotto quota 9,00 EUR/NOK. Successivamente dovrebbe partire una fase di recupero, molto cauta inizialmente, più direzionale invece nel corso dell'anno prossimo, con rientro atteso nel *range* 8,50-8,20 EUR/NOK.

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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