

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Settembre 2012

Indice

La crescita globale può continuare, nonostante la crisi europea	2
Il quadro per area in sintesi	4
Materie prime	7
Petrolio	10
Stati Uniti – Alto debito, bassa crescita, ma una crisi è improbabile	14
Il club dei paesi ad alto debito e bassa crescita ha un nuovo socio	15
Politica monetaria – Stimolo a oltranza, fino a quando il mercato del lavoro non migliora	29
Area euro - Verso un 2013 di stagnazione	32
Lo scenario in sintesi	32
Il ciclo è ancora frenato dalla stretta fiscale	32
Inflazione: ancora 2% nel 2013 ma è ancora energia e tasse	39
Politica monetaria: BCE pronta all'azione	42
Sorpresa: salto di qualità per i meccanismi di gestione della crisi	44
Germania: crescita appena sotto il potenziale	49
Francia: crescita anemica anche nel 2013	53
Italia - Ancora lontana l'uscita dalla recessione	57
Spagna: giochi di equilibrio in attesa dei soccorsi	61
Focus: Budget 2013 sforzo apprezzabile ma non finisce qui	63
Grecia: obiettivi lontani, necessario un ripensamento del secondo programma	70
Irlanda: bene il 2012, ma gli obiettivi 2013-15 potrebbero essere rivisti	71
Portogallo: allentati gli obiettivi fiscali, ma swap e OMT evitano la necessità di maggiori aiuti	73
Focus: il riequilibrio nei conti con l'estero di Portogallo e Irlanda	74
Regno Unito – Recessione nel 2012, meno scontato il 2013	79
Asia	80
Giappone: di nuovo in recessione?	80
Cina: i rischi sulla crescita rimangono al ribasso	85
India: la dinamica di investimenti e consumi privati indebolisce la crescita	92
Mercati valutari – Tassi fermi a zero, eppur si muovono	99

Settembre 2012

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area euro

Sara Molinari
Economista - Area euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

Il documento è basato sulle informazioni disponibili al 04.10.2012

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

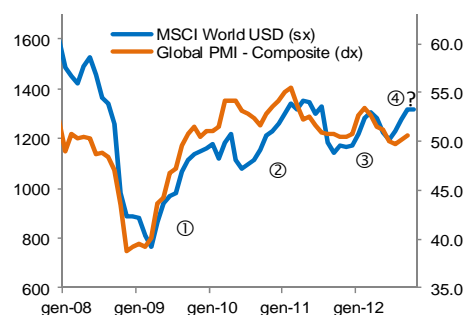
La crescita globale può continuare, nonostante la crisi europea

Il tono della congiuntura economica rimane debole, ma le politiche monetarie accomodanti, il ridimensionamento del *fiscal cliff* negli Stati Uniti e il contenimento delle tensioni nell'Eurozona dovrebbero essere sufficienti a garantire la prosecuzione della ripresa economica nel 2013.

Luca Mezzomo

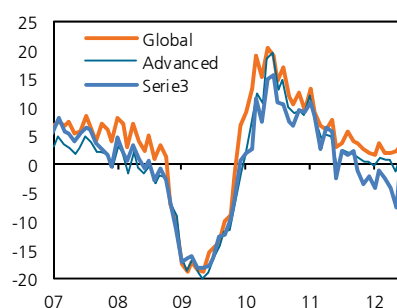
La congiuntura economica mondiale è rimasta debole nel 3° trimestre. Nonostante il piccolo rialzo del PMI composito globale in agosto, la media del 3° trimestre è di otto decimi inferiore a quella del 2° trimestre; la flessione risulta più pronunciata per il comparto manifatturiero, il cui indice è sceso da 50,4 a 48,5. La tendenza di fondo è ancora dominata dalla contrazione dell'attività economica e dalle tensioni finanziarie nell'Eurozona. La debolezza della domanda interna porta a un andamento delle importazioni della zona euro rimane nettamente più debole rispetto al totale dei Paesi avanzati, che a sua volta è dimesso rispetto a quello dei Paesi emergenti (v. fig. 2). Ma altri fattori, oltre alla crisi dell'Eurozona, sembrano ora contribuire alla debolezza dell'attività economica: il principale è il rischio di eccessiva restrizione fiscale negli Stati Uniti, in connessione alla difficoltà di gestire la massa di provvedimenti fiscali temporanei che vanno in scadenza tra fine 2012 e inizio 2013. Ci sono segnali che ciò abbia influito negativamente sulle decisioni di spesa delle famiglie e sulle politiche di investimento delle imprese.

Fig. 1 - Indici azionari e ciclo reale



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Markit

Fig. 2 - Import, variazione a/a per area



Fonte: elaborazioni su dati CPB

I mercati azionari danno attualmente una valutazione positiva delle tendenze (v. fig. 1). L'aumento degli indici nei mesi estivi sembrerebbe anticipare una ripresa degli indici di attività reale nel corso dei prossimi mesi, come già avvenuto in altri tre episodi recenti. Tale valutazione riflette probabilmente le aspettative che il *fiscal cliff* statunitense venga in larga parte spianato e che la crisi del debito europea continui a essere controllata. Si vedano rispettivamente l'ampio approfondimento sulle prospettive fiscali americane a p. 21 e la scheda sui nuovi meccanismi europei per la gestione della crisi a p. 44. L'ottimismo dei mercati potrebbe rivelarsi eccessivo nel breve termine (al momento gli indicatori non offrono ancora alcun segnale convincente di ripresa) ma, se accettiamo le due ipotesi citate, dovrebbe rivelarsi corretto.

Il tono molto accomodante delle condizioni finanziarie dovrebbe aiutare. Nei Paesi avanzati, le banche centrali stanno garantendo tassi di interesse nominali vicini allo zero e abbondanza di liquidità; i programmi di stimolo quantitativo sono stati recentemente potenziati in Regno Unito, Giappone e Stati Uniti (v. p. 83 e p. 29 per i dettagli). Anche la BCE ha annunciato misure che potrebbero indirettamente favorire una parziale riattivazione dei mercati interbancari e allentare la stretta creditizia nei Paesi periferici, garantendo una maggiore omogeneità delle condizioni finanziarie. Ci sono già alcuni segnali dell'efficacia del programma OMT nel ripristinare i flussi di capitale verso la periferia, quali il calo degli sbilanci fra le banche centrali nazionali connessi al funzionamento del sistemi interbancari di pagamento. Più in generale, il calo delle preoccupazioni per la sostenibilità del debito di Spagna e Italia dovrebbe favorire la

stabilizzazione degli indici di fiducia. Grazie al ritorno a una modesta crescita dell'Eurozona, ci attendiamo che la crescita economica globale rimanga pressoché stabile nel 2013 (fig. 3).

Fig. 3 - La crescita economica per area geografica

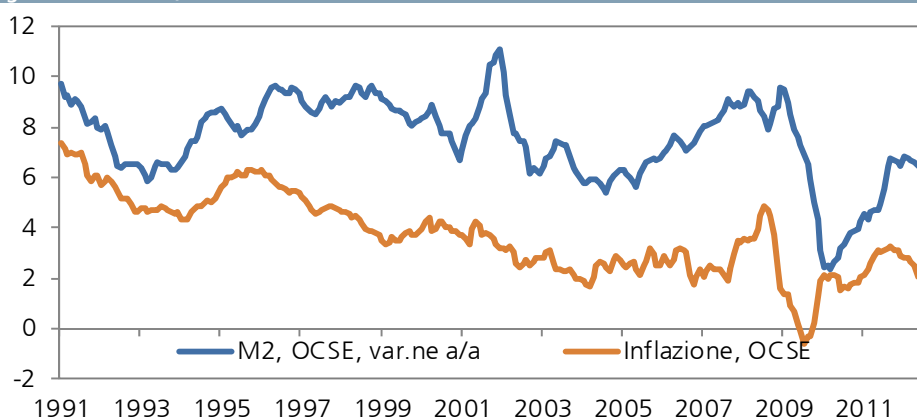
	2009	2010	2011	2012	2013
Stati Uniti	-3.1	2.4	1.8	2.2	1.6
Giappone	-5.5	4.6	-0.7	2.0	1.4
Area Euro	-4.4	2.0	1.5	-0.4	0.3
Europa Orientale	-5.6	1.0	3.9	3.1	3.0
America Latina	-2.2	4.8	4.7	3.0	3.5
OPEC	0.9	4.2	3.5	4.3	4.6
Asia orientale	5.4	9.1	7.1	5.6	6.7
Africa	1.8	3.8	3.2	2.7	4.4
Crescita mondiale	-0.6	5.3	3.9	3.1	3.3

Fonte: Intesa Sanpaolo

C'è un rischio di inflazione da eccesso di moneta?

L'espansione dei bilanci delle banche centrali sta favorendo la diffusione di tesi allarmistiche sui rischi di inflazione che ciò comporterebbe. Ci sono diversi motivi per cui è molto improbabile che nei prossimi trimestri si possa concretizzare una fiammata inflazionistica originata dall'espansione monetaria. Il primo è che la crescita della base monetaria è in gran parte compensata da un aumento di domanda di riserve da parte delle banche, e non si traduce in un incremento equivalente degli aggregati monetari più ampi e del credito. In effetti, nonostante la dilatazione dei bilanci delle banche centrali, il tasso di crescita di M2 nei paesi OCSE è significativamente inferiore alla media del periodo 1990-2012 (v. fig. 4). Questo non dovrebbe stupire, visto che diversi paesi stanno attraversando (o sono appena usciti) da crisi finanziarie che impongono una riduzione della leva finanziaria. Nell'Eurozona, inoltre, l'aumento della base monetaria serve a rimpiazzare l'accesso al mercato interbancario delle banche situate nei Paesi periferici, ed è associato a un crollo dei moltiplicatori monetari. In secondo luogo, la maggior parte delle economie avanzate sperimentano ancora condizioni di eccesso di offerta, in presenza delle quali è improbabile che l'espansione monetaria possa tradursi in pressioni inflazionistiche. Nel contesto attuale, tensioni inflazionistiche generalizzate possono essere legate soltanto a shock di offerta, come temporanee fiammate delle quotazioni petrolifere. Queste ultime rimangono soggette a spinte contrastanti: da una parte, sono sostenute dai rischi geopolitici, dalla spesa fiscale nei paesi produttori e dalle politiche monetarie nei paesi occidentali; dall'altra, sono frenate dalla debole crescita economica mondiale, dal rischio di un rilascio di riserve di emergenza e dalle stime di una abbondante produzione, soprattutto in Nord America. Nel complesso, dovrebbe prevalere un ampio *trading range* (v. p. 10).

Fig. 4 - Paesi OCSE, andamento di M2 e dell'inflazione



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Non bastano i Paesi emergenti

La visione relativamente benigna della situazione incorporata nelle nostre proiezioni di crescita poggia su alcuni assunti fondamentali. Primo, continuiamo a ritenere improbabile una degenerazione della crisi del debito nell'Eurozona: lo scenario più probabile continua a essere quello di una crisi lunga ma senza svolte fatali, che porta a una blanda recessione per i paesi al centro dell'Eurozona. Secondo, ci associamo ai più nell'ipotizzare che gli Stati Uniti dimezzino l'impatto della restrizione fiscale automatica di fine 2012-inizio 2013, limitando il rallentamento della domanda interna e mantenendo una crescita positiva.

Senza il sostegno delle economie avanzate, la sola crescita endogena dei Paesi emergenti potrebbe prevenire una recessione globale? Nonostante il rapido spostamento delle quote di mercato a favore dei paesi emergenti tale scenario appare ancora improbabile. C'è evidenza che una recessione nell'aggregato dei Paesi avanzati ha un effetto potente sulla probabilità di interrompere una fase di espansione nei Paesi emergenti; la significatività della relazione si è indebolita dal 1990, a indicare una maggiore variabilità della risposta macroeconomica, ma la dimensione media dell'impatto è rimasta simile. D'altronde, la performance economica dei Paesi emergenti rimane ancora condizionata dal contributo delle esportazioni e degli afflussi di capitale (che incidono sugli investimenti fissi, e quindi sulla domanda interna). Anche la recessione del 2008-09 rafforza i dubbi sulla validità della tesi dello sganciamento: nell'ipotesi in cui Eurozona e Stati Uniti cadessero contemporaneamente in recessione, è probabile che anche i flussi di importazione dei Paesi emergenti si contrarrebbero, come avvenne già nel 2009 (v. di nuovo fig. 2).

Fig. 5 - Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2009	2010	2011	2012	2013
Petrolio (Brent, \$/barile)	61.5	79.5	111.5	111.1	107.2
	-36.7	+29.1	+40.3	-0.4	-3.4
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	127.4	161.0	189.6	172.9	180.4
	-15.7	+26.4	+17.8	-8.8	+4.4
Metalli (1990=100)	136.5	202.3	229.7	192.0	206.9
	-19.2	+48.2	+13.5	-16.4	+7.7
Agricole (1990=100)	94.1	125.3	153.8	132.9	125.2
	-17.0	+33.2	+22.7	-13.5	-5.8

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

Le previsioni per l'economia statunitense vedono **bassa crescita** (fra l'1,5% e il 2%) e **bassa inflazione** (sotto il 2%) nel prossimo biennio, e **alto debito** per i prossimi decenni. Nel 2013 il nostro scenario centrale ha una crescita dell'1,6%. **I rischi per la crescita sono verso il basso e restano legati alla politica fiscale.** Per il **2013**, esiste il rischio di un eccesso di restrizione fiscale nel caso in cui il Congresso uscente non riuscisse a trovare un compromesso per bloccare il *fiscal cliff*. La nostra previsione è che un accordo dell'ultima ora congeli quasi tutte le misure in scadenza per qualche trimestre, lasciando una restrizione di circa 1,5% del PIL. Sul periodo **dopo il 2013**, invece, il rischio è di restrizione fiscale insufficiente. Un Governo diviso dopo le elezioni potrebbe essere bloccato da veti incrociati e non riuscire a trovare un compromesso per frenare la crescita della spesa e aumentare il gettito tributario. In questo caso i mercati potrebbero generare un rialzo dei rendimenti e una potenziale crisi del debito. La nostra previsione è che il prossimo Congresso riesca ad accordarsi su misure tali da controllare i deficit del prossimo quinquennio, pur senza stabilizzare i conti nel lungo termine. In questo modo si eviterebbe una crisi del debito.

Stati Uniti, p. 14

La svolta annunciata dalla BCE ha ridotto i rischi di evoluzioni "estreme" della crisi del debito, ma anche negli scenari più favorevoli ci vorrà tempo prima che il miglioramento delle condizioni

Area euro, p. 32

finanziarie si trasmetta all'economia reale. Peraltro, gli effetti delle misure di consolidamento fiscale continueranno a frenare la domanda aggregata anche nel 2013. Lo scenario più probabile per l'insieme dell'Eurozona resta quello di una recessione "lieve"; una ripresa vera e propria, anche in caso di prosecuzione del trend di allentamento delle tensioni finanziarie, si vedrà soltanto a 2013 inoltrato (a partire dalla primavera, nelle nostre stime) e la variazione media del PIL del prossimo anno sarà di poco superiore allo zero. Le condizioni dei singoli Stati membri rimarranno molto diversificate, e diversi Paesi della periferia continueranno a registrare contrazioni più o meno ampie del PIL.

Rispetto alle stime di giugno abbiamo rivisto al rialzo le proiezioni per l'inflazione *core* (al netto di energia e alimentari freschi) di circa tre decimi, all'1,7%, mentre la variazione media annua dell'indice generale è attesa a 2,0%. Il basso livello di utilizzo delle risorse, a cominciare dal lavoro, rappresenta un grosso ostacolo alla trasmissione delle pressioni inflazionistiche originate dalle materie prime e dalle manovre fiscali.

Per quanto non si possa escludere che la Banca Centrale Europea possa effettuare un'ultima limatura dei tassi ufficiali nei prossimi mesi, la probabilità appare al momento piuttosto ridotta; ancor più improbabile che possano essere introdotte penalizzazioni per le riserve in eccesso. Con l'OMT ancora in fase di implementazione, appare ugualmente improbabile che vengano annunciate altre misure clamorose sul fronte delle misure non convenzionali. Anche il lancio di nuove operazioni straordinarie di rifinanziamento a lungo termine sarebbe oggi di scarsa utilità, ed è poco probabile almeno fino a quando non si saranno verificati appieno gli effetti dell'OMT sui mercati interbancari.

Dopo un 1° semestre in crescita sostenuta, si apre una nuova fase di contrazione/stagnazione per l'economia giapponese. I consumi erano stati sostenuti dagli incentivi per l'acquisto di auto: dal 3° trimestre la domanda aggregata perderà la spinta della spesa delle famiglie. La voce più debole della domanda interna è quella degli investimenti delle imprese, frenati dal rallentamento della domanda internazionale. Il canale estero contribuisce sempre più negativamente alla crescita complessiva, attraverso una persistente correzione delle esportazioni. Prevediamo che la **crescita rallenti nel 2013 all'1,4% dal 2% del 2012**. L'**inflazione** è di nuovo in territorio negativo e nei prossimi mesi sarà intorno allo zero. La **politica fiscale** è restrittiva e rappresenta un freno alla crescita. La **Banca centrale** ha annunciato un nuovo ampliamento del pacchetto di acquisto titoli. Il mancato raggiungimento dell'obiettivo di inflazione dell'1% e la debolezza ciclica, in presenza di restrizione fiscale, indurranno la BoJ ad aumentare ulteriormente il programma di acquisto titoli fra fine 2012 e il 2013. Finora le misure di stimolo attuate dalla BoJ non hanno avuto effetti sul cambio, che rimane un freno alla domanda aggregata e un elemento di pressione verso il basso sui prezzi.

Giappone, p. 80

Il sostegno della politica monetaria e della politica fiscale, unito alla crescita dei salari reali, dovrebbe favorire la tenuta dei consumi privati e una contenuta ripresa degli investimenti nella seconda parte dell'anno, permettendo al PIL di crescere poco al di sotto dell'8% nel 2012. Le nostre previsioni vedono una crescita del 7,8% nel 2012, rivista marginalmente al ribasso rispetto allo scenario di giugno, per incorporare un maggior rallentamento del commercio estero. La dinamica del commercio estero, più contenuta anche nel 2013, ci porta a rivedere al ribasso anche la crescita prevista per il 2013 da un precedente 8,4% a 8,1%. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore Bancario. A ciò si aggiunge il rischio di un rallentamento più marcato delle attese della crescita negli Stati Uniti e nell'area euro, associato al rallentamento delle altre economie asiatiche, con un impatto negativo sulle esportazioni. Il deficit pubblico è previsto in aumento a 2,6% del PIL nel 2012 rispetto all'1,0% registrato nel 2011, con aumenti di spesa annunciati per istruzione, cultura,

Cina, p. 85

sanità, occupazione ed edilizia residenziale in media più elevati rispetto a quelli per i settori tradizionali quali trasporti, energia o difesa. La posizione estera rimane solida.

Considerato l'andamento degli indicatori mensili, le deboli prospettive degli investimenti e il rallentamento dei consumi privati, rivediamo al ribasso la crescita da 6,2% a 5,7% nel 2012 e da 7,3% a 6,5% nel 2013. La crescita per l'anno fiscale 2012-13 è prevista a 5,9%. L'inflazione dei prezzi al consumo è prevista rimanere in media a 9,3 nel 2012 per scendere poi a 6,2% nel 2013. La Banca centrale riconosce che i rischi al ribasso sulla crescita sono saliti rispetto alla valutazione della primavera tuttavia le pressioni inflazionistiche persistenti insieme ai rischi provenienti dal finanziamento dei "deficit gemelli" limitano e continueranno a limitare un'azione della politica monetaria volta a frenare il rallentamento economico. Riteniamo pertanto che la Banca centrale preferisca agire fornendo liquidità al sistema più attraverso operazioni di mercato aperto che utilizzando i tassi, fino a che l'inflazione non darà maggiori segnali di svolta, ma che un taglio dei tassi sia comunque possibile a partire dalla fine dell'anno.

India, p. 92

Materie prime

I due fattori cruciali che determineranno nei prossimi mesi i rendimenti delle materie prime sono crescita economica e fiducia degli investitori. Nel nostro scenario centrale, ci attendiamo che le prospettive di crescita economica mondiale miglioreranno molto gradualmente e che la fiducia sarà progressivamente ripristinata. Per questo motivo, siamo complessivamente positivi per il 2013 su metalli industriali e preziosi. Al contrario, prevediamo una moderazione delle quotazioni nel comparto energetico, guidata dal petrolio. Per tutte le materie prime, ci attendiamo che la volatilità resti molto elevata a causa dei significativi *downside risk* che ancora gravano sul ciclo economico globale.

Daniela Corsini

Nei mesi estivi, le materie prime hanno recuperato le perdite registrate nella prima metà del 2012, tornando in territorio positivo da inizio anno. I timori riguardo la persistente debolezza del ciclo economico mondiale e il rischio di un deterioramento nella crisi in Europa sono passati temporaneamente in secondo piano, nonostante i dati macroeconomici non indichino ancora reali miglioramenti nella ripresa del ciclo economico mondiale.

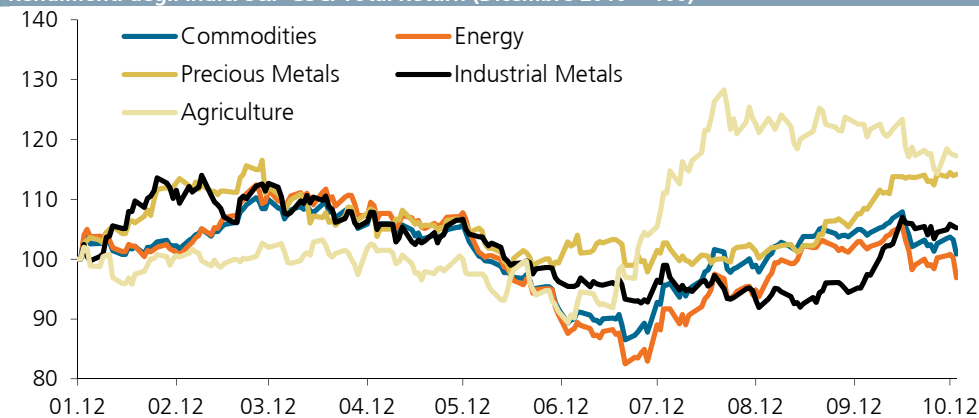
S&P GSCI Total Return, confronto fra livelli in USD nel 2011 e nel 2012



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I fattori che hanno innescato questo forte recupero sono stati di natura eterogenea: tensioni geopolitiche, avverse condizioni climatiche, contrattazioni sindacali, attese di politiche monetarie espansive e maggiore propensione al rischio da parte degli investitori. Il rialzo è stato generalizzato a tutti i comparti, ma è stato guidato da agricoli e preziosi.

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



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In particolare, le quotazioni dei cereali sono salite molto velocemente nei mesi estivi per l'attesa di raccolti particolarmente scarsi data la gravissima siccità che ha colpito Nord-America ed Est Europa e le stime di piogge monsoniche in India più deboli rispetto alla media storica. La recente moderazione delle quotazioni è legata al leggero miglioramento delle stime del bilancio di mercato a seguito della pubblicazione delle ultime previsioni dell'*U.S. Department of Agriculture* (USDA), che mostrano come i danni ai raccolti dovrebbero essere meno gravi rispetto a quanto temuto dai mercati, e grazie al recupero delle precipitazioni in India.

I preziosi sono stati i principali beneficiari dell'attesa di politiche monetarie espansive nei paesi sviluppati. L'annuncio da parte della Fed del terzo programma di *quantitative easing* (QE3) e la promessa di implementare nei prossimi mesi, se necessario, ulteriori politiche monetarie espansive sono due elementi molto positivi per tutto il complesso delle materie prime e in particolar modo per l'oro, grazie al suo tradizionale ruolo di quasi-moneta e per il bassissimo costo-opportunità degli investitori di detenere il metallo data l'attesa di tassi invariati negli Stati Uniti sino ad almeno metà 2015.

Commodity e politiche monetarie

Storicamente, le materie prime hanno beneficiato di politiche monetarie espansive grazie all'effetto inflattivo sui *risky asset*. Infatti, entrambi i precedenti round di *quantitative easing* (QE) negli Stati Uniti hanno innescato sui mercati delle commodity importanti rialzi delle quotazioni, anche se la lunghezza di questi rally si è accorciata significativamente per il QE2 rispetto al QE1. Potrebbe quindi essere ragionevole attendersi dal QE3 un rally paragonabile a quello che ha seguito il QE2 o addirittura più breve.

Al momento, riteniamo che questo round di QE abbia le potenzialità per innescare un rialzo delle quotazioni molto più prolungato dato il contesto internazionale completamente diverso. Infatti, pochi mesi dopo l'annuncio del QE2 è scoppiato lo scandalo riguardo i conti pubblici in Grecia e sono iniziate le grandi preoccupazioni riguardo la crisi del debito europea e il rischio di rottura dell'Unione Monetaria. Adesso, l'Europa è estremamente debole in termini di ciclo macroeconomico, ma molto più forte in termini di credibilità grazie all'impegno di BCE, Autorità europee e Governi per risolvere la crisi e intervenire con modifiche strutturali per rinforzare il sistema.

Tuttavia, i due punti cruciali restano crescita e fiducia degli investitori. Per quanto riguarda la crescita, gli spunti più positivi deriveranno ancora una volta dai paesi emergenti. Le misure cinesi volte a stimolare la liquidità e accelerare l'approvazione dei progetti di infrastrutture dovrebbero sostenere crescita economica e domanda di materie prime, ma probabilmente non porteranno al rimbalzo sperato. Secondo alcune agenzie di stampa cinesi, nuove misure potrebbero essere annunciate da novembre, dopo il 18° Congresso Nazionale e la delicata transizione per l'insediamento del nuovo Politburo. Per quanto riguarda la fiducia degli investitori, nei prossimi mesi saranno determinanti in Europa i progressi dei vari programmi che saranno implementati per rafforzare i mercati e perseguire unione fiscale e unione bancaria e negli Stati Uniti le elezioni presidenziali e l'evoluzione del problema del *fiscal cliff*.

Nel nostro scenario centrale, ci attendiamo che la fiducia sarà progressivamente ripristinata e che le prospettive di crescita economica mondiale miglioreranno molto gradualmente. Per questo motivo, siamo positivi sulle commodity per il 2013, soprattutto su metalli industriali e preziosi. In particolare, i preziosi dovrebbero registrare un miglior rendimento relativo date le politiche monetarie accomodanti e i bassi tassi di interesse. I metalli industriali dovrebbero lentamente recuperare terreno, guidati al rialzo dalle attese di manovre di stimolo e investimenti in infrastrutture in Cina. Al contrario, gli agricoli dovrebbero mantenersi vicini ai livelli attuali dati i fondamentali di mercato molto tesi e non ci attendiamo un ritorno ai massimi toccati nell'estate

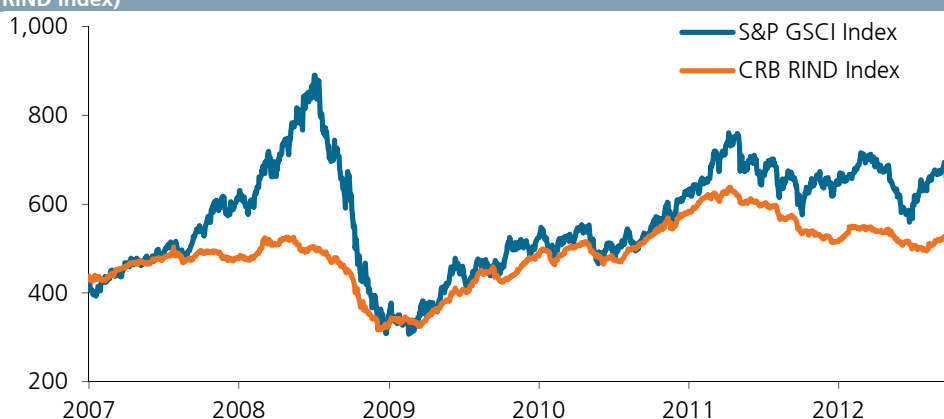
(ovviamente, nell'ipotesi che non si verifichino nuovamente fenomeni metereologici estremi). Il comparto energetico dovrebbe andare incontro a una moderazione delle quotazioni, guidata dal petrolio. Al momento, attribuiamo una probabilità molto bassa a un'*escalation* nei rischi geopolitici, ma se questo *tail risk* si verificasse, sarebbe accompagnato da nuovi violenti rialzi delle quotazioni petrolifere.

Per tutte le materie prime, ci attendiamo che la volatilità resti molto elevata a causa dei significativi *downside risk* che ancora gravano sul ciclo economico globale. Inoltre, riteniamo probabile che si verifichi uno storno verso fine anno, come accaduto a dicembre 2011, principalmente legato a presa di profitto e *window dressing*.

Commodity e investimenti finanziari

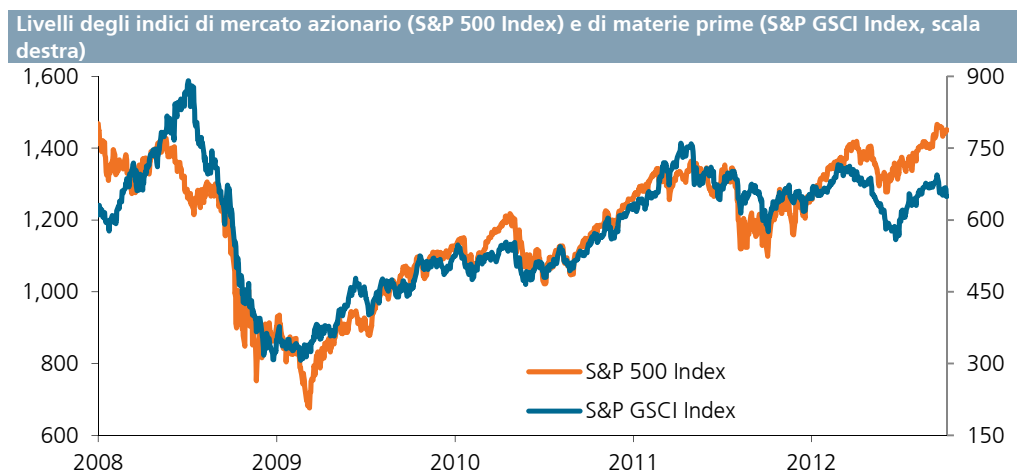
Il confronto fra l'indice S&P GSCI (che raggruppa le principali materie prime per le quali esistono contratti future e opzioni e che quindi sono maggiormente interessate da rilevanti flussi di investimenti finanziari) e il *Raw Industrials Index* pubblicato dal *Commodity Research Bureau* (CRB RIND Index, composto da materie prime esposte alla domanda industriale, per la maggior parte delle quali non esistono derivati), suggerisce che gli investimenti finanziari abbiano giocato un ruolo fondamentale nei movimenti di mercato degli ultimi mesi.

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

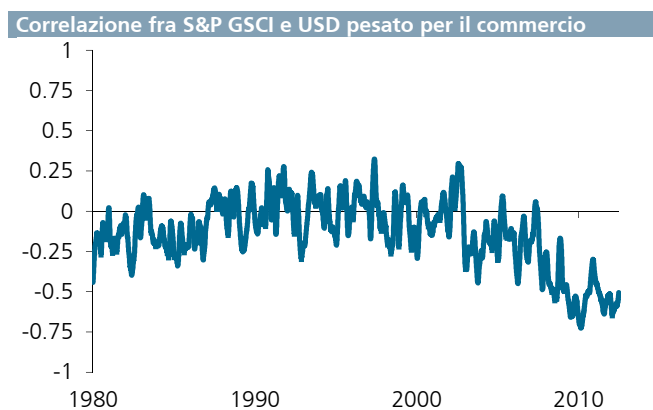
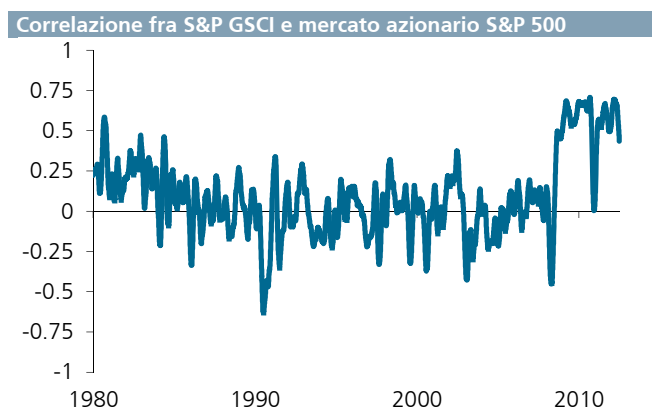


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Analizzando la relazione fra commodity e mercato azionario americano, vediamo che la correlazione rimane molto elevata, a ulteriore dimostrazione della rilevanza del processo di finanziarizzazione delle materie prime. Nei mesi estivi, entrambe le *asset class* sono state spinte al rialzo dall'attesa di nuovi stimoli monetari all'economia. Tuttavia, nelle ultime settimane le materie prime hanno sotto-performato l'indice azionario americano per la maggiore esposizione ai fondamentali macroeconomici, mentre le valutazioni azionarie hanno beneficiato di positivi fattori microeconomici che hanno rafforzato i bilanci societari americani (attualmente i livelli di cassa a bilancio sono ai massimi storici e i livelli di indebitamento ai minimi, escludendo il settore finanziario), più che compensando uno scenario globale poco brillante.



Nei prossimi mesi, la correlazione fra le due *asset class* si indebolirà ogni volta che i mercati saranno guidati da fondamentali di domanda/offerta e valutazioni, mentre si rafforzerà quando sarà prevalente l’impatto degli investimenti finanziari, guidati dai fenomeni di propensione/avversione al rischio (*risk on/risk off*).



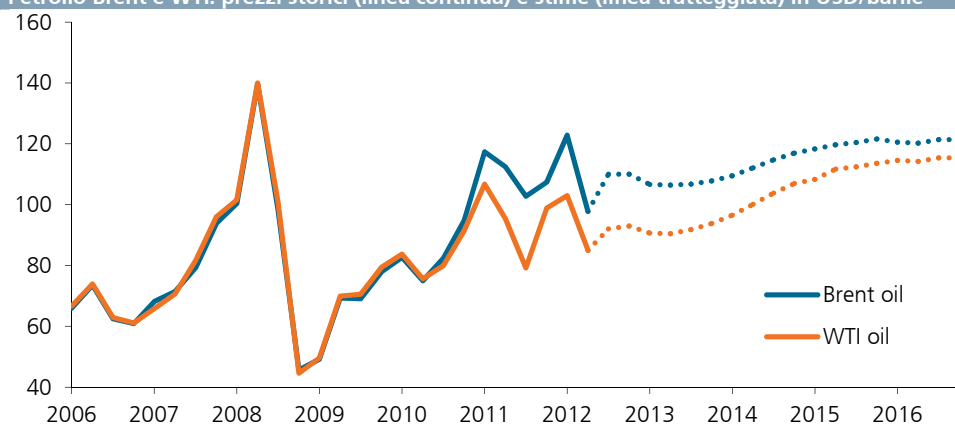
Petrolio

Prevediamo che il petrolio si manterrà anche nei prossimi mesi in un ampio *trading range*, data l’attesa che rimangano in essere le forze contrastanti che ne stanno determinando l’equilibrio. Il livello di supporto è fissato dai rischi geopolitici, dalla spesa fiscale nei paesi produttori e dalle politiche monetarie nei paesi occidentali. Al contrario, il livello di resistenza è determinato dalla debole crescita economica mondiale, dal rischio di un rilascio di riserve di emergenza e dalle stime di un’abbondante produzione, soprattutto in Nord-America. Persiste il rischio che dinamiche speculative portino a movimenti non giustificati dai fondamentali in concomitanza di momenti di estremo stress sui mercati finanziari.

Previsioni

Stimiamo un prezzo medio per il Brent di 110 dollari al barile per l’ultimo trimestre del 2012 e di 107 dollari per il 2013. Siamo positivi nel medio-lungo periodo in quanto prevediamo che il petrolio salga stabilmente sopra i 120 dollari al barile dal 2015.

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

Brent oil price estimates

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2012	2013	2014	2015	2016
Estimates	109.8	106.7	106.4	106.8	107.9	111.4	106.9	113.4	120.0	120.9
Bloomberg Median	110.0	110.0	110.0	112.0	110.0	N.A.	111.0	111.0	110.0	101.0
Forward Contract	111.3	105.2	104.1	102.7	101.4	N.A.	103.2	98.5	94.8	92.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Sottolineiamo che la nostra stima è vicina al livello di 110 dollari al barile che vari membri dell'OPEC ritengono appropriato sia per i paesi produttori che per i consumatori, mentre l'Arabia Saudita, più preoccupata delle prospettive di crescita mondiale, ha indicato che un target di 100 dollari al barile sarebbe coerente con il bilancio attuale di domanda e offerta.

La nostra stima di un prezzo relativamente costante nel corso del 2013 non riflette la mancanza di tensioni sui mercati petroliferi, ma è al contrario l'espressione della crescente complessità delle dinamiche in atto. In particolare, la previsione è basata sull'ipotesi che rischi geopolitici e interruzioni inattese dell'offerta contribuiranno a mantenere teso un mercato che, in assenza di queste ricorrenti preoccupazioni, sarebbe allentato da fondamentali di domanda e offerta abbastanza deboli.

In particolare, riteniamo che nei prossimi mesi il petrolio oscillerà in un ampio *trading range* compreso fra i 90 e i 120 dollari al barile a seconda della relativa prevalenza di preoccupazioni legate a debole domanda (ad esempio a seguito di deterioramento nella crisi europea o deboli dati macroeconomici negli Stati Uniti e in Cina) o limitazioni dell'offerta (a seguito di rischi geopolitici, avverse condizioni meteo o problemi tecnici a giacimenti e oleodotti).

Spinte al rialzo: rischi geopolitici e politiche monetarie

Vediamo come supporto 90 dollari al barile in quanto non prevediamo che le tensioni geopolitiche in Medio Oriente si allentino nei prossimi mesi e riteniamo che tale livello sia adeguato con le esigenze di pareggio di bilancio della maggior parte dei paesi produttori in Medio Oriente (prezzo di *budget break-even*) e con un debole ciclo economico mondiale su cui gravano importanti rischi di rallentamento. Ricordiamo che nessun paese produttore ha interesse ad abbassare significativamente le quotazioni: l'esempio più emblematico è l'Iran, che ha un forte incentivo a mantenere alto il livello di allerta sul suo programma nucleare per massimizzare i ricavi derivanti dalla vendita del petrolio, a fronte di minori quantità esportate per le stringenti sanzioni internazionali. Tuttavia, anche gli Stati Uniti, nonostante la retorica elettorale riguardo l'alto prezzo della benzina, non hanno incentivo ad innescare una riduzione eccessiva delle quotazioni internazionali del petrolio (es. Brent sotto i 70 dollari al barile) perché ciò

danneggerebbe l'economicità dell'estrazione americana da fonti non convenzionali e, di conseguenza, il sogno di un ritorno verso l'indipendenza energetica.

Al momento, fra le varie crisi latenti che influenzano i prezzi del petrolio, uno dei temi più spinosi è il programma nucleare in Iran. In particolare, è in corso un acceso dibattito fra Stati Uniti e Israele sull'opportunità di un intervento armato per bloccare il processo iraniano di arricchimento dell'uranio che, secondo l'agenzia delle Nazioni Unite per l'energia atomica (UN IAEA) è stato portato a un livello sufficiente per costruire armi nucleari, nonostante le sanzioni internazionali siano ormai a regime. Da un lato, Israele ritiene vitale evitare che l'Iran non prosegua le ricerche sul nucleare. Dall'altro, l'Iran si è mostrato spesso poco collaborativo con gli ispettori dell'UN IAEA giustificando la durezza delle posizioni con la necessità di difendere scienziati e infrastrutture dal rischio di attacchi terroristici a seguito di presunte fughe di informazioni riservate. Le elezioni americane a novembre rendono il tema molto delicato data l'importanza dell'elettorato filo-israeliano. Al momento, non ci attendiamo interventi unilaterali da parte di Israele perché probabilmente il paese non avrebbe la forza sufficiente per sostenere un attacco e i seri problemi di bilancio degli Stati Uniti rendono poco desiderabile l'intervento in un nuovo costoso conflitto armato. Inoltre, anche i paesi europei avrebbero difficoltà a giustificare l'appoggio a Israele nel caso in cui il paese lanciasse un attacco unilaterale. Riteniamo quindi che il dibattito resterà acceso sino alle elezioni americane, ma che i toni si dovrebbero abbassare successivamente alle elezioni, pur senza mai spegnersi nel corso del 2013. Infatti, l'Iran ha interesse a rimanere una minaccia potenziale sia per beneficiare di alte quotazioni petrolifere, sia per creare consenso interno a fronte delle difficoltà dell'economia domestica, aggravate dalle sanzioni internazionali.

Un altro importante fattore che dovrebbe impedire eccessivi ribassi delle quotazioni sono le politiche monetarie espansive nei paesi occidentali, che dovrebbero portare a un graduale aumento del potere d'acquisto dei paesi emergenti e di conseguenza favorire la domanda di *risky asset* denominati in dollari americani in generale e di materie prime energetiche e industriali in particolare. Infatti, anticipando nuovi interventi di politiche monetarie espansive, il petrolio Brent ha iniziato a salire nei mesi estivi quando le Banche centrali hanno iniziato a mandare i primi segnali e ha continuato il rialzo sino a un picco di quasi 118 dollari *intraday* il giorno dopo l'annuncio ufficiale della FED. In settembre, gli annunci di politiche monetarie espansive in Europa, Stati Uniti e Giappone non hanno deluso i mercati. Anche in Cina, il governo ha annunciato ambiziosi progetti di nuove infrastrutture per sostenere la crescita, in un contesto di deludenti dati macroeconomici. Nel caso in cui le politiche implementate si riveleranno efficaci e si ricostituirà la fiducia nella zona euro, le quotazioni petrolifere potranno mantenersi elevate (ad esempio, il Brent potrebbe rimanere attorno ai 115/120 dollari al barile). Tuttavia, attualmente vediamo limitati spazi per nuovi rally prolungati in quanto riteniamo che il prezzo del petrolio sia già molto elevato rispetto ai fondamentali.

Spinte al ribasso: l'incognita della crescita e riserve di emergenza

Vediamo come livello di resistenza per il petrolio Brent un prezzo di 120 dollari al barile per la debolezza della crescita economica mondiale. In molti paesi europei stiamo già assistendo a una importante riduzione del consumo di carburanti legato alla crisi. Nell'ipotesi estrema di uscita di uno o più paesi dalla zona euro, tale evento innescerebbe un veloce e significativo aumento nell'avversione al rischio, deprimendo i *risky asset*, incluso il petrolio. Inoltre, il rischio di contagio ad altre aree potrebbe amplificare ulteriormente il *sell-off*.

Anche escludendo l'ipotesi di eventi estremi, i vari fattori di incertezza che gravano sul ciclo economico (crisi del debito in Europa, *fiscal cliff* ed elezioni presidenziali in America, *slow-down* e transizione politica in Cina) rendono al momento insostenibili per l'economia mondiale quotazioni petrolifere superiori a 120 dollari al barile su periodi prolungati e quindi le attese di

un conseguente declino nella domanda globale dovrebbero essere sufficienti per riportare velocemente i prezzi a livelli più contenuti.

Inoltre, anche nell'ipotesi di crescita economica moderata e successo delle politiche monetarie espansive vediamo difficile il superamento della soglia di 120 dollari al barile a causa del rischio di un rilascio di riserve di emergenza. Infatti, dalle dichiarazioni rilasciate negli ultimi mesi, sembra che gli Stati Uniti vorrebbero procedere al rilascio di riserve di emergenza per raffreddare le quotazioni del petrolio e abbassare i prezzi della benzina (tema cruciale, in vista delle elezioni), mentre l'*International Energy Agency* (IEA) non è intenzionata a procedere a un rilascio coordinato poiché valuta che al momento non siano presenti le condizioni necessarie di gravi riduzioni all'offerta fisica. Riteniamo quindi che non si procederà a un rilascio coordinato sinché non si creeranno limitazioni tali da giustificare l'intervento, come ad esempio condizioni climatiche particolarmente avverse negli Stati Uniti e nel Mare del Nord o forti limitazioni dell'offerta mediorientale.

Lungo periodo: Paesi emergenti e costi di produzione

Rimaniamo positivi sul petrolio nel lungo periodo per l'attesa di una robusta crescita economica nei paesi emergenti e per lo strutturale aumento della domanda asiatica, dovuto in Giappone al maggior fabbisogno energetico che dovrà essere soddisfatto da fonti fossili (dato l'atteso abbandono definitivo del nucleare negli anni 2030) e nei paesi emergenti asiatici alla crescente attenzione verso tematiche ambientali, che dovrebbe portare ad un minor utilizzo di carbone in termini relativi a beneficio di gas naturale e petrolio. Inoltre, in Cina le dimensioni raggiunte dall'economia manterranno elevata la domanda di carburanti in termini di volumi, anche se in moderazione in termini di crescita percentuale su base annua.

Rispetto alle quotazioni storiche, i prezzi si manterranno elevati anche a causa della crescita dei costi di produzione, per la maggiore rilevanza della produzione da metodi di estrazione non convenzionali e da giacimenti situati in luoghi meno facilmente accessibili, che richiederanno importanti investimenti in ricerca e sviluppo, nuove infrastrutture e tecnologie.

Stati Uniti – Alto debito, bassa crescita, ma una crisi è improbabile

- Le previsioni per l'economia statunitense vedono **bassa crescita** (fra l'1,5% e il 2%) e **bassa inflazione** (sotto il 2%) nel prossimo biennio, e **alto debito** per i prossimi decenni. Nel 2013 il nostro scenario centrale ha una crescita fra l'1,6 e l'1,7%. La crescita sarà ancora frenata dal processo di riduzione del debito delle famiglie e dal consolidamento fiscale necessario per stabilizzare il rapporto debito federale/PIL. Giovanna Mossetti
- I **rischi per la crescita sono verso il basso e legati alla politica fiscale**. Per il 2013, esiste il rischio di un eccesso di restrizione fiscale nel caso in cui il Congresso uscente non riuscisse a trovare un compromesso per bloccare il *fiscal cliff*. La nostra previsione è che un accordo dell'ultima ora congeli quasi tutte le misure in scadenza per qualche trimestre, lasciando una restrizione di circa 1,5% del PIL.
- Sul periodo **dopo il 2013**, invece, il rischio è di restrizione fiscale insufficiente. Un Governo diviso dopo le elezioni potrebbe essere bloccato da veti incrociati e non riuscire a trovare un compromesso per frenare la crescita della spesa e aumentare il gettito tributario. In questo caso i mercati potrebbero generare un rialzo dei rendimenti e una potenziale crisi del debito. La nostra previsione è che il prossimo Congresso riesca ad accordarsi su misure tali da controllare i deficit del prossimo quinquennio, pur senza stabilizzare i conti nel lungo termine. In questo modo si eviterebbe una crisi del debito.
- Lo **scenario di crescita sottostante**, al di là dei rischi di scenari estremi per la politica fiscale, ha un **pavimento** fornito dal supporto incondizionato della Fed, dalla svolta del settore immobiliare, dal graduale miglioramento dei bilanci delle famiglie e dalla rinascita del settore manifatturiero. Tuttavia, esiste anche un **tetto alla crescita**, per via della prevedibile restrizione fiscale duratura e del freno che il mercato del lavoro esercita sulla crescita del reddito delle famiglie.

USA - Previsioni macroeconomiche	2011	2012	2013	2011			2012			2013		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (US\$ 1996,a/a)	1.8	2.2	1.7	2.0	2.4	2.1	2.3	1.8	1.7	1.7	1.6	
- trim./trim. annualizzato				4.1	2.0	1.3	2.0	2.0	1.6	1.4	1.3	
Consumi privati	2.5	1.9	2.0	2.0	2.4	1.5	2.2	2.1	1.7	2.3	2.1	
IFL - privati non residenziali	8.6	8.9	5.7	9.5	7.5	3.6	7.9	7.2	5.9	4.3	4.7	
IFL - privati residenziali	-1.4	11.1	11.3	12.0	20.6	8.4	9.0	10.8	12.2	13.4	11.3	
Consumi e inv. pubblici	-3.1	-2.0	-3.1	-2.2	-3.0	-0.7	-2.5	0.1	-4.4	-4.8	-3.7	
Esportazioni	6.7	4.5	6.1	1.4	4.4	5.2	6.3	5.5	6.5	5.5	6.5	
Importazioni	4.8	3.8	5.2	4.9	3.1	2.8	5.1	6.3	4.8	4.5	6.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.1	-0.1	0.6	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.3	-2.9	-3.1	-3.6	-3.1	-3.2	-3.2	-3.1	-3.0	-2.9	
Deficit Federale (% PIL)	-8.8	-7.2	-5.3									
Debito pubblico (% PIL)	103.0	107.6	108.9									
CPI (a/a)	3.2	2.1	1.4	3.3	2.8	1.9	1.7	1.9	1.3	1.3	1.9	
Produzione Industriale	4.1	4.6	1.3	4.9	6.0	2.5	6.6	2.4	0.7	-0.5	-1.0	
Disoccupazione (%)	9.0	8.1	7.8	8.7	8.3	8.2	8.1	7.9	7.8	7.8	7.7	
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
Tasso a 10 anni (%)	2.77	1.79	1.98	2.03	2.02	1.81	1.62	1.70	1.82	1.98	2.03	
Cambio effettivo	70.9	73.2	72.0	72.4	72.9	73.9	74.2	72.0	71.8	71.9	72.0	

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

Il club dei paesi ad alto debito e bassa crescita ha un nuovo socio

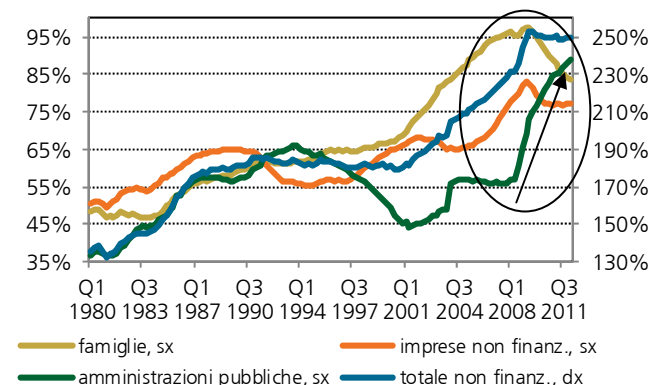
Lo scenario economico degli Stati Uniti assume delle tinte sempre più europee: gli Stati Uniti sono ormai un Paese ad alto debito e bassa crescita. Lo scenario per il 2013 e oltre non può prescindere da questi due elementi centrali. Gli Stati Uniti sono diventati:

1) **un paese ad alto debito**: il debito totale non finanziario è il 250% del PIL, con debito pubblico in rapidissima crescita (90% del PIL) e necessità di attuare un profondo e strutturale consolidamento fiscale;

2) **un paese a bassa crescita**: anche in fase di ripresa, l'espansione non riesce ad accelerare oltre il 2%, mentre si riassorbono solo gradualmente gli effetti della recessione e della crisi finanziaria.

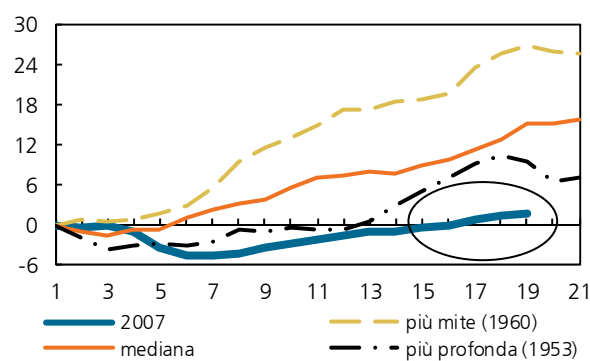
La combinazione di questi due elementi è letale, soprattutto in una fase di profonda polarizzazione politica, poiché impedisce di attuare almeno una parte della correzione fiscale attraverso il circolo virtuoso della crescita. Per gli Stati Uniti questo è un evento inusuale: il debito non è mai stato così elevato in tempo di pace, la crescita raramente è stata così debole in fase di ripresa, e la polarizzazione ideologica in Congresso mai così profonda. Lo scenario dei prossimi anni è quindi segnato da condizioni che complicano la soluzione dei problemi fiscali e rendono difficile il ritorno alla sostenibilità dei conti federali.

Debito/PIL: totale e per settore dell'economia



Fonte: Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis

Variazione cumulata del PIL reale dalla fine della recessione



Fonte: Federal Reserve Bank of Minneapolis

In altre aree, la combinazione bassa crescita/alto debito ha esacerbato i problemi fiscali e contribuito a scatenare crisi del debito sovrano. Nelle condizioni attuali, c'è il rischio di una **crisi sul debito statunitense?** La nostra risposta è: **no**, almeno nello scenario centrale, per diversi motivi.

1) La correzione richiesta agli Stati Uniti per rendere sostenibili i conti federali è fattibile senza generare una recessione, posto che ci sia la volontà politica; le misure, se strutturali, sarebbero sopportabili.

2) La Fed è straordinariamente attiva e sostiene il ciclo con tutti gli strumenti disponibili; inoltre, le misure di politica monetaria non convenzionale adottate aiutano direttamente il Tesoro, riducendo le emissioni nette immesse sul mercato e trasferendo ampi flussi di reddito da interessi al governo federale.

3) Il dollaro è la valuta di riserva del mondo e la crisi del debito ha lasciato in eredità una carenza di debito sovrano senza (o a basso) rischio: i mercati sono per forza compiacenti verso gli Stati Uniti, per via della mancanza di alternative e della potenza di fuoco della Fed.

Anche se una crisi del debito non è nello scenario centrale, **il quadro degli Stati Uniti è soggetto ad ampi rischi verso il basso**. I rischi sono legati alla bassa crescita e alla politica fiscale.

- Per quanto riguarda **la crescita**, la necessità di ridurre il debito di famiglie e Governo e la scarsità di strumenti di politica economica disponibili, mantengono fragile la ripresa e vulnerabile in caso di *shock* esogeni. Anche un modesto indebolimento dell'espansione potrebbe degenerare in un avvitamento verso il basso della domanda aggregata.
- Per quanto riguarda la **politica fiscale**, i rischi sono di due ordini, a seconda dell'orizzonte temporale considerato.
 - **2013**. Sul 2013 pesa l'ombra del *fiscal cliff*. In assenza di un blocco delle misure automatiche previste dalla legislazione vigente, l'economia sarebbe travolta da una restrizione senza precedenti (pari a circa il 5% del PIL) e tornerebbe in recessione.
 - **Post-2013**. Se il 2013 verrà superato senza traumi con un blocco temporaneo del *fiscal cliff* (scenario centrale), il Congresso potrebbe affrontare in modo inadeguato il processo di consolidamento fiscale, rimandando ancora le misure necessarie a stabilizzare il debito e innescando un rialzo dei rendimenti, con rischi di spirale verso l'alto del costo del debito.

Riteniamo che la probabilità degli eventi negativi sia limitata, ma tale da mantenere ampia incertezza sul quadro degli Stati Uniti: i rischi di coda sono ingenti, per via della gravità degli scenari alternativi ed esacerbati dal quadro politico. Nelle sezioni che seguono esaminiamo prima il quadro di crescita, poi quello fiscale.

1. Uno scenario di crescita debole, in equilibrio precario fra spinte e freni

La previsione per l'economia statunitense è di crescita non superiore al 2% per i prossimi anni, in linea con quanto visto dall'inizio della ripresa (in media 2%) che dura ormai da tre anni. La crescita ha un "pavimento" garantito da alcuni fattori favorevoli, ma anche un "tetto" determinato dai freni strutturali, ereditati dalla recessione del 2007. Queste forze contrapposte giustificano la nostra previsione di crescita debole, intorno al 2%, che renderà faticoso il processo di consolidamento fiscale.

1.1 Spinte alla crescita: fattori favorevoli mitigati dall'eredità della crisi

POLITICA MONETARIA - La Fed ha mantenuto un atteggiamento fortemente proattivo in questa ripresa, agendo su tutti i fronti disponibili. Il FOMC ha chiarito la volontà di introdurre stimolo per **garantire una crescita al di sopra del 2%**, necessaria per un miglioramento del mercato del lavoro. Il FOMC a settembre ha annunciato un nuovo programma di acquisto titoli (40 miliardi di dollari di MBS al mese) senza scadenza, con l'opzione dichiarata di possibile ampliamento: "se lo scenario del mercato del lavoro non migliora sostanzialmente, il Comitato continuerà i suoi acquisti" di MBS e "attuerà acquisti addizionali di attività e userà i suoi altri strumenti di policy". Prevediamo che a dicembre, quando finirà *Operation Twist*, la Fed aggiunga acquisti di Treasuries a quelli di MBS, per un ammontare analogo, senza scadenza, proseguendo con QE3 almeno fino a metà 2013. Lo stimolo monetario rende le condizioni monetarie e finanziarie espansive, indebolisce il dollaro, riduce il costo del servizio del debito del Tesoro e limita la probabilità di una crisi del debito. Tuttavia la politica monetaria alla frontiera dei tassi a zero è sempre meno efficace e fa fatica a dare spinta alla crescita.

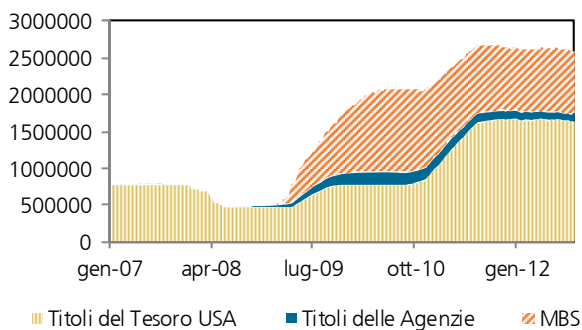
INVESTIMENTI RESIDENZIALI - Il settore immobiliare ha svoltato. Gli indicatori di prezzo e di volumi puntano omogeneamente verso l'alto, contribuendo a sostenere sia il processo di miglioramento dei bilanci delle famiglie, sia la crescita complessiva. I grafici nella pagine successive mostrano l'inequivocabile svolta del settore immobiliare: aumenti di cantieri, vendite di case nuove ed esistenti, crescita della fiducia dei costruttori, incremento dei prezzi. Il settore

Spinte alla crescita

POLITICA MONETARIA:
supporto incondizionato, ma
limitato dalla ridotta efficacia
degli strumenti non
convenzionali

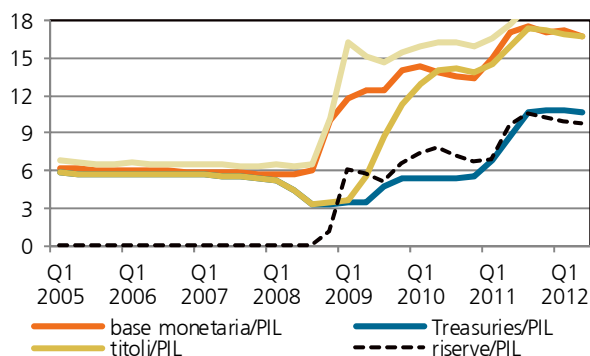
contribuirà anche nel 2013 alla crescita complessiva. Tuttavia, anche una dinamica sostenuta degli investimenti residenziali darà un contributo moderato alla crescita totale visto il ridotto peso del settore sul PIL (v. grafico) rispetto al passato. Inoltre, il lento aggiustamento del mercato del lavoro frena la formazione di nuove unità familiari e quindi la domanda di case.

La Fed fa la sua parte, riducendo l'offerta di titoli a lungo termine sul mercato



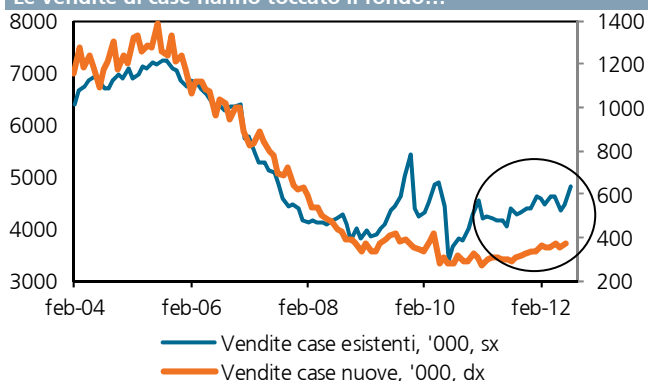
Fonte: Federal Reserve Board

Il bilancio della Banca centrale è triplicato in % del PIL dopo la crisi



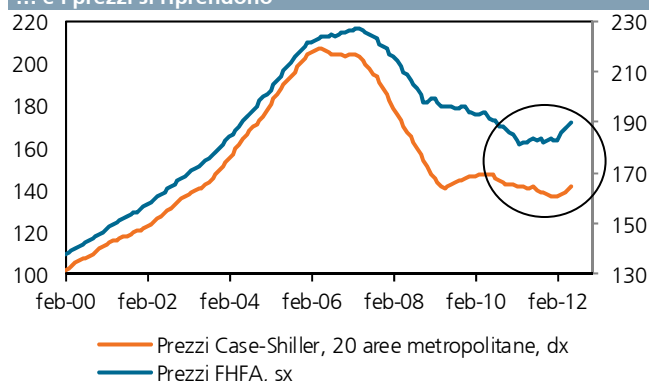
Fonte: Federal Reserve Board

Le vendite di case hanno toccato il fondo...



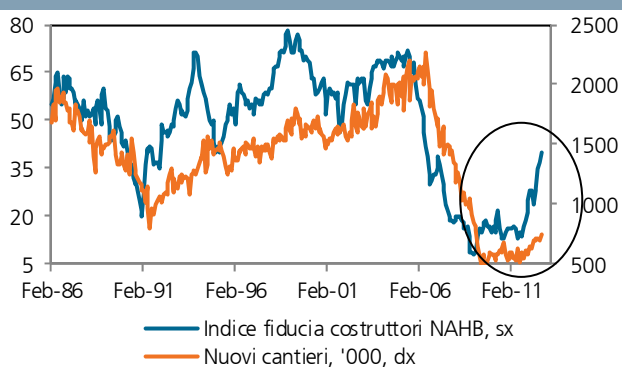
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

... e i prezzi si riprendono



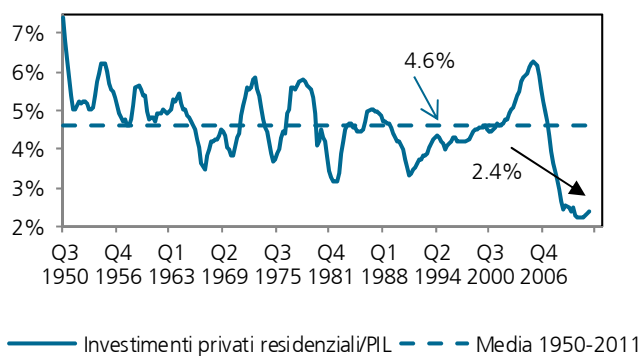
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Le costruzioni residenziali sono in crescita...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

... ma il loro peso sul PIL è troppo modesto per sollevare davvero la crescita



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

BILANCI DELLE FAMIGLIE - I bilanci delle famiglie stanno gradualmente migliorando, attraverso 1) un **calo delle passività**, dovuto alla costante riduzione dei mutui e 2) un **aumento del valore delle attività**, grazie al rialzo dei prezzi sia nel comparto finanziario, sia soprattutto nel comparto immobiliare. Nonostante questi sviluppi positivi, il debito delle famiglie in % del reddito disponibile rimane su livelli storicamente elevatissimi e implica che il processo di riduzione delle passività prosegua; l'invecchiamento della popolazione e i problemi strutturali dei fondi pensione (soprattutto statali) spingono verso l'alto il tasso di risparmio e limitano la crescita dei consumi.

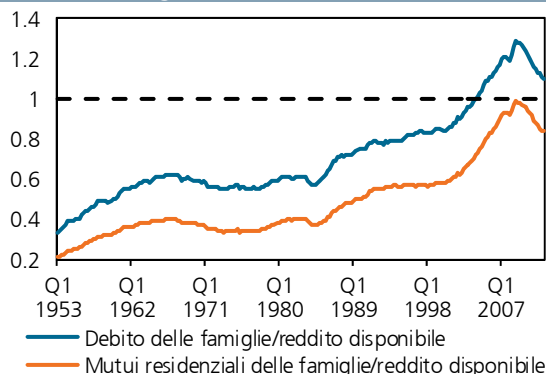
RINASCIMENTO DEL SETTORE MANIFATTURIERO - Questo è l'unica voce favorevole alla crescita su base strutturale, e non gravata da eredità negative della crisi. Al di là della battuta d'arresto dell'attività in atto dall'estate (più che altro dovuta ai timori per il *fiscal cliff* e al rallentamento della congiuntura internazionale), per il settore manifatturiero si è aperta una fase di espansione, sostenuta da diversi fattori strutturali.

Rinascimento del settore manifatturiero

- Aumento della competitività grazie a un controllo dei costi: il *ranking* internazionale degli Stati Uniti è ampiamente migliorato nell'ultimo decennio;
- Riduzione del differenziale salariale con paesi emergenti (Cina in primis) che avevano guidato la delocalizzazione: le prospettive sono di ulteriore chiusura del gap, soprattutto se corretto per la qualità e i costi di trasporto;
- Vantaggio competitivo determinato dal crescente differenziale fra il costo dell'energia domestico e quello estero, concentrato sul gas naturale, ma comune a varie fonti energetiche; il gas naturale rappresenta il 27% degli input energetici nel settore.

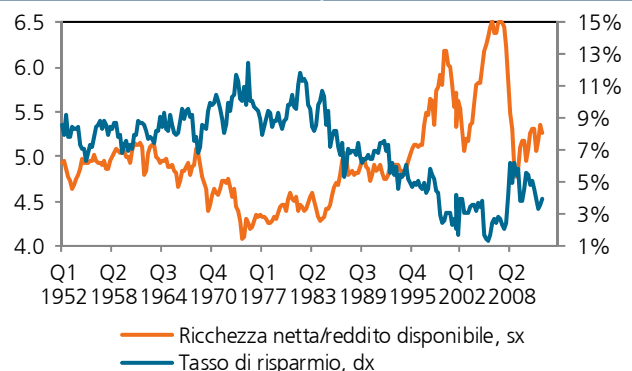
La conseguenza di questi fattori è un trend strutturale di "ri-localizzazione" della produzione negli Stati Uniti, soprattutto per la componente mirata a soddisfare il mercato americano. Il trend positivo riguarda non solo aziende americane, ma anche internazionali. Per esempio, i produttori di auto giapponesi stanno programmando l'apertura di stabilimenti negli Stati Uniti, resi attraenti non solo dai fattori elencati prima, ma anche dal forte aumento del costo dell'energia in Giappone dopo il terremoto del 2011. Un assaggio del nuovo trend positivo si ha già osservando che per la prima volta da decenni l'occupazione nel settore è in aumento, sia in termini assoluti, sia in termini relativi sul totale (v. grafico). Pertanto, nel medio termine investimenti e occupazione nel settore dovrebbero dare un contributo positivo alla crescita.

Il debito delle famiglie cala, ma è ancora elevatissimo



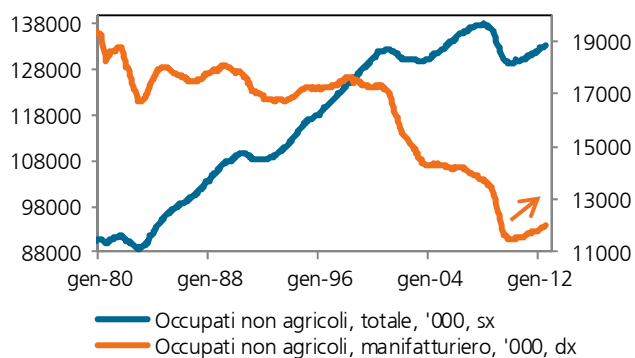
Fonte: Federal Reserve Board

La ricchezza netta sale, ma il risparmio deve ancora aumentare



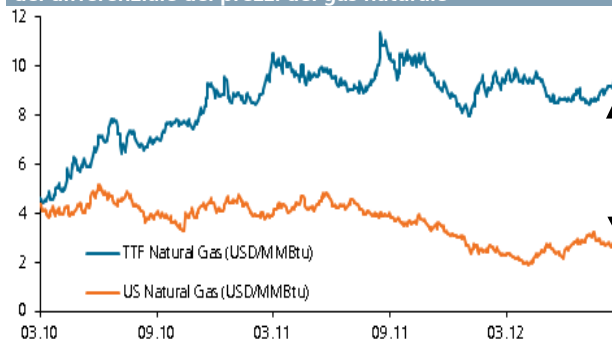
Fonte: Federal Reserve Board

Occupati nel settore manifatturiero: una svolta epocale?



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Il vantaggio di produrre negli Stati Uniti cresce con l'allargarsi del differenziale dei prezzi del gas naturale



Fonte: Bloomberg

1.2 Freni alla crescita: mercato del lavoro e politica fiscale

MERCATO DEL LAVORO – Il mercato del lavoro resta il principale freno “attivo” alla crescita in questo ciclo. La debole espansione della domanda aggregata ha determinato la **dinamica occupazionale** più modesta in fase di ripresa dei cicli del secondo dopoguerra. Il **tasso di occupazione** è rimasto sui minimi visti alla fine della recessione e il **tasso di disoccupazione** è sceso in gran parte per via dello straordinario calo della partecipazione.

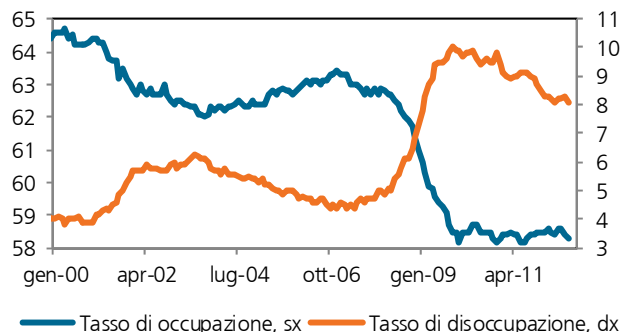
Il perdurante disequilibrio del mercato del lavoro frena la **crescita dei salari**. I salari orari di operai e impiegati nel settore privato sono crollati da fine 2008 in poi: la crescita tendenziale è scesa costantemente dal 4% a/a medio del periodo 2006-08, all'attuale 1,3% a/a. Inoltre, i posti persi nella recessione (circa 6,2 milioni) non solo non sono stati recuperati in termini di numero (i posti guadagnati nella ripresa sono circa 3,3 milioni; ma soprattutto la **composizione dei nuovi posti** privilegia posizioni a basso reddito (circa 2/3 dei posti creati), a fronte di una perdita di posizioni concentrata in occupazioni a medio reddito (circa 2/3 dei posti persi sono in occupazioni a medio reddito) Il risultato è una crescita del reddito da lavoro molto lenta in termini nominali, e negativa in termini reali, che implica un tetto alla crescita dei consumi.

Infine, la percentuale di **disoccupati a lungo termine** rimane straordinariamente elevata: i disoccupati totali sono 12,8 milioni, i disoccupati da più di 27 settimane sono 5,2 milioni, i disoccupati da più di 1 anno sono 3,6 milioni (28,5% dei disoccupati). Entro fine anno i sussidi di disoccupazione saranno limitati alla struttura “normale”, che paga gli individui senza lavoro fra 0 e 26 settimane. Il sussidio medio è di 1283 dollari al mese; da fine anno più di 3 milioni di individui saranno senza sussidio, con una perdita di reddito disponibile di circa 0,3%. In conclusione, con una crescita del PIL al 2% non ci sono indicazioni per un'accelerazione della dinamica occupazionale, per una riduzione della disoccupazione e per una ripresa dei consumi. Le condizioni del mercato del lavoro continueranno a mantenere la ripresa fragile e precaria.

Scenario Macroeconomico

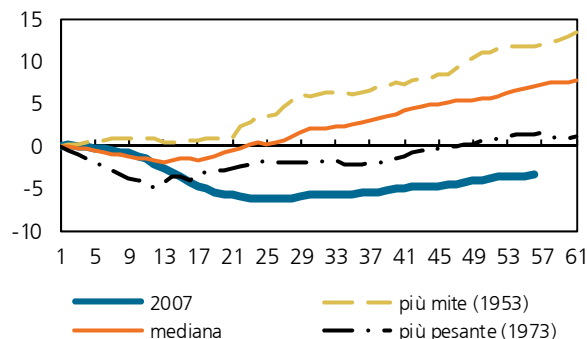
Settembre 2012

Disoccupazione e occupazione: scarsi miglioramenti



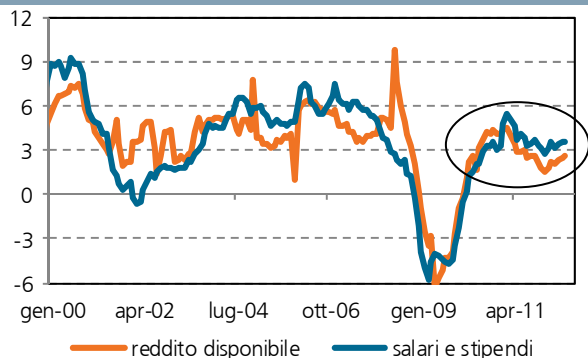
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Una dinamica occupazionale lentissima



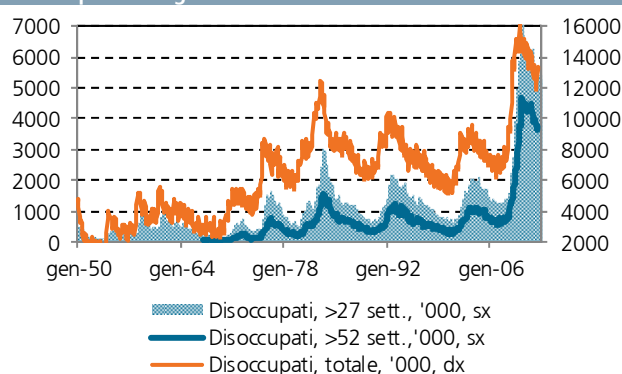
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Il reddito da lavoro



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Disoccupati a lungo termine: mai così tanti!



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

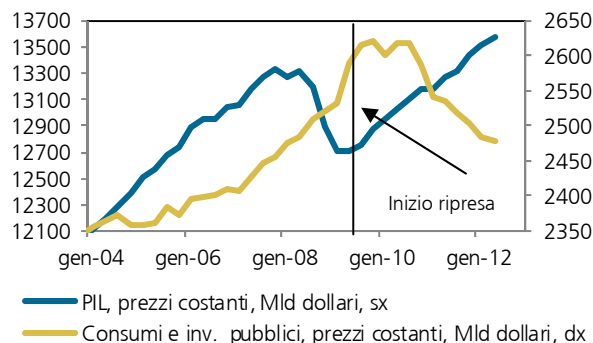
POLITICA FISCALE – La politica fiscale è già restrittiva dal 2011. A livello statale e locale la restrizione dura dalla fine della recessione (gli stati hanno un vincolo di bilancio in pareggio), ma la politica federale fino a fine 2010 aveva più che compensato le misure statali. Dal 2011, lo scadere di una serie di programmi temporanei e il miglioramento ciclico hanno determinato una svolta a livello federale in territorio restrittivo.

Congressional Budget Office - Proiezioni di budget (% del PIL)

	2011	2012
Entrate totali	15.4	16.3
- imposte individuali	7.3	7.5
- contributi previdenziali	5.5	5.8
- imposte società	1.2	1.6
- altro	1.4	1.4
Spese totali	24.1	23.2
- programmatiche	13.5	13.3
previdenza	4.8	5.0
sanità	5.7	5.5
assistenza	2.7	2.2
- discrezionali	9.0	8.4
- interessi netti	1.5	1.4
Deficit	-8.7	-7.0
Deficit primario	-7.1	-5.5
Debito detenuto dal pubblico	67.7	72.5

Fonte: CBO Agosto 2012

PIL e spesa pubblica a prezzi costanti

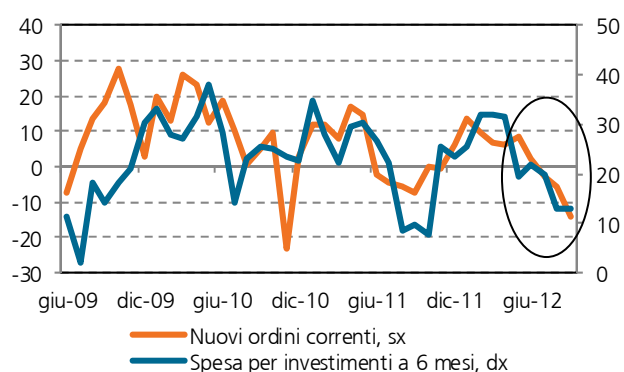


Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Il deficit nell'a.f. 2011 era pari a 1,3 tln di dollari, nel 2012 è stimato a 1,1 tln, una correzione pari all'1,5% del PIL. La chiusura del deficit è di natura ciclica e dipende dal graduale miglioramento del PIL che ha determinato maggiori entrate tributarie e previdenziali, e minori uscite per assistenza e altri programmi di sostegno. Come appare dal grafico qui sopra, la spesa pubblica è tornata sui livelli del 2008 in termini reali; le previsioni sono per un proseguimento del trend verso il basso anche in assenza del *fiscal cliff*.

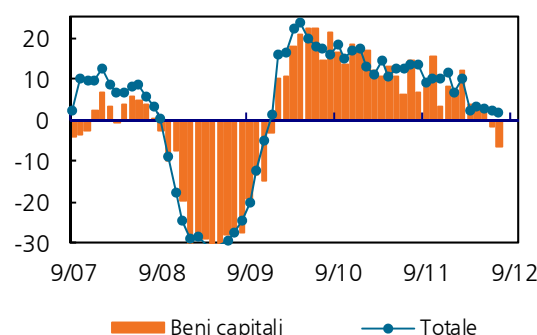
Pertanto la politica fiscale è già restrittiva, prima ancora che si metta mano alla correzione strutturale necessaria a rendere sostenibili i conti federali. Inoltre, l'incertezza sullo scenario fiscale del 2013 e il timore di generalizzati rialzi delle imposte già da gennaio del prossimo anno sta influenzando le decisioni degli agenti economici. In particolare le imprese stanno frenando le decisioni di investimenti e assunzioni in attesa di maggiori informazioni sul *fiscal cliff*.

Empire: l'incertezza fiscale frena le imprese, come a fine 2011



Fonte: NY Fed

Ordini di beni capitali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

2. Lo scenario fiscale: rischi sul 2013 e oltre

In questo quadro di crescita debole si inserisce una situazione esplosiva dei conti pubblici. I conti federali, a politiche vigenti, sono insostenibili. Il mercato è rimasto molto compiacente nei confronti del tesoro americano grazie alla scarsità di attività finanziarie sicure e all'acquisto da parte della Fed di titoli sul secondario. Il debito/PIL è aumentato di 30pp dal 2008 a oggi e il costo del debito/PIL è invariato all'1,5%. Il consolidamento non può essere rimandato ancora molto oltre.

Un problema pervasivo per lo scenario fiscale è l'enorme divergenza fra la legislazione vigente e le politiche vigenti. Un ampio insieme di misure che erano state attuate su base temporanea (molte ancora durante la presidenza Bush) sono state regolarmente prorogate ed estese. Pertanto, sulla base della legislazione vigente, i conti federali sarebbero sotto controllo almeno sul periodo 2013-22, mentre sulla base delle politiche vigenti il sentiero di spese ed entrate è insostenibile. I problemi di insostenibilità sono cresciuti nel tempo, man mano che l'Amministrazione e il Congresso applicavano misure tampone per bloccare la legislazione vigente. Le previsioni per il budget federale si dividono su due orizzonti temporali, con rischi molto diversi.

- **2013** – In arrivo il *fiscal cliff* previsto dalla legislazione vigente: in assenza di interventi che blocchino almeno una parte delle misure, l'economia statunitense sarebbe in recessione già nel 1° trimestre. I rischi sono amplificati dal calendario politico e dai tempi straordinariamente stretti per agire su un fronte ampio di misure da bloccare.

- **Oltre il 2013** - I conti federali sono insostenibili se le politiche vigenti vengono prorogate ancora, come è stato fatto nell'ultimo quinquennio. Se il *fiscal cliff* verrà aggirato con un blocco temporaneo, si dovrà mettere mano a riforme strutturali che chiudano il *gap* spese/entrate nel medio/lungo termine. La polarizzazione politica continuerà a rendere difficile un accordo che includa misure su spese e imposte, aumentando i rischi che anche il nuovo Congresso non riesca a trovare un accordo che stabilizzi deficit e debito.

La nostra previsione è che **per il 2013 si arrivi a un accordo** che blocchi temporaneamente (per circa sei mesi) gran parte delle misure del *fiscal cliff*, **evitando la recessione** e portando a una correzione sull'anno fiscale 2013 pari a circa 150 miliardi di dollari. Per quanto riguarda il **medio/lungo termine**, l'azione sul deficit dipenderà molto dal risultato delle elezioni. La nostra previsione è che nella prossima legislatura si riproduca ancora una situazione di governo diviso, con un Congresso simile a quello attuale (cioè spaccato fra Repubblicani e Democratici) e un Presidente Democratico. Pertanto la situazione di stallo dell'attuale legislatura dovrebbe riprodursi anche nel periodo 2013-16, rendendo difficile un accordo bipartisan definitivo sul budget. Tuttavia, le piattaforme elettorali di Democratici e Repubblicani hanno alcuni punti in comune (riforma tributaria, imposte sulle società, necessità di controllare il programma Medicare, riforma dell'AMT).

Pertanto il nostro scenario centrale prevede un **sentiero di budget intermedio rispetto alla forte restrizione inclusa nella legislazione vigente e all'esplosione del deficit prevista dalle politiche correnti**. Con questo quadro, **una crisi del debito appare improbabile**, grazie a una combinazione di sostegno da parte della Fed (che manterrà contenuto il costo del debito) e di correzione fiscale da parte del Congresso.

Nelle sezioni seguenti riassumiamo i punti centrali per lo scenario del 2013 e per quello di medio termine.

2.1 Il 2013: il *fiscal cliff* sarà evitato per un pelo

Il problema del *fiscal cliff*, come indicato sopra, deriva dallo scontro fra politiche e legislazione vigenti, in netto contrasto fra di loro. Il CBO ha pubblicato un'analisi del 2013. A fine dicembre 2012, sulla base della legislazione corrente, lo scadere di un gran numero di misure temporanee determinerebbe un deficit nell'a.f. 2013 pari a 612 miliardi di dollari, circa dimezzato rispetto ai 1172 miliardi stimati per l'a.f. 2012. La riduzione del deficit sarebbe pari a 607 miliardi di dollari, 4% del PIL. Applicando la stima all'anno solare, le misure sarebbero pari a 774 miliardi, 5,1% del PIL. Le misure in scadenza sono concentrate dal lato delle entrate (381 miliardi su 399 miliardi). Dal lato delle spese, la riduzione è in parte la conseguenza del Budget Control Act introdotto ad agosto 2011 (che prevede tagli annui per circa 95 miliardi su dieci anni fino al 2022 a partire dal 2013), oltre alla correzione annuale per le tariffe dei medici che collaborano con Medicare: sull'anno fiscale 2013 queste misure ricorrenti pesano per 76 miliardi.

Tab. 1 - Variazioni previste dalla legislazione vigente fra l'a.f. 2012 e l'a.f. 2013

	Miliardi di dollari
Deficit 2012	-1172
Deficit 2013	-612
Variazione totale	560
Fattori che contribuiscono alla variazione senza effetti di <i>feedback</i> sull'economia	
Variazioni a politiche sulle entrate	
- Misure 2001-06 su imposte sul reddito, su successioni e donazioni in scadenza il 31/12/2012 più scadenza indicizzazione AMT	221
- Scadenza riduzione <i>payroll tax</i>	95
- Altre misure in scadenza	65
- Tasse incluse nell' <i>Affordable Care Act</i>	18
Sub-totale	399
Variazioni a politiche sulle spese	
- Effetti delle misure incluse nel <i>Budget Control Act</i>	65
- Scadenza sussidi disoccupazione di emergenza	26
- Riduzione dei pagamenti ai medici di <i>Medicare</i>	11
Sub-totale	103
Altre variazioni a entrate e spese	105
Variazione totale del deficit senza effetti di <i>feedback</i>	607
Effetti di <i>feedback</i> economico	-47
Variazione deficit totale	560

Fonte: CBO

In assenza di un blocco delle misure previste dalla legge, l'economia entrerebbe in recessione già a inizio 2013. Il CBO stima un calo del PIL di -1,2% nel 1° semestre, che darebbe luogo a una contrazione annua di -0,5% per l'anno solare 2013.

La nostra previsione è che il Congresso uscente, dopo le elezioni (probabilmente nella prima metà di dicembre), blocchi gran parte delle misure "automatiche". Dal lato delle entrate dovrebbero essere congelati per almeno sei mesi (o magari per tutto il 2013) i tagli delle aliquote su redditi e *capital gains* e l'AMT, mentre dovrebbe essere lasciata scadere la riduzione della *payroll tax*. Dal lato delle spese, si dovrebbe bloccare l'adeguamento delle tariffe mediche e una parte dei tagli previsti dal Budget Control Act (quelli relativi a sicurezza e una parte della difesa). Il risultato sarebbe una correzione fiscale vicina a 200 miliardi, da attuare mentre Congresso e Presidente discutono su piani di consolidamento strutturale (v. sezione seguente). Questo è lo scenario centrale, ma non è l'unico possibile: ce ne sono altri, con probabilità non trascurabili e caratteristiche molto diverse in termini di correzione fiscale e conseguenze macroeconomiche. Gli scenari possibili vanno fra due estremi: quello in cui nessuna misura è bloccata e quello in cui sono tutte congelate. Riassumiamo qui sotto gli scenari più plausibili, con le loro conseguenze economiche (a cui assegniamo probabilità soggettive).

Tab. 2 - Scenari fiscali *à la carte*

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CBO

Tab. 3 - Scenari fiscali e scenari economici per il 2013

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

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

La nostra previsione per un 2013 senza *fiscal cliff* è basata sull'ipotesi che si trovi un accordo *bipartisan*, con cui il Congresso uscente in autunno blocchi gran parte delle misure previste dalla legislazione vigente su imposte e spese. Questa previsione è basata su due presupposti: 1) nessuno dei due partiti vuole una recessione nel 2013; 2) gli equilibri politici post-elettorali saranno molto simili a quelli attuali, come emerge dal calendario elettorale descritto qui sotto.

6 novembre - Elezioni

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

Nel caso in cui ci fosse un esito elettorale molto diverso da quello previsto qui sopra, con un chiaro spostamento di peso politico a favore di uno dei due partiti, aumenterebbero le probabilità di scontro nel Congresso uscente e di prese di posizioni estreme da parte del partito vincente. In questo caso i rappresentanti in Congresso potrebbero rifiutare un accordo per evitare compromessi contrari alla piattaforma politica pre-elettorale (vedi sezione seguente). Riteniamo però che anche in questo caso lo scenario più probabile sia un'estensione delle politiche vigenti, magari per un periodo più breve (per esempio tre mesi).

2.2 Dopo il 2013: riusciranno i nostri eroi a trovare un compromesso?

Ipotizzando un congelamento dello status quo per un paio di trimestri, il nuovo Congresso dovrà lavorare per chiudere il *gap* fra politiche e legislazione vigente. La necessità di riforme strutturali appare evidente considerando il quadro a medio e lungo termine. Come appare evidente dalla tabella qui sotto, a fronte di imposte stabili in termini di PIL (al 18,5%), la spesa esplose. La causa è la **crescita costante della spesa sanitaria** in % del PIL, che genera deficit primari crescenti. L'esplosione della spesa totale, e quindi anche di deficit e debito, è causata dalla spirale dovuta all'aumento del **costo degli interessi**, che nel 2037 sarebbero pari al 9,5% del PIL.

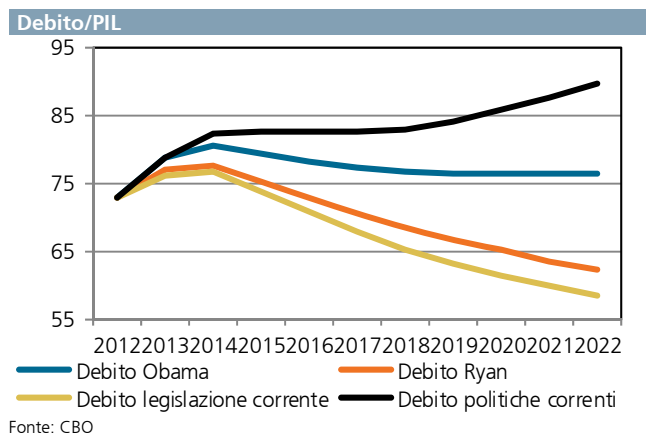
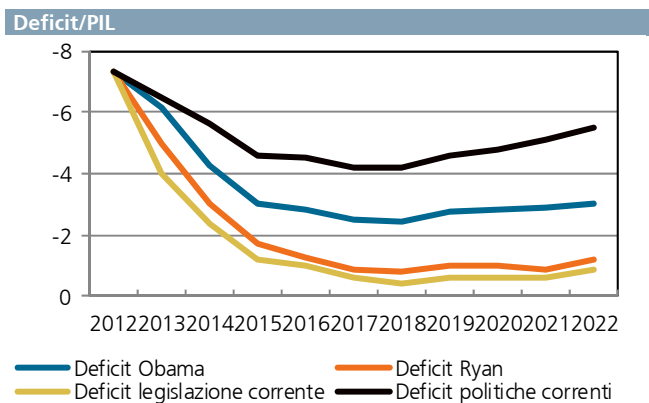
Tab. 4 - Politiche correnti (% del PIL)

	2012	2022	2037
Social security	5	5.4	6.2
Medicare	3.7	4.5	6.7
Medicaid, CHIP e Exchange Subsidies	1.7	3	3.7
Altro	11.6	7.8	9.6
Totale spesa primaria	22	20.7	26.1
Interessi netti	1.4	3.7	9.5
Spesa totale	23.4	24.3	35.5
Entrate	15.7	18.5	18.5
Deficit	-7.6	-5.9	-17.2
Debito	73	93	199

Fonte: CBO

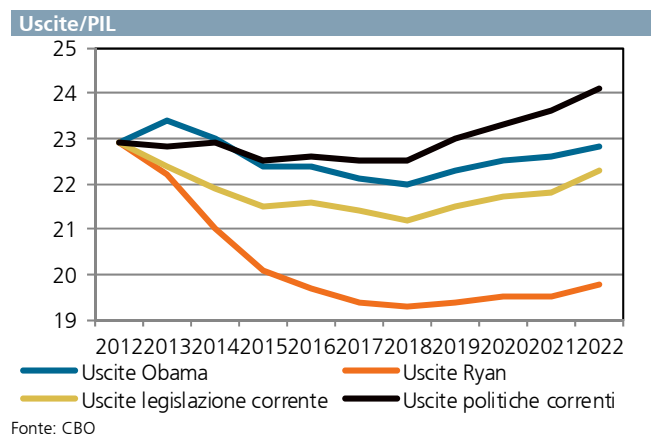
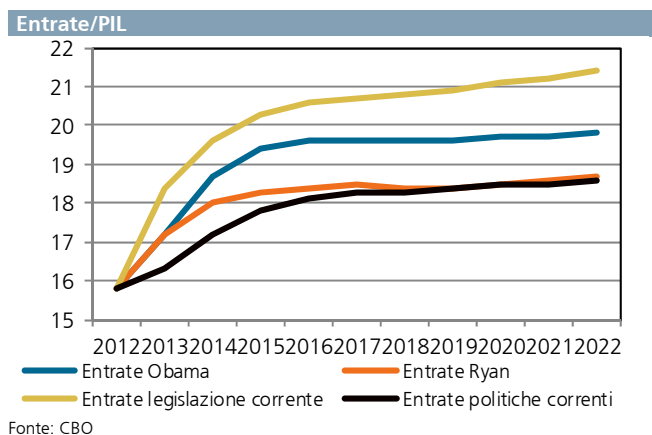
Qualsiasi piano di consolidamento dovrebbe, per essere credibile, prevedere una **stabilizzazione della spesa sanitaria** (in particolare Medicare) e un **aumento delle entrate in termini di PIL**. I sentieri possibili sono compresi fra quello della legislazione vigente e quello delle politiche vigenti: le proposte di budget democratica e repubblicana sono comprese all'interno di questo "intervallo". In questa sezione paragoniamo le quattro alternative - politiche vigenti, legislazione vigente, proposta democratica, proposta repubblicana - pur sapendo che probabilmente ci dovrà essere un compromesso fra i piani presentati finora e la realtà sarà diversa dalle 4 alternative delineate. Più sotto indicheremo le differenze fra il budget repubblicano di Ryan e la piattaforma elettorale del candidato alla presidenza Romney.

1. La **legislazione corrente** prevede un rapido calo del deficit e del debito rispetto alle politiche correnti, grazie a un ampio aumento delle entrate. Entro il 2022, le entrate/PIL sarebbero pari a 21,4% (più di 3pp al di sopra della media storica di 18%); le spese sul PIL scenderebbero di circa 1pp a 22,3% (circa 1,5pp sopra la media storica).
2. Le **politiche correnti** mantengono un sentiero forte per le spese e più contenuto per le entrate. Nel 2022, il rapporto spesa/PIL sarebbe al 24,1% e quello entrate/PIL al 18,6%. Il deficit resterebbe intorno al 5% per tutto il decennio, con debito/PIL in costante aumento.
3. Il **budget democratico proposto dal presidente Obama** vede un calo delle spese rispetto alle politiche vigenti fino al 2018 (22% del PIL), seguito però da un trend verso l'alto (22,8% del PIL nel 2022). La spesa discrezionale sarebbe congelata intorno al 5% del PIL. La spesa programmatica salirebbe gradualmente sopra il 14,5% nel 2022, senza mai stabilizzarsi. Le entrate sul PIL sarebbero ferme intorno al 19,8% nel medio/lungo termine.
4. Il **budget repubblicano presentato da P. Ryan** (presidente della Commissione Bilancio della Camera e candidato alla vice-presidenza) blocca le entrate al 19% del PIL. La spesa scenderebbe al 20% del PIL entro il 2022, con un calo della spesa primaria al 17,2% del PIL nel 2022, grazie a tagli alla spesa discrezionale e a quella programmatica.



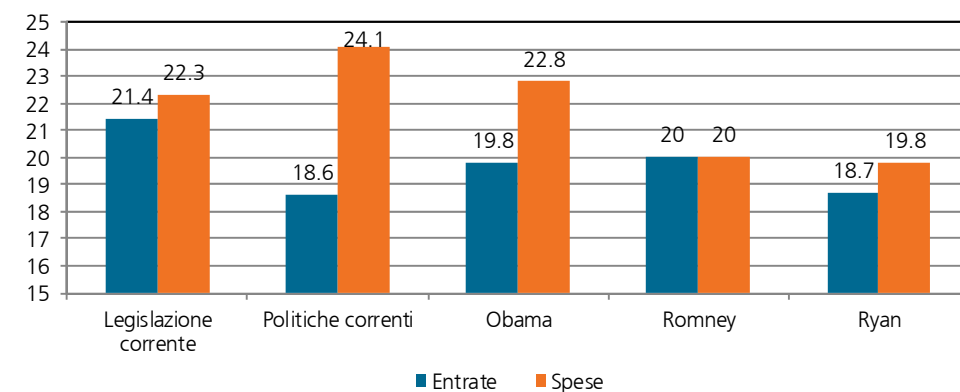
Scenario Macroeconomico

Settembre 2012



Le differenze fra le piattaforme elettorali dei candidati si possono riassumere nei piani di medio termine per entrate e spese. Consideriamo qui sotto le piattaforme di Obama e Romney (che però manca di molti dettagli) e quella di Ryan (che rappresenta il partito repubblicano). Sulle entrate, Obama e Romney si differenziano nella distribuzione delle imposte, più che sul totale, mentre Ryan include un obiettivo di imposte più basso. Sulle spese, Repubblicani e Democratici si differenziano in termini di dimensione dei tagli di spesa. Solo Romney ha come obiettivo il pareggio di bilancio. Ryan ha come obiettivo la riduzione della dimensione del Governo, Obama la difesa dei programmi assistenziali e previdenziali.

Scenari alternativi: entrate e spese in % del PIL nel 2023



Fonte: CBO, elaborazioni Intesa Sanpaolo su CBPP

La previsione di un Governo diviso anche nella prossima legislatura implica che i programmi presentati dovranno essere annacquati su diverse dimensioni per poter generare una riduzione, anche modesta e incompleta, dei deficit. Attualmente lo scenario è particolarmente incerto proprio perché richiederà qualche forma di accordo *bipartisan*.

Notiamo che nessuno dei programmi elettorali (vedi box alla fine di questa sezione) include rialzi di imposte indirette; tutti però includono una riforma tributaria che riduca detrazioni e deduzioni, allargando la base imponibile per poter mantenere gran parte (se non tutte) le riduzioni delle aliquote sul reddito delle persone fisiche. Tutte le piattaforme prevedono entrate vicine, anche se un po' superiori alla media storica di 18% in termini di PIL. Dal lato delle spese tutti (anche i Repubblicani) prevedono qualche forma di controllo della spesa sanitaria sul programma Medicare, attraverso una riduzione dei benefits per i redditi più alti.

Questa intersezione di misure comuni potrebbe rappresentare la struttura portante del consolidamento atteso nei prossimi anni. Riteniamo che la spaccatura in Congresso e la polarizzazione ideologica rendano difficile prevedere riforme strutturali definitive. Tuttavia, l'aumento dei rischi di una possibile crisi sul debito dovrebbe portare a interventi più radicali rispetto allo stallo politico completo che si è visto negli ultimi due anni. In passato di fronte a gravi crisi di solvibilità (per esempio insolvenza di Social Security) il Congresso è riuscito a superare le spaccature ideologiche e ad approvare riforme di medio termine apparentemente molto controverse. Pertanto, nella nostra previsione centrale, non c'è una crisi del debito statunitense.

3. Conclusioni

La **crescita statunitense dovrebbe rimanere debole** nel medio termine, nonostante l'ampio stimolo monetario. Il consolidamento fiscale non potrà più essere rimandato e sarà reso particolarmente difficile dal contesto di bassa crescita.

Lo scenario si divide su **due orizzonti**. Per il **2013**, prevediamo che ci sia un **blocco temporaneo del fiscal cliff**, grazie a un voto in extremis a dicembre 2012. Si dovrebbe mantenere restrizione fiscale per circa 200 miliardi di dollari sul 2013, con ulteriore rallentamento della crescita a 1,7%.

Per il periodo **dopo il 2013**, lo scenario dipende in modo cruciale dall'**esito delle elezioni**: riteniamo che nonostante il quadro fiscale insostenibile, una crisi del debito non sia all'orizzonte grazie al continuo ampio supporto della Fed e all'approvazione di misure che chiudano, almeno parzialmente, il deficit federale nel medio termine. Le **riforme fiscali** dovrebbero avere queste caratteristiche: 1) riforma tributaria per le imposte sulle persone fisiche, con un ampliamento della base imponibile e aliquote poco variate rispetto alle politiche correnti; 2) taglio delle imposte societarie (anche qui con allargamento della base imponibile); 3) rinegoziazione del Budget Control Act per ridurre i tagli automatici alla spesa discrezionale nel prossimo decennio; 4) modifica al programma Medicare per ridurre la crescita della spesa sanitaria; 5) innalzamento dell'età pensionabile per mantenere solvibili i fondi previdenziali.

La **politica monetaria** resterà ampiamente accomodante, con ampliamento del programma di acquisto titoli nel 2013. Anche se lo stimolo monetario ha effetti modesti sulla crescita, permette di evitare una ricaduta in recessione e di evitare una crisi del debito grazie al contenimento del costo degli interessi per il Tesoro.

I programmi elettorali

1. Il budget di Obama – Il budget aumenta il deficit cumulato nel periodo 2013-22 di circa 2,9 tln di dollari rispetto alla legislazione corrente.

- **Imposte sulle persone fisiche** - Estensione delle politiche vigenti sulle imposte (circa 3,5 tln sopra la legislazione corrente). Estensione dei tagli delle aliquote in vigore dal 2001-03 per individui con reddito sotto 200 mila dollari; fine dei tagli per le due aliquote più alte con ritorno ai livelli pre-2001 (36% e 39,6% rispettivamente); indicizzazione permanente dell'Alternative Minimum Tax; ritorno delle aliquote e della franchigia del 2009 per imposte sulle donazioni e successione (45%, 3,5 milioni di dollari); limite alle detrazioni (massimo 28%).
- **Imposte sulle società** - Modifica al sistema di tassazione internazionale, estensione del credito di imposta per la ricerca e altri crediti di imposta.

Blocco dei tagli alla **spesa discrezionale** previsti dal *Budget Control Act* (circa un trilione sopra la legislazione corrente); tagli ad altre voci di spesa discrezionale (circa 0,8 trilioni sotto legislazione vigente); modifiche a **Medicare** (circa 276 miliardi sotto legislazione corrente), con cambiamenti per i fornitori di servizi, limiti ai rimborsi per i redditi alti; variazioni a **Medicaid** (66 miliardi sotto la legislazione corrente); altri **rialzi di spesa programmatica** per circa 1,2 trilioni.

2. Il programma di Romney - Il piano di Romney sarebbe circa neutrale in termini di deficit. E' difficile valutarlo perché è molto generico e manca di dettagli attuativi. La proposta ridurrebbe le entrate di 600 miliardi rispetto alla legislazione vigente limiterebbe la spesa al 20% del PIL, con tagli per circa 580 miliardi di dollari.

- **Imposte sulle persone fisiche** - Eliminazione dell'imposta di successione; riduzione del 20% di tutte le aliquote: aliquota massima a 28% da 35%, minima a 8% da 10%; eliminazione delle imposte su *capital gains*, dividendi, e interessi per individui con reddito inferiore a 200 mila dollari; eliminazione dell'*Alternative Minimum Tax*, riforma o abolizione di crediti di imposta e detrazioni (senza dettagli).
- **Imposte sulle società** - Riduzione dell'aliquota al 25% dal 39%; modifica del sistema di tassazione internazionale.
- **Limite della spesa al 20% del PIL** - Riforma dei programmi sanitari e previdenziali (senza dettagli): trasformazione di Medicaid in trasferimenti fissi; riduzione della spesa per Medicare in linea con obiettivi di Ryan (senza dettagli); riduzione del 10% dei dipendenti federali.

3. Il piano di Ryan - L'obiettivo principale di Ryan (che rappresenta l'ala più radicale del partito repubblicano, il cui peso probabilmente crescerà nella nuova Camera) è la riduzione della dimensione del Governo. Ryan prevede una riforma neutrale in termini di entrate rispetto alle politiche correnti con una riduzione di circa 2 trilioni rispetto alla legislazione corrente.

- **Imposte sulle persone fisiche** - Introduzione di solo due aliquote (10 e 25%); eliminazione dell'*Alternative Minimum Tax*, eliminazione di crediti di imposta e detrazioni (senza dettagli).
- **Imposte sulle società** - Riduzione dell'aliquota al 25%, riduzione delle detrazioni; modifica del sistema di tassazione internazionale.
- La **spesa** scenderebbe al 20,2% del PIL nel 2023, 517 miliardi sotto la spesa cumulata 2013-22 prevista dalla legislazione corrente. Nel 2050, le entrate sarebbero al 19% del PIL, la spesa al 16%. Spostamento dei tagli alla difesa del *Budget Control Act* sull'aggregato ex-difesa a partire dal 2014. Modifica di Medicare con premi determinati dal reddito per le fasce elevate; innalzamento graduale fra il 2023 e il 2037 dell'età per accedere al programma dall'attuale 65 a 67 anni. Medicaid: modifica in sistema con trasferimenti fissi agli stati legati a crescita della popolazione e inflazione. Modifica simile anche per trasferimenti assistenziali. Apertura dibattito su Social Security (senza dettagli); privatizzazione di Freddie Mac e Fannie Mae. Riduzione di altri sussidi assistenziali.

Politica monetaria – Stimolo a oltranza, fino a quando il mercato del lavoro non migliora

Il FOMC ha introdotto nuovo stimolo monetario annunciando un pacchetto di acquisto di MBS a lungo termine e spostando al 2015 la data del primo rialzo atteso dei Fed funds. Il programma di acquisto titoli **non ha un limite temporale**: la Fed si impegna a proseguire gli acquisti e ad aggiungere eventualmente altre tipologie di attività al programma annunciato “se il mercato del lavoro non migliora”. Il punto chiave per il nuovo intervento è la convinzione che “senza ulteriore stimolo monetario, la crescita economica potrebbe non essere sufficientemente forte da generare un miglioramento duraturo delle condizioni del mercato del lavoro”. Inoltre, il FOMC ha affermato che l’inflazione resterà sotto l’obiettivo del 2% per tutto il periodo previsivo, non ponendo quindi alcun rischio per la stabilità dei prezzi. L’*Operation Twist* e la politica di reinvestimento di cedole e scadenze proseguiranno fino a fine anno. Il FOMC definisce sempre più esplicitamente la propria strategia sulla base dei segnali del mercato del lavoro e comunica la propria determinazione a continuare a intervenire per evitare lo stallo della crescita. L’effetto degli interventi sarà comunque solo modestamente positivo sulla crescita.

1. Proiezioni macroeconomiche

Le **previsioni macroeconomiche** vedono una revisione verso il basso per la crescita di quest’anno (a 1,7-2,0% da 1,9-2,4%), ma hanno alzato le previsioni per il 2013 (a 2,5-3% da 2,2-2,8%) e marginalmente quelle del 2014 (a 3,0-3,8% da 3,0-3,5%). Il 2015 ha una previsione in linea con il 2014. A fronte del miglioramento della crescita indicato, c’è poca variazione per il tasso di disoccupazione del 2013 (7,6-7,9% da 7,5-8%), con un miglioramento più significativo per il 2014 e il 2015 (6,7-7,3% e 6,0-6,8% rispettivamente). Pertanto il **tasso di disoccupazione resterà sempre al di sopra della stima del tasso di lungo termine**, sempre stimato a 5,2-6%. L’inflazione è prevista sempre sotto il 2%.

Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei Presidenti delle Reserve Banks – sett. 2012					
Variable	Tendenza centrale				
	2012	2013	2014	2015	Lungo termine
PIL reale	1.7-2.0	2.5-3.0	3.0-3.8	3.0-3.8	2.3-2.5
proiezione giugno	1.9-2.4	2.2- 2.8	3.0-3.5	ND	2.3-2.5
Tasso di disoccupazione	8.0-8.2	7.6-7.9	6.7-7.3	6.0-6.8	5.2-6.0
proiezione giugno	8.0-8.2	7.5-8.0	7.0-7.7	ND	5.2-6.0
Deflatore consumi	1.7-1.8	1.6-2.0	1.6-2.0	1.8-2.0	2.0
proiezione giugno	1.2-1.7	1.5-2.0	1.5-2.0	ND	2.0
Deflatore consumi core	1.7-1.9	1.7-2.0	1.8-2.0	1.9-2.0	
proiezione giugno	1.7-2.0	1.6-2.0	1.6-2.0	ND	

Note: Proiezioni di variazione del PIL e inflazione dal 4° trimestre dell’anno precedente al 4° trimestre dell’anno indicato. Tasso di disoccupazione nel 4° trimestre dell’anno indicato. ND= non disponibile. Fonte: Federal Reserve Board

2. Nuovo stimolo

Gli **interventi di stimolo** sono costituiti da un **pacchetto di acquisto di MBS a lungo termine e dallo spostamento a circa metà 2015 della data del primo rialzo atteso dei Fed funds**. Il programma prevede acquisti per 40 miliardi di dollari al mese e non ha un limite temporale: la Fed si impegna a proseguire gli acquisti e ad aggiungere eventualmente altre tipologie di attività al programma annunciato “se il mercato del lavoro non migliora”. L’*Operation Twist* proseguirà, e continuerà anche la politica di reinvestimento di cedole e scadenze dei titoli già nel portafoglio della Fed, portando a circa 85 miliardi di dollari al mese gli interventi sul tratto lungo della curva fino alla fine dell’anno. Questi interventi, secondo il comunicato, “dovrebbero mettere pressione verso il basso sui tassi di interesse a lungo termine, sostenere il mercato dei mutui e aiutare a rendere le condizioni finanziarie in senso lato più accomodanti”. Il punto importante del

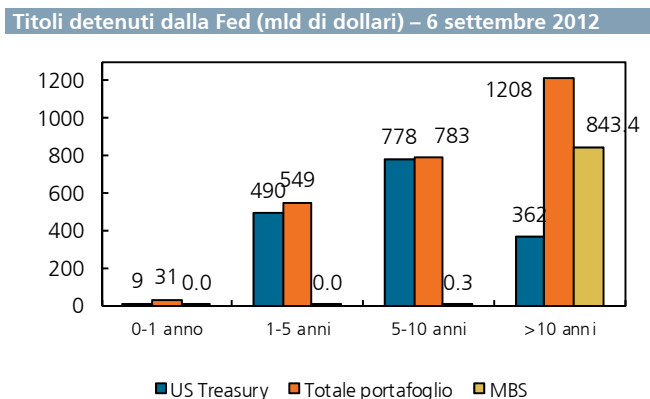
Scenario Macroeconomico

Settembre 2012

comunicato è certamente quello legato alla **durata (non definita a priori) degli interventi**: “se lo scenario del mercato del lavoro non migliora in modo sostanziale”, gli acquisti di MBS e eventualmente di altri tipi di titoli proseguiranno “fino a quando non sarà raggiunto tale miglioramento”. Il FOMC definisce quindi sempre più esplicitamente la propria strategia sulla base dei segnali del mercato del lavoro e comunica la propria determinazione a continuare a intervenire a oltranza per evitare lo stallo della crescita.

Portafoglio titoli della Fed – 6 settembre 2012		0-1 anno	1-5 anni	5-10 anni	>10 anni	Totale
US Treas.	mld dollari	9.2	490.2	778.2	361.9	1,639.4
	% Treas.	0.6	29.9	47.5	22.1	100.0
Ag. fed.	mld dollari	21.5	59.0	4.4	2.3	87.2
	% Agenzie	24.6	67.6	5.1	2.7	100.0
MBS	mld dollari	0.0	0.0	0.3	843.3	843.6
	% MBS	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
Totale	mld dollari	30.7	549.2	782.8	1,207.5	2,570.2
	% totale	1.2	21.4	30.5	47.0	100.0

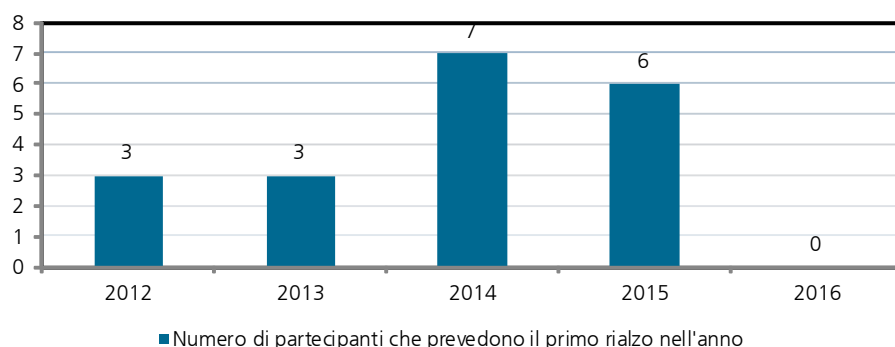
Fonte: Federal Reserve Board



La definizione di un programma aperto in termini di tempi e di quantità dà flessibilità al FOMC per reagire in modo rapido di fronte a un eventuale deterioramento dello scenario nei prossimi mesi, visti i rischi legati al *fiscal cliff*, al raggiungimento del limite del debito e al calendario politico dei prossimi quattro mesi. **A nostro avviso, il programma proseguirà nel 2013**, quasi sicuramente per tutto il 1° trimestre e con ogni probabilità anche per il 2°. Prevediamo che venga aggiunto **un intervento di acquisto di Treasury da inizio 2013**, quando scadrà l'*Operation Twist*, che non può essere esteso per mancanza di titoli a breve. Il reinvestimento di scadenze e cedole dovrebbe proseguire nella prima metà del 2013.

Per quanto riguarda il **rialzo dei fed funds**, il comunicato sposta in avanti il primo rialzo atteso dei Fed funds di almeno 2-3 trimestri: dal tardo 2014 incluso fino ad agosto, la stabilità dei tassi è ora attesa “almeno fino a metà 2015”. La distribuzione delle previsioni mostra un ampio consenso, con 12 (da 6) su 19 partecipanti al FOMC che prevedono il primo rialzo nel 2015

Valutazione dei partecipanti al FOMC sulla politica monetaria appropriata – sett. 2012



3. Conclusioni

La Fed ha soddisfatto le aspettative introducendo un programma di acquisto titoli “aperto” sia in termini di quantità, sia in termini di durata, lasciando anche chiaramente sul tavolo l’opzione

di aggiungere nuove tipologie di titoli e “usare i suoi altri strumenti di policy come appropriato” per raggiungere l’obiettivo di un miglioramento duraturo del mercato del lavoro. Riteniamo che il programma di acquisti di MBS durerà probabilmente fino a metà 2013, e che da inizio anno verrà ampliato con interventi di acquisto di Treasury.

Nella conferenza stampa, Bernanke è stato molto cauto nel valutare sia lo scenario economico sia la capacità della politica monetaria di supportare l’economia. Bernanke ha detto che i freni alla crescita restano molto forti e lo scopo del nuovo intervento monetario è quello di far muovere l’economia “nella direzione giusta per assicurare che non ci sia stagnazione”. La cautela del *chairman* è estesa alla politica monetaria: “non stiamo promettendo di curare tutti questi problemi (...) ma quello che possiamo fare è offrire del supporto”.

Dalla modesta modifica delle proiezioni di crescita si deduce che la Fed stima in circa 0,2pp il contributo del nuovo stimolo alla crescita del PIL del prossimo anno. Concordiamo con questa visione: il contributo della politica monetaria alla crescita sta probabilmente diventando sempre più marginale. Tuttavia, in una fase di ampia e crescente restrizione fiscale, anche senza *fiscal cliff*, gli interventi di politica monetaria agiscono positivamente sulla fiducia e sostengono i mercati più rischiosi, oltre a indebolire il dollaro e contribuire a contenere i rischi di aumento dei costi degli interessi per il Tesoro USA. Questo è il principale contributo atteso delle decisioni del FOMC: in un quadro di crescita prevista al di sotto del 2% nel 2013, con tutti i noti rischi legati alla politica fiscale, il sostegno della politica monetaria riduce le probabilità di ricaduta recessiva, e non è poco.

Area euro - Verso un 2013 di stagnazione

Lo scenario in sintesi

- Nonostante l'intervento decisivo della BCE abbia ridotto i rischi di evoluzioni "estreme" della crisi del debito, anche in caso di prosecuzione di tale trend **ci vorrà tempo prima che il miglioramento delle condizioni finanziarie si trasmetta all'economia reale**, peraltro comunque frenata in misura importante dagli effetti delle manovre di consolidamento fiscale.
- Lo scenario per l'insieme dell'Eurozona resta quello di una **recessione "lieve"**; una ripresa vera e propria, anche in caso di prosecuzione del trend di allentamento delle tensioni finanziarie, si vedrà solo a 2013 inoltrato (a partire dalla primavera, nelle nostre stime).
- Rispetto alle stime di giugno abbiamo rivisto al rialzo le proiezioni per l'inflazione core (al netto di energia e alimentari freschi) di circa tre decimi, all'1,7%, mentre la variazione media annua dell'indice generale è attesa a 2,0%. Il basso livello di utilizzo delle risorse, a cominciare dal lavoro, rappresenta un grosso ostacolo alla trasmissione delle pressioni inflazionistiche originate dalle materie prime e dalle manovre fiscali.
- I mesi estivi hanno determinato una svolta anche all'Euro Tower. La BCE ha assunto un ruolo di quasi lender of last resort con l'annuncio di acquisti illimitati di titoli di Stato con vita media residua di 3 anni. La stretta condizionalità dell'intervento assicura una giustificazione politica al Piano BCE e limita il rischio di *moral hazard*. Nell'immediato non ci aspettiamo ulteriori interventi di stimolo né sul fronte delle misure non convenzionali né un taglio dei tassi, anche dati gli aperti contrasti con la Bundesbank.

Paolo Mameli

Eurozona - Previsioni macroeconomiche	2011	2012	2013	2011			2012			2013		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
Pil (prezzi costanti, a/a)	1.5	-0.4	0.3	0.6	0.0	-0.5	-0.8	-0.4	-0.4	0.0	0.5	
- t/t				-0.3	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.3	
Consumi privati	0.1	-0.9	0.3	-0.5	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	0.2	0.2	0.3	
Investimenti fissi	1.6	-2.9	0.4	-0.5	-1.3	-0.8	-0.6	-0.2	0.4	0.5	0.5	
Consumi pubblici	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.4	-0.3	0.1	0.1	0.2	
Esportazioni	6.3	3.0	4.2	-0.2	0.7	1.3	0.5	1.0	1.0	1.1	1.2	
Importazioni	4.1	-0.1	2.6	-1.4	-0.2	0.9	0.2	0.5	0.7	0.8	0.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.7	-0.8	-0.5	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.4	-0.2	-0.3	
Partite correnti (% PIL)	0.0	0.7	1.2	0.2	0.7	1.2	0.6	0.5	1.8	1.3	1.0	
Deficit pubblico (% PIL)	-4.1	-3.6	-2.7									
Debito pubblico (% PIL)	87.2	93.4	94.6									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.7	2.5	2.0	2.9	2.7	2.5	2.6	2.4	2.1	2.0	1.9	
Produzione industriale (a/a)	3.5	-2.0	0.5	-2.0	-0.5	-0.5	0.2	-0.4	-0.1	0.7	0.9	
Disoccupazione (ILO, %)	9.6	10.1	10.2	10.0	10.1	10.2	10.1	10.1	9.9	9.9	10.2	
Euribor 3 mesi	1.39	0.58	0.28	1.50	1.04	0.70	0.36	0.21	0.25	0.27	0.30	
Rendim. 10 anni	4.41	4.02	3.99	4.53	4.39	4.27	3.79	3.65	3.85	4.01	4.04	
EUR/USD	1.39	1.29	1.34	1.35	1.31	1.28	1.25	1.32	1.33	1.34	1.35	

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

Il ciclo è ancora frenato dalla stretta fiscale

Dopo la pausa di inizio anno, l'economia dell'Eurozona è tornata a contrarsi nei mesi primaverili, entrando virtualmente in recessione, per quanto "lieve": per il trimestre estivo ci aspettiamo una flessione del PIL circa analoga a quella vista nei tre mesi precedenti. **Solo il commercio con l'estero sta continuando a sostenere la crescita**, mentre la domanda interna è fortemente compressa dagli effetti sia delle misure di consolidamento fiscale sia della crisi finanziaria.

Occorre tempo perché il miglioramento delle condizioni sui mercati si trasmetta all'economia reale

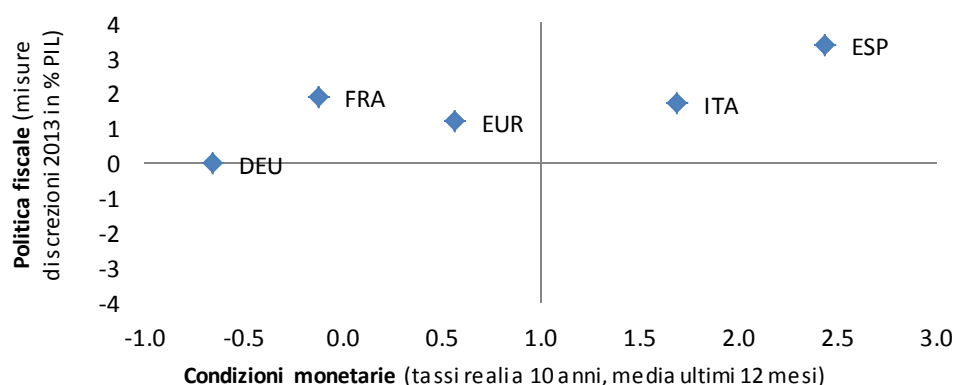
I livelli degli indici anticipatori, su cui almeno sino al mese di settembre non si è trasmesso il recupero di fiducia visto sui mercati finanziari, **ancora non segnalano una ripresa**; nel nostro

scenario centrale, in cui il parziale rientro delle tensioni sui mercati si trasmette almeno in parte al morale di imprese e famiglie, si potrebbe vedere un andamento stagnante nei prossimi due trimestri e un ritorno alla crescita soltanto a 2013 inoltrato. Poiché sembra esservi stata nel corso dell'ultimo anno una significativa correlazione tra l'andamento della fiducia di famiglie/imprese e gli indici di tensione sui mercati finanziari, **sembra possibile che il parziale rientro di tali tensioni possa innescare quantomeno un minore pessimismo degli operatori economici**. Peraltro, affinché si abbia un pieno impatto sull'economia reale, occorre che il rientro dei premi per il rischio si trasmetta anche alle condizioni creditizie, al momento ancora significativamente restrittive nei Periferici. Si tratta di un processo che necessariamente richiederà alcuni mesi. Peraltro, se gli indici anticipatori di breve termine (PMI e indici Commissione Europea, ad esempio) ancora non mostrano un'inversione di tendenza, altri indicatori maggiormente *forward-looking* (come il *leading indicator* dell'OCSE o M3 reale, che tendenzialmente colgono i punti di svolta del ciclo con un anticipo rispettivamente di sei mesi e un anno) segnalano che **l'economia è destinata a non peggiorare ulteriormente a cavallo d'anno e anzi potrebbe mostrare una ripresa nel corso del 2013**.

Tra i vari settori, **l'industria è quello che potrebbe mostrare i primi segnali di ripresa**, perché trainato dall'export e meno condizionato dalla crisi finanziaria (e i livelli delle scorte e del grado di utilizzo degli impianti non segnalano eccessi di offerta nel settore). **Le costruzioni appaiono invece il settore più lontano dalla ripresa**, in quanto la correzione "strutturale" dei passati eccessi nei Paesi periferici sembra tuttora in corso e probabilmente in fase di "overshooting".

Persino superfluo aggiungere che, in un quadro di rallentamento oramai generalizzato, la situazione congiunturale rimane molto differenziata tra Paesi periferici e Paesi dell'Europa centro-settentrionale. La ragione fondamentale è che **le condizioni finanziarie restano restrittive per i primi e ultra-espansive per i secondi**. Anche prescindendo dall'evoluzione degli indici di rischio sui mercati finanziari e degli indicatori del credito, il tradizionale indicatore delle condizioni monetarie costituito dai tassi a lunga reali mostra che nell'ultimo anno i tassi a 10 anni in termini reali sono stati negativi in Germania, vicini allo zero in Francia, superiori ai due punti percentuali in Italia e vicini ai quattro punti percentuali in Spagna. Il *mix* di condizioni finanziarie e politica fiscale entrambe restrittive è coerente con un'altra flessione del PIL nel 2013 nei Periferici, mentre condizioni finanziarie ultra-espansive e una politica fiscale neutrale hanno consentito e consentiranno alla Germania di evitare una recessione in senso tecnico; meno favorevole il mix per la Francia, che beneficia sì di condizioni finanziarie espansive ma al contempo è frenata da una politica fiscale divenuta di recente sensibilmente restrittiva. Nel grafico sotto, il quadrante in alto a destra è quello più penalizzante perché coniuga politica fiscale e condizioni monetarie restrittive.

Il mix di condizioni monetarie e politica fiscale nei principali paesi dell'area euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, Eurostat, fonti nazionali

Il punto è che il principale "fattore recessivo" del 2012, la stretta fiscale, resterà in piedi, anche se con intensità minore, anche nel 2013. Come si vede dalla tabella sotto, l'ammontare delle misure discrezionali di politica fiscale messe in atto a valere sul 2013 per il complesso dell'Eurozona non è molto lontano dalla restrizione già effettuata nel biennio precedente. Ciò significa che *ceteris paribus*, rispetto allo scenario tendenziale, la politica fiscale avrà un effetto negativo sul ciclo molto vicino a quello visto nel 2011 e 2012 (sette decimi di punto percentuale, nelle nostre stime). L'effetto restrittivo della politica fiscale dovrebbe esaurirsi, per la media dell'Eurozona, solo nel 2014, quando la politica fiscale continuerà a incidere nei paesi più esposti alla crisi (Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna) ma diverrà neutra in Francia e anzi decisamente meno restrittiva in Italia.

Il principale fattore recessivo, la stretta fiscale, rimarrà in piedi anche nel 2013

Riassunto delle misure fiscali discrezionali "cumulate" adottate in alcuni paesi dell'area euro e loro impatto sulla crescita del PIL								
MISURE FISCALI (% PIL)	2010	2011	2012	2013	2014	2010-14	2010-12	2013-14
<i>Eurozona</i>	0.6	1.4	1.4	1.2	0.1	4.8	3.4	1.4
Francia	0.0	2.4	1.4	1.9	0.0	5.6	3.8	1.9
Italia	0.0	0.9	3.7	1.7	-1.2	5.2	4.6	0.5
Spagna	1.8	3.4	2.3	3.4	1.5	12.4	7.4	4.9
Grecia	8.0	9.0	5.9	6.7	5.4	34.9	22.8	12.1
Irlanda	9.4	3.4	2.6	1.9	1.9	19.2	15.4	3.8
Portogallo	4.3	5.4	2.1	1.9	1.2	14.8	11.8	3.1
IMPATTO SUL PIL	2010	2011	2012	2013	2014	2010-14	2010-12	2013-14
<i>Eurozona</i>	-0.4	-0.8	-0.8	-0.7	-0.1	-2.7	-1.9	-0.8
Francia	0.0	-1.5	-0.9	-1.2	0.0	-3.5	-2.4	-1.2
Italia	0.0	-0.4	-1.6	-0.7	0.5	-2.3	-2.0	-0.2
Spagna	-0.8	-1.6	-1.0	-1.6	-0.7	-5.7	-3.4	-2.3
Grecia	-5.0	-5.6	-3.7	-4.2	-3.4	-21.8	-14.2	-7.6
Irlanda	-5.8	-2.1	-1.6	-1.2	-1.2	-12.0	-9.6	-2.4
Portogallo	-2.7	-3.4	-1.3	-1.2	-0.7	-9.3	-7.3	-1.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonti nazionali

Esaminando le principali componenti di crescita, se i consumi pubblici non potranno certo contribuire alla crescita e anzi sono visti contrarsi per il terzo anno consecutivo nel 2013, i consumi privati continueranno a soffrire dell'erosione in corso del potere d'acquisto dei consumatori, derivante sia dal calo dei redditi da lavoro che dell'occupazione. Come si vede nella tabella sotto, bisogna risalire al 2007 per trovare una crescita del reddito disponibile reale dei consumatori, che vediamo contrarsi per il quinto anno consecutivo nel 2013 (e per una crescita significativa si potrebbe dover attendere il 2015); l'effetto maggiore sul bilancio delle famiglie è stato nel 2012 (-1,3%), ma anche nel 2013 si vedrà un calo del potere d'acquisto dei consumatori, seppure di minore entità (-0,4%, nelle nostre stime).

L'analisi delle componenti di crescita mostra anche per il 2013 una domanda interna in calo e una tenuta dell'export

Reddito disponibile nominale e reale delle famiglie (var. % annue)								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reddito disponibile	4.5	3.3	-0.2	1.1	2.0	1.3	1.6	2.3
Inflazione	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7	2.6	2.0	2.2
Potere d'acquisto	2.3	0.0	-0.5	-0.5	-0.7	-1.3	-0.4	0.1

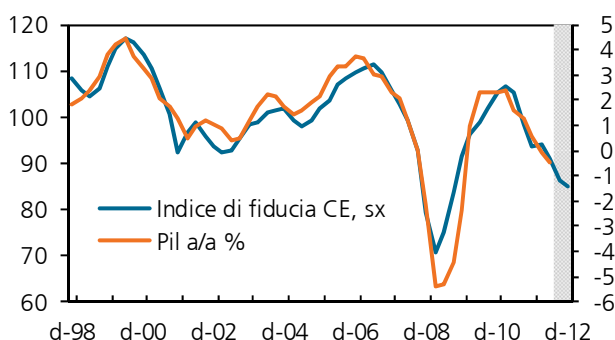
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati OEF

Gli investimenti anche nella parte finale del 2012 saranno penalizzati dalla contrazione dei margini di profitto, dall'incertezza sullo scenario e da condizioni finanziarie e del credito ancora tese nei Paesi periferici, ma saranno, a nostro avviso, la prima componente di domanda domestica a mostrare una ripresa probabilmente già a partire dall'inizio dell'anno prossimo. Un discorso a parte meritano le costruzioni, che in alcuni paesi (non solo i Periferici) stanno ancora andando incontro a una correzione "strutturale" di passati squilibri. Da notare comunque che il peso dell'insieme degli investimenti fissi sul PIL è sceso significativamente sotto la media storica ed è oggi ai minimi degli ultimi vent'anni, il che segnala che la correzione dei passati squilibri non appare ancora conclusa ma sembra entrata in una fase di *overshooting*, anche nel nostro

scenario centrale di relativo ottimismo sull'andamento degli investimenti, il loro peso sul PIL si manterrebbe significativamente al di sotto della media storica e anzi vicino ai minimi; in sostanza, l'eccesso di capacità produttiva e i fenomeni di "sovrainvestimento" avutisi per buona parte degli anni 2000 sembrano essere stati più che corretti dall'evoluzione del ciclo negli ultimi cinque anni, il che lascia spazio per un ritorno a una crescita sia pure molto lenta e graduale.

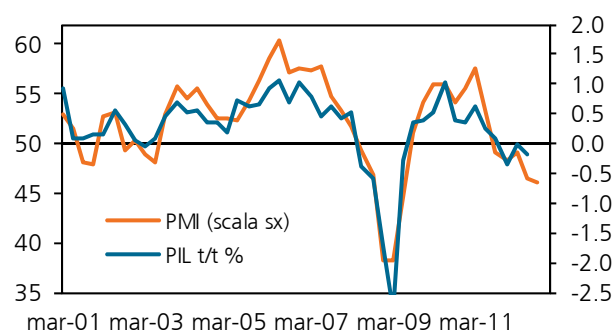
Il traino agli investimenti verrà dall'**export**, l'unica componente di crescita che non ha mostrato una flessione quest'anno. È vero che nella seconda metà del 2012 l'export soffre del deterioramento del quadro di crescita mondiale ma, anche grazie a un tasso di cambio ancora relativamente favorevole, riteniamo possa mantenere un tasso di crescita positivo, mostrando anzi un'accelerazione graduale nel corso dell'anno prossimo.

Gli indici anticipatori segnalano che non è terminata la fase di calo del PIL né su base annua...



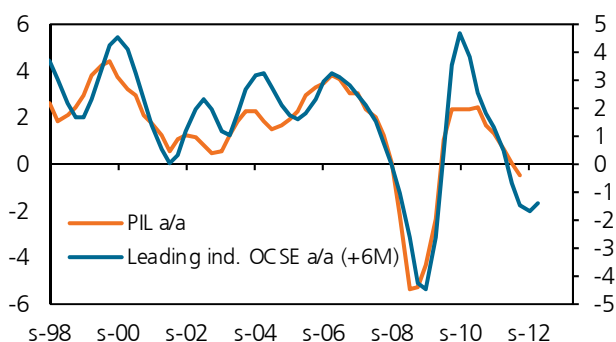
Fonte: Thomson Reuters Datastream, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...né su base trimestrale



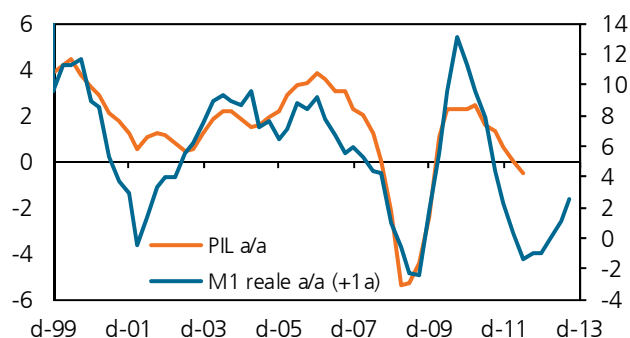
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, gli indici maggiormente forward-looking segnalano che si potrebbe avere una stabilizzazione a cavallo d'anno...



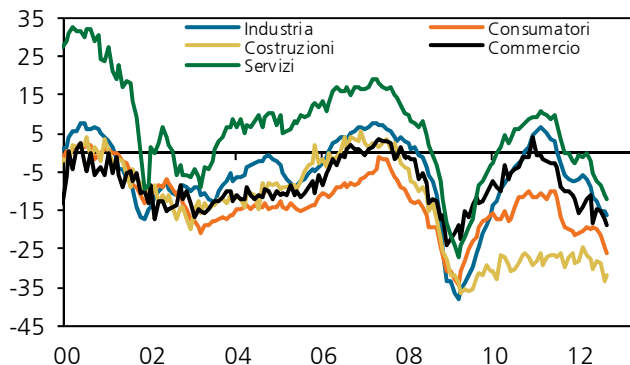
Fonte: Eurostat, OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e una ripresa nel corso del 2013



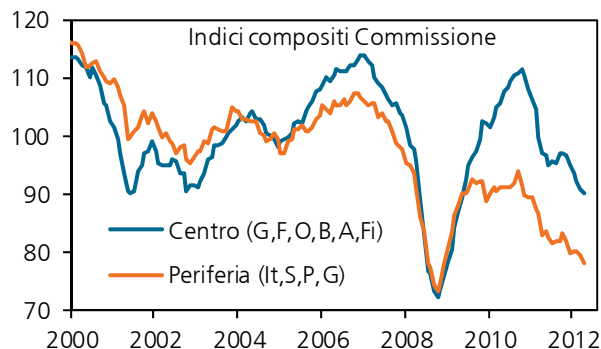
Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le costruzioni sono il settore dove la fiducia non si è mai ripresa dai minimi del 2009



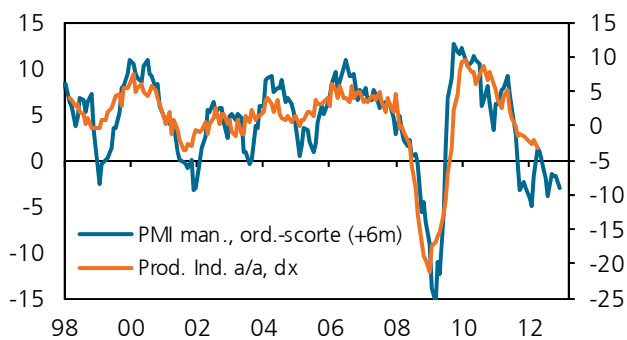
Nota: indici Commissione UE. Fonte: Thomson Reuters -Datastream, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La periferia sembra ormai trascinare verso il basso il centro



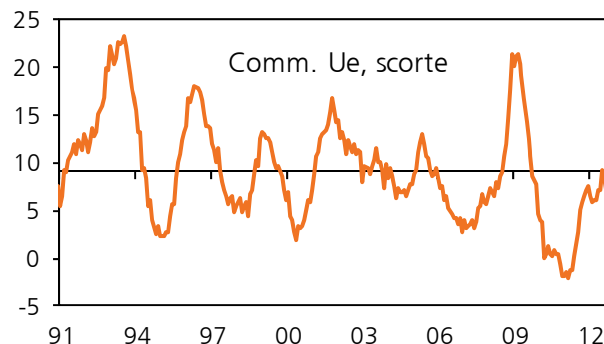
Nota: medie semplici indici compositi Commissione UE. Fonte: Thomson Reuters -Datastream, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nell'industria non sembra terminata la fase di rallentamento della produzione



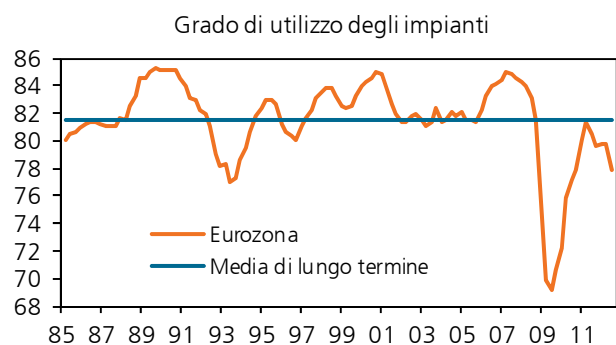
Fonte: Markit, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, il livello delle scorte è circa in linea con la media storica...



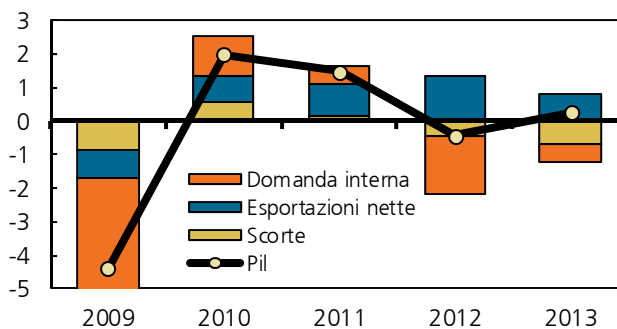
Nota: componente scorte indice di fiducia imprese industriali Commissione Ue. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e l'eccesso di capacità produttiva da correggere è modesto



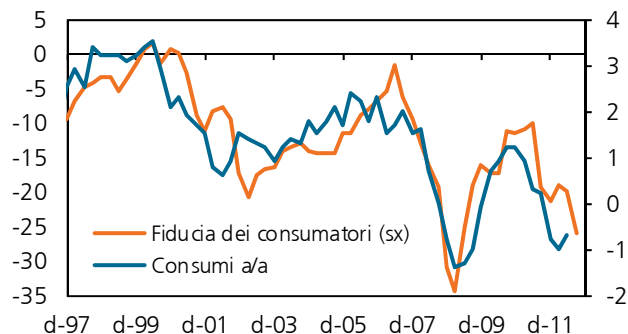
Fonte: Eurostat, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche nel 2013 il PIL sarà frenato da domanda domestica e scorte e viceversa sostenuto dal commercio con l'estero



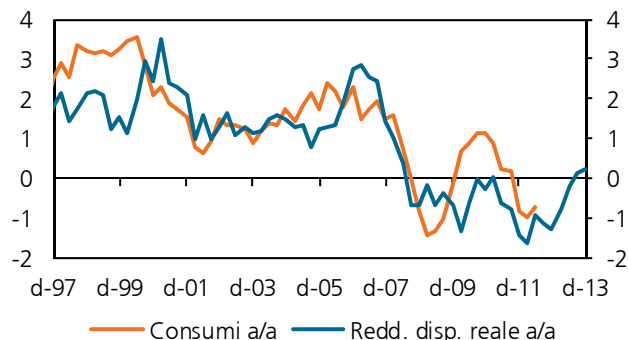
Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Il livello della fiducia delle famiglie non segnala per il momento alcuna ripresa dei consumi...



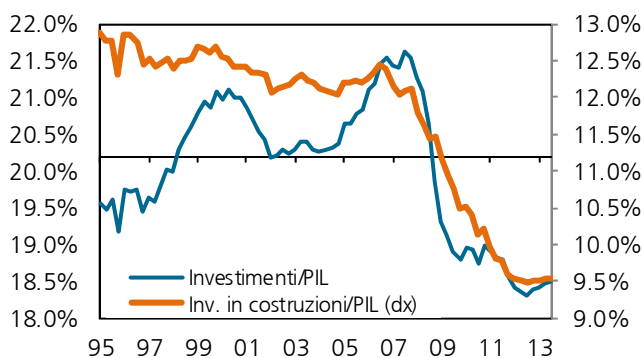
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...che potranno avvantaggiarsi di un ritorno in positivo del reddito disponibile reale solo tra 12 mesi



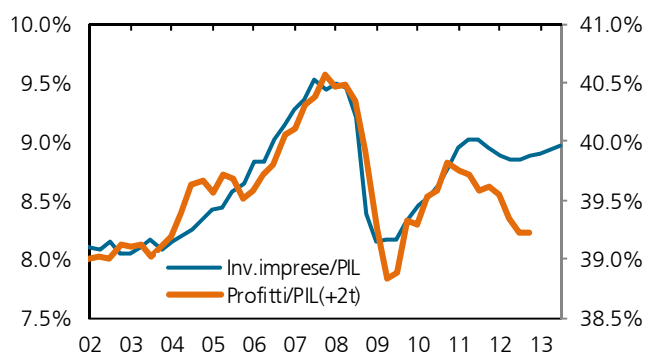
Fonte: Eurostat, Oxford Economics Forecasting, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Gli investimenti totali saranno ancora zavorrati dalla correzione nel settore delle costruzioni...



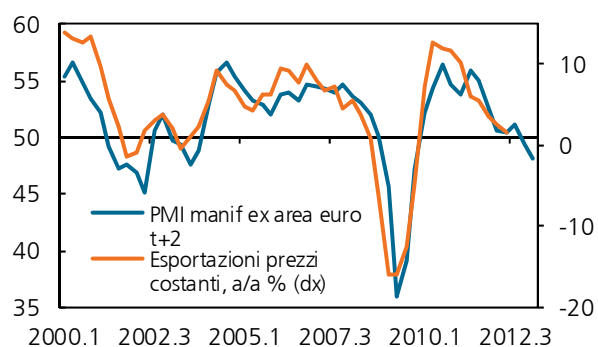
Fonte: Thomson Reuters -Datastream, Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

...mentre gli investimenti in macchinari non hanno riflesso interamente la flessione dei profitti, e saranno la prima componente di domanda domestica a mostrare una ripresa



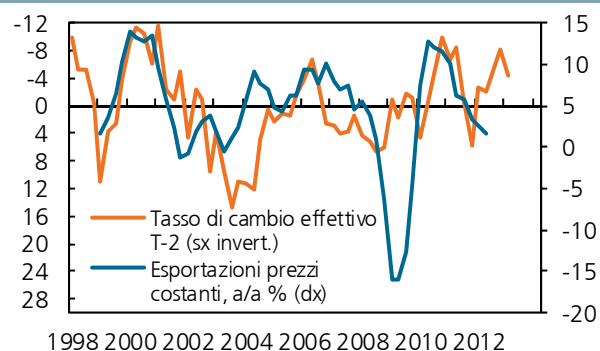
Fonte: Thomson Reuters -Datastream, Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'export nei prossimi mesi potrebbe da un lato risentire del rallentamento della domanda mondiale...



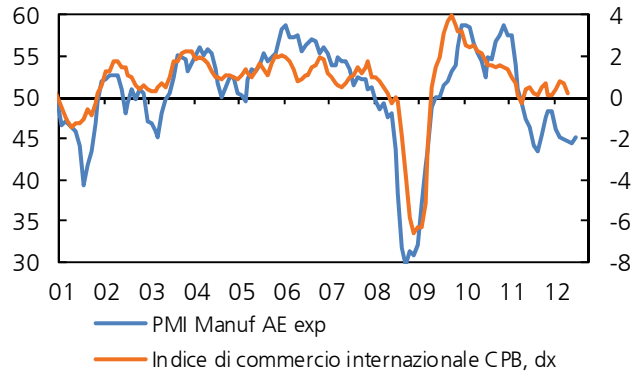
Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...dall'altro beneficiare di un tasso di cambio relativamente favorevole



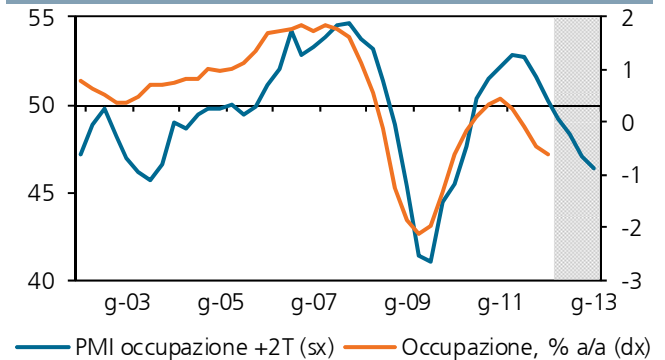
Fonte: Thomson Reuters -Datastream, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con una lieve espansione del commercio mondiale, l'export area euro continuerà a sostenere la crescita



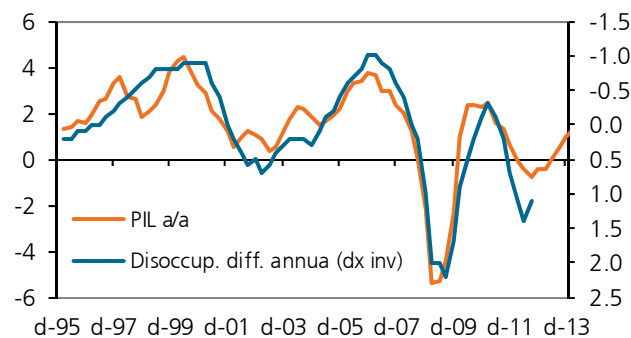
Fonte: Thomson Reuters –Datastream, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'occupazione calerà ancora



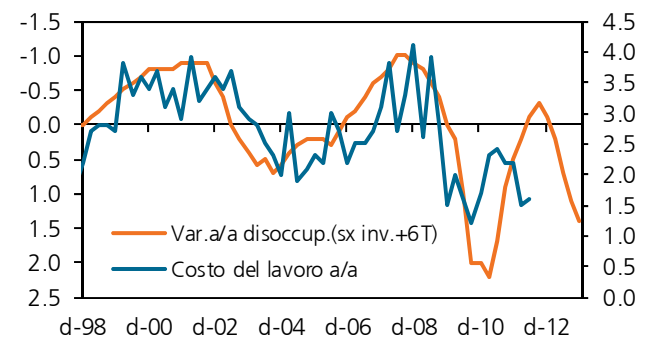
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La fase di maggiore accelerazione del tasso di disoccupazione sembra passata



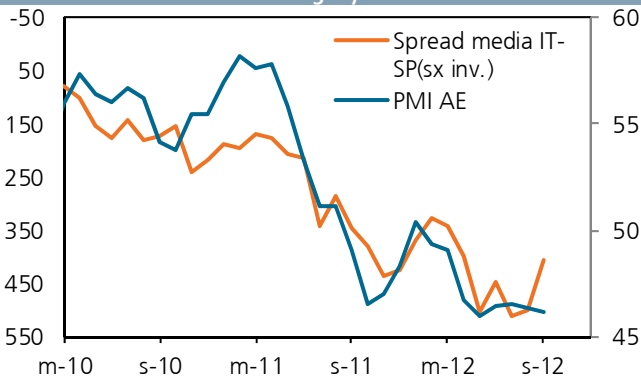
Fonte: Thomson Reuters –Datastream, Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, la persistente debolezza del mercato del lavoro eserciterà ancora a lungo pressioni al ribasso sui salari



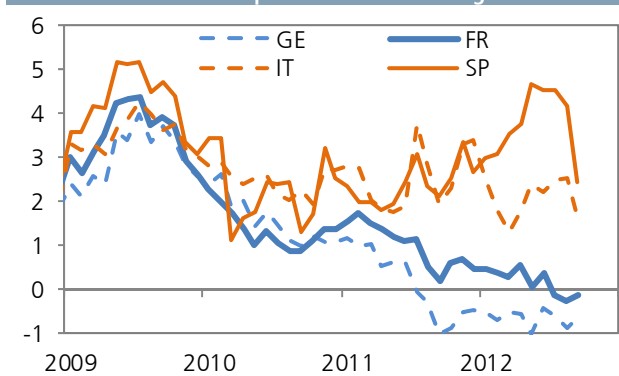
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli indici di fiducia potrebbero beneficiare del recente allentamento delle tensioni sugli spread sovrani



Fonte: Markit, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, le condizioni finanziarie restrittive continueranno a frenare il ciclo nei Paesi periferici ancora a lungo



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: ancora 2% nel 2013 ma è ancora energia e tasse

L'inflazione a settembre è risalita al 2,7% a/a dal 2,6% a/a di agosto, per effetto di rinnovate pressioni da energia, alimentari e dell'aumento dell'IVA in Spagna. Nei mesi estivi, pressioni verso l'alto sono venute anche dagli alimentari, per effetto dei forti rialzi dei prezzi di grano, mais e soia. **Al netto di energia e alimentari freschi** (circa 70% del paniere dell'indice armonizzato, e misura preferita dalla BCE), **l'inflazione core è calata all'1,7% a/a dall'1,8-1,9% a/a** dei primi sette mesi dell'anno. Sulla dinamica dei primi sette mesi dell'anno hanno pesato i rialzi di prezzi amministrati e tassazione indiretta. L'inflazione core al netto dell'apporto dei prezzi amministrati energia e alimentari (definita ciclica ex-energia e alimentari) è rimasta all'1,3% a/a, dallo scorso ottobre. Se si esclude il contributo delle tasse, l'inflazione ciclica scende al di sotto dell'1,0% a/a ad agosto (0,9% a/a).

Anna Maria Grimaldi

Nei prossimi mesi, ci aspettiamo che l'inflazione cali progressivamente verso il 2% e che la media del 2013 si collochi all'1,9-2,0% a/a, circa due decimi in più rispetto allo scenario di giugno. Le stime di consenso di agosto sono per un'inflazione all'1,7% a/a.

Ipotesi su petrolio, cambio e commodity alimentari

Le ipotesi di fondo sono di un prezzo del petrolio in media a 108 dollari al barile dai 111,5 dollari del 2012 a fronte di un cambio che dovrebbe apprezzarsi a 1,35 dall'1,29 di fine 2012. Le medie annue per petrolio e cambio sono invariate rispetto allo scenario di giugno. Per quanto concerne il rialzo dei **prezzi internazionali delle commodity** alimentari, non ci aspettiamo ampie ripercussioni. Lo shock è concentrato su un numero più limitato di prodotti e di natura più regionale (Stati Uniti); inoltre, i prezzi interni delle materie prime agricole nell'Unione Europea sono condizionati dalla PAC (politica agricola comune) e tipicamente si muovono meno dei prezzi internazionali. Infine, la traslazione dell'aumento dei prezzi interni all'indice alimentari del CPI è meno severa in fase di debolezza ciclica. Abbiamo quindi ipotizzato un aumento medio mensile dei prezzi degli alimentari di 0,3% nel 2013, contro lo 0,4% del 2012. Il contributo alla dinamica dell'indice generale è atteso salire all'1,2% dallo 0,4% del 2012.

Le attese d'inflazione derivabili dagli *inflation swap* sono salite a seguito dell'annuncio della BCE di agosto. Le attese rimangono comunque saldamente al di sotto del 2,0% e al margine al di sotto del livello di inizio anno. Le indicazioni più recenti dalle indagini congiunturali suggeriscono che il rialzo dei prezzi delle commodity e il deprezzamento del cambio stanno alimentando pressioni a monte della catena produttiva: Tuttavia, l'indice PMI dei prezzi pagati, ora a 54,5, rimane coerente con una crescita ancora contenuta. A fronte, del rialzo del PMI prezzi pagati, le **attese di prezzo derivate dalle indagini di clima settoriali** suggeriscono che vi sarà un andamento più moderato nei prossimi mesi dopo il rialzo dei mesi estivi. Risultano **stabili anche le attese d'inflazione a 5 anni degli analisti consultati dalla BCE**, anche se la percentuale di analisti che si attendono l'inflazione al di sopra del 2% è salita dal 49% al 52%. L'incertezza sulle stime di medio-lungo periodo rimane elevata, mentre la deviazione standard della distribuzione di probabilità è calata, anche se rimane su livelli molto alti.

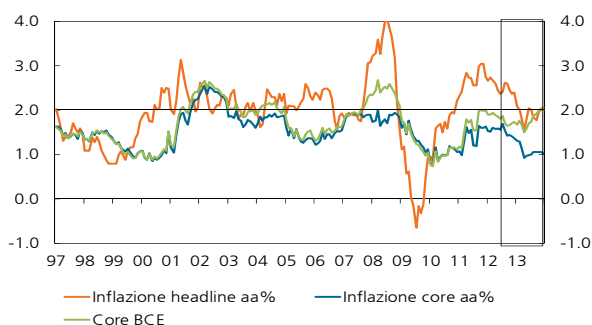
Attese d'inflazione (*survey based*) suggeriscono rischi più verso il basso che verso l'alto

Rispetto alle stime di giugno abbiamo rivisto al rialzo le proiezioni per l'inflazione core (al netto di energia e alimentari freschi) di circa tre decimi all'1,7%. La revisione incorpora aumenti di prezzi amministrati e tassazione indiretta che si sono già verificati (e che pesano sulla media 2013) o che sono previsti per il 2013 (aumento dell'IVA in Italia previsto per luglio 2013, rialzo della tassazione sul tabacco in Germania). L'*output gap* è atteso rimanere fortemente negativo -3,9% ma sostanzialmente stabile rispetto al 2012, questo perché abbiamo nel complesso rivisto le stime di crescita del PIL reale 2013 di soli due decimi. L'inflazione media al netto di energia, alimentari e tabacchi potrebbe essere di 1,1-1,2% nel 2013; se si esclude il contributo di tasse e prezzi amministrati, l'inflazione sottostante potrebbe essere inferiore all'1,0%.

Ci sembra che **nel complesso i rischi per la dinamica inflazionistica sull'orizzonte di previsione siano più verso il basso che non verso l'alto**. L'ampio eccesso di offerta nel mercato del lavoro, **limiterà le pressioni da salari e costi sulla dinamica dei prezzi interni**. La disoccupazione potrebbe continuare a salire fino all'11,8% dall'11,3% di settembre. Nonostante i generosi aumenti in Germania e qualche pressione residuale da Belgio e Olanda, l'aumento dei salari negoziali è

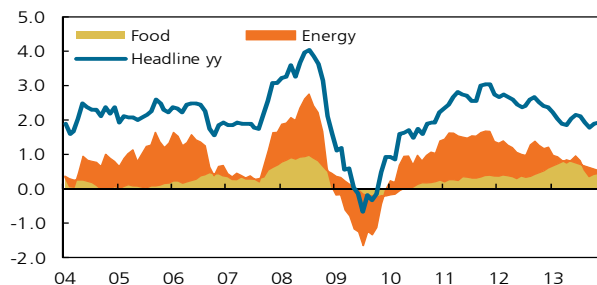
stato di appena 2,1% a/a nel 2° trimestre di quest'anno, contro il 2,0% a/a del 1° trimestre. Il costo del lavoro, secondo le stime BCE, è addirittura rallentato all'1,9% a/a nel 1° trimestre dal 2,8% a/a di fine 2011; le retribuzioni sono rallentate all'1,9% a/a nel 1° trimestre da un precedente 2,2% a/a. Il costo del lavoro per unità di prodotto è risalito all'1,5% a inizio anno dallo 0,9% a/a del 2011, per effetto di un calo della produttività. A partire dalla prima metà di quest'anno ci aspettiamo un recupero ciclico di produttività che dovrebbe tenere sotto controllo il costo unitario del lavoro. Una fase di debolezza più pronunciata di quella incorporata nelle nostre stime potrebbe spingere la dinamica sottostante dei prezzi al consumo al netto di energia, alimentari e prezzi amministrati al di sotto dell'1,0% per fine 2013.

Fig. 1 – Inflazione ancora al 2% nel 2013



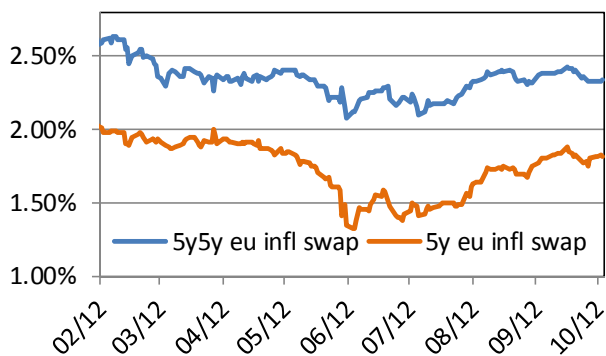
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

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



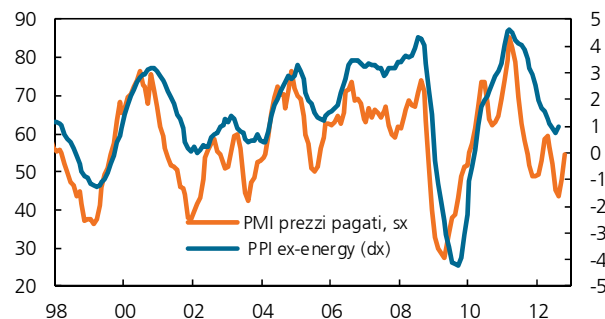
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Attese di mercato in aumento dopo l'annuncio di QE



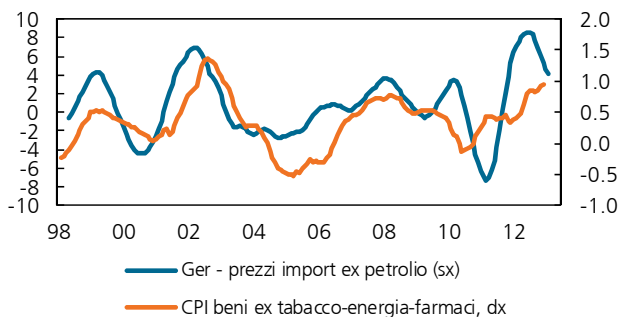
Fonte: Bloomberg e Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Le pressioni a monte della catena produttiva sono salite in estate ma rimangono modeste



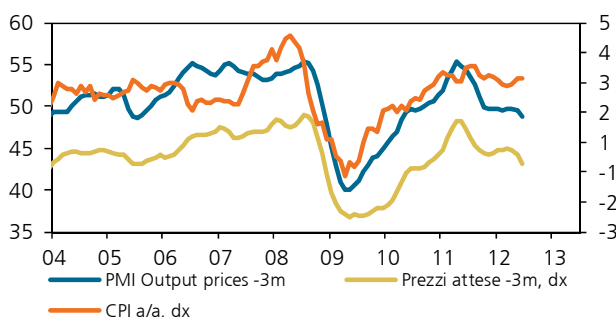
Fonte: Markit, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il calo dei prezzi all'import in Germania (ex energia) suggerisce una traslazione limitata ai prezzi dei beni



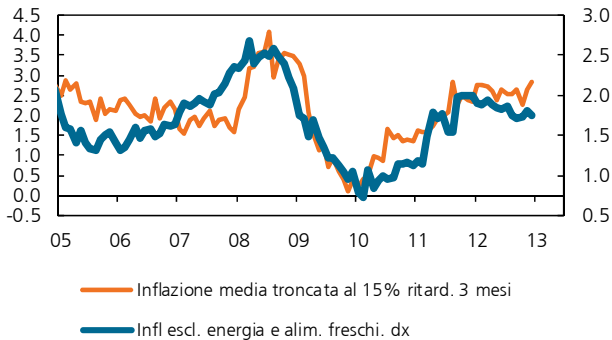
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Le attese di prezzo (industria e servizi) in calo



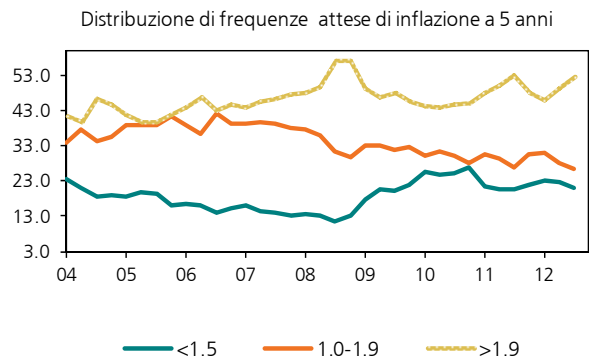
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

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



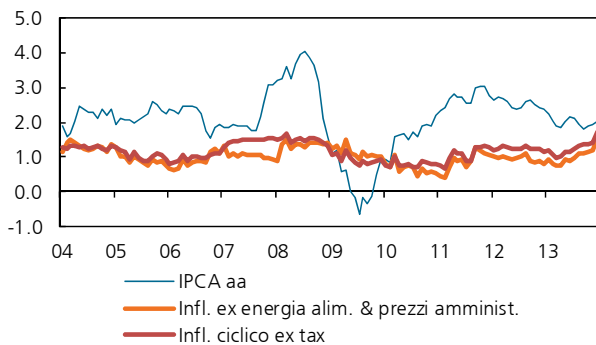
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig.8 – Stabili anche le attese dei Professional Forecasters



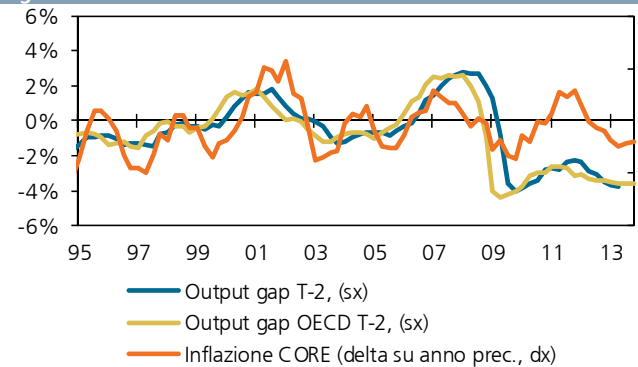
Fonte: ECB e Intesa Sanpaolo

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



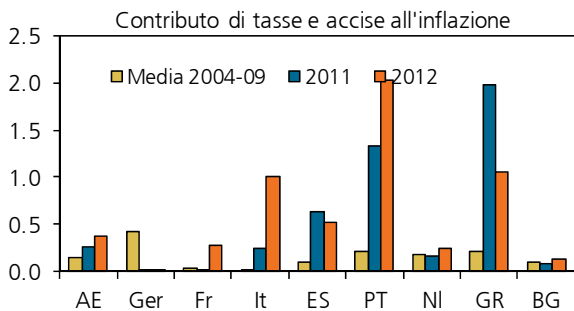
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

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



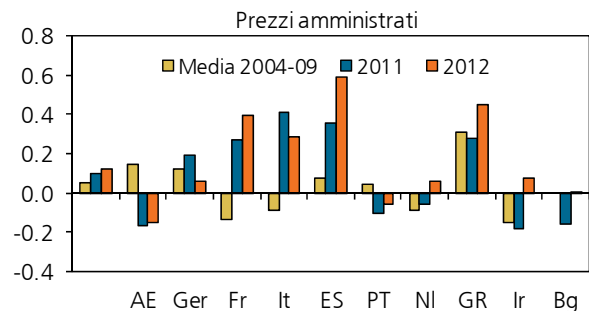
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Ci aspettiamo ulteriori pressioni da accise e...



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - ... prezzi amministrati



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Politica monetaria: BCE pronta all'azione

I mesi estivi hanno determinato una svolta anche all'Euro Tower. La BCE ha assunto un ruolo di *quasi lender of last resort* con l'annuncio di acquisti illimitati di titoli di Stato con vita media residua di 3 anni. La stretta condizionalità dell'intervento assicura una giustificazione politica al Piano BCE e limita il rischio di *moral hazard*. Nell'immediato non ci aspettiamo ulteriori interventi di stimolo né sul fronte delle misure non convenzionali né un taglio dei tassi, anche dati gli aperti contrasti con la Bundesbank.

Anna Maria Grimaldi

▪ Alla riunione di ottobre la BCE ha segnalato che per ora va bene così non ci sono novità in arrivo nel prossimo futuro. Un taglio dei tassi entro fine anno è diventato anche meno probabile. La **valutazione dei rischi per lo scenario macro è ancora verso il basso**, ma lo *statement* sottintende che la BCE ritiene siano **diminuiti**. La crescita è attesa sì rimanere debole per effetto di tensioni in "alcuni" e "non tutti" i mercati e dato l'impatto "dell'elevata" e non più "accresciuta". Lo *statement* specifica che il miglioramento è da ricondursi all'annuncio delle OMTs (Outright Monetary Transactions), "un muro frangi fuoco credibile in grado di garantire l'unicità" dell'unione monetaria e l'irreversibilità dell'euro. La valutazione dei rischi per la dinamica dei prezzi al consumo rimane bilanciata e la BCE ha specificato che la sorpresa sulla dinamica di settembre è da ricondursi alle pressioni dalla componente energetica e dal rialzo dell'IVA in Spagna. **La BCE** tuttavia ha specificato che **monitorerà attentamente gli sviluppi di prezzi e salari per verificare che non si materializzino effetti di seconda battuta**. È possibile che il richiamo a effetti di ritorno sia un segnale volto a rassicurare la Bundesbank sul fatto che la BCE rimane fedele all'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Il Piano servirà a guadagnare tempo

▪ Riguardo **le misure non convenzionali**, Draghi ha comunicato che la BCE è ufficialmente e tecnicamente pronta ad operare con le OMTs: "*abbiamo un muro frangi fuoco efficace una volta che i governi hanno soddisfatto tutti i prerequisiti per accedere al programma. Adesso è una decisione dei Governi*". La **novità sulle OMTs è che gli acquisti saranno sospesi durante la fase di review del programma**. Si conferma che gli acquisti saranno interrotti nel caso di mancata adempimento da parte del paese assistito e terminati del tutto quando la BCE valuterà che saranno stati raggiunti gli obiettivi (ridurre la frammentazione dei mercati e gli ostacoli alla trasmissione della politica monetaria). Durante la Conferenza stampa Draghi ha sottolineato **l'importanza della condizionalità dell'intervento** per: 1) ridurre il problema di *moral hazard*; ii) per garantire la credibilità e indipendenza della BCE e iii) per l'effetto di *credit enhancement* del programma. In relazione ad eventuali parametri che consentano di misurare i progressi, Draghi ha affermato che è opportuno fare riferimento a molteplici criteri (bid/ask spread, la forma della curva, i tassi applicati su credito). **Difficilmente saranno annunciate nuove misure straordinarie a breve, visto anche l'aperto dissenso dei falchi tedeschi. Tuttavia**, come ampiamente dettagliato nel Weekly Economic Monitor del 31 agosto 2012 (si veda La Bussola della BCE: dopo le parole i fatti?) **in futuro la BCE potrebbe essere costretta ad ampliare ulteriormente gli strumenti di politica monetaria volti a contrastare la mancata trasmissione dell'impulso di politica monetaria** in alcuni paesi dell'area euro e la frammentazione dei mercati. A tal fine, la BCE potrebbe rivedere i margini di garanzia applicati nelle operazioni di rifinanziamento, annunciare un programma di acquisto di carta commerciale, limitare l'affidamento su rating esterni e altre operazioni di rifinanziamento oltre l'anno.

"Oh well, we've got the interest rate down to zero; what more can we do?"

"It's very simple. They can buy long-term government securities, and they can keep buying them and providing high-powered money until the high-powered money starts getting the economy in an expansion". Milton Friedman (2000 comments on Japan).

La BCE, come la Fed e la BOJ, si trova a dover esplorare strumenti alternativi per trasmettere l'impulso di politica monetaria all'economia reale, dal momento che il tasso di riferimento è a zero¹. L'ipotesi è che l'impulso di politica monetaria non si trasmetta solo tramite i tassi a breve ma anche tramite la modifica dei prezzi relativi di altre *asset class*. Tra gli strumenti alternativi di politica monetaria già esplorati da altre banche centrali, vi è la *forward guidance* sui tassi ufficiali, programmi di stimolo quantitativo (QE), programmi di *credit easing* o acquisti mirati di alcune *asset class*.

Il Piano BCE non è QE, sono le banche che determinano l'eccesso di riserve con l'assegnazione piena in asta

Il piano di acquisti BCE può considerarsi *Quantitative Easing*? No. Nella teoria monetaria per *quantitative easing* puro (il termine origina dalle scelte di *policy* attuate dalla Banca del Giappone nel 2001-06) si intende un'espansione continuata del bilancio della Banca centrale volta a stimolare la spesa nominale. Nel QE la Banca centrale impone al sistema di assorbire più riserve di quelle che domanderebbe spontaneamente ai tassi (zero) prevalenti. La BCE quindi non fa QE, perché si limita ad assecondare la domanda di riserve del sistema. L'ipotesi di fondo affinché un programma di QE puro funzioni è che l'aumento di base monetaria determini un aumento degli aggregati monetari più ampi e che la crescita di M3 si traduca in maggiore spesa. Inoltre, in questa crisi come nel 2008, sono crollati i moltiplicatori monetari per effetto di un aumento della preferenza delle banche a detenere riserve (si veda il bollettino della BCE di novembre 2011). Nel caso dell'Eurozona, quindi, l'effetto di stimolo sulla spesa nominale e quindi sulla dinamica inflativa sarà limitato dal suddetto calo dei moltiplicatori monetari. La BCE inoltre per il momento non ha ancora iniziato ad acquistare.

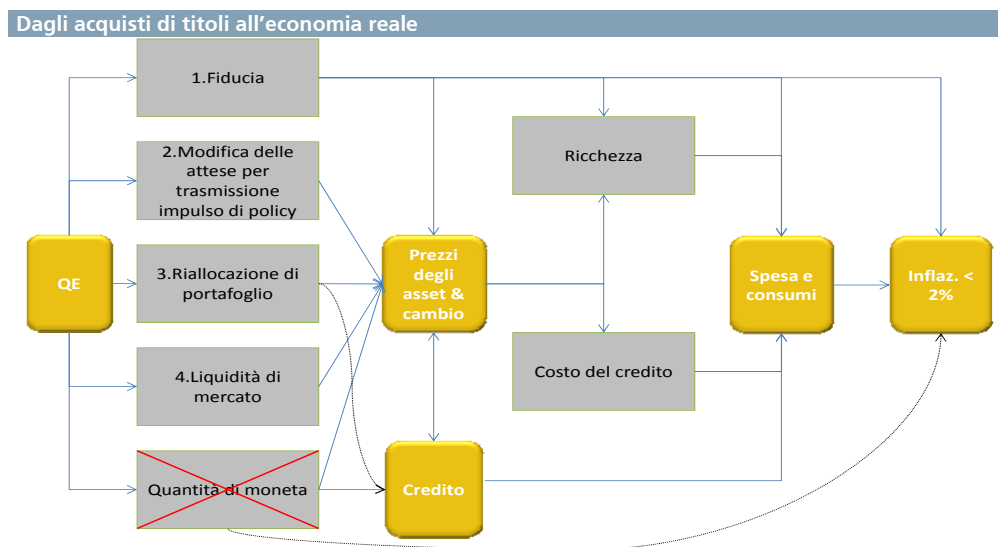
Il diagramma di seguito schematizza i canali di trasmissione di un programma di espansione del bilancio di una Banca centrale. Per il momento **l'annuncio di strumenti alternativi si sta trasmettendo all'economia reale tramite un recupero di fiducia e il calo dei rendimenti** generato da una modifica delle attese di mercato (sulle prospettive per la zona euro). Ciò dovrebbe portare a migliori prospettive per la dinamica della spesa, dal momento che è stata rimossa parte dell'incertezza.

Il Piano avrà comunque un effetto sull'economia grazie al recupero di fiducia e...

Un potenziale canale di trasmissione di un programma di acquisti di una Banca centrale è la "**riallocazione del portafoglio**" che, a seconda del target degli acquisti può determinare uno spostamento degli investitori lungo la curva del rischio (spostamento verso *asset* con stessa *duration* ma maggiore rischiosità o con *duration* più lunga). Il canale di riallocazione del portafoglio ha un effetto importante sul prezzo relativo degli *asset* che può determinare un effetto ricchezza positivo per la spesa nominale. L'aumento dei prezzi degli *asset* determina un calo dei rendimenti e quindi condizioni finanziarie più favorevoli. Quando gli *asset* vengono acquistati da altre investitori rispetto alle istituzioni monetarie e finanziarie, libera riserve per le banche che potrebbero espandere **l'offerta di credito**. Per il momento questo effetto nell'area euro è ancora limitato, come segnalano i dati sulla crescita dei prestiti al settore privato.

... via riallocazione di portafoglio

¹ Ricordiamo che da quando è in vigore l'assegnazione piena nelle aste di rifinanziamento, il tasso di riferimento per il mercato monetario è il tasso sui depositi e non il *refi* dal momento che l'eccesso di liquidità sistemica ha schiacciato il tasso EONIA sul *lower bound* dell'intervallo di oscillazione del *refi*.



Fonte: Intesa Sanpaolo

Sul tema della **pubblicazione dei verbali**, che attualmente vengono divulgati soltanto dopo 30 anni, ha confermato che è stata avviata una discussione interna ma ha anche tentato di sminuirne l'importanza, ricordando che a ogni riunione viene emesso un comunicato ampio e si tiene una lunga conferenza stampa. Non pensiamo che una decisione a riguardo possa arrivare a breve.

Sorpresa: salto di qualità per i meccanismi di gestione della crisi

Nel corso dell'estate sono maturate due importanti novità sul fronte dei meccanismi di gestione della crisi. Assieme, appaiono in grado di concedere il tempo necessario alle misure di risanamento fiscale per esercitare i propri effetti e di contrastare gli effetti di contagio derivanti dalla crisi di singoli Stati membri. L'anno prossimo potrebbero essere integrate da un altro tassello importante, l'introduzione di un meccanismo unico di vigilanza sulle banche.

Luca Mezzomo

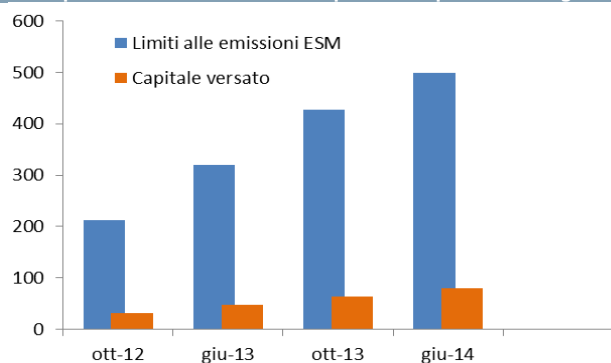
In primo luogo, **la corte costituzionale tedesca ha respinto il ricorso contro la ratifica del Trattato ESM**. Come effetto, il comitato esecutivo dell'ESM terrà la prima riunione l'8 ottobre e gli Stati firmatari verseranno le due quote di capitale previste nel 2012, 32 miliardi di euro su un totale di 80 miliardi che dovranno essere versati entro la metà del 2014. Lo sblocco dell'ESM consentirà di aumentare sensibilmente la capacità di intervento dei fondi europei: l'EFSF ha risorse libere per non più di 252 miliardi, di cui fino a 100 miliardi potevano essere assorbite dal nuovo programma per la ricapitalizzazione delle banche spagnole²; l'ESM potrà emettere passività fino a 213 miliardi senza necessità di accelerare il richiamo di altre quote di capitale³. Per inciso, l'ESM potrebbe anche potenziare la sua capacità di erogazione ricorrendo ai meccanismi già previsti per l'EFSF e mai applicati, quali i Co-Investment Funds e i certificati di garanzia parziale. Rispetto all'EFSF, l'ESM presenta diversi vantaggi: (i) la capacità di erogazione non dipende da quali paesi chiedono aiuto; (ii) diversamente da quanto accade con l'EFSF, le sue passività non

² Gli impegni in essere ammontano a 248 miliardi, di cui 102 miliardi già erogati. Il grosso degli impegni futuri riguarda la Grecia (70,7 miliardi). Per la ricapitalizzazione delle banche spagnole è previsto un plafond di 100 miliardi, che però potrebbe essere erogato da ESM. EFSF ha già provveduto a prefinanziare una tranches di 30 miliardi di euro, che però non è stata ancora erogata.

³ Il Trattato ESM prevede che il capitale versato non sia inferiore al 15% delle passività del fondo; in caso contrario, deve essere accelerato il richiamo di altro capitale (art. 41). Tranne che se necessario per ripianare delle perdite, il richiamo di altro capitale deve essere deciso all'unanimità (art. 5.6a e art. 9). Il limite massimo (capitale autorizzato) è stabilito dal Trattato in 700 miliardi di euro, che può essere rivisto se necessario (art. 10).

rappresentano debito degli Stati sottoscrittori, la cui esposizione è limitata al capitale autorizzato; (iii) le procedure decisionali riducono il rischio di boicottaggio da parte di piccoli Stati membri (normalmente serve il 15% del capitale per bloccare una decisione).

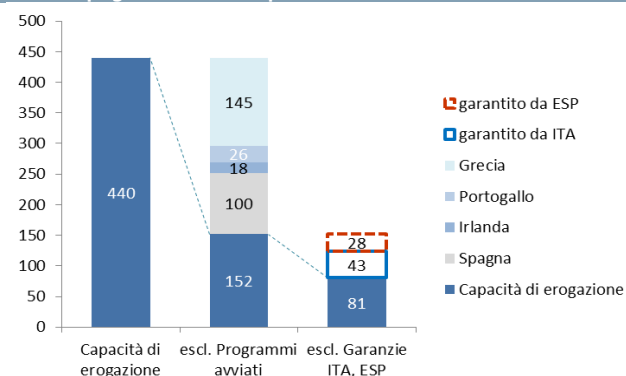
ESM: piano di versamento del capitale e capacità di erogazione



Il dato sulle emissioni ESM è calcolato assumendo che il calendario di versamento delle quote di capitale non sia accelerato e che il vincolo del 15% sia applicato in modo stringente.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

EFSF: impegni e risorse disponibili



Note: la seconda colonna esclude tutti gli impegni formalizzati e, provvisoriamente, l'intero plafond previsto per la ricapitalizzazione delle banche spagnole (che non è ancora computato tra gli impegni EFSF). La terza colonna isola il contributo delle garanzie erogate da Spagna e Italia.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il secondo sviluppo rappresenta il passo più rivoluzionario. La BCE, che fino a luglio aveva sostenuto che era necessario farsi bastare l'ESM, ha cambiato drasticamente linea a partire dalla fine del mese. In un influente discorso del 26 luglio⁴, il presidente Draghi preannunciava l'intenzione di combattere il 'rischio di convertibilità', cioè il rischio di frammentazione dell'unione monetaria, per ripristinare l'unicità della politica monetaria. Nonostante le forti resistenze della Bundesbank, che è arrivata a pubblicare un comunicato stampa di dissenso e che contesta addirittura la legalità degli acquisti di titoli, questa linea ha trovato ampio appoggio all'interno del consiglio direttivo BCE. Fra agosto e settembre, la BCE ha formalmente approvato il **programma OMT (Outright Monetary Transactions)**, con un solo voto contrario. Con tale programma, la BCE si impegna a comprare titoli di Stato già emessi e con vita residua compresa fra uno e tre anni; gli emittenti che possono beneficiare del sostegno sono quelli assoggettati a programmi di sostegno ESM/EFSF (pieni o precauzionali) che prevedano la possibilità di interventi diretti sul mercato primario. Il programma non ha dimensioni predeterminate: i volumi dipenderanno dal conseguimento degli obiettivi (riduzione del premio al rischio verso *target* non dichiarati). Molto importante per gli investitori è che la BCE si sia impegnata a non fruire di un trattamento privilegiato qualora si giunga alla ristrutturazione del debito del Paese beneficiario⁵.

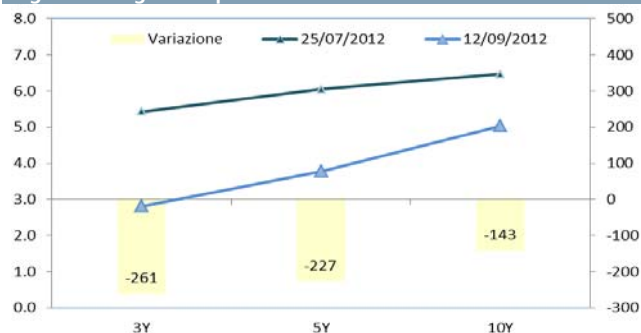
⁴ Si veda la trascrizione su: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

⁵ Il comunicato stampa sulle *Technical features of Outright Monetary Transactions* è disponibile sul sito della BCE: v. http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html. Il programma precauzionale compatibile con l'avvio delle OMT è la ECCL, che include condizioni ex-post, e non la PCCL. Nel caso di paesi soggetti a programmi di aggiustamento completi, l'attivazione dell'OMT è prevista soltanto quando il Paese "sta riguadagnando l'accesso al mercato obbligazionario".

Scenario Macroeconomico

Settembre 2012

Italia: movimento della curva dei rendimenti dal discorso di luglio di Draghi a dopo l'annuncio dell'OMT



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonte Thomson Reuters-Datastream

Titoli in circolazione con vita residua 1-3 anni

	Mld. di EUR	% dei titoli in essere
Italia	340	25%
Spagna	195	34%
Portogallo	33	29%
Irlanda	21	24%

Note: il calcolo è effettuato sulla base dello stock di titoli in essere al 15 settembre 2012. Per l'Italia si considerano esclusivamente i BTP.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per quanto appaia superficialmente una versione ristretta del vecchio SMP, il programma OMT ha recato tre benefici importanti:

1. Per la prima volta, ha colpito direttamente le aspettative di rottura dell'unione monetaria, che hanno contribuito all'esplosione dei premi al rischio;
2. Ha fornito credibilità ai meccanismi di sostegno esistenti, che ora possono intervenire con possibilità di successo anche nell'ipotesi che vengano coinvolti paesi grandi (Spagna e/o Italia);
3. Per quanto sopra, ha migliorato l'accesso ai mercati degli emittenti sovrani e delle banche dei paesi periferici (non soltanto come costo del capitale, ma anche come disponibilità di compratori per le emissioni. In questo modo aumenta anche la credibilità dei programmi di risanamento fiscale, che beneficiano di costi del debito più contenuti. Inoltre, renderà più facile il ritorno sul mercato di Irlanda e Portogallo. A testimonianza dell'efficacia della mossa, i rendiconti finanziari di settembre pubblicati dalle banche centrali di Italia e Spagna mostrano la prima significativa flessione delle passività nette verso l'Eurosistema, segnale di un parziale rientro di capitali esteri nei due paesi.

Il principale **rischio** del programma è quello di **implementazione**. L'esistenza di condizioni rende possibile che ai Paesi beneficiari possa essere negato l'accesso alle misure di sostegno per il mancato rispetto delle stesse: quindi, la BCE potrebbe incontrare difficoltà nel conseguire gli obiettivi sugli spread, se il rispetto delle condizioni apparisse difficile. D'altro canto, i vincoli istituzionali e politici escludevano la possibilità di interventi non condizionati. Teoricamente si può anche immaginare che i Paesi sotto pressione non attivino il meccanismo per timore delle condizioni associate, o che lo facciano tardivamente. Il miglior approccio per contenere tale rischio sarà quello di porre obiettivi credibili.

Al contrario, il rischio che le misure di sostegno indeboliscano gli sforzi di consolidamento fiscale (quel problema di *moral hazard* che sembra così turbare la Bundesbank) sembra più teorico che reale. In pratica, la BCE può segnalare agli Stati beneficiari la sua eventuale insoddisfazione per i progressi senza dover definitivamente sospendere il programma; inoltre, dato che la BCE non si è impegnata ad azzerare il premio per il rischio paese, la disciplina del mercato continuerà ad essere stringente. Infine, non va dimenticato neppure il peso che può avere la pressione fra Stati membri. Nel 2011, questa tenaglia a tre ganasce ha rapidamente punito il Governo Berlusconi per il mancato rispetto degli impegni assunti in cambio del sostegno finanziario BCE, obbligandolo prima a intensificare la correzione fiscale e poi a rassegnare le dimissioni dalla carica di Primo Ministro.

Con la nuova architettura dei *firewalls*, diventa più probabile che Paesi con difficoltà di accesso al mercato possano chiedere l'attivazione di programmi precauzionali di sostegno (PCCL o più probabilmente ECCL, consistenti nell'apertura di una linea di credito a cui il Paese può attingere in caso di necessità⁶) e di un programma OMT. In tal caso, la BCE comprerebbe sul mercato secondario titoli con vita residua di 1-3 anni, svuotando i portafogli degli intermediari finanziari domestici, e favorendo indirettamente l'assorbimento di nuova carta da parte loro o di investitori esteri. Dei titoli in circolazione, la quota che potrebbe essere oggetto dell'OMT è pari al 34% per la Spagna e al 25% per l'Italia. ESM/EFSF potrebbero invece intervenire, quando necessario, sottoscrivendo una parte dei titoli a medio/lungo termine offerti dal Paese in asta, se le garanzie non risultassero sufficienti ad attirare abbastanza domanda estera. Limitatamente all'Italia, a seconda della percentuale di debito in scadenza che gli investitori esteri decideranno di rinnovare, le necessità finanziarie del periodo ottobre 2012 – dicembre 2013 che dovranno essere coperte da investitori domestici e meccanismi di sostegno va da un minimo di 298 a un massimo di 450 miliardi al lordo delle scadenze, o 37-189 miliardi al netto dei rimborsi ai detentori locali; se gli investitori domestici rinnovassero il debito in scadenza, quindi, il carico sui meccanismi di sostegno non supererebbe i 200 miliardi di euro neppure nello scenario estremo. Peraltro, per alcune categorie di investitori, l'esistenza di un *backstop* dovrebbe rendere relativamente più forte l'allettamento offerto da rendimenti molto più alti di quelli disponibili sul mercato domestico, migliorando il bilancio dei flussi di capitale.

Ovviamente, la disponibilità di adeguati strumenti per contrastare il rischio di rifinanziamento è soltanto una parte della strategia contro la crisi del debito. Gli altri elementi necessari al processo di risanamento sono la correzione fiscale e la riforma del sistema di supervisione e gestione delle crisi bancarie, che necessiteranno di tempo per essere attuati.

Riguardo alla **correzione fiscale**, i tempi necessari per conseguire una riduzione sostenibile del rapporto debito/PIL si misurano in anni, non in mesi. Ciò anche per la sfavorevole congiuntura economica: l'evidenza che i moltiplicatori delle misure fiscali tendono a essere più alti nelle fasi cicliche negative sta portando a una maggiore flessibilità nella modulazione degli obiettivi (oltre a condurre a sforamenti degli obiettivi assoluti talora ampi). La maggior parte dei paesi dell'area euro, comunque, ha compiuto progressi ed è vicina all'obiettivo: il primo calo del rapporto debito/PIL potrebbe avvenire nel 2013 in Germania e nel 2014 in Italia, Belgio, Francia, Austria, Portogallo e Irlanda. Altri paesi (Slovenia, Slovacchia e Finlandia) hanno livelli di debito inferiori al 60% del PIL. In alcuni casi (come la Spagna, ma anche l'Olanda se non accelera la correzione fiscale) saranno necessari diversi anni in più prima di acquisire tale risultato; per la Grecia, è dubbio che sia possibile garantire la sostenibilità del debito senza interventi straordinari sul quota detenuta dai creditori ufficiali⁷. Il rafforzamento dei *firewalls* dovrebbe agevolare il risanamento nei paesi ad alto debito.

⁶ La linea di credito può andare da un minimo del 2% a un massimo del 10% del PIL, anche se i limiti non paiono tassativi, e dura un anno (rinnovabile per un altro anno). Fino a quando non è utilizzata comporta il pagamento di una commissione; la parte utilizzata comporterà il pagamento di interessi. La PCCL (Precautionary Conditioned Credit Line) non prevede condizioni ex-post, ma si applica soltanto a Paesi in regola con alcune condizioni (rispetto di patto di stabilità ed EIP, sostenibilità del debito pubblico, assenza di problemi sistemici di solvibilità bancaria, posizione esterna sostenibile). La ECCL (Enhanced-Conditions Credit Line) è accessibile anche da Paesi che non soddisfano le condizioni ex-ante, ma prevede una condizionalità ex-post. In entrambi i casi, comunque, è previsto che il Paese firmi una lettera di intenti.

⁷ La BCE, che detiene debito pubblico greco derivante dagli acquisti effettuati tramite l'SMP, ha rifiutato il suo coinvolgimento nelle operazioni di ristrutturazione dei crediti ufficiali dichiarando che rappresenterebbe una violazione del divieto di finanziamento monetario degli Stati. Nelle OMT, per evitare tale problema, il debito sarà valutato a prezzi di mercato.

Sul fronte della **riforma bancaria**, la Commissione Europea ha presentato il 12 settembre una proposta⁸ che cerca di smarcare per primo il nodo della supervisione, rinviando quelli del meccanismo comune di risoluzione delle crisi e della garanzia unica sui depositi: il piano per il Single Supervisory Mechanism (SSM) è di trasferire alla BCE i poteri ultimi di supervisione su tutte le aziende di credito, anche se è previsto un breve periodo di transizione (un anno) durante il quale il controllo sarebbe limitato a un più ristretto numero di gruppi di interesse sistemico. Il completamento di questo primo passo consentirebbe di operare la ricapitalizzazione delle banche direttamente con i fondi europei, senza gravare sui bilanci degli Stati membri, rompendo uno degli anelli della catena che ha portato dal 2010 all'avvitamento della crisi del debito. Sul fronte della garanzia dei depositi, probabilmente ci si accontenterà per il momento di avviare un processo di armonizzazione dei regimi esistenti. La Commissione vorrebbe che Parlamento Europeo e Consiglio raggiungessero un consenso sul testo finale dei regolamenti entro fine anno, in modo da avviare il trasferimento di poteri di vigilanza a inizio 2013; tale tabella di marcia appare ambiziosa, tenuto conto delle resistenze già espresse da alcuni Stati Membri. Già l'introduzione del meccanismo unico di supervisione rappresenterebbe un grande passo avanti: lo stesso presidente della BCE aveva commentato nel famoso discorso di luglio che le regole sulla liquidità e i supervisori nazionali avevano contribuito alla frammentazione finanziaria durante la crisi, le prime disincentivando i prestiti interbancari, i secondi spingendo attivamente le banche a ritirarsi entro i confini nazionali.

⁸ La documentazione completa è accessibile sul sito della Commissione Europea alla pagina: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm

Germania: crescita appena sotto il potenziale

Anna Maria Grimaldi

Negli ultimi tre mesi si sono avute chiare indicazioni che l'economia tedesca sta risentendo della crisi del debito sovrano, anche se continuerà a fare meglio del resto della zona euro. Dopo un 2° trimestre marginalmente più forte delle attese (+0,3% t/t vs. nostre previsioni di +0,2% t/t), ci aspettiamo una crescita strisciante nella seconda metà dell'anno 0,1%-0,2%. Nel 2012, il PIL è atteso crescere di 1,1% (0,9% al netto degli effetti di calendario). Rivediamo marginalmente al ribasso le stime di crescita per il 2013: 1,3% (1,2% al netto degli effetti di calendario) da un precedente 1,5%. In media, quindi, nel biennio in corso, l'economia tedesca crescerà appena al di sotto del potenziale, stimato all'1,3% dalla *Bundesbank*. Nei mesi estivi, l'indice PMI composito e l'IFO sono scesi a livelli inferiori (47,9 e 102,3 rispettivamente) a quelli del 2° trimestre (49,3 e 107,2) e segnalano chiaramente una quasi stagnazione del PIL tedesco nei mesi estivi. Il gap tra attese per i prossimi tre/sei mesi e giudizio sulla situazione corrente IFO segnala chiaramente che l'economia tedesca è a un punto di svolta (si veda il grafico 1). Si conferma la tendenza già emersa in primavera: le esportazioni nel 2° trimestre sono cresciute a un ritmo ancora sostenuto (+2,5%) grazie al recupero della domanda dalle economie dinamiche di Asia, Cina e Stati Uniti, ma l'export dal resto della zona euro rimane stagnante si veda Figura 2.

Il contributo alla crescita del PIL 2012 sarà parimenti distribuito tra domanda interna ed esportazioni nette (+0,6%), mentre negli ultimi due anni la domanda interna aveva avuto un peso maggiore rispetto agli scambi con l'estero. Nel 2013, la domanda interna dovrebbe riprendere a fare meglio (+1,2%) dell'export (+0,6%), visti i fondamentali solidi, condizioni finanziarie che rimarranno estremamente espansive per tutto il prossimo anno, una politica fiscale che al margine diverrà espansiva in un anno pre-elettorale.

La crisi del debito e l'elevato grado d'incertezza hanno continuato a pesare sulla dinamica della domanda interna e in particolare sulla spesa per investimenti. Ci aspettiamo che la componente precauzionale abbia frenato la spesa in macchinari anche nei mesi estivi e non escludiamo che la tendenza possa proseguire anche a inizio 2013. Oltretutto, la capacità di utilizzo degli impianti (83%) è tornata a luglio sotto la media storica per la prima volta negli ultimi due anni. Con il rientro dell'incertezza ci aspettiamo che le imprese tedesche riprendano a spendere in linea con i piani d'investimento di medio periodo e quindi prevediamo un recupero di capex a +2,6% nel 2013, dopo un calo di 1,3% quest'anno.

Nei mesi primaverili, gli investimenti in costruzioni sono calati ulteriormente (-0,3% t/t) anche se a un ritmo meno severo che a inizio anno (-0,8% t/t), quando erano stati penalizzati dal clima eccezionalmente rigido. La tendenza di fondo dovrebbe essere ancora positiva, date condizioni finanziarie più che favorevoli, piani infrastrutturali ancora in espansione e una dinamica reddituale molto sostenuta. Tuttavia, nei mesi estivi, a fronte di una crescita sostenuta dell'output (4,5% t/t) sono calati sensibilmente gli ordinativi, in particolare nel comparto residenziale (Fig. 4); è quindi possibile che il boom del 2010-11 (caratterizzato da una crescita media del 4,5% a/a) si stia in parte sgonfiando, al di là della volatilità legata a fattori climatici. Ci aspettiamo che dopo una pausa nel 2012 gli investimenti in costruzioni ritornino a crescere nel 2013 ma di solo +1,6%.

Anche i segnali per la spesa delle famiglie sono poco incoraggianti, la fiducia è calata sensibilmente in estate e così le vendite (incluse le auto) e gli ordini domestici di beni di consumo (in particolare a settembre). Nei mesi primaverili, a fronte di indicazioni di debolezza dai dati sulle vendite, i consumi delle famiglie sono cresciuti di +0,4% t/t in recupero rispetto all'inizio dell'anno, grazie al forte apporto del consumo di energia. Il calo dei prezzi dei carburanti e gas ha indotto le famiglie a stoccare gas per uso domestico, già in primavera. Il contributo dall'energia sarà quindi meno positivo nella seconda metà dell'anno. La nostra stima è per una crescita di 0,15% t/t dopo lo 0,4% t/t del 2° trimestre. In media annua, ci aspettiamo che i consumi avanzino di 0,9% quest'anno e che rientrati i timori sulla crisi europea tornino a

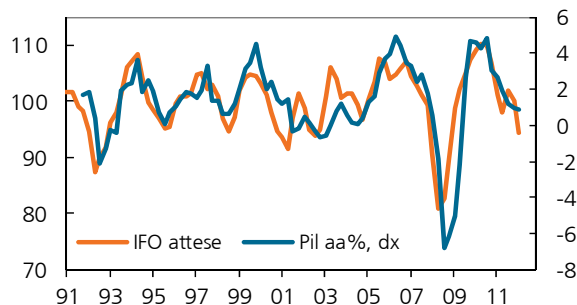
crescere più del PIL nel 2013. **I fondamentali rimangono, difatti, positivamente orientati e di ampio supporto. Il reddito da lavoro è in crescita del 3% a/a** grazie alla tenuta della dinamica occupazionale (si veda sotto) e dal momento che le negoziazioni finora concluse dovrebbero essere coerenti con **una crescita dei salari contrattuali del 2,5% quest'anno e del 3,0% il prossimo**. I dati della Bundesbank indicano che nel 2° trimestre i salari negoziali crescevano del 2,6% a/a dopo il +1,9% a/a del 1° trimestre. Gli aumenti salariali concordati nel 2012 hanno preso la forma di aumenti per periodo brevi di tempo nell'industria (anche se la parte fissa dell'aumento retributivo durerà nel tempo). Nei servizi, invece, gli aumenti retributivi sono stati più contenuti ma accordati su di un periodo più esteso di tempo. Il 1° agosto di quest'anno, il Governo ha introdotto un nuovo salario minimo per gli occupati nell'istruzione pubblica. Il salario minimo è stato fissato a un livello piuttosto elevato dal momento che nella Germania ovest solo i lavoratori nell'edilizia ricevono di più e nella Germania est il salario minimo è più basso in tutti gli altri settori.

Il mercato del lavoro perde giri. Nel 2011, l'occupazione è cresciuta di 560 mila unità e gli occupati soggetti a contribuzione sono aumentati di oltre 700 mila unità. Nei primi otto mesi del 2012, sono stati creati ancora 246 mila posti di lavoro, di cui 136 mila nel 1° trimestre, 89 mila nel 2° trimestre ma solo 20 mila nei mesi estivi. Su base annua, l'occupazione viaggiava ad agosto all'1,0%a/a in rallentamento dall'1,4% a/a di inizio anno. La maggior parte dei posti di lavoro creati sono ancora soggetti a contribuzione sociale, mentre è calata ulteriormente l'occupazione a tempo parziale poco qualificata. Il rallentamento ciclico ha determinato inoltre un calo delle ore lavorate per la prima volta dal 2010. Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 6,8% e il trend di calo potrebbe invertirsi a cavallo del nuovo anno per effetto del rallentamento ciclico e dal momento che il pool di forza lavoro da cui attingere si è ristretto considerevolmente dopo il calo del numero di disoccupati di circa 2 milioni dal 2005. Le indicazioni dalle indagini congiunturali sono solo per un ulteriore (contenuto) rallentamento delle intenzioni ad assumere.

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

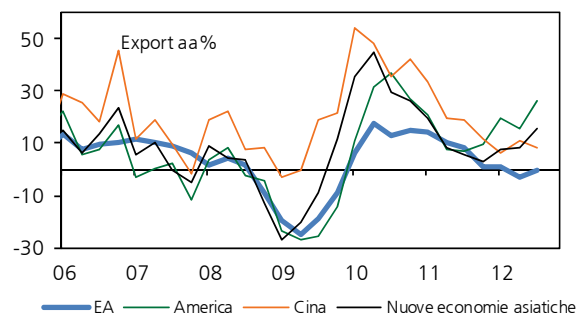
Finanze pubbliche: in ordine con qualche ritocco da fare sui governi locali. Le finanze pubbliche tedesche rimangono innegabilmente molto più in ordine che nella media del resto della zona euro. Dopo aver chiuso (-1,0%) al di sotto del target nel 2011 il deficit rimarrà circa stabile quest'anno. La dinamica delle entrate è sostenuta dalla crescita dei salari contrattuali e delle retribuzioni, nonostante il rallentamento ciclico. Il calo della disoccupazione compenserà gli aumenti di spesa associati al taglio dei contributi pensionistici. Il crollo dei tassi a medio e lungo termine generato dall'afflusso di investitori esteri alimenterà una ulteriore discesa della spesa per interessi. Il debito, che è sceso all'81,2% nel 2011, è atteso risalire all'81,8% del PIL quest'anno per effetto del pagamento dei contributi all'ESM (29 miliardi di garanzie da stanziare per l'EFSF e 27 miliardi per l'ESM), nonché di liquidazione della Banca Regionale WestLB. Nel 2013, il rapporto debito/PIL potrebbe tornare a scendere grazie al miglioramento del deficit, e allo scadere delle passività legate al sostegno delle "bad banks". Anche nel 2013, il deficit rimarrà circa invariato dal momento che l'allentamento della politica fiscale, in vista anche delle elezioni autunnali, sarà compensato dal calo della spesa per interessi e previdenziale. Il piano di Budget 2012, prevede un raggiungimento dell'obiettivo di saldo strutturale a -0,35% già il prossimo anno (tale obiettivo sarà inderogabile dal 2016) e di un surplus strutturale nel 2016. Tuttavia, se il quadro aggregato è confortante, la situazione dei governi locali è meno rosea dal momento che alcuni rimangono in deficit, in parte nascosto da surplus (temporaneo) della previdenza.

Fig. 1 – Signori si scende!



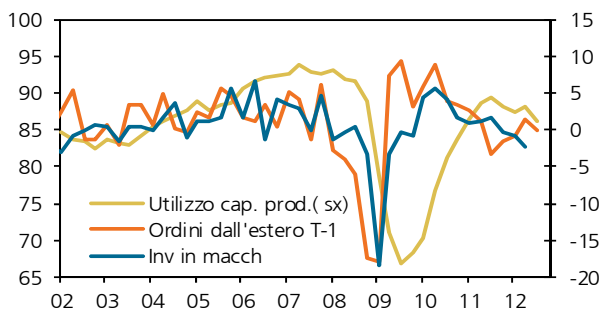
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Causa della stagnazione della domanda nell'area euro



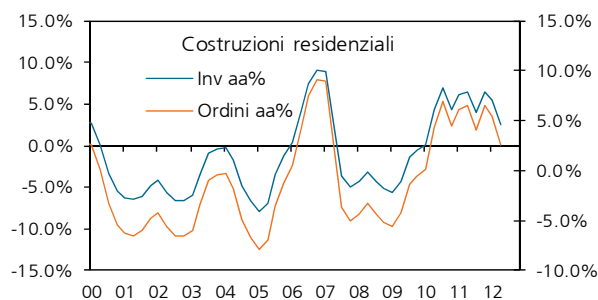
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'incertezza legata alla crisi sul debito frenerà ancora gli investimenti aziendali



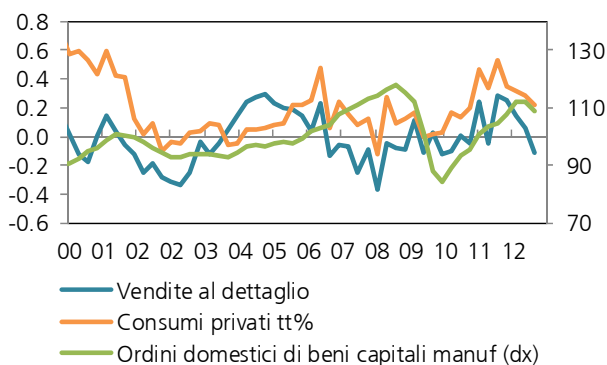
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Segnali di rallentamento anche dalle costruzioni



Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – I consumi privati verso lo 0,0% t/t



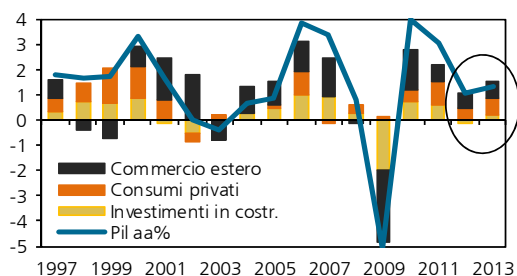
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il mercato del lavoro, tiene ma ancora per quanto?



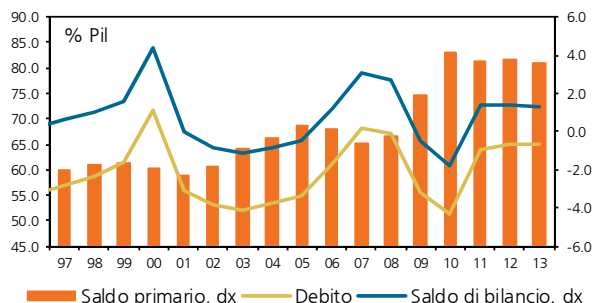
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Crescita del PIL, la domanda interna frena più dell'export



Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Deficit in lieve miglioramento, debito circa stabile per effetto del contributo ai paesi assistiti



Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Germania - Previsioni macroeconomiche

	2011	2012	2013	2011				2012				2013		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	3.1	1.1	1.3	1.9	1.2	1.0	0.9	1.4	1.2	1.2	1.5			
Consumi privati	1.7	0.9	1.2	-0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4			
Investimenti fissi lordi	6.4	-0.6	2.1	0.8	-0.9	-1.0	0.0	0.5	0.3	1.0	1.1			
Consumi pubblici	1.0	1.0	1.1	0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.4	0.4	0.4			
Esportazioni	7.9	4.9	6.5	-0.5	1.2	2.5	0.8	1.8	1.6	1.5	1.4			
Importazioni	7.5	4.3	6.0	-0.4	-0.2	2.1	3.0	1.0	1.0	1.0	1.8			
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.0	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	1.0	-0.3	-0.4	-0.4	0.1			
Partite correnti (% PIL)	5.7	6.4	6.7	5.9	6.3	7.1	6.1	6.3	6.6	7.0	6.7			
Deficit (% PIL)	-1.0	-0.7	-0.6											
Debito (% PIL)	81.2	81.8	81.0											
CPI (a/a)	2.6	2.0	1.5	2.6	2.4	2.1	2.1	1.5	1.2	1.4	1.5			
Produzione Industriale	8.0	-0.2	1.7	-1.7	-0.4	-0.2	0.6	0.4	-0.1	0.9	1.1			
Disoccupazione (%)	9.0	7.8	8.0	8.5	8.0	7.8	7.6	7.6	7.9	8.3	8.2			

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

Francia: crescita anemica anche nel 2013

Il peggioramento della crisi del debito sovrano in zona euro ha deteriorato maggiormente l'outlook per industria e consumi d'oltralpe e si sono amplificate le ripercussioni del rallentamento ciclico in atto sul mercato del lavoro. Nel contempo grande attesa era riposta per la pubblicazione della legge di bilancio 2013, che ha l'obiettivo di raggiungere l'obiettivo di deficit/PIL al 3%. La manovra presentata vuole redistribuire lo sforzo fiscale richiesto sui redditi più elevati e sulle imprese, lasciando inalterata la spesa pubblica a favore delle classi meno abbienti, in modo da mantenere fede al programma di maggiore equità sui cui si era basata la corsa all'Eliseo di Hollande. Il Governo ha anche ridotto l'età pensionabile, come promesso in campagna elettorale, **rendendo però più fragile il contesto dei conti del sistema sociale**. La solidità e sostenibilità dei conti pubblici non appare essere al momento messa a repentaglio, ma le probabilità che sia necessario effettuare in futuro manovre di bilancio correttive e riforme strutturali più incisive sono aumentate dall'inizio dell'anno.

Sara Molinari

Il PIL francese ha riservato una sorpresa positiva anche nel secondo trimestre, registrando una stagnazione contro le attese di un debole flessione. A sostenere la dinamica di crescita sono stati gli investimenti e il contributo dell'export netto, ma le previsioni per la seconda metà dell'anno e per il 2013 non sono così rosee. **La stima 2012 è prevista in calo allo 0,2% e anche quella 2013 è stata vista in ribasso allo 0,6%**: l'ultimo trimestre dell'anno in corso dovrebbe vedere un'economia in contrazione, per poi registrare una stagnazione e debole risalita nella prima metà del 2013. Le stime ufficiali del Governo sulla crescita 2012-2013, rispettivamente pari allo 0,3% e 0,8%, appaiono essere ottimistiche: gli effetti sulla fiducia della crisi del debito sovrano, la restrizione fiscale in atto (che colpirà duramente le imprese) e il peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, dovrebbero pesare ancora a lungo sull'attività produttiva e sui consumi, aggravando il profilo di crescita.

La stima del PIL 2013 è scesa
allo 0,6%

La **spesa per consumi** è riuscita a conservare una certa tenuta nel corso dell'estate, ma gli effetti del calo di fiducia dovuto alle attese sulla restrizione fiscale e all'aggravarsi della crisi finanziaria dell'estate, peseranno sulle scelte di consumi soprattutto in chiusura d'anno, quando le spese delle famiglie sono previste in contrazione. Anche per gli **investimenti** è atteso una moderazione della crescita, come rilevato dal rapporto trimestrale INSEE: le previsioni di crescita per l'anno in corso degli investimenti delle imprese manifatturiere sono state riviste al ribasso rispetto al report di aprile. Peserà su questa variabile, oltre alla maggior imposizione fiscale sui redditi di impresa, anche l'*outlook* poco favorevole del comparto auto ed elettronico/informativo; il peggioramento del clima di fiducia nell'intera area euro limiterà le scelte di investimento anche nel 2013. Le **esportazioni** sono state in crescita nella prima metà d'anno, ma il peggioramento del contesto della domanda estera, sia europea, sia extra europea, fa propendere per una moderazione di questa variabile nella secondo semestre e nei primi mesi del 2013. La debolezza delle esportazioni non dipende soltanto dalla ridotta domanda proveniente dalla zona euro (principale mercato di sbocco del Paese), ma anche della progressiva perdita di quote di mercato che si è concretizzata negli ultimi anni. Affinché l'export netto possa rimanere fonte di crescita economica, la Francia dovrà iniziare politiche a sostegno della competitività delle imprese.

Il rallentamento ciclico in atto si è tradotto in un incremento marcato del **tasso di disoccupazione**. Nel secondo trimestre dell'anno la disoccupazione ha raggiunto il 10,2% della forza lavoro, livello massimo dall'introduzione dell'euro, e potrebbe aumentare ancora attestandosi al 10,4% a fine anno. Il ritardo con cui si muovono le variabili del mercato del lavoro rendono probabile l'ipotesi che una lieve inversione di tendenza potrà avvenire solo a partire dalla seconda metà del 2013. Come nel resto dell'area euro, la disoccupazione si sta facendo sempre più elevata tra i giovani: in Francia la disoccupazione giovanile ha raggiunto il 23,5%, toccando nuovamente i livelli massimi, raggiunti nella crisi del 2008.

Il tasso di disoccupazione è
atteso salire ancora a fine
anno

L'**inflazione** ha registrato un rialzo nei mesi estivi, a causa dell'aumento del prezzo dei beni energetici. Il venir meno degli effetti stagionali e le minori pressioni derivanti dalla domanda interna in rallentamento dovrebbero far sì che l'indice dei prezzi al consumo inizi a registrare una moderazione verso fine anno, potendo così chiudere il 2012 vicina all'1,7%.

L'inflazione dovrebbe moderare in chiusura d'anno

La legge di bilancio 2013

Per poter ridurre il deficit pubblico dal 4,5% del PIL previsto nel 2012 all'obiettivo 2013 del 3%, il Governo ha presentato a fine settembre la legge programmatica 2013-2017 e la legge di bilancio 2013, contenente uno sforzo fiscale pari a 30 miliardi di euro. Due terzi delle risorse verranno reperite attraverso l'aumento della tassazione su imprese e redditi elevati e la restante parte da tagli alla spesa.

Un primo punto di debolezza della legge di bilancio risiede nelle proiezioni di crescita del Governo, che come abbiamo segnalato rimangono ottimistiche (+0,8% nel 2013). Se la crescita dovesse risultare minore delle previsioni, dovranno essere effettuati interventi correttivi addizionali nel corso dell'anno, anche se di ammontare non elevato: infatti, la discrepanza tra ipotesi di crescita ufficiali e le nostre stime non è eccessivamente ampia, così da generare un fabbisogno aggiuntivo da finanziare contenuto.

Una più importante criticità che emerge dall'analisi della manovra di bilancio, deriva dal peso preponderante che hanno i proventi da tassazione rispetto ai tagli alla spesa: nelle proiezioni del Governo per il periodo 2013-2017, il peso della spesa pubblica su PIL dovrebbe scendere al 53,6% nel 2017 dal 56% del 2011, mentre il peso della tassazione dovrebbe aumentare al 46,3% dal 43,9% del 2011. Un tale sbilancio riduce l'efficacia della manovra nello stabilizzare i conti pubblici, come rilevato da uno studio dell'OCSE⁹ (secondo cui, infatti, le politiche fiscali più efficaci sono quelle che poggiano la maggior parte delle risorse sui tagli alla spesa).

La spesa pubblica rimane elevata e il Governo non ha manifestato la volontà di ridurla in modo più equilibrato: secondo le proiezioni, infatti, l'esecutivo ha deciso di mantenerla costante in termini assoluti. Tuttavia, dovendo fronteggiare esborsi per le pensioni via, via più elevati, compenserà la maggiore necessità in welfare attraverso tagli sui vari capitoli di spesa, che verranno applicati in modo discrezionale da ciascun dicastero. La libertà di manovra lasciata ad ogni ministero, invece che l'attuazione di un programma strutturato, pone dubbi sulla efficacia del processo di riduzione della spesa.

L'ultima criticità risiede proprio sulla **spesa in sicurezza sociale**, su cui recentemente la Corte dei Conti ha innalzato la guardia, sostenendo la necessità di maggiori controlli. La recente riforma del sistema pensionistico, voluta da Hollande in campagna elettorale, che ha riabbassato l'età pensionabile rende necessaria l'implementazione di una maggiore legislazione per i controlli alla spesa che ancora non è in programma.

Il quadro generale della legge di bilancio è quindi fitto di criticità, comunque non tali da rendere preoccupante la situazione dei conti pubblici francesi, ma le debolezze che sono emerse andranno monitorate strettamente. **In base alle nostre previsioni di crescita per il 2013, lo sfioramento del target del 3%, dovrebbe essere pari a poco più di 3 miliardi di euro, ma ovviamente si amplia per il 2014, raggiungendo lo 0,4% del PIL** (cioè poco meno di 9 miliardi di euro).

⁹ Guichard et al. 2007 OCSE

Principali previsioni macro e proiezioni sui saldi				
	2011	2012	2013	2014
Crescita del PIL reale (%)				
Intesa Sanpaolo	1,7	0,2	0,6	1,5
Governo	1,7	0,3	0,8	2
Deflatore del PIL				
Intesa Sanpaolo	1,6	1,5	1,8	1,8
Governo	1,6	1,7	1,8	1,8
Spesa per interessi (% del PIL)				
Intesa Sanpaolo	2,6	2,7	2,8	2,7
Governo	2,6	2,7	2,5	2,6
Saldo di bilancio (% del PIL)				
Intesa Sanpaolo	-5,2	-4,5	-3,1	-2,4
Governo	-5,2	-4,5	-3,0	-2,0
Saldo primario (% del PIL)				
Intesa Sanpaolo	-2,6	-1,8	-0,4	0,3
Governo	-2,6	-1,8	-0,5	0,6
Debito pubblico (% del PIL)				
Intesa Sanpaolo	85,8	90,1	91,7	91,4
Governo	85,8	89,9	91,3	90,5
Saldo strutturale (% del PIL)				
Governo	-4,5	-3,6	-1,6	-1,1

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze francese ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'effetto crescita minore delle previsioni potrà avere effetti peggiorativi rilevanti sui conti pubblici per gli anni successivi, dal momento che lo scenario del Governo è molto positivo (crescita PIL al 2% tra il 2014 e il 2017). Lo scenario congiunturale globale è ancora complicato, per cui i rischi che la crescita sorprenda verso il basso sono rilevanti. In più la legge programmatica per il periodo 2013-2017 è piuttosto carente di dettagli, lasciando non specificata la maggior parte delle misure fino al 2017. Da non dimenticare infine che nel 2015 sarà introdotta la nuova regola europea di riduzione del debito pubblico in eccesso rispetto al target del 60% del PIL (riduzione di un ventesimo) e di mantenimento del saldo strutturale al di sopra dello 0,5% del PIL. **Occorre quindi valutare se i conti pubblici francesi potranno aderire con facilità alla predetta regola oppure se la Francia si troverà in una situazione di insostenibilità**

I conti pubblici francesi sembrano sostenibili, ma non per questo sono privi di criticità

Lo scenario base prevede tassi stabili agli attuali livelli (3%) e una crescita che si attesta all'1,3%, al di sotto quindi delle ottimistiche previsioni del Governo (che come abbiamo segnalato sono al 2%). Da queste ipotesi, il saldo primario necessario a soddisfare le regole europee di rientro del debito si attesta poco sopra al 2% e rimane stabile anche con scenari di crescita stagnante. Con le stesse ipotesi di tassi e PIL anche il valore che il saldo primario dovrebbe mediamente registrare fino al 2034 non sembra particolarmente sfidante.

Saldo primario 2015 necessario a soddisfare la regola di riduzione del debito										
Crescita del PIL	Costo medio del debito									
	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,0
-1,5	2,9	3,3	3,8	4,2	4,7	5,1	5,5	6,0	6,4	6,4
-1,0	2,5	2,9	3,3	3,8	4,2	4,6	5,1	5,5	6,0	6,0
-0,5	2,0	2,5	2,9	3,3	3,8	4,2	4,6	5,1	5,5	5,5
0,0	1,6	2,0	2,4	2,9	3,3	3,7	4,2	4,6	5,0	5,0
0,5	1,2	1,7	2,1	2,5	2,9	3,4	3,8	4,2	4,7	4,7
1,0	1,2	1,6	2,1	2,5	2,9	3,4	3,8	4,2	4,6	4,6
1,5	1,2	1,6	2,1	2,5	2,9	3,3	3,8	4,2	4,6	4,6

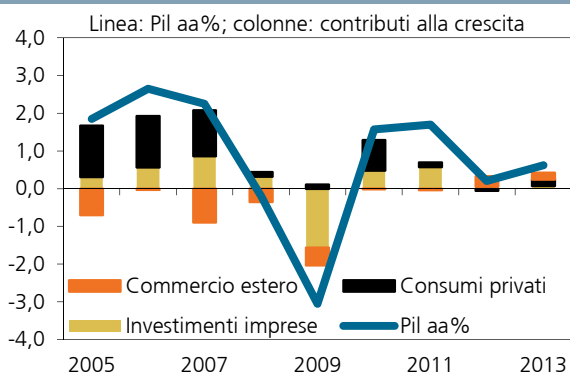
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo primario medio (2015-2034) necessario a soddisfare la regola di riduzione del debito										
Crescita del PIL	Costo medio del debito									
	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,0
-1,5	2,2	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,6	5,0	5,3	5,3
-1,0	1,9	2,2	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,6	4,9	4,9
-0,5	1,5	1,8	2,2	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,5	4,5
0,0	1,1	1,5	1,9	2,3	2,7	3,0	3,4	3,8	4,2	4,2
0,5	1,0	1,4	1,8	2,2	2,5	2,9	3,3	3,7	4,1	4,1
1,0	1,0	1,4	1,8	2,1	2,5	2,9	3,3	3,7	4,0	4,0
1,5	1,0	1,4	1,8	2,1	2,5	2,9	3,3	3,6	4,0	4,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

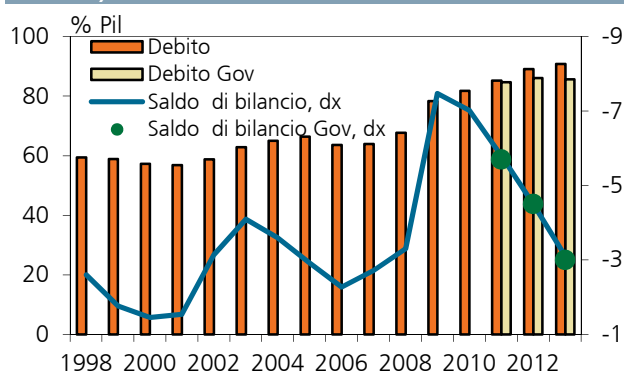
La situazione dei conti pubblici francesi, quindi, appare essere sostenibile, anche se non bisogna dimenticare le numerose criticità emerse dall'analisi del budget 2013 e in particolare dalla carenza di dettagli del piano programmatico 2013-2017.

Crescita del PIL e contributi (dati storici e previsioni)



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Variabili di finanza pubblica (dati storici e proiezioni del Governo)



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia - Previsioni macroeconomiche

	2011	2012	2013	2011			2012				2013		
				4	1	2	3	4	1	2	3		
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	0.2	0.6	1.2	0.4	0.3	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7		
t/t				0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3		
Consumi privati	0.3	-0.1	0.3	-0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.2		
Investimenti fissi lordi	3.6	0.8	0.6	1.4	-0.8	0.5	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3		
Consumi pubblici	0.2	1.1	0.3	0.2	0.5	0.4	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1		
Esportazioni	5.5	2.9	3.8	1.4	0.1	0.2	0.6	1.2	1.0	0.8	1.2		
Importazioni	5.2	1.7	2.9	-1.1	0.7	1.7	1.0	1.4	0.0	0.4	0.8		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.9	-0.4	0.1	-0.9	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	0.1	0.0		
Partite correnti (% PIL)	-2.0	-2.4	-2.0	-1.3	-2.1	-2.6	-2.6	-2.5	-2.2	-2.1	-2.0		
Deficit (% PIL)	-5.2	-4.5	-3.1										
Debito (% PIL)	85.8	90.1	91.7										
CPI (a/a)	2.1	2.0	1.3	2.4	2.3	2.0	2.0	1.6	1.2	1.2	1.3		
Produzione Industriale	1.2	-2.9	-12.6	-0.2	0.3	-1.2	-1.6	-7.1	-7.5	-0.4	2.4		
Disoccupazione (%)	7.4	9.2	9.4	7.7	8.6	9.2	9.2	9.6	9.5	9.3	9.3		

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

Italia - Ancora lontana l'uscita dalla recessione

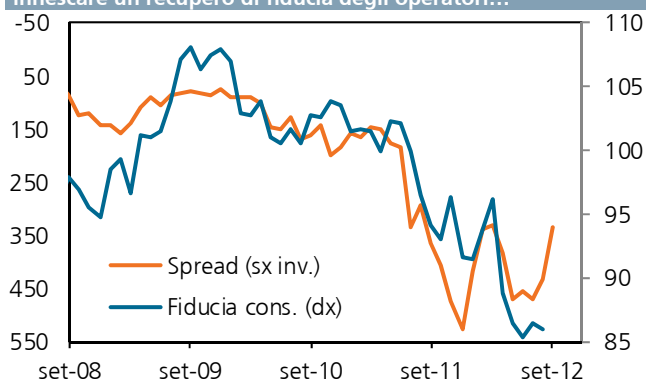
Nonostante il calo delle tensioni sui mercati finanziari verificatosi nelle ultime settimane (sull'onda dell'annuncio delle nuove misure BCE), l'economia italiana resta impostata per una contrazione del PIL assai pronunciata (-2,4%) nel 2012. Nel caso l'attuale trend sui mercati continuasse, gli effetti sulla fiducia degli operatori prima e sul circuito del credito poi potrebbero rendere meno profonda la recessione già a partire dall'ultimo trimestre di quest'anno, ma per un ritorno alla crescita bisognerà con tutta probabilità aspettare la seconda metà del 2013.

Paolo Mameli

La recente decisione della BCE di intervenire con acquisti sul mercato secondario congiuntamente ai programmi EFSF/ESM in caso di necessità contrasta efficacemente i rischi di perdita di accesso al mercato dell'Italia. Il solo annuncio ha avuto un effetto rilevante di **calo dei premi al rischio**, specie sulla parte breve della curva (quella che costituirà il target delle OMT). Poiché sembra esservi in questa fase una correlazione elevata tra indici di fiducia di imprese/consumatori e indici di stress sui mercati finanziari, il nostro scenario centrale prevede che, nel caso continui il trend in corso di calo dei premi al rischio, **ciò si traduca in un recupero della fiducia e di conseguenza (anche attraverso il circuito del credito) dei livelli di attività.**

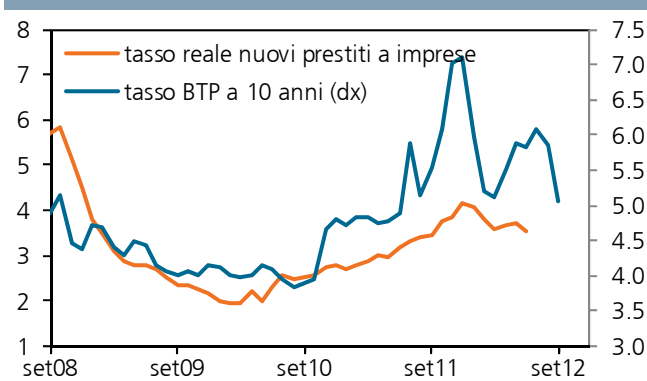
Nonostante l'intervento BCE, la ripresa resta molto lontana

Il movimento in corso di calo dei premi al rischio potrebbe innescare un recupero di fiducia degli operatori...



Fonte: Istat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e un miglioramento delle condizioni al credito



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

Tuttavia la situazione congiunturale resta molto fragile, e, anche nel caso in cui l'attenuazione delle tensioni sui mercati finanziari innesci un circolo virtuoso su fiducia e credito, **ci vorrà tempo prima che ciò si traduca in un impatto sull'economia reale.**

Gli effetti delle misure di *austerità* e le condizioni finanziarie ancora tese continueranno a pesare sul ciclo, a nostro avviso, almeno sino alla fine dell'anno, e verosimilmente anche a 2013 inoltrato. **La fase recessiva potrebbe superare in questo trimestre il punto di minimo del ciclo**, ma la recessione sarà ancora lunga perché la dinamica delle esportazioni nette compensa solo in parte la contrazione della domanda interna. Nel nostro scenario centrale di prosecuzione del trend di calo delle tensioni finanziarie, si potrebbe vedere un'attenuazione della recessione già dalla fine di quest'anno e per tutta la prima metà dell'anno prossimo, ma per un ritorno alla crescita bisognerà attendere la seconda metà del 2013.

Dopo un trimestre estivo che dovrebbe risultare non molto diverso dai tre precedenti, dovrebbe verificarsi un miglioramento già a partire dai mesi finali dell'anno, quando la crescita dovrebbe riavvicinarsi a zero. Tuttavia, ciò non impedirà al PIL medio annuale di calare di ben il 2,4% nel 2012. Complice l'effetto di trascinamento da un pessimo 2012, **quasi sicuramente anche il 2013 vedrà una flessione del PIL in media d'anno**, che stimiamo sarà di almeno -0,5%. Il nostro scenario, come detto, prevede un ritorno alla crescita su base trimestrale nella seconda metà dell'anno (e su base annua solo a fine 2013).

Rispetto alle previsioni contenute nella "Nota di Aggiornamento al DEF" approvata dal Governo il 20 settembre, la nostra stima è in linea con quella governativa per l'anno in corso ma è più pessimistica per il 2013 (quando il Governo vede una flessione del PIL limitata a -0,3%).

Per il 2012, si tratterebbe di una flessione di entità importante, ma ancora non paragonabile a quella vista durante l'ultima recessione (-5,5% nel 2009). Piuttosto, **la recessione attuale appare più simile a quella di inizio anni '90, non a caso anch'essa causata da un'importante stretta fiscale: dinamiche valutarie a parte, il 2012 dovrebbe risultare un anno più simile al 1993 che al 2009.** In particolare, la contrazione dei consumi privati potrebbe risultare dell'ordine di oltre tre punti percentuali, simile a quella vista appunto nel 1993. Allora, a impedire un tracollo del PIL (in calo di "appena" lo 0,9%) ci fu il boom dell'export causato dalla svalutazione del tasso di cambio (il contributo degli scambi con l'estero al PIL fu di ben 3,7 punti percentuali); oggi il ruolo del cambio è senz'altro inferiore e la domanda mondiale più debole, il che fa sì che l'export possa crescere solo in misura modesta, ma, tenendo conto del calo dell'import, il commercio estero dovrebbe comunque dare un rilevante contributo positivo, nell'ordine di due punti percentuali e mezzo, che impedirà una flessione del PIL paragonabile a quella del 2009 anche in presenza di una domanda finale domestica che potrebbe contrarsi di 3,8 punti.

La domanda domestica sarà colpita come a inizio anni '90

Nel 2012, **i consumi sono attesi contrarsi di oltre tre punti percentuali** (la componente più colpita dovrebbe essere quella dei consumi di beni durevoli, che potrebbe mostrare una flessione vicina al 10%; relativamente lieve invece la contrazione per i consumi di servizi). Pesano non soltanto gli effetti sul bilancio familiare dei provvedimenti di correzione dei conti pubblici, ma anche l'attivazione di effetti moltiplicativi secondari, con la frenata dell'occupazione e delle retribuzioni.

La debolezza dei consumi privati non potrà ovviamente essere compensata da quelli pubblici visto che, stante il percorso di correzione dei conti, la spesa pubblica è vista contrarsi per il terzo anno consecutivo: la stima è di -0,7%, nonostante il sorprendente lieve rimbalzo registrato nella prima metà dell'anno.

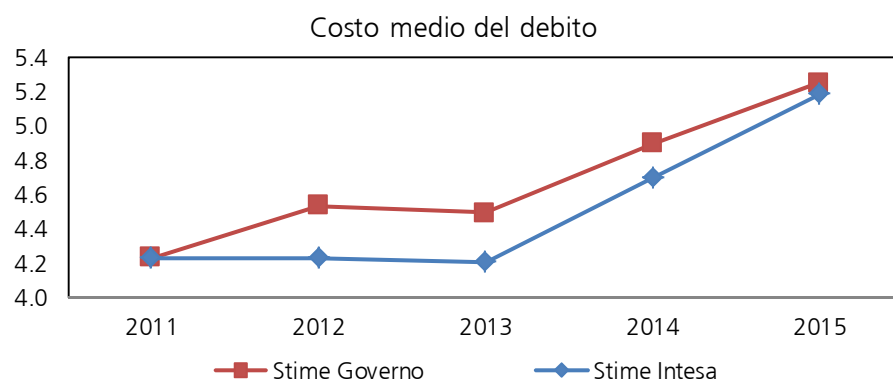
Rilevante anche la flessione degli investimenti, che stimiamo pari a -8,5%; un vero tracollo si sta verificando per gli investimenti in mezzi di trasporto, visti in calo del 20% circa. Le **costruzioni** dovrebbero continuare a flettere anche quest'anno, per il quinto anno consecutivo, e potrebbero uscire dalla recessione solo nel 2014. Infine, anche dal decumulo di **scorte** potrebbe venire un contributo negativo al PIL (di circa un punto percentuale).

Il peggioramento del ciclo avrà impatto anche sui saldi di finanza pubblica. Nelle nostre stime, il nuovo profilo di crescita e le proiezioni sulla spesa per interessi in base alla curva dei tassi *forward* proiettano un disavanzo al 2,6% quest'anno (in linea con le nuove proiezioni contenute nella nota di aggiornamento al DEF) e all'1,9% nel 2013 (rispetto all'1,6% del quadro governativo a legislazione vigente e allo 0,5% contenuto nel DEF di aprile).

L'impatto sulla finanza pubblica

Da notare che dopo il deciso movimento al ribasso innescatosi a partire da inizio agosto, le nostre proiezioni sulla spesa per interessi (almeno per il biennio 2012-13) sono diventate più ottimistiche di quelle del Governo, che nella nota di aggiornamento al DEF ha in sostanza mantenuto le proiezioni di aprile, già riviste sensibilmente al ribasso rispetto alle stime del dicembre dello scorso anno. Il costo *marginale* del debito è oggi (sulla base dei rendimenti sul mercato secondario di tutti i titoli *outstanding*) del 4,4%, mentre il Governo stima, a nostro avviso pessimisticamente, un costo *medio* del debito nel 2012 al 4,5%.

Costo medio del debito: stime del Governo (contenute nella nota di aggiornamento al DEF) e stime Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, Ministero dell'Economia e delle Finanze, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, il **peggioramento** rispetto all'obiettivo iniziale di azzeramento del deficit nel 2013 sarebbe in pratica interamente di natura ciclica; infatti, il saldo (strutturale) corretto per il ciclo si posizionerebbe circa in linea con il pareggio come da target governativo, soddisfacendo dunque la regola del nuovo Patto.

Finanza pubblica: obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo

	2011	2012	2013	2014	2015
Agg DEF (settembre 2012)					
PIL reale (a/a)	0.4	-2.4	-0.2	1.1	1.3
Interessi in % del PIL	4.9	5.5	5.6	6.0	6.3
Saldo in % del PIL	-3.9	-2.6	-1.8	-1.5	-1.3
Saldo primario in % del PIL	1.0	2.9	3.8	4.4	4.8
Saldo strutturale corretto per il ciclo in % del PIL	-3.6	-0.9	0.0	-0.2	-0.4
Debito in % del PIL	120.7	126.4	127.1	125.1	122.9
Debito al netto dei prestiti a Paesi UE in % del PIL	119.9	123.3	123.3	121.3	119.1
Stime Intesa					
PIL reale (a/a)	0.4	-2.4	-0.5	0.7	1.2
Interessi in % del PIL	4.9	5.2	5.3	5.8	6.3
Saldo in % del PIL	-3.9	-2.6	-1.9	-1.8	-1.8
Saldo primario in % del PIL	1.0	2.6	3.4	4.0	4.5
Saldo strutturale corretto per il ciclo in % del PIL	-3.6	-0.9	0.0	-0.2	-0.4
Debito in % del PIL	120.7	126.4	127.7	126.4	124.9
Debito al netto dei prestiti a Paesi UE in % del PIL	119.9	123.3	123.9	122.6	121.1

Fonte: nota di aggiornamento al DEF, stime Intesa Sanpaolo

In merito alle proiezioni incorporate dal Governo nella **nota di aggiornamento del DEF** approvata il 20 settembre, notiamo che: 1) le nuove stime sono circa in linea con le nostre previsioni (siamo leggermente più pessimisti per il 2013 a causa di una stima di crescita più debole), ma riteniamo che la composizione del saldo sarà diversa, con una spesa per interessi più bassa e un saldo primario meno favorevole (di quasi mezzo punto sia per il 2012 che per il 2013); in ogni caso, riteniamo che la "sovrastima" della spesa per interessi costituisca un margine adeguato che possa consentire al Governo di fronteggiare eventuali sorprese negative sul saldo primario senza dover adottare misure aggiuntive (anzi il quadro programmatico adottato dal Governo incorpora un ammorbidimento di due decimi rispetto alla stima a legislazione vigente); 2) circa il debito, al netto del contributo ai programmi europei di sostegno (che vale ben 3,8 punti nel 2013) e incorporando **dismissioni pari all'1% del PIL all'anno**, il rapporto debito/PIL è atteso calare al 122,3% nel 2013 e al 119,3% nel 2014; le nostre stime sono più pessimistiche, anche perché riteniamo ottimistica l'ipotesi che il Governo riesca a implementare dismissioni per un punto di PIL all'anno nel triennio 2013-15.

Scenario Macroeconomico

Settembre 2012

In ogni caso, appare persino pleonastico ricordare che **sarebbe controproducente correggere gli effetti della recessione sui saldi fiscali**, visto che la crisi del debito europea va affrontata nella sua dimensione istituzionale. Ad oggi, la correzione fiscale adottata in Italia (considerando non solo il 2012 ma l'intero periodo 2010-14) è di entità rilevante ma non paragonabile a quella in corso negli altri Paesi periferici, Spagna inclusa; pur avendo il potenziale per causare un biennio di recessione, non è sufficiente a generare una prolungata depressione dell'attività economica. In altri termini, se non si aggiunge ulteriore restrizione fiscale, il quadro sembra compatibile con un ritorno alla crescita quando gli effetti della stretta fiscale saranno "assorbiti" in pieno, ovvero non prima della seconda metà del 2013.

Correzione fiscale e impatto sul PIL nei principali Paesi dell'area dell'euro (%)							
Correzione fiscale	2010	2011	2012	2013	2014	Tot. 2010-14	Tot. 2012-14
Grecia	7.8	4.4	1.6	2.0	1.8	17.6	5.3
Irlanda	2.1	2.0	2.7	2.3	1.9	11.0	6.9
Portogallo	0.6	3.7	4.0	1.5	0.0	9.7	5.4
Spagna	1.9	1.3	3.6	0.5	0.2	7.6	4.4
Italia	0.2	0.8	3.2	1.1	-0.1	5.3	4.2
AE	0.2	1.1	1.6	0.5	0.2	3.6	2.4
Francia	0.3	1.4	0.8	0.5	0.4	3.4	1.7
Belgio	0.8	-0.3	1.8	0.8	0.3	3.3	2.8
Austria	-0.8	1.1	0.1	0.7	0.3	1.4	1.1
Olanda	0.1	-0.2	1.3	-0.1	0.1	1.2	1.3
Germania	-1.2	0.8	0.5	0.1	0.1	0.4	0.7
Impatto sul PIL	2010	2011	2012	2013	2014	Tot. 2010-14	Tot. 2012-14
Grecia	-4.9	-2.8	-1.0	-1.2	-1.1	-11.0	-3.3
Irlanda	-1.3	-1.3	-1.7	-1.4	-1.2	-6.9	-4.3
Portogallo	-0.4	-2.3	-2.5	-0.9	0.0	-6.1	-3.4
Spagna	-1.2	-0.8	-2.3	-0.3	-0.2	-4.7	-2.7
Italia	-0.1	-0.4	-1.5	-0.5	0.0	-2.4	-1.9
AE	-0.1	-0.7	-1.0	-0.3	-0.1	-2.3	-1.5
Belgio	-0.5	0.2	-1.1	-0.5	-0.2	-2.1	-1.8
Francia	-0.1	-0.7	-0.4	-0.3	-0.2	-1.7	-0.8
Austria	0.5	-0.7	-0.1	-0.4	-0.2	-0.9	-0.7
Olanda	-0.1	0.1	-0.8	0.1	-0.1	-0.8	-0.8
Germania	0.6	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4
Finlandia	0.7	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.5	0.2

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

Previsioni Macro												
	2011	2012	2013	2011			2012			2013		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi 2005, a/a) t/t	0.5	-2.4	-0.5	-0.5	-1.5	-2.6	-3.0	-2.3	-1.5	-0.7	0.0	
Consumi privati	0.2	-3.4	-1.0	-1.0	-1.1	-0.7	-0.9	-0.3	-0.1	0.0	0.1	
Consumi pubblici	-0.9	-0.7	-0.3	-0.6	0.0	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	
Investimenti fissi	-1.2	-8.5	-1.3	-2.7	-3.6	-2.3	-1.5	-0.4	0.0	0.0	0.3	
Importazioni	1.0	-8.0	-1.7	-2.8	-3.8	-0.4	-1.5	-1.0	-0.3	-0.1	0.2	
Esportazioni	6.3	0.6	1.8	-0.1	-0.5	0.2	-0.2	0.5	0.5	0.6	0.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-1.0	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	
Partite correnti (%PIL)	-3.3	-0.1	0.5									
Deficit (%PIL)	-3.9	-2.6	-1.9									
Debito (%PIL)	120.7	126.4	126.8									
CPI (a/a)	2.8	3.1	2.5	3.3	3.2	3.3	3.2	2.8	2.4	2.0	2.6	
Produzione Industriale	0.2	-6.7	-2.5	-2.8	-2.4	-1.7	-1.1	-0.7	-0.9	-0.1	0.0	
Disoccupazione (%)	8.4	10.9	11.8	9.2	10.1	10.6	11.2	11.6	11.8	11.9	11.9	

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

Spagna: giochi di equilibrio in attesa dei soccorsi

Anna Maria Grimaldi

Il Budget 2013 e il programma di riforme per il prossimo semestre cercano di conciliare le pressioni domestiche con le richieste di Bruxelles. Il Commissario UE Rehn si è espresso favorevolmente sulle riforme, ma non si è sbilanciato sul budget. Pensiamo che il Budget 2013 possa rappresentare un punto di partenza per negoziare un eventuale programma di aiuto con Bruxelles. Discussioni preliminari in merito potrebbero aversi già all'ECOFIN di lunedì. Non escludiamo che una richiesta ufficiale arrivi per la fine del mese o al più tardi entro fine anno.

Una richiesta di aiuto potrebbe essere discussa già questo lunedì

Nonostante lo sforzo attuato con le manovre di agosto, gli obiettivi di deficit 2012-14 rimangono difficili da conseguire (si veda l'analisi che segue questo paragrafo). Inoltre, difficilmente il paese riuscirà a coprire il fabbisogno finanziario in assenza di fondi ESM e di un intervento BCE. Le condizioni del programma potrebbero essere discusse già all'Eurogruppo di lunedì; a tale riguardo, il Budget 2013 e il piano di riforme per il prossimo semestre costituiscono una buona base per i negoziati con Bruxelles. Durante la sua visita a Madrid, Rehn si è espresso favorevolmente sul programma di riforme, ma non si è sbilanciato sulla qualità della manovra fiscale. Malgrado il placet della Commissione sia importante, in ultima istanza la decisione è politica. Il Memorandum d'Intenti che il Paese dovrà firmare deve ottenere inoltre il lasciapassare del Bundestag già impegnato a valutare un eventuale potenziamento di fondi per Atene.

Quanto ampio è il fabbisogno da finanziare? Il Tesoro spagnolo proietta un saldo da finanziare di 48 miliardi di euro nel 2013. Il prossimo anno, vengono inoltre a scadenza titoli a medio e lungo termine per 60 miliardi di euro. Il Governo ha già dichiarato che intende coprire il fabbisogno 2013 con emissioni nette a medio e lungo termine per 28,1 miliardi di euro e con emissioni nette di Letras per 19,9 miliardi. Nel 2012 il Governo dovrà fare emissioni lorde ancora per 20 miliardi, anche se l'offerta netta per la restante parte del 2012 dovrebbe essere circa neutrale.

Tabella 1 - Esigenze di rifinanziamento 2012-2013

	2012 (Budget)	2013 (Budget prov)
Fabbisogno da finanziare	36.8	48
Bonos in scadenza	-50.1	-62.3
Emissioni lorde MLT	85.9	90.4
Emissioni nette MLT	35.8	28.1
Emissioni già coperte	72.2	
Emissioni nette Letras	1	19.9
Variazione netta del debito mkt.	682.9	684.8
2012 emissioni lorde Intesa	92.4	
% del totale (secondo stime Intesa)	78.1	

Fonte: Tesoro spagnolo

L'opportunità di ricorrere ad aiuti esterni o meno dipende dalla copertura dei flussi finanziari. I dati della Banca di Spagna mostrano che il deflusso di investitori esteri iniziato nell'agosto 2012 è continuato quest'estate per un totale di 98 miliardi, compensati quasi interamente dai maggiori acquisti delle banche domestiche (+86), che hanno garantito quasi interamente la copertura delle emissioni lorde nell'ultimo anno. Secondo i dati del Tesoro spagnolo ad agosto 2012 gli investitori esteri detenevano il 34% del debito totale. Supponiamo in un scenario estremo, che gli investitori non rinnovino la carta a medio/lungo termine in scadenza di qui a fine 2013 (80 miliardi di euro: 20 residui del 2012 e 60 del 2013). Alle emissioni nette di carta a medio lungo termine (ott-12 / dic-13), pari a 28 miliardi di euro, andrebbero aggiunti 27,2 miliardi per il mancato rinnovo degli esteri. **Gli investitori domestici in questo scenario estremo, dovrebbero quindi non solo garantire la copertura di 28 miliardi di emissioni nette a medio lungo termine, ma sopperire anche per i 27, 2 miliardi di deflusso degli investitori esteri.**

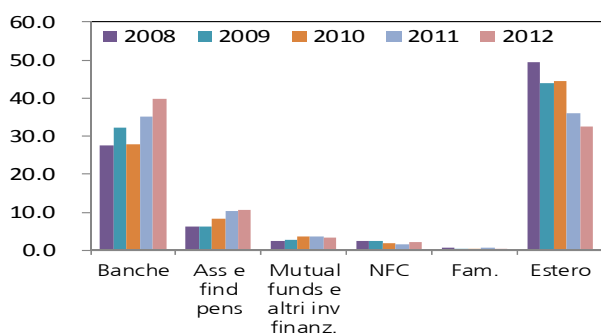
Difficilmente le Banche spagnole potrebbero far fronte alle esigenze di rifinanziamento 2013, dal momento che la quota di titoli governativi in portafoglio è salita nel 2012 al 6,7% degli asset totali e ben in eccesso della media storica. Dato che il risparmio al netto degli oneri da interesse sul debito è circa zero, un significativo contributo delle famiglie potrebbe avvenire soltanto tramite una ampia riallocazione di portafoglio.

Gli investitori domestici in questo scenario estremo dovrebbero assorbire carta a medio e lungo termine per circa 55,3 miliardi di euro. Difficilmente le Banche spagnole potrebbero far fronte alle esigenze di rifinanziamento 2013, dal momento che la quota di titoli governativi in portafoglio è salita nel 2012 al 6,7% degli asset totali e ben in eccesso della media storica. Dato che il risparmio al netto degli oneri da interesse sul debito è circa zero, un significativo contributo delle famiglie potrebbe avvenire soltanto tramite una ampia riallocazione di portafoglio.

In questi giorni sono circolate indiscrezioni di stampa secondo le quali l'intervento potrebbe prendere la forma di certificati di garanzia sul debito. Il Trattato ESM non fa alcuna menzione di tale modalità di intervento, che invece è prevista per l'EFSF. Tuttavia, l'EFSF scrive nella sua documentazione che "i nostri Stati Membri stanno valutando se estendere all'ESM le opzioni introdotte lo scorso anno per massimizzare la capacità dell'EFSF", cioè i certificati di protezione parziale e i fondi di co-investimento. Il meccanismo previsto per l'EFSF prevede che i certificati coprano una porzione del valore nominale del titolo nell'evento di ristrutturazione, disconoscimento, moratoria, incapacità di servire il debito nella misura e nei tempi previsti. Tali certificati, emessi da un veicolo finanziario dedicato, sarebbero negoziabili separatamente dal titolo con i quali sono stati emessi, e potrebbero essere utilizzati assieme a qualsiasi altro titolo dello stesso emittente. Il pagamento potrebbe avvenire anche mediante conferimento di titoli EFSF. Nonostante queste voci, l'ipotesi di una linea di credito a condizioni rafforzate, eventualmente integrata da una componente di garanzia, rimane l'ipotesi più probabile: in effetti, la BCE richiede o un "programma completo di aggiustamento economico", o "un programma precauzionale (ECCL), ammesso che includa la possibilità di acquisti sul mercato primario da parte di EFSF/ESM". Una volta richiesto aiuto all'ESM, il rischio di liquidità per la Spagna sarebbe sostanzialmente rimosso. Nel momento in cui la Spagna accetta le condizioni poste dai partner europei, la BCE potrebbe intervenire con acquisti illimitati di titoli governativi con vita inferiore a 3 anni. In data odierna il debito con vita media residua inferiore a 3 anni è pari 285 miliardi di euro di cui 208 miliardi sono Bonos; nell'ipotesi più estrema, un intervento BCE renderebbe potenzialmente superfluo l'uso dei fondi ESM, se le banche domestiche fossero disponibili a sostituire i titoli ceduti con nuova carta governativa a più lunga scadenza.

Anche un programma di aiuto ESM non eliminerebbe i rischi per la sostenibilità del debito spagnolo dal 2014 in avanti. Sicuramente il calo dei rendimenti che sarà assicurato dal nuovo programma contribuirà ad alleggerire l'entità dello sforzo ma il processo di consolidamento fiscale della Spagna dovrà comunque proseguire.

Figura 1 - Debito del settore pubblico per soggetto detentore



Fonte: Tesoro Term investment ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tabella 2 - Gli acquisti BCE in caso di mancato rinnovo dall'estero renderebbero superfluo l'uso dei fondi ESM

	05.10.2012	%
	mkt debt	
Emissioni lorde MLT (Tesoro) 2013	90.9	
Emissioni lorde MLT (Tesoro) 2012	20.3	
Emissioni nette MLT	28.1	
Mancato rinnovo Estero	27.2	
Titoli in scad. ott 12 / dic 13 (80 mld di euro)		
Dimensione programma ESM 2% PIL	21.3	3.1
Dimensione programma ESM 10% PIL	106.5	15.6
Debito con vita < 3 anni di cui	285	41.7
Bonos	208	30.5
Letras	77	11.3

Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tabella 3 - Eventi a rischio per la Spagna nel prossimo mese

Data	Ora	Paese	Evento
Lun 08/10	17:00	EUR	Riunione inaugurale dell'ESM
		EUR	ECOFIN
Ven 18/10	10:30	SPA	Asta di titoli di stato a medio e lungo termine
		EUR	EU summit
Dom 21/10		SPA	Elezioni regionali in Galizia e Paesi baschi
Mar 23/10	10:30	SPA	Asta di titoli di stato a medio e lungo termine

Fonte: Bloomberg

Focus: Budget 2013 sforzo apprezzabile ma non finisce qui

Anna Maria Grimaldi

Il Budget 2013 rinforza la manovra di agosto e lascia la correzione cumulata sulla dinamica del saldo primario 2012-2014 al 5,1% del PIL. I target per il 2013-2014 ci sembrano, comunque, ancora ambiziosi. Lo sforzo di consolidamento fiscale dovrà proseguire. Il saldo primario a fine periodo è atteso ancora in deficit a fronte di un surplus di 3,5 punti di PIL necessari a rispettare il nuovo Patto di Stabilità.

Il Budget il 2013, presentato dal Governo Rajoy lo scorso 28 settembre conferma l'obiettivo di riduzione del deficit al 4,5% nel 2013 e al 2,8% del PIL nel 2014 dal 6,3%, atteso per l'anno in corso. Si noti che la riclassificazione contabile degli aiuti al settore bancario erogati tramite il FROB (*Fondo de restructuración ordenada bancaria*) pesa per 5,4 mld di euro (0,5 punti di PIL) sul saldo 2011 (9,4% del PIL) e per 11 mld di euro (1,1 punti di PIL) sul saldo 2012, che sale quindi al 7,4% del PIL.

Come di consueto per la Spagna, il Progetto di Legge Finanziaria è relativo soltanto alla dinamica di entrate e spese delle Amministrazioni Centrali, ma proietta obiettivi di bilancio anche per i diversi livelli di governo. Anche per le Autonomie Locali sono confermati gli obiettivi indicati nel Piano di Budget dello scorso 3 agosto. La correzione dei saldi nel 2013 è bilanciata tra Stato e Autonomie Locali, mentre nel 2012 il grosso dello sforzo di rientro del deficit pesava sulle Comunità Autonome dal momento che queste erano responsabili, quasi interamente, dello sfioramento di bilancio 2011 rispetto ai target.

Tabella 1 -Nuovi obiettivi di bilancio per livello di Governo 2012-2015 in % del PIL

	2011 (PS 2011-14)	2011 consuntivo	2012	2013	2014	2015
Stato	-4.1	-5.0	-4.5	-3.8	-2.7	-2.1
Comunità Autonome	-1.3	-3.4	-1.5	-0.7	-0.1	0.2
Enti Locali	-0.3	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
Sicurezza Sociale	0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Amministrazioni Pub	-6.0	-8.9 (-9.4)*	-6.3 (-7.4)*	-4.5	-2.8	-1.9

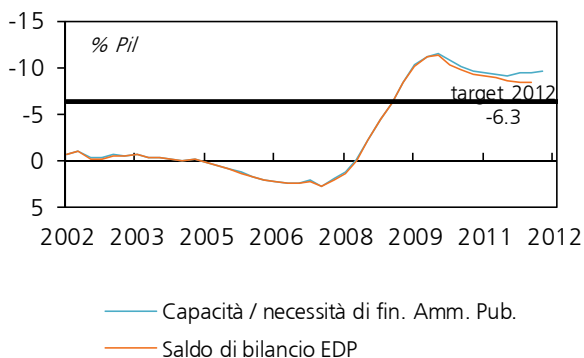
* () deficit corretto per l'effetto degli aiuti alle banche per 5,4 mld di euro nel 2011 e 11 mld di euro nel 2012

Fonte: Minhap ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cominciamo con il dire che **sembra esservi il rischio che il deficit 2012 possa eccedere ancora una volta gli obiettivi**. I dati dai conti finanziari, un buon indicatore del saldo di bilancio del settore pubblico, suggeriscono che il deficit viaggiava ancora al 9,4% in media nella prima metà del 2012. Indicazioni poco rassicuranti si hanno anche dalla dinamica del saldo del settore statale in base ai dati di contabilità nazionale. Il deficit dello Stato tra gennaio e agosto 2012 è stato più ampio che nello stesso periodo dello scorso anno. Per quanto riguarda le amministrazioni locali, i dati sembrano essere confortanti: solo la Regione di Navarra sembra aver fatto peggio nel secondo trimestre di quest'anno rispetto a un anno fa. Tuttavia, i dati della Banca di Spagna mostrano un netto aumento del debito delle Autonomie Locali nella prima metà del 2012. È pur vero che il Patto di Stabilità interno risale allo scorso febbraio è quindi possibile che gli effetti sui saldi si vedano per lo più nella seconda metà dell'anno. Va inoltre considerato che alcune delle misure varate tra agosto e settembre di quest'anno (aumento

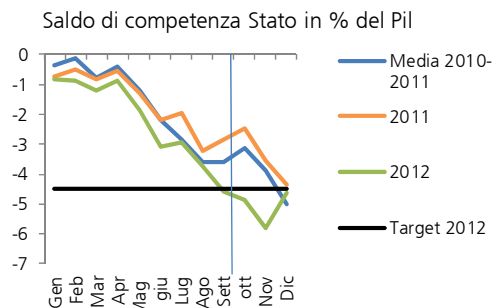
dell'IVA, soppressione della quattordicesima per i dipendenti pubblici) avranno effetto sulla parte finale dell'anno.

Figura 1 - Il saldo 2012 rischia di eccedere l'obiettivo di Governo



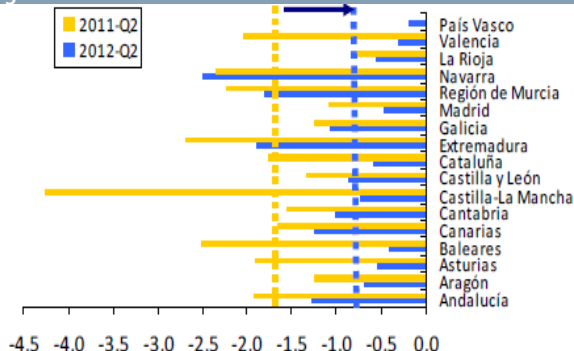
Fonte: INE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Figura 2 - I dati dal Settore statale non sono particolarmente incoraggianti



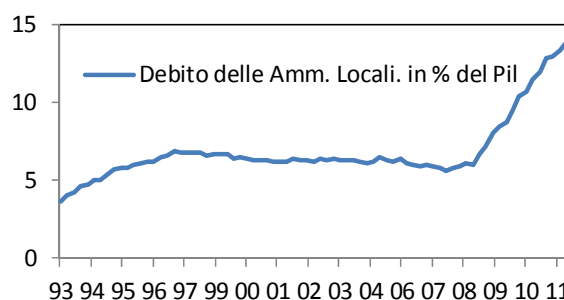
Fonte: MinHap dati disponibili fino ad agosto 2012, per il periodo sett.-dic. 2012 assumiamo che il saldo si comporti come nel 2010-11

Figura 3 - Mentre le Regioni sembrano aver rispettato i Piani di Budget



Fonte: IGAE

Figura 4 -... anche se il debito continua a salire



Fonte: BDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il Piano ed il Budget 2013 introducono una correzione per oltre 6 punti di PIL sul triennio 2012-14

Con il Piano di Budget 2013, il Governo di Madrid ha varato misure che cumulativamente incidono sul periodo 2012-14 per il 5,0% del PIL (50 miliardi di euro). Lo sforzo fiscale sul 2012 era di 13 miliardi di euro, probabilmente volto a correggere un tendenziale peggiorare rispetto alle stime da PS 2012-15. Lo sforzo fiscale per il 2013 era di 25,9 miliardi di euro e per il 2014 di 11 miliardi di euro (si veda il riquadro in coda al testo per una descrizione delle misure).

Il Budget 2013 potenzia quindi la correzione sul saldo primario 2013-14 per 4,2 miliardi (0,4% di PIL) rispetto ai 50 miliardi già introdotti con il Piano di Budget 2013.

Tabella 2 - Manovre approvate dal Governo Rajoy da dicembre scorso ad oggi			
In miliardi di euro:	2012	2013	2014
Maggiori entrate Piano Budget 2013	4.9	15.1	15.4
Maggiori entrate Budget 2013	0.0	3.5	3.4
Minori spese al netto interessi Piano	8.1	23.9	34.7
Minori spese al netto interessi Budget	0.0	0.8	0.8
Totale manovre agosto e settembre	13.0	43.2	54.3
<i>In % del PIL</i>	1.2	4.1	5.1
Fiscal impulse (miliardi di euro)	13.0	30.2	11.1
<i>In % del PIL</i>	1.2	2.9	1.0
Manovre Budget 2012 e Dic. 11 (% del PIL)	3.1	2.6	1.5
Totale cumulato manovre approvate dal Governo Rajoy (% del PIL)	4.4	6.6	6.6
<i>PIL nominale (mld di euro)</i>	1065	1057	1074

Fonte: Minhap e Tesoro spagnolo ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il progetto di legge introduce **maggiori entrate per ulteriori 3,4 miliardi** di euro derivanti da i) modifiche alle deduzioni sull'ammortamento (2,4 miliardi di euro); ii) imposta sul lotto per 0,8 miliardi; iii) estensione della patrimoniale anche al 2013 con un impatto di 0,7 miliardi di euro.

Sul lato della spesa, il Budget 2013 prevede aumenti per 8,9 miliardi di euro. Tuttavia, il Governo nota che l'incremento di spesa è spiegato da maggiori oneri per interessi per 9,7 miliardi di euro e dall'incremento della spesa sociale +6,7 miliardi di euro (4,9% dovuto alla rivalutazione dell'1% di tutte le pensioni). **La spesa primaria complessiva dovrebbe flettere di 800 milioni, mentre la spesa primaria al netto dei trasferimenti alla Sicurezza sociale del 6%** (-7,5 miliardi di euro). I risparmi di spesa derivano per lo più dalla razionalizzazione e ridimensionamento della PA (tra cui abrogazione della quattordicesima per i dipendenti pubblici e di tre giorni di ferie aggiuntivi) e da misure sull'occupazione nel settore pubblico quali il congelamento delle assunzioni e salari (quest'ultimo intervento è stato introdotto con il Budget 2013). La spesa per i Ministeri è attesa calare di 3,9 miliardi di euro (-8,9%) con circa la metà dei risparmi derivanti dal congelamento di assunzioni e salari dei dipendenti pubblici.

La **correzione introdotta con le manovre di agosto e settembre passa, quindi, per circa il 65% per misure sul lato della spesa** e fa maggiormente leva sulla tassazione indiretta, come richiesto da Bruxelles.

Deficit ancora al 4% nel 2014. Rischi su dinamica di entrate e uscite anche oltre quanto suggerito dalle elasticità cicliche.

Il Budget 2013 ha confermato le previsioni di un calo del PIL reale di appena lo 0,5% nel 2013 e di un'espansione dell'1,2% nel 2014, stime che appaiono molto ottimistiche data l'entità delle manovre approvate per il 2013-14 e che introducono rischi non trascurabili per la dinamica della spesa e delle entrate. Siamo significativamente più negativi del Governo sulla crescita del PIL nel 2013 e nel 2014 (si veda la Tabella 3).

Tabella 3 - Previsioni di crescita del PIL reale Intesa Sanpaolo verso stime di Governo					
	2011	2012	2013	2014	2015
		Crescita del PIL reale			
PS 2012-15	0.7	-1.7	0.2	1.4	1.8
Budget Plan Ago 2012 e Budget 2013	0.7	-1.5	-0.5	1.2	1.9
Intesa Sanpaolo stime	0.4	-1.6	-1.5	0.5	1.4

Fonte: MinHap e Tesoro.es elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nonostante i massicci interventi di agosto e settembre, i target per il 2013-214 potrebbero essere ancora ardui da conseguire. Stimiamo che il deficit possa chiudere all'8,0% (7,0% al netto degli aiuti alle banche) nel 2012 e poco sotto il 5% nel 2013 ed al 3,8% nel 2014. Va sottolineato che la valutazione dell'adeguatezza delle misure, in relazione agli obiettivi di bilancio, rimane assai incerta dal momento che il progetto di legge si riferisce allo Stato e non al complesso delle

Amministrazioni pubbliche. Inoltre, non vi è indicazione sull'andamento dei saldi tendenziali. Le nostre stime sull'impatto delle manovre sono fatte a partire dai saldi tendenziali della Commissione Europea della scorsa primavera. Abbiamo corretto il tendenziale della Commissione per la revisione del deficit 2011 di 0,4% punti di PIL all'8,9% e per la revisione agli obiettivi 2012 di circa un punto, che consideriamo peggioramenti della dinamica sottostante. Assumiamo che gli interventi sui saldi siano efficaci all'85%. Tuttavia, vi sono rischi non trascurabili che le entrate facciano peggio di non quanto suggerito dalle elasticità storiche, dal momento che la Spagna sta sperimentando una correzione ciclica e strutturale senza precedenti dal 1990 ad oggi. Va inoltre considerato che le misure di agosto impatteranno la parte finale dell'anno, in particolare il rialzo dell'IVA, che rende difficile stimare il livello del saldo tendenziale 2012. La Commissione valutava come adeguato lo sforzo strutturale del 2,6% (variazione del saldo di bilancio corretto per il ciclo e per l'effetto di misure temporanee) per il periodo 2011-13 già prima della presentazione del Piano di Budget.

Il saldo primario rimarrà in deficit anche nel 2014

Il Governo stima che le manovre approvate lasceranno il saldo primario 2014 in surplus dell'1,0% da un deficit di 6,5% nel 2011. Nel 2012, le nostre stime per il saldo primario sono di solo mezzo punto inferiori a quelle governative, ma lo scostamento rispetto alle stime di budget si allarga a circa un punto di PIL nel periodo 2013-2014. Alla fine del periodo il saldo primario potrebbe a malapena chiudere in pareggio. La dinamica dei saldi risente fortemente della dinamica ciclica: al netto del ciclo, infatti, il saldo primario dovrebbe essere in attivo per l'1,4%, sei decimi in meno rispetto alle stime del Governo.

Il Governo assume che la spesa per interessi salga a 38,6 miliardi di euro nel 2013 dai 28,8 del 2012. In termini di PIL nominale del Governo si tratta di un aumento di quasi un punto al 3,6% da 2,7% del 2012. Si noti che la spesa per interessi 2012 è stata rivista al ribasso di circa cinque decimi rispetto alle proiezioni da piano di Budget 2013, una revisione che può essere solo in parte giustificata dal calo dei rendimenti intercorso tra fine luglio e settembre. La stima di Governo per gli oneri da interessi 2012 potrebbe eccedere in cautela. Sulla base dei tassi medi sui titoli in circolazione valutiamo che gli interessi sul debito possano arrivare al 3,0% del PIL. Altresì le stime per il 2013-14 ci sembrano alquanto pessimistiche. Stimiamo la spesa per interessi al 3,4% il prossimo anno sulla base dei tassi forward ad un anno, e al 3,2-3,3% sulla base dei tassi spot al 03/10/2012. Riteniamo quindi che, la sovrastima della spesa per interessi costituisca un margine adeguato che possa consentire al Governo di fronteggiare eventuali sorprese negative sul saldo primario senza dover approvare misure aggiuntive.

Debito in salita fino al 95% del PIL nel 2014

Secondo le stime di **Governo il debito 2012** salirà di all'85,3% del PIL nel 2012 dal 68,5% stimato per il 2011 e al 90,5% nel 2013. L'impatto di misure temporanee dovrebbe essere di circa 10 punti percentuali nel 2012 e di poco meno di un punto nel 2013 (si veda la tabella 4). Le nostre stime per il debito sono più pessimistiche di quelle di Governo: dall'86% del PIL nel 2012 al 92,5% nel 2013 ed al 95% nel 2013 per effetto di previsioni più negative sulla dinamica dei saldi di bilancio.

Tabella 4 – Principali previsioni sui saldi di Finanza pubblica Intesa Sanpaolo verso Budget 2013

	2011	2012	2013	2014
	in % del PIL			
Saldo primario				
Intesa Sanpaolo	-6.5	-4.1	-1.6	-0.4
Budget 2013	-6.4	-3.1	-1	0.8
Spesa per Interessi				
Intesa Sanpaolo	2.4	3	3.4	3.6
Budget 2013	2.4	2.7	3.6	3.7
Deficit				
Intesa Sanpaolo	-8.9	-7.1	-5	-3.9
Budget 2013	-8.8	-6.3	-4.6	-2.9
Saldo corretto per il ciclo				
Intesa	-7.1	-5.2	-3	-2.2
Budget 2013	-7	-4.2	-2.9	-1.6
Saldo primario corretto per il ciclo				
Intesa	-4.7	-2.2	0.4	1.4
Budget 2013	-4.5	-1.5	0.7	2.1
Debito				
Intesa Sanpaolo	68.5	86.1	92.5	95.3
Budget 2013	68.5	85.3	90.5	90.8
<i>Impatto delle misure temporanee sul debito</i>		10%	0.60%	0.40%
Misure temporanee (miliardi di euro)		106.2	6.8	4.2
Programmi EFSF e contributi ESM		22.7	6.82	4.2
Pagamento dei debiti verso fornitori FFPP (max 35 bln)		23.5		
Prestito EFSF per ricapitalizzazione delle Banche		30		
FADE* e factoring ed altre misure one off		30		

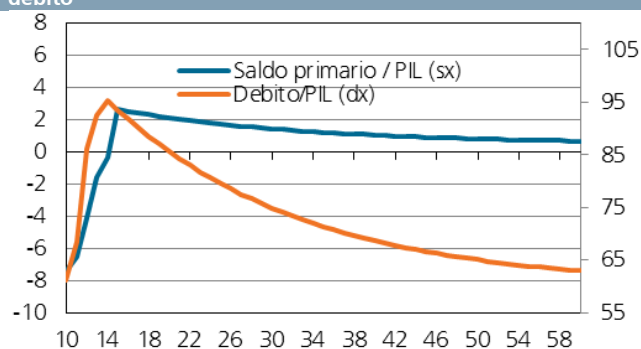
*Federacion Asturiana de empresarios Fonte: MinHap, Tesoro

La nostra valutazione sul Budget è moderatamente positiva data l'entità dello sforzo di correzione sui saldi. Tuttavia, ci sembra che alcune delle misure adottate, come l'adeguamento della spesa pensionistica, mirino a guadagnare tempo in vista delle elezioni regionali del prossimo 21 ottobre e 25 novembre, dopo le quali non sono esclusi nuovi annunci non previsti dalla legge di bilancio.

Finanze pubbliche ancora lontane dalla sostenibilità

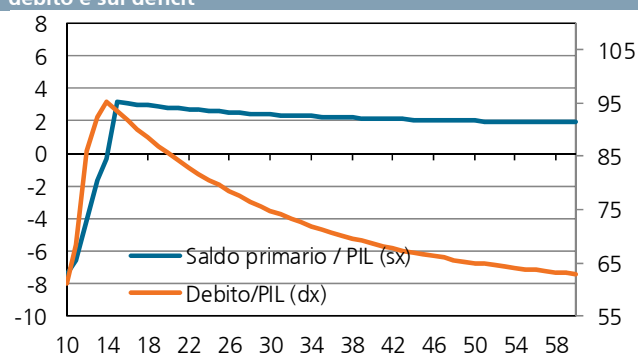
Nonostante il Budget 2013 abbia introdotto una correzione cumulata per il periodo 2012-15 (54 miliardi di euro, 5% del PIL), per rispettare la nuova regola sul debito posta dal *fiscal compact* la Spagna dovrebbe ottenere un surplus primario (corretto per il ciclo) di circa 3,5 punti di PIL. Il Governo, nel Budget 2013, proietta un surplus primario di +0,8% del PIL. Le nostre stime sono più pessimistiche e proiettano un deficit primario di un punto di PIL. Nei prossimi anni sarà quindi necessaria un'ulteriore correzione della dinamica dei saldi al netto della spesa per interessi tra 2,7 e 4,5 punti di PIL. Il processo in assenza di un programma di aiuti sarebbe sicuramente più oneroso.

Saldo primario necessario a rispettare la nuova regola sul debito



Fonte: Commissione UE; Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo primario necessario a rispettare la nuova regola sul debito e sul deficit



Fonte: Commissione UE; Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

Settembre 2012

Tabella 5 - Budget Plan 2013-15 principali misure (mld di euro)			
	2012	2013	2014
Entrate			
1.IVA¹⁰	2.3	10.1	9.7
2.Corporate tax¹¹ di cui:	2.6	2.9	2.9
...Limitazione dei pagam. frazionati ad un minimo del 12% del valore contabile	0.41		
...Aliquota del 25% sui dividendi per società con fatturato > 10 mln euro	1.625		
...Limite alla deducibilità degli oneri finanziari	0.25	0.25	0.25
...Revisioni delle regole di contab. ammortamento	0.3	2.671	2.671
3. Imposte speciali (per lo più tabacco e idrocarburi)	-0.05	0.89	0.89
4.IRPEF¹² di cui:	0.145	1.124	1.944
...Tassazione dei rendimenti di att. tà professionali	0.330	0.670	
...Limiti alla deducibilità degli oneri finanz. legati acquisto nuove case		1.254	1.944
...Suppressione di un giorno lavorativo per i dipendenti pub.	-0.185	-0.800	
Uscite			
1.Razionalizzazione e tagli alla PA.	5.2	3.7	5.4
Eliminazione per i dipendenti pub. di un giorno di ferie per Natale	5.2		
Eliminazione per i dipendenti pub. di 3 giorni di ferie aggiuntivi		1.39	1.5
Blocco delle assunzioni		1.8	3.5
2.Occupazione:	1.9	5.7	6.0
3.Riduzione dei contributi sociali a carico del lavoratore (1%)	0.7	-1.0	-2.5
4.Rapporto di dipendenza (pensioni minime)	0.2	1.4	1.5
5.Riforma delle amministrazioni locali	0.6	3.7	6.0
6.Misure su sanità e istruzione		6.9	12.9
7.Riforma delle amministrazioni locali		3.5	5.5
Maggiori entrate totali	4.9	15.1	15.4
In %del PIL	0.5	1.4	1.4
Minori spese al netto interessi	8.7	23.9	34.7
In %del PIL	0.8	2.2	3.2
Totale manovra	13.6	39.0	50.1
In %del PIL	1.3	3.7	4.6

Fonte: The Government approves the budget plans for 2013-2014, 3 agosto 2012
<http://www.minhap.gob.es/Documentacion/Publico/Gabinete/Ministro/Notas%20Prensa/News%20in%20English/03-08-12%20plan%20bienio.pdf>

¹⁰ A partire dal 1° settembre 2012 i beni ad aliquota ridotta sono tassati al 10% da un precedente 8% mentre l'aliquota ordinaria è salita al 21% da un precedente 18%. I beni di prima necessità sono ancora tassati al 4%. Le entrate relative alle case sono ora assoggettate ad un'aliquota del 10% e non più a quella ridotta del 4%.

¹¹ **Tassazione delle imprese principali misure in dettaglio:** i) Si introduce un nuovo regime transitorio di pagamento frazionato nel tempo con un onere minimo pari al 12% del risultato contabile; ii) Società con fatturato superiore ai 10 mln di euro tassate ad aliquota maggiorata al 25%; iii) Si riduce e limita la deducibilità dell'imponibile degli oneri finanziari; iv) Si limitano i benefici fiscali derivanti dalla libertà di contabilizzazione degli ammortamenti con l'esclusione delle aziende di piccola dimensione. Le ultime due misure hanno carattere definitivo.

¹² **Tassazione dei redditi delle persone fisiche principali misure in dettaglio.** i) I rendimenti da attività professionali sale al 21% dal 15% nel 2012 e 2013 e scenderà poi al 19% nel 2014; ii) limiti alla deducibilità degli oneri legati all'acquisto di nuove case.

Tabella 6 -Budget 2013 principali misure

	2013	2014
Entrate (mld di euro)		
1. Razionalizzazione tassazione delle società	-0.6	
2. Limite alle deduzioni per ammortamento (70%) nel 2013-14	2.37	2.37
3. Eliminazione delle deduzioni fiscali su vendite di nuove case	0.09	0.09
4. Imposta sui ricavi lotto	0.82	0.82
5. Plusvalenze	0.09	0.09
6. Proroga al 2013 dell'imposta patrimoniale	0.7	
Uscite (mld di euro)		
Spesa Stato di cui:	8.93	
...Rivalutazione dell'1% della spesa pensionistica	+6.62	
...Maggiori oneri da interessi	9.74	
...Tagli alle Comunità Autonome	-1.17	
...Altre spese	-6.29	
1. Altre spese non legate ai Ministeri	0.55	
2. Classe passiva	0.87	
3. Contributo bilancio comunitario	0.13	
4. Oneri da esercizi precedenti	-0.29	
5. Fondo di contingenza	0.21	
6. Altre uscite	-0.36	
8. Pubblico Impiego (estensione freeze)	-2.96	
9. Spesa ministeri (metà della correzione deriva dal freeze su assunzioni e salari)	-3.88	
Maggiori entrate totali	3.5	3.4
<i>In %del PIL</i>	0.3	0.3
Minori spese al netto interessi	0.8	0.8
<i>In %del PIL</i>	0.1	0.1
Totale manovra	4.3	4.2
<i>In %del PIL</i>	0.4	0.4

Fonte: MinHap, Tesoro.es ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tabella7 - Stato Budget 2013 principali misure sul lato delle entrate e delle uscite

	2012 Execution	2013	Var. (Mld euro)	Var. %
Entrate tributarie	167.8	174.1	6.3	3.8
Tassazione sul reddito delle persone fisiche	72.6	74.2	1.6	2.2
Imposte sulle società	19.6	19.0	-0.6	-2.9
IVA	48.3	54.7	6.4	13.2
Accise	27.3	26.2	-1.1	-4.0
Tasse trasferite alle Regioni	92.1	69.9	-22.2	-24.1
Entrate trib.al netto dei transf. Regioni.	75.7	104.2	28.5	37.7
Entrate non tributarie	45.2	19.8	-25.4	-56.2
Totale delle entrate non finanz.	120.9	124.0	3.3	2.6
	2012 Budget	2013	Var. (Mld euro)	Var. %
Spese dello Stato	160.8	169.8	8.9	5.6
Trasferimenti alla sicurezza sociale	8.9	15.6	6.7	74.9
Interessi	28.8	38.6	9.7	33.8
Finanziamento AAT	36.5	35.3	-1.2	-3.2
Spesa dei Ministeri	43.6	39.7	-3.9	-8.9
Altre spese	43.0	40.6	-2.4	-5.6
Spesa primaria	132.0	131.2	-0.8	-0.6%

Fonte: MinHap e Tesoro.es elaborazioni Intesa Sanpaolo

Grecia: obiettivi lontani, necessario un ripensamento del secondo programma

La situazione greca rimane altamente critica. A causa delle incertezze politiche generate dalle elezioni di maggio e giugno, i creditori ufficiali hanno deciso di sospendere il pagamento della seconda *tranche* del pacchetto di aiuti (definito a marzo), che ammonta a circa 40 miliardi di euro. La Troika ha bisogno di conferme da parte del Governo sulla reale volontà di proseguire l'austerità fiscale, iniziata dal precedente esecutivo tecnico e il profondo processo di riforme strutturali. **In particolare la Troika ha chiesto ai leader politici greci di concludere la manovra di bilancio per il biennio 2013-14**, che dovrà essere in grado di ridurre la spesa pubblica e di incrementare le entrate per un totale di 13,5 miliardi di euro. Senza l'approvazione della legge finanziaria la Grecia non potrà ricevere gli aiuti promessi.

Sara Molinari

L'esecutivo ha trovato enormi difficoltà nel definire i termini del budget. Dopo mesi di trattative i leader della maggioranza parlamentare greca hanno raggiunto un accordo di massima su tagli e nuova tassazione, che nel momento in cui si scrive è ancora sotto esame da parte della Troika; dalle indiscrezioni di stampa che trapelano, però, non pare che il budget abbia riscontrato lo sperato successo tra i commissari inviati dai creditori ufficiali. Nonostante il progetto di legge non sia ancora conosciuto con esattezza, sono però già emersi alcuni dettagli. In primo luogo, i tagli ammonterebbero nominalmente a 13,5 miliardi. Sale il peso delle nuove entrate, passate da 2 a 3 miliardi. Il nodo dei tagli alla spesa pubblica è stato certamente il più difficile da sciogliere, quello su cui la maggioranza che sostiene il Governo non si è mai trovata d'accordo e su cui la Troika aveva posto i più consistenti dubbi. Dei 10,5 miliardi di risparmio di spesa, 6,5 dovrebbero arrivare da tagli ai salari pubblici (i dipendenti vedranno un calo del loro stipendio compreso tra il 10 e il 30%) e alle pensioni (tagli tra il 2 e il 10%), il resto dovrebbe giungere da risparmi derivanti da riforme strutturali. L'età pensionabile sarà elevata a 67 anni a partire dal prossimo anno. Circa 8 miliardi della manovra saranno implementati nel 2013. Le ipotesi di crescita economica del Governo sottostanti la legge di bilancio 2013-14, sono che **nel 2013 il calo del PIL sarà del 3,8%, per un tasso di disoccupazione del 24,7%**.

Ancora incertezze sulla manovra di bilancio 2013-14

Secondo il Governo, la manovra che è stata definita dovrebbe essere sufficientemente convincente da permettere non soltanto l'esborso della seconda *tranche* del pacchetto di aiuti ufficiali, ma anche di sostenere le trattative con i creditori ufficiali per rimodulare il piano di rientro fiscale: il Governo, infatti, vorrebbe ottenere l'estensione di quattro anni del percorso di rientro del deficit pubblico. Appare chiaro ormai che il deciso peggioramento economico a cui la Grecia sta assistendo renderà irraggiungibile l'obiettivo del deficit/PIL al -4,2% nel 2013 e al -2,1% nel 2014. **Per poter riportare la dinamica delle finanze pubbliche su di un sentiero sostenibile, la Grecia necessiterà di altri aiuti, che il Governo stima attorno ai 30 miliardi.** I fondi potrebbero arrivare da un riscadenzamento del debito detenuto dai creditori ufficiali. Al momento, però, una parte dei creditori risulta contraria a tale ipotesi e la BCE ha già dichiarato che non potrà accettare nessuna decurtazione del valore dei titoli greci in portafoglio per incompatibilità con il Trattato. D'altra parte, l'abbandono dell'euro renderebbe ancor meno sostenibile il carico del debito estero, che dovrebbe comunque essere ristrutturato, e la situazione degli altri Paesi periferici è ancora troppo instabile per rendere accettabile il rischio di un default incontrollato della Grecia. La scelta transitoria potrebbe essere quella di erogare gli aiuti 'a goccia', sia per tenere sotto pressione il nuovo Governo, sia per guadagnare tempo in attesa di scelte più radicali riguardo all'adeguamento del programma di aiuti.

Il Governo necessita di una rimodulazione del piano di rientro fiscale, ma ciò implicherebbe anche di aumentare il flusso di aiuti internazionali

Irlanda: bene il 2012, ma gli obiettivi 2013-15 potrebbero essere rivisti

L'Irlanda sta procedendo con buoni risultati nel programma di risanamento fiscale e di riforme strutturali, monitorato trimestralmente dai creditori ufficiali. Il rapporto dell'estate della Commissione Europea ha confermato che gli obiettivi fiscali a cui l'Irlanda sta tendendo sono raggiungibili, nonostante il contesto economico domestico rimanga impegnativo e permangano elevati rischi sul fronte internazionale.

Sara Molinari

Il PIL è cresciuto in linea con le attese, ma stanno emergendo elementi di debolezza che potrebbero far chiudere l'anno al Paese con un maggior rallentamento. Le previsioni sottostanti il piano di rientro fiscale vedono un PIL allo 0,4% nel 2012 e all'1,4% nel 2013: entrambe le proiezioni sono state riviste al ribasso rispetto alle ipotesi della Commissione di inizio anno, in particolare quella per il 2013 (nella precedente revisione erano pari rispettivamente allo 0,5% e all'1,9%). I rischi verso il basso per la crescita risiedono nella debolezza della domanda estera e nelle condizioni molto critiche in cui si trova il mercato del lavoro. È possibile che la crescita nel 2012 sia più vicina allo 0,2% rispetto allo 0,4% previsto dalla Commissione Europea e che anche la crescita del 2013 debba essere ulteriormente vista al ribasso, avvicinandosi all'1%.

Rischio di indebolimento economico a causa del difficile contesto internazionale

Sul lato fiscale l'implementazione del programma è stata positiva: nei primi sei mesi dell'anno la Troika ha valutato che i dati del fabbisogno di cassa sono stati al di sopra degli obiettivi definiti, grazie ad un andamento migliore del previsto delle entrate. Ciononostante, sul lato delle spese si sono concretizzate uscite superiori al *target*, a causa di un aggravio delle uscite per il *welfare*, così da peggiorare le previsioni per l'andamento delle finanze pubbliche nella seconda parte dell'anno. Il Governo ha già definito con i creditori ufficiali una misura correttiva per riassorbire le maggiori spese e grazie ai buoni risultati del 1° semestre l'obiettivo deficit/PIL per il 2012 (-8,4%) appare raggiungibile. Sono sorti dubbi invece per i prossimi anni: l'Irlanda dovrà mettere in atto misure aggiuntive in modo da poter raggiungere un deficit pari al 3% del PIL nel 2015. Nel 2012 la discrepanza tra i valori stimati con le ipotesi di Governo e quelle alternative è molto ridotta, tanto che l'obiettivo deficit/PIL può dirsi raggiunto anche nello scenario pessimista. Anche nel 2013 il *gap* appare contenuto (se la crescita si dovesse attestare all'1%, il deficit/PIL raggiungerebbe l'8%, contro l'obiettivo del 7,8%), ma l'accumularsi del divario aprirebbe la strada a un *gap* fiscale più rilevante nel 2014 (-5,8% stimato contro l'obiettivo del -5,2%). **Da qui la necessità di manovre aggiuntive che dovranno essere implementate in vista dell'obiettivo 2015 del 3%. Però non va escluso che l'Irlanda ottenga una revisione degli obiettivi fiscali e che provveda autonomamente alla copertura del maggior fabbisogno finanziario.**

Saranno necessarie manovre aggiuntive per raggiungere gli obiettivi fiscali 2013-15

Nonostante i rischi sul fronte crescita e sul piano finanziario, nel corso dell'estate la curva dei rendimenti irlandese ha sperimentato una riduzione importante, così da permettere al Governo di tornare a finanziarsi sul mercato. La NTMA ha effettuato una emissione di titoli a tre mesi per 500 milioni di euro, seguita dal collocamento di più di 5 miliardi di nuovi titoli a 5 e 8 anni, che coprono anche il riacquisto di obbligazioni in scadenza nel 2013 e nel 2014 per 1,04 miliardi. Il buon esito delle aste garantisce al Governo irlandese maggior spazio di manovra nella gestione della correzione fiscale.

L'Irlanda è tornata sul mercato nel corso dell'estate

Il Governo ha deciso di impegnarsi per definire una serie di misure a sostegno della competitività, che coinvolgeranno in particolare il mercato del lavoro. L'obiettivo è raggiungere una maggiore flessibilità, per invertire il *trend* di incremento preoccupante della disoccupazione. Passi avanti sono stati fatti anche per la stabilizzazione del sistema finanziario, anche se rimangono ancora forti criticità: occorrono ancora sforzi per rendere le banche irlandesi profittevoli e stabili. **Rimane ancora aperto il nodo relativo agli aiuti finanziari concessi al Paese per ricapitalizzare gli istituti bancari:** il Governo, sulla scia di quanto successo alla Spagna, vorrebbero porre in capo direttamente alle banche interessate i fondi ricevuti, così da alleggerire

Scenario Macroeconomico

Settembre 2012

il debito pubblico. Attualmente il Governo è ancora in fase preliminare di consultazione con i capi di Stato e di Governo dell'Unione Europea ma non ha ancora effettuato formale richiesta. Se all'Irlanda fosse concesso di spostare dai propri bilanci a quelli bancari i fondi ottenuti per il sostegno diretto degli istituti finanziari, il rapporto debito pubblico/PIL potrebbe scendere dal 120% al 100% nel 2013.

Fabbisogno finanziario e flussi di finanziamento					
miliardi di euro	2010	2011	2012	2013	Totale
Fabbisogno lordo del settore pubblico	7,9	28,7	26,5	23,0	86,1
Supporto al sistema bancario	0,0	16,5	1,6	0,0	18,1
Fabbisogno finanziario	7,3	43,9	17,7	16,4	85,0
Finanziamento sul mercato	0,5	1,4	10,7	6,6	19,2
Proprie risorse	7,3	9,4	-4,3	5,0	17,4
Prestiti UE-FMI	0,0	34,5	21,7	11,3	67,5
EFSM/EFSSF	0,0	21,5	12,3	6,4	40,2
Bilaterali	0,0	0,5	2,9	1,5	4,8
FMI	0,0	12,5	6,5	3,7	22,5
Fonti di finanziamento	7,3	43,9	17,4	16,4	85,0

Fonte: Commissione Europea

Portogallo: allentati gli obiettivi fiscali, ma swap e OMT evitano la necessità di maggiori aiuti

La quinta revisione al programma di stabilità e riforma della Commissione Europea per il Portogallo ha evidenziato il buon andamento del processo di risanamento fiscale e strutturale, ma al contempo ha segnalato il preoccupante peggioramento della congiuntura. Fino ad ora il Portogallo si è sempre dimostrato in linea con i *target* fiscali e strutturali previsti nel programma di aggiustamento macroeconomico che ha accompagnato il pacchetto di aiuti internazionali, ma negli ultimi mesi la crescita economica ha sperimentato una frenata inaspettata, con importanti ripercussioni sulle entrate fiscali che non permetteranno al Paese di centrare gli obiettivi.

Sara Molinari

L'acuirsi della recessione e l'esplosione della disoccupazione nel corso dell'estate hanno determinato un netto deterioramento delle entrate e della spesa in welfare che **ha minato la raggiungibilità dell'obiettivo di deficit/PIL per l'anno in corso e per il successivo**. Tenuto conto dei grandi progressi compiuti su altri fronti, però, la Troika **ha concesso di allentare l'obiettivo fiscale 2012**, che passa così al 5% dal 4,5% fissato in precedenza, e **ha innalzato anche quello 2013**, che ora sarà pari al 4,5% invece che al 3%. Il Portogallo dovrà effettuare una correzione fiscale ulteriore nel 2014, quando dovrà raggiungere un obiettivo deficit/PIL del 2,5%, che sarebbe però agevole se vi verificasse la ripresa economica ipotizzata dal Governo. A tale proposito, la Commissione Europea prevede che nel 2012 il PIL calerà del 3%, ma che potrebbe tornare a crescere nella seconda metà del 2013; sarebbe comunque troppo tardi per evitare una nuova contrazione di -1% della media annua. Con questo nuovo profilo di crescita i **target fiscali sono stati abbassati, ma senza prevedere un incremento degli aiuti**. Anche con i nuovi obiettivi, tuttavia, al Portogallo è comunque richiesto un impegno fiscale aggiuntivo nel 2013-14.

Il deterioramento della crescita ha condotto la Troika ad allentare gli obiettivi fiscali

Il Governo ha annunciato di voler implementare nuove misure di austerità fiscale, in particolare incrementando la quota di contribuzione sociale dei lavoratori. L'annuncio ha trovato il fermo rifiuto delle forze di opposizione, che chiedono al Governo di garantire maggiore equità fiscale, concentrando il peso della nuova manovra necessaria sui redditi delle imprese. Fino ad ora il Governo portoghese è sempre stato in grado di concertare le politiche fiscali restrittive sia con le forze politiche sia con le parti sociali, avvantaggiandosi dell'ampio consenso su cui poteva disporre per guadagnare credibilità nei confronti dei creditori ufficiali, ma i contrasti che si stanno ora evidenziando potrebbero rendere più difficoltoso il necessario aggiustamento. **Lo sforzo fiscale aggiuntivo comporterà anche tagli permanenti alla spesa e l'introduzione di nuove procedure di controllo delle imprese statali, insieme alla riduzione dei costi delle partecipazioni statali**, nerbo scoperto delle finanze portoghesi. Inoltre il Governo si è impegnato ad attivare politiche di contenimento del costo del lavoro, utili per migliorare la competitività del Paese, che sta già procedendo rapidamente (si rimanda al Focus successivo). Le ipotesi di crescita del programma appaiono ottimistiche: **per il 2013 è più probabile che la crescita segni un calo vicino al 2%, ampliando il gap da finanziarie con nuove manovre**. Il differenziale di crescita rispetto alle stime ufficiali renderebbe necessari nuovi interventi correttivi (o nuovi finanziamenti) pari a circa lo 0,7% del PIL.

Saranno necessari nuovi sforzi fiscali, anche perché le ipotesi di crescita ufficiali sono ottimistiche

Tra gli aspetti positivi emersi dalla missione di revisione della Troika, va menzionata la buona situazione in cui si trova il sistema finanziario, anche grazie alle iniezioni di liquidità da parte della BCE. Il processo di ricapitalizzazione degli istituti finanziari e il rafforzamento della supervisione bancaria stanno procedendo come previsto. Inoltre, **il Paese appare oggi in grado di far fronte alle maggiori necessità finanziarie senza dover chiedere altri aiuti, fattore che ha sicuramente agevolato l'ammorbidente dei target fiscali**. Il fabbisogno finanziario 2013, stimato in circa 20 miliardi, è già stato ridotto di 3,5 miliardi mediante operazioni di swap sul debito, che hanno spostato le scadenze al 2015; la possibilità di beneficiare del programma OMT dovrebbe poi facilitare il ritorno sul mercato, già previsto in 12,8 miliardi.

Gli swap riducono significativamente il fabbisogno 2013

Fabbisogno finanziario e flussi di finanziamento secondo il programma					
miliardi di euro	2011	2012	2013	2014	Totale
Deficit del settore pubblico	11,3	14,8	5,9	4,7	36,6
Ammortamento	9,5	17,9	10,2	14,3	51,9
Supporto al sistema bancario	1,0	12,6	4,4	0,4	18,4
Fabbisogno finanziario	21,8	45,3	20,5	19,4	107,0
Finanziamento sul mercato	-6,4	4,0	11,3	12,8	21,7
Proprie risorse	-5,7	14,0	-0,8	-1,3	6,2
Prestiti UE-FMI	34,0	27,3	10,0	7,8	79,1
EFSM/EFSSF	21,0	19,2	6,6	5,1	51,9
FMI	13,0	8,1	3,4	2,7	27,2
Fonti di finanziamento	21,8	45,3	20,5	19,4	107,0

Fonte: Commissione Europea

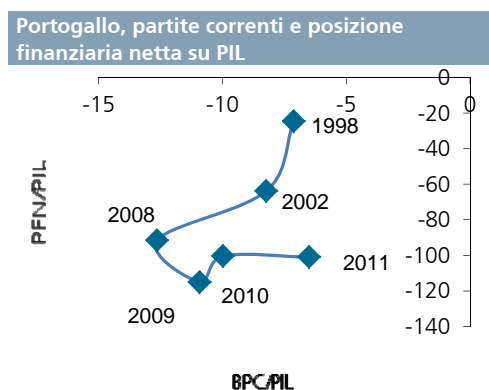
Focus: il riequilibrio nei conti con l'estero di Portogallo e Irlanda

Sara Molinari

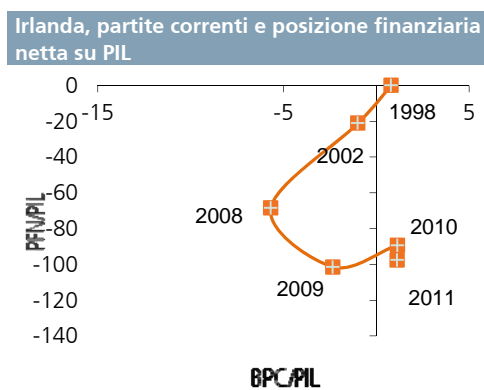
A partire dall'introduzione dell'euro, i paesi periferici hanno iniziato ad accumulare deficit di partite correnti, che si sono ampliati fino a toccare il massimo nel 2008. Si è andata così a formare, nel corso degli anni, una pericolosa situazione di doppio deficit, fiscale e di partite correnti: accanto ad un debito pubblico sempre più elevato, in questo modo è anche andata a deteriorarsi la posizione finanziaria netta con l'estero dei paesi periferici, rendendo sempre più fragile il contesto strutturale delle economie. Da qui la necessità di una correzione di entrambi gli squilibri. Gli sforzi dei Governi non sono quindi indirizzati soltanto al contenimento di deficit e debito pubblico, ma anche al riequilibrio dei conti con l'estero.

Portogallo e Irlanda stanno attuando il corretto processo di consolidamento fiscale e di partite correnti, dopo che la loro posizione finanziaria netta si è nettamente deteriorata rispetto agli inizi degli anni Duemila.

Non a caso i due "aggiustamenti" stanno avvenendo contemporaneamente: di certo la restrizione fiscale messa in atto sta aiutando anche a correggere il deficit di partite correnti, attraverso la compressione della domanda interna, ma affinché l'aggiustamento sia sostenibile e stabile occorre che entrino in campo forze anche dal lato dell'offerta, **in grado di migliorare la competitività dei Paesi. È quel che sta avvenendo per Portogallo e Irlanda**, come emerge sia dai rapporti della Commissione Europea, che sta segnalando da tempo il successo riscontrato, sia dall'analisi degli indicatori di competitività. Tutti e due i Paesi, però, dovranno consolidare i risultati per conseguire la sostenibilità della posizione finanziaria netta sull'estero, che è stata a malapena intaccata negli ultimi anni.



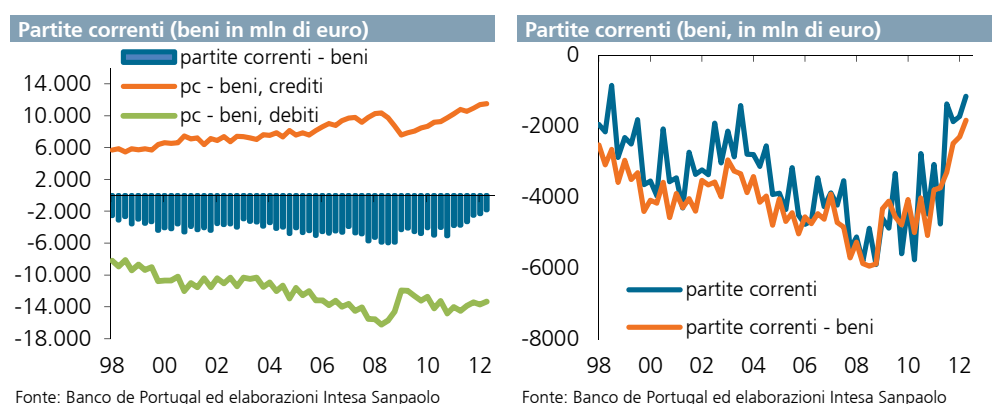
Fonte: FMI, Banco de Portugal ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



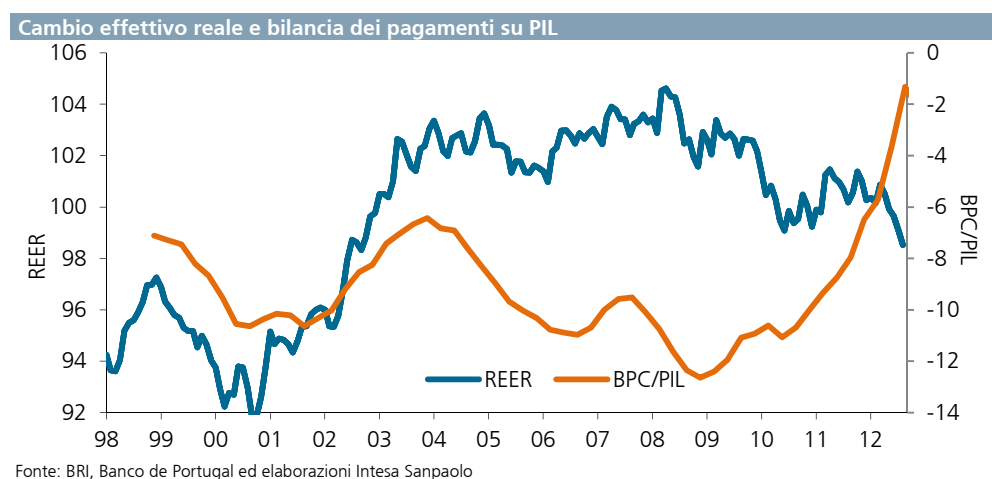
Fonte: FMI, CSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Portogallo

Analizzando il caso del Portogallo si osserva un peggioramento della posizione di partite correnti, iniziato nei primi anni Duemila che ha avuto apice nel 2008. La correzione ha avuto inizio proprio a partire dalla crisi finanziaria: la contrazione economica ha portato ad un calo delle importazioni complessivo del 17%, ma accanto a ciò, si osserva un incremento delle esportazioni. Il flusso dei debiti del saldo parziale della bilancia di partite correnti che registra solo i movimenti dei beni riscontra una forte contrazione nel corso del 2008-09, per poi stabilizzarsi a livelli mediamente vicini a quelli di metà anni Duemila. Quel che si vede osservando invece i flussi attivi è la rapida accelerazione sperimentata a partire dal 2009, superiore a quella registrata dalla media europea, che ha generato un benefico effetto sul livello del deficit di partite correnti *tout court*.



Che il miglioramento sia anche legato a **guadagni di competitività** è desumibile dall'andamento del cambio effettivo reale, che ha raggiunto il livello di 104, massimo apprezzamento, nel 2008, (coinciso con il picco del deficit di partite correnti), ma che da allora ha intrapreso una strada al ribasso che lo ha portato al livello di 98,5 nell'estate del 2012.

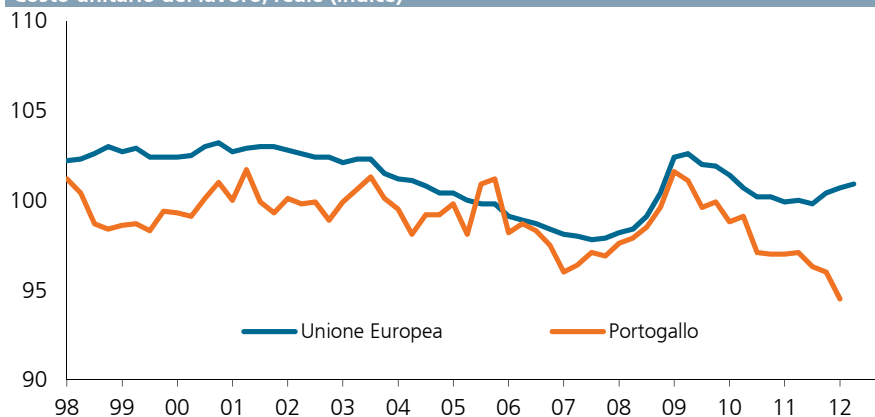


Il guadagno di competitività è stato guidato dalla riduzione del costo unitario del lavoro reale: a partire dalla seconda metà degli anni Duemila, la dinamica dell'indice relativo al Portogallo è stata simile a quella della media dell'Unione Europea, ma dal 2009 ha avuto una decisa accelerazione al ribasso, raggiungendo livelli molto contenuti, mai sperimentati dall'ingresso dell'euro.

Scenario Macroeconomico

Settembre 2012

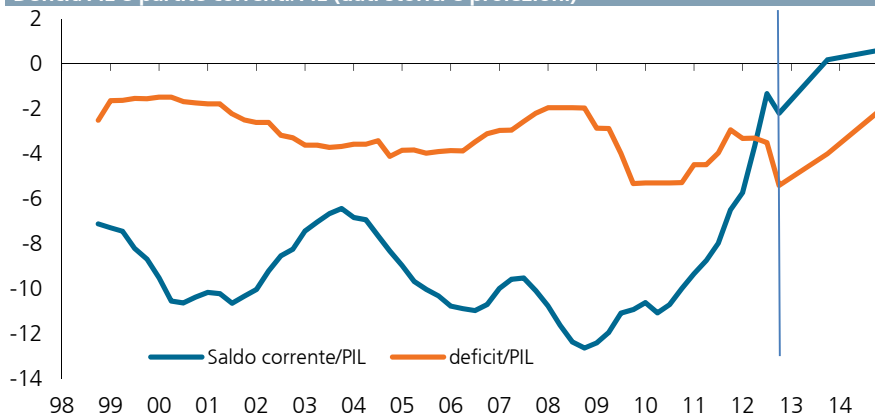
Costo unitario del lavoro, reale (indice)



Fonte: Eurostat, Banco de Portugal ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il Governo portoghese è impegnato in riforme strutturali che hanno l'obiettivo di rendere più flessibile il mercato del lavoro. Ciò sosterrà ulteriormente la competitività del Paese, così che con le nostre previsioni sul PIL **è plausibile ritenere che il Portogallo possa segnare un surplus di partite correnti nel corso del 2014**. Se da un parte, quindi, l'aggiustamento fiscale avverrà con un ritmo più lento rispetto a quello inizialmente voluto dai creditori ufficiali, sarà tuttavia accompagnato da un efficace rientro degli squilibri con l'estero.

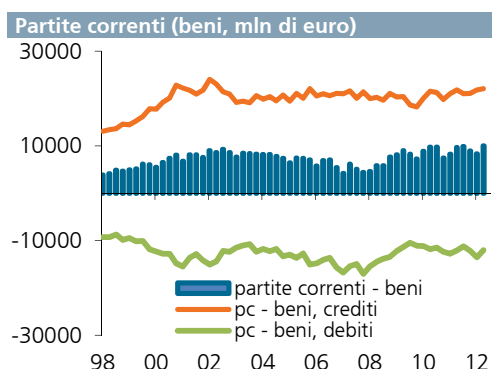
Deficit/PIL e partite correnti/PIL (dati storici e proiezioni)



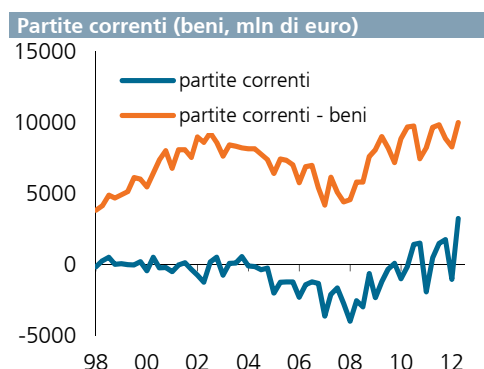
Fonte: DGO, Banco de Portugal ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Irlanda

L'Irlanda, contrariamente al Portogallo, ha visto un minor deterioramento della sua posizione di partite correnti nel corso degli anni di forte crescita economica, successivi all'introduzione dell'euro: il deficit di partite correnti rispetto al PIL che ha accumulato è stato poco superiore al 5% nel 2008.



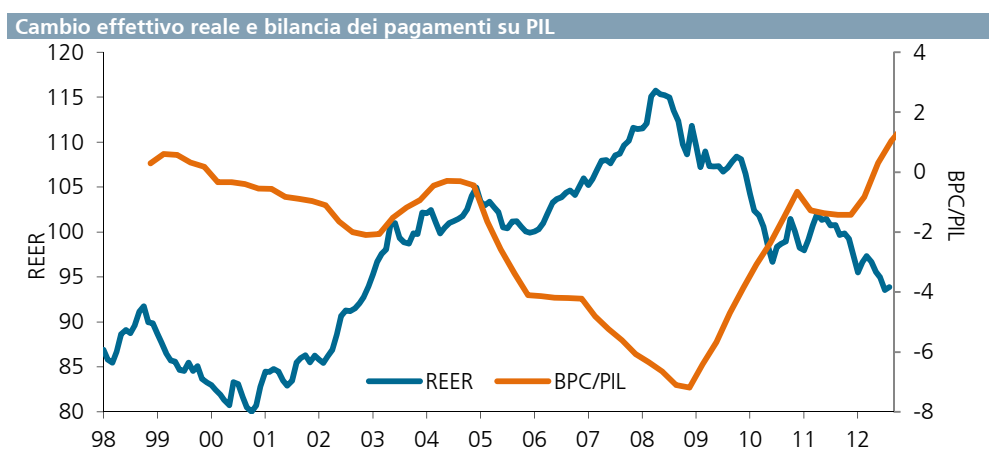
Fonte: Central Statistics Office ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Central Statistics Office ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche in questo caso, il riequilibrio nei conti con l'estero è iniziato proprio a partire dalla crisi finanziaria del 2008 ed è derivato in buona parte dalla compressione della domanda interna (come dimostrato dall'andamento dei flussi di debito nella bilancia di partite correnti che valuta solo gli scambi di beni). **Il rapido aggiustamento seguito da allora ha permesso alle partite correnti di tornare in attivo già nel corso del 2011.**

La correzione del cambio effettivo reale è stata ancor più evidente che nel caso del Portogallo: l'indice di competitività è passato dal livello di 115, che ha rappresentato il massimo apprezzamento nel 2008, al 95 dell'estate 2012.

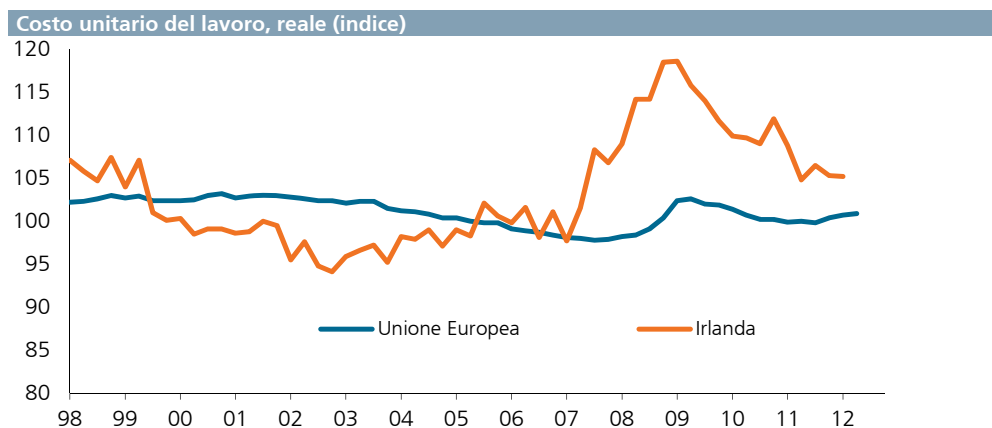


Fonte: BRI, Central Statistics Office ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La correzione del costo del lavoro, che ha trainato il guadagno di competitività, è stato impressionante: l'Irlanda ha sperimentato una vera e propria esplosione del costo della manodopera negli anni pre-crisi, ma negli ultimi periodi, le politiche del Governo atte a rendere più flessibile il mercato del lavoro hanno ridotto buona parte del disequilibrio, così che la dinamica è tornata in linea la media europea.

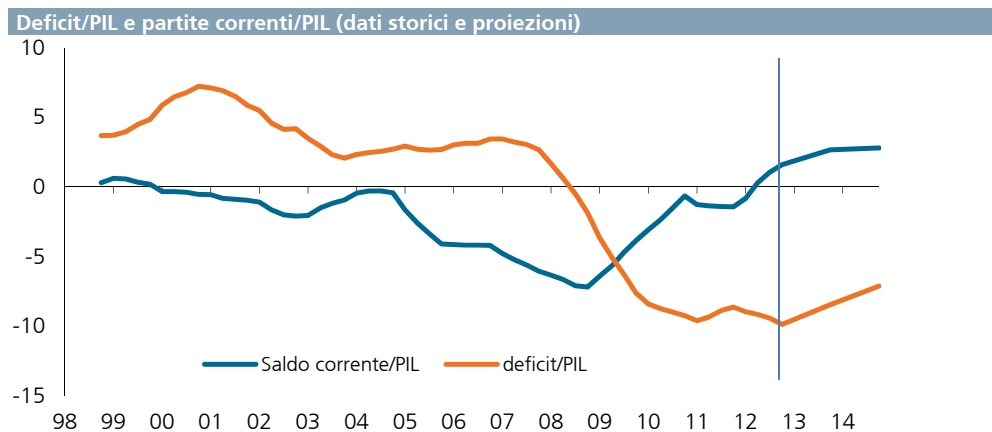
Scenario Macroeconomico

Settembre 2012



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Molto rimane tuttavia ancora da fare, per chiudere il *gap* di competitività accumulato dalla seconda metà del Duemila, ma a partire dalle previsioni di crescita per il Paese e dalle proiezioni sul guadagno di competitività si può ragionevolmente pensare che nel 2013-14 l'Irlanda potrà raggiungere un *surplus* di partite correnti su PIL del 2,5%.



Fonte: Central Statistics Office ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Regno Unito – Recessione nel 2012, meno scontato il 2013

Rivediamo ancora al ribasso la crescita attesa 2012: il rischio è quello di una contrazione annua (-0,4%) a fronte del +0,2% atteso in precedenza. Si abbassa anche l'aspettativa per il 2013, dall'1,7% all'1,0%. Il deterioramento dello scenario per il 2012 deriva perlopiù dalla delusione del 2° trimestre, che ha registrato la terza contrazione di fila: -0,4% t/t dopo -0,3% nel 1° trimestre. Tutte le componenti del PIL si sono contratte nel 2° trimestre, eccezion fatta per importazioni (ma il contributo del canale estero è stato pesantemente negativo) e scorte. In realtà su questo trimestre hanno inciso negativamente fattori di carattere straordinario, primo fra tutti il Giubileo della Regina, nonché condizioni climatiche avverse. C'è comunque una fonte di debolezza "propria" dell'economia britannica, che dopo la crisi globale del 2008 non è più riuscita a riprendersi. Con la sterlina che rimane forte e la domanda estera ancora fragile **le esportazioni restano un punto debole**, in termini strutturali, dell'economia britannica. L'auspicato ribilanciamento tra domanda domestica e canale estero non sta dunque avvenendo. Inoltre, un rischio per la competitività è anche il **calo della produttività** osservato negli anni post-crisi del 2008. In questi anni, infatti, il calo/stagnazione dell'output è stato tendenzialmente accompagnato da una tenuta/espansione dell'occupazione. Il contestuale aumento del costo del lavoro a fronte del calo della produttività, oltre a minare la competitività rispetto ai vicini *competitor* dell'area euro (Germania *in primis*), può generare pressioni inflazionistiche endogene. Questa preoccupazione è emersa – ed è una novità – alla riunione della Bank of England di settembre: **la BoE ha rivisto, infatti, lo scenario d'inflazione, e ne prevede ora un calo inferiore a quanto stimato solo un mese prima.** Questo sarà un tema da monitorare. Poco prima, infatti, in giugno, la Banca centrale aveva invece discusso dell'opportunità di tagliare o meno i tassi (fermi a 0,50% dal 2009). Se lo scenario di inflazione dovesse peggiorare, quando e come iniziare a ritirare lo stimolo monetario e quando riprendere ad alzare i tassi. Al momento però la BoE non ha ancora chiuso le porte a un ulteriore, presumibilmente ultimo, aumento dell'APF, il cui timing più appropriato sarebbe, se del caso, a novembre. Per quanto riguarda i tassi, ci aspettiamo restino invariati fino a tutto il 2013, intravedendo la possibilità di un primo rialzo nel 2014. L'inflazione, infatti, dal 2,8% atteso quest'anno dovrebbe scendere al 2,0% circa l'anno prossimo. Intanto, nel **3° trimestre la crescita dovrebbe tornare a rivedere il segno positivo** (nostra stima: +0,3% t/t), da leggersi più come un recupero tecnico dopo tre contrazioni di fila. Gli investimenti fissi sono l'unica componente che dovrebbe aver trainato la crescita, mentre non vi sono segnali che i consumi abbiano ingranato. Dovrebbero invece iniziare a migliorare dal 4° trimestre, principalmente per effetto del *Funding for Lending Scheme* introdotto ad agosto. La maggior fonte di incertezza invece sul 2013 sarà la **politica fiscale**: se Osborne decidesse di allentare il programma di rientro del deficit (audizione in Parlamento programmata per il 5 dicembre) la crescita 2012 potrebbe essere un po' più elevata.

Asmara Jamaleh

	Regno Unito - Previsioni macroeconomiche										
	2011	2012	2013	2012			2013				
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi cost.,a/a) t/t	0.9	-0.4	1.0	0.7	-0.1	-0.5	-0.7	-0.1	0.4	1.1	1.3
Consumi privati	-1.1	0.3	1.2	0.2	0.3	-0.2	0.0	0.3	0.4	0.5	0.2
Investimenti fissi	-2.4	2.6	3.5	-0.7	3.2	-2.7	3.0	1.0	0.8	0.9	0.7
Consumi pubblici	0.2	2.2	-1.6	0.3	3.1	-1.6	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
Esportazioni	4.5	-0.6	4.3	3.0	-1.6	-1.1	-0.2	0.9	1.5	2.0	1.2
Importazioni	0.5	3.0	6.5	1.6	-0.1	1.4	1.0	1.1	1.5	2.8	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.2	0.9	-1.2	-0.6	1.2	0.4	0.0	-0.1	0.3	0.5
Partite correnti (% PIL)	-1.9	-3.3	-4.0	-1.9	-2.9	-3.2	-3.6	-3.6	-3.7	-4.1	-4.3
Deficit (% PIL)	-8.5	-7.3	-8.5								
CPI (a/a)	4.5	2.8	2.0	4.6	3.5	2.8	2.5	2.4	2.2	2.3	1.9
Produzione Industriale	0.7	-2.5	0.6	-0.2	-1.4	-0.1	-0.7	0.2	0.4	0.3	0.2
Disoccupazione (%)	4.7	4.9	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8	4.9	4.9	4.9	5.0
Eurosterlina a 3 mesi	0.87	0.85	0.68	1.02	1.07	0.99	0.73	0.60	0.60	0.65	0.70
Sterlina/dollaro	1.60	1.58	1.61	1.57	1.57	1.58	1.58	1.61	1.59	1.60	1.61
Cambio effett. (1990=100)	79.9	82.7	81.5	80.2	81.1	83.1	84.3	82.4	80.8	81.3	81.7

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

Asia

Giappone: di nuovo in recessione?

- Dopo un 1° semestre in crescita sostenuta, si apre una nuova fase di contrazione/stagnazione per l'economia giapponese. I consumi erano stati sostenuti dagli incentivi per l'acquisto di auto: dal 3° trimestre la domanda aggregata perderà la spinta della spesa delle famiglie. La voce più debole della domanda interna è quella degli investimenti delle imprese, frenati dal rallentamento della domanda internazionale. Il canale estero contribuisce sempre più negativamente alla crescita complessiva, attraverso una persistente correzione delle esportazioni. Prevediamo che la **crescita rallenti nel 2013 all'1,4% dal 2% del 2012**.
- L'**inflazione** è di nuovo in territorio negativo e nei prossimi mesi sarà intorno allo zero.
- La **politica fiscale** è restrittiva e rappresenta un freno alla crescita. Il Parlamento ha approvato un pacchetto fiscale che prevede misure strutturali pari a circa il 5% del PIL. Le correzioni includono il rialzo dell'imposta sui consumi dall'attuale 5% al 10% entro ottobre 2015, un tetto alla spesa non previdenziale e la fine delle misure attuate durante la crisi. Entro metà 2013 dovrebbe anche essere delineato un piano di riforma del sistema previdenziale. Il Governo ha bisogno del sostegno dell'opposizione per proseguire sul sentiero del consolidamento fiscale.
- La **Banca centrale** ha annunciato un nuovo ampliamento del pacchetto di acquisto titoli, aumentando la quantità di T-bills e JGB da acquistare entro dicembre 2013. Il mancato raggiungimento dell'obiettivo di inflazione dell'1% e la debolezza ciclica, in presenza di restrizione fiscale, indurranno la BoJ ad aumentare ulteriormente il programma di acquisto titoli fra fine 2012 e il 2013. Finora le misure di stimolo attuate dalla BoJ non hanno avuto effetti sul cambio, che rimane un freno alla domanda aggregata e un elemento di pressione verso il basso sui prezzi.

Giovanna Mossetti

Giappone - Previsioni macroeconomiche												
	2011	2012	2013	2011			2012			2013		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.7	2.0	1.4	-0.6	2.8	3.3	1.0	0.9	0.0	0.5	2.0	
- trim/trim annualizzato				0.3	5.3	0.7	-2.4	0.1	1.8	2.7	3.4	
Consumi privati	0.1	2.3	0.9	3.0	5.0	0.5	-2.1	0.0	0.5	1.7	3.3	
IFL - priv. non residenziali	1.2	2.1	0.3	23.8	-6.3	5.6	-7.1	-4.4	1.3	2.9	4.5	
IFL - priv. residenziali	5.7	-0.2	0.3	0.6	-6.3	3.8	-4.8	-5.7	-1.3	3.1	8.4	
Investim. pubblici	-2.8	6.2	-1.2	-3.9	15.2	7.2	6.0	-0.4	-3.2	-5.1	-3.9	
Consumi pubblici	2.0	1.3	-0.4	1.6	4.4	0.6	-3.6	0.4	0.4	0.0	-1.1	
Esportazioni	-0.1	3.4	5.2	-13.8	14.3	5.0	-5.9	6.4	5.9	8.2	8.8	
Importazioni	6.3	5.5	3.3	4.0	9.1	6.7	-5.8	4.1	2.2	4.1	7.9	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.0	0.6	-0.3	0.2	-0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	
Partite correnti (% PIL)	2.1	1.3	1.1	1.4	1.3	1.1	1.4	1.3	1.0	1.0	1.0	
Deficit (% PIL)	-9.5	-9.6	-8.3									
Debito/PIL (% PIL)	204.7	210.6	214.4									
CPI (a/a)	-0.3	0.2	-0.7	-0.3	0.3	0.2	-0.3	0.7	-0.1	-0.3	-0.4	
Produzione Industriale	-2.3	0.6	2.2	1.7	5.1	-7.7	-9.7	5.2	4.8	4.9	5.5	
Disoccupazione (%)	4.6	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3	4.4	4.5	
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.19	0.24	0.42	0.20	0.20	0.20	0.23	0.35	0.42	0.46	0.46	
Dollaro/Yen (Yen)	79.7	79.6	87.1	77.3	79.3	80.1	78.6	80.3	83.9	86.7	88.2	
Cambio effettivo (1990=100)	174.3	179.2	161.1	182.1	179.0	178.5	183.2	176.0	167.6	161.7	158.7	

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

Crescita in frenata: la domanda domestica non riesce a decollare senza l'export

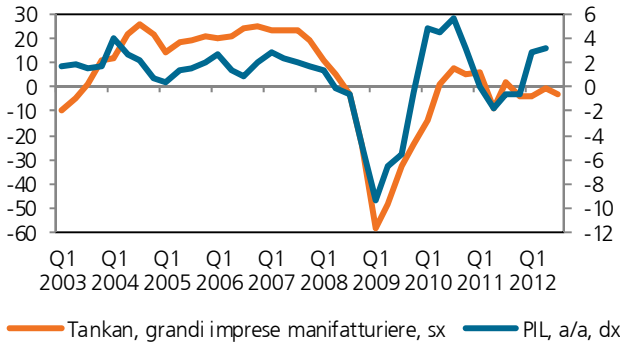
La congiuntura giapponese si sta deteriorando e il **2° semestre potrebbe tornare in recessione**, sulla scia di una serie di fattori negativi che si rafforzano a vicenda. La fine degli incentivi fiscali per l'acquisto di auto dal lato dei consumi, l'apprezzamento del cambio e l'indebolimento della domanda estera dal lato degli investimenti determineranno una brusca frenata della domanda aggregata fra il 3° e il 4° trimestre.

I **consumi** sono stati influenzati da fattori speciali in questo anno. Le vendite al dettaglio ad agosto sono aumentate di 1,8% a/a, con un incremento del 19,6% a/a per le auto. A settembre scadono gli incentivi per l'acquisto di auto e già da luglio-agosto si registra un rallentamento su base mensile. Il passaggio al digitale terrestre ad agosto 2011 determina un effetto confronto negativo sul segmento dell'elettronica (-10,1% a/a ad agosto). Dopo due trimestri di crescita sostenuta, la spesa per consumi potrebbe diventare negativa nel 2° semestre. In termini reali, a luglio-agosto i consumi sono in calo di -0,6% t/t rispetto al 2° trimestre. Agli effetti negativi dei fattori straordinari si aggiungono quelli dell'accresciuta debolezza del mercato del lavoro e del reddito disponibile: la spesa reale cresce a un ritmo più solido di quello del reddito disponibile e segnala una correzione dei consumi nei prossimi trimestri. Il mercato del lavoro continua a generare una crescita debole del reddito da lavoro, anche per via del trend ormai definito di riduzione della forza lavoro. Il **tasso di disoccupazione** ad agosto scende a 4,2% da 4,3%, per via di una nuova ampia riduzione della forza lavoro (-200 mila), a fronte di una correzione degli occupati di -60 mila. Il *jobs-to-applicants* ratio rimane invariato, con un calo della domanda a fronte di offerte stabili. I dati, nonostante il miglioramento del tasso di disoccupazione, danno indicazioni negative per lo scenario del reddito da lavoro e dei consumi. Per vedere una significativa ripresa della dinamica dei consumi bisognerà aspettare fine 2013, quando si avvicinerà il rialzo dell'imposta sui consumi (dal 5% all'8%), previsto per fine marzo 2014.

Il fattore principale dietro la previsione di contrazione del PIL è la cautela delle imprese e il rallentamento di produzione ed export. I dati estivi mostrano un calo di **produzione industriale e consegne**, con aspettative di contrazione anche in autunno. La correzione dell'output è diffusa a quasi tutti i settori e le proiezioni delle imprese sono ancora negative, con un'aspettativa di contrazione di -2,9% m/m a settembre e di stagnazione a ottobre. Il 4° trimestre dovrebbe quindi registrare una contrazione dell'output, coerente con un PIL negativo a fine 2012. Anche le indagini di fiducia sono coerenti con una contrazione del PIL nella seconda metà dell'anno. Il PMI del settore manifatturiero è sotto 50 da luglio; il Tankan del 3° trimestre è sceso a -3 per le grandi imprese manifatturiere, con indicazioni negative anche per il 4° trimestre.

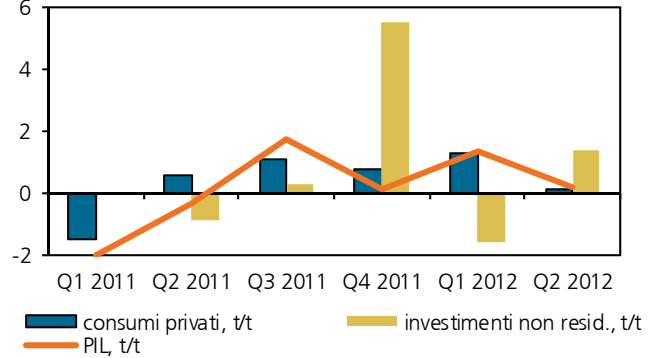
Il **canale estero** è un ampio freno alla crescita da metà 2011 e non ci sono indicazioni di svolta nel *trend* recente. Il deficit commerciale è diventato sempre più negativo dopo il terremoto del 2011. Da un lato il deficit energetico peserà sulle importazioni per tutto il futuro prevedibile; dall'altro, le esportazioni sono in ampia flessione per via dell'indebolimento della congiuntura internazionale e dell'apprezzamento del cambio. I dati più recenti (agosto 2012) mostrano una correzione dell'import legata al calo del prezzo del petrolio e dell'attività domestica, inferiore però all'accelerazione del ritmo di contrazione dell'export. Da marzo ad agosto, le esportazioni sono calate del 5,8%. Il saldo commerciale cumulato fra marzo e agosto 2012 è stato pari a -2,9 tln di yen, nello stesso periodo del 2011 era -1,8 tln, nel 2010 (pre-terremoto) era +3,5 tln. La debolezza delle esportazioni e l'incomprimibile necessità di importare beni energetici modificano radicalmente la struttura della crescita giapponese, tradizionalmente sostenuta dal canale estero. Per una ripresa delle esportazioni bisognerà aspettare che le politiche di stimolo in Cina e Stati Uniti abbiano effetto sulla crescita mondiale. Manteniamo la previsione che il saldo della bilancia dei pagamenti non si a rischio, grazie alla stabilità del saldo dei redditi e all'ampio risparmio delle imprese.

Tankan e PIL: la ripresa della crescita è già finita



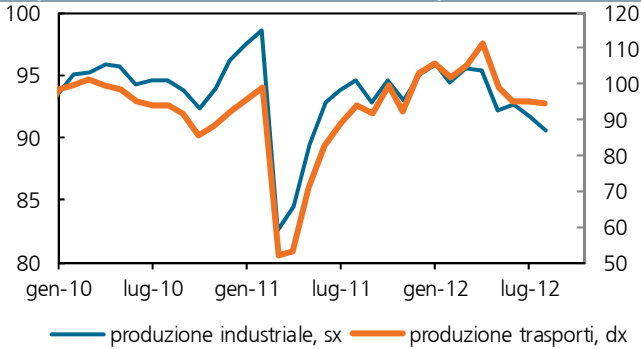
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

PIL, consumi e investimenti non residenziali: con la fine dei sussidi ai consumi, la spesa delle famiglie è in ritirata



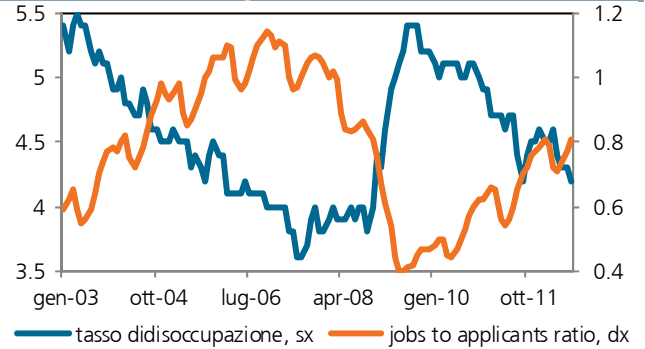
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La produzione cala in Q3, con il freno di export e cambio



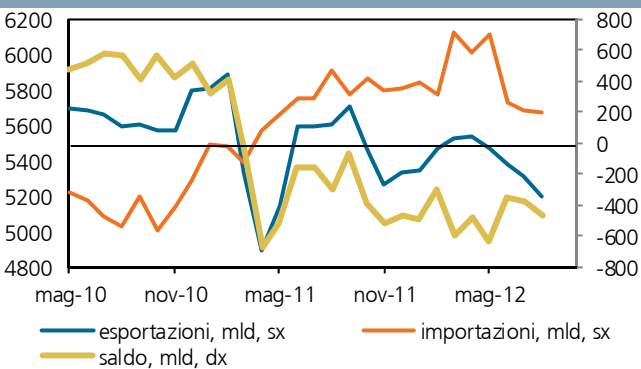
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Il mercato del lavoro migliora lentamente



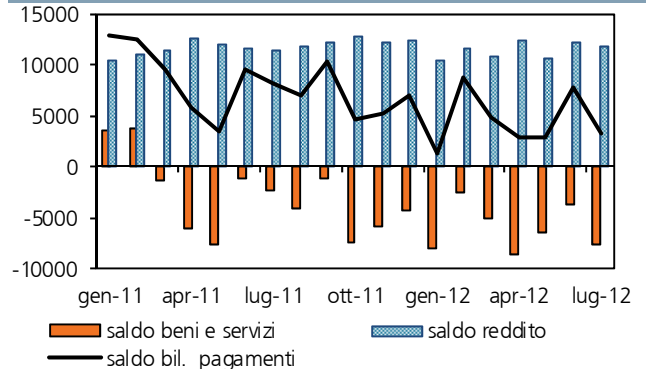
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Le esportazioni soffrono



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La bilancia dei pagamenti resta in attivo grazie al saldo dei redditi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Inflazione e politica monetaria

L'**inflazione** rimane negativa e non ci sono indicazioni di una svolta. La debolezza della domanda estera e l'apprezzamento del cambio frenano la domanda aggregata. Ad agosto, l'inflazione nazionale resta negativa, a -0,4% a/a come a luglio per l'indice nazionale aggregato; al netto degli alimentari freschi la variazione è di -0,3% a/a; al netto di alimentari ed energia l'indice cala di -0,5% a/a. I dati mostrano correzioni diffuse a gran parte delle categorie di beni, in particolare quelle legate a spesa discrezionale.

La **BoJ ha rivisto verso il basso la propria valutazione dell'economia** a settembre, segnalando una quasi stagnazione dell'attività legata in gran parte alla debolezza della domanda internazionale. Le previsioni della Banca centrale vedono una stabilizzazione della crescita e un'inflazione vicina allo zero nel prossimo futuro; l'obiettivo di inflazione all'1% continua a eludere la Banca centrale. La BoJ pertanto ha introdotto **nuovo stimolo** alla riunione di settembre. Il programma di **acquisto di attività è stato ampliato di circa 10 tln, a 80 tln di yen**. L'aumento della dimensione è concentrata sui titoli di Stato, con un incremento degli acquisti di T-bills e di JGB di 5 tln ciascuno, a 34 tln e 14,5 tln rispettivamente. Le decisioni specificano anche una sequenza per gli acquisti: nella prima parte del 2013 aumenteranno gli acquisti di T-bills, nella seconda parte dell'anno aumenteranno gli acquisti di JGB. L'orizzonte per il completamento degli acquisti è dicembre 2013. La strategia incrementale della politica monetaria giapponese contribuisce a rendere molto modesta l'efficacia delle misure non convenzionali attuate. Riteniamo che saranno introdotti ulteriori incrementi del programma di acquisto titoli, per il comparto dei JGB. In assenza di una ripresa significativa della crescita, per ora improbabile, la BoJ probabilmente annuncerà un'accelerazione degli acquisti di JGB nel 1° semestre del 2013, con incrementi di 5-10 tln di yen.

Per lo scenario di politica monetaria, sarà rilevante vedere come la Banca centrale incorporerà nelle proprie previsioni macroeconomiche l'annunciato rialzo dell'imposta sui consumi, previsto in due *tranche*, a marzo 2014 e ottobre 2015. Il Governatore della BoJ ha detto che a fine ottobre, con le nuove previsioni macroeconomiche si coprirà il periodo fino alla fine dell'a.f. 2014. Le proiezioni mostreranno un rialzo dell'inflazione e un artificiale incremento della crescita fra fine 2013 e inizio 2014, dovuto all'anticipazione dei consumi prima dell'aumento: la BoJ dovrebbe però segnalare che la politica monetaria farà riferimento ai *trend* sottostanti. Manteniamo la previsione di stimolo in aumento per tutto il 2013, con rischi di ricaduta recessiva nel 2014, dopo il rialzo dell'imposta sui consumi.

Politica fiscale

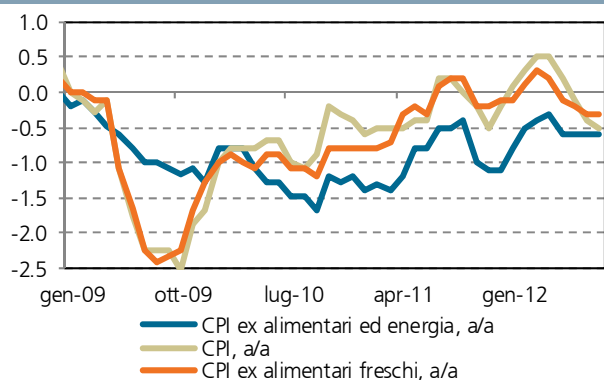
Il Parlamento, con i voti di una parte dell'opposizione, ha approvato il pacchetto di riforme fiscali proposto dal Governo. La legge include il **rialzo dell'imposta sui consumi dal 5% al 10% in due stadi entro ottobre 2015**. Il pacchetto prevede anche un tetto alla spesa non previdenziale e il rientro delle misure attuate durante la crisi. I partiti di Governo e opposizione hanno anche concordato di istituire una Commissione che delinea un piano di riforma del sistema previdenziale entro agosto 2013. Secondo il Fondo Monetario Internazionale la correzione strutturale prevista dagli interventi approvati è pari al 5% del PIL e porterebbe il deficit primario/PIL al 2,5% entro il 2020, dall'8,8% previsto nel 2012. La correzione del deficit primario e la stabilizzazione del debito sono cruciali per contenere i rischi di una crisi del debito. Il 96,4% del debito giapponese è detenuto a livello domestico, ma senza un consolidamento fiscale il debito /PIL raggiungerebbe il 250% nel medio termine e secondo il FMI eccederebbe il risparmio delle famiglie nell'arco di 5-10 anni. Inoltre, dal 2007 al 2010 la percentuale del portafoglio delle banche investito in titoli pubblici è passata dal 40% a più del 90%. Il Giappone è fortemente esposto al rischio di una spirale analoga a quella vista nell'area euro in caso di rialzo dei rendimenti.

Scenario Macroeconomico

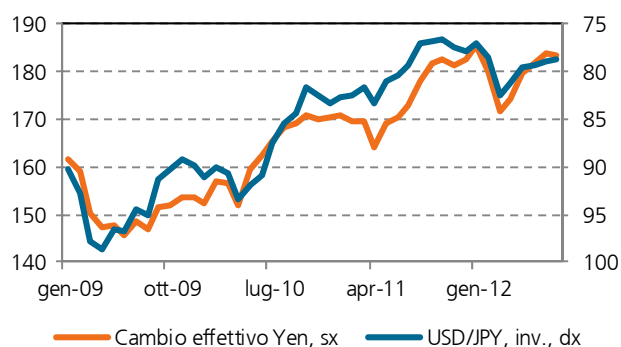
Settembre 2012

Nel breve termine, il Primo ministro deve ottenere l'approvazione di una legge che autorizzi l'emissione di titoli per finanziare il deficit e attuare il budget 2012. In assenza di un accordo parlamentare, il Governo sarebbe senza fondi entro novembre.

La deflazione è tornata: indicazioni per ulteriore espansione monetaria



Yen forte: per ora non si vedono svolte

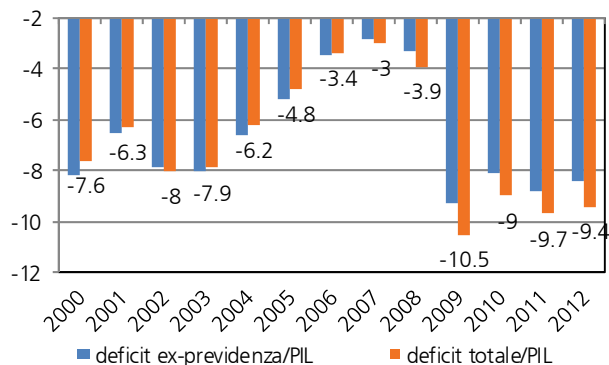


Banca del Giappone: dimensione del programma di acquisto attività (tln di yen)

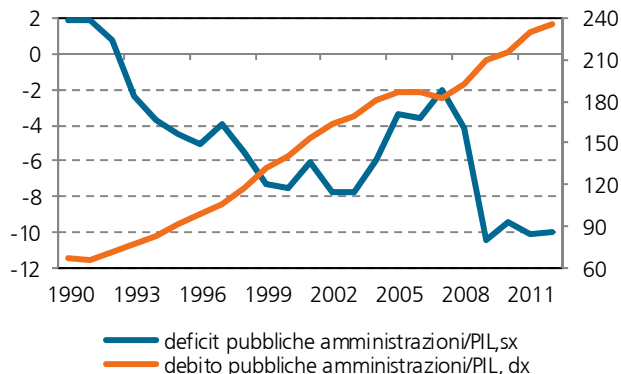
	Dimensione programma al momento dell'istituzione (ott. 2010)	Dimensione prima dell'aumento di sett. 2012	Dimensione dopo l'aumento sett. 2012				var.
	Dic. 2011	Dic. 2012	dic. 2012	Giu. 2013	Dic. 2013		
Orizzonte completamento	Dic. 2011	Dic. 2012	Giu. 2013	dic. 2012	Giu. 2013	Dic. 2013	var.
TOTALE	circa 35	circa 65	circa 70	circa 65	circa 75	circa 80	circa +10
Acquisto titoli	5	30	40	40	50	55	+10
JGB	1.5	19	29	24	29	34	+5
T bills	2	4.5	4.5	9.5	14.5	14.5	+5
CP	0.5	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	-
Corporate bonds	0.5	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	-
ETF	0.45	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	-
J-REITs	0.05	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	-
Operazioni offerta fondi contro collateral	30	25	25	25	25	25	-

Fonte: BoJ

Deficit del Governo centrale



Debito e deficit delle pubbliche amministrazioni



Cina: i rischi sulla crescita rimangono al ribasso

- La crescita del PIL ha registrato il tasso tendenziale più basso degli ultimi due anni nel 2° trimestre del 2012 (7,6% a/a), in un trend di continuo rallentamento dall'inizio del 2010, a causa della decelerazione degli investimenti e di un minor contributo del canale estero. Anche la dinamica della produzione industriale continua a decelerare. L'allentamento della politica monetaria, insieme a un'accelerazione nell'approvazione dei nuovi progetti da parte della NDRC (National Development Reform Commission) e l'annuncio di ulteriori progetti infrastrutturali ha tuttavia favorito, nei mesi estivi, un lieve recupero degli investimenti, che dovrebbe proseguire su ritmi molto moderati anche nella seconda parte dell'anno.
- L'inflazione totale dei prezzi al consumo è scesa fino a 1,8% a/a a luglio, ma è rimbalzata al 2% in agosto a causa di un aumento dei prezzi degli alimentari ma anche dei prezzi delle spese per l'abitazione e dei trasporti. L'inflazione dei prezzi alla produzione rimane tuttavia in territorio negativo e l'inflazione al netto di alimentari ed energia è scesa fino a 1,4% a/a. L'aumento del prezzo della benzina e degli alimentari, nonché l'effetto base, porteranno un lieve aumento dell'inflazione in autunno.
- Il sostegno della politica monetaria e della politica fiscale, unito alla crescita dei salari reali, dovrebbe favorire la tenuta dei consumi privati e una contenuta ripresa degli investimenti nella seconda parte dell'anno, permettendo al PIL di crescere poco al di sotto dell'8% nel 2012. Le nostre previsioni vedono una crescita del 7,8% nel 2012, rivista marginalmente al ribasso rispetto allo scenario di giugno, per incorporare un maggior rallentamento del commercio estero. La dinamica del commercio estero, più contenuta anche nel 2013, ci porta a rivedere al ribasso anche la crescita prevista per il 2013 da un precedente 8,4% a 8,1%.
- La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua a rimanere il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore Bancario. A ciò si aggiunge il rischio di un rallentamento più marcato delle attese della crescita negli Stati Uniti e nell'area euro, associato al rallentamento delle altre economie asiatiche, con un impatto negativo sulle esportazioni. Il deficit pubblico è previsto in aumento a 2,6% del PIL nel 2012 rispetto all'1,0% registrato nel 2011, con aumenti di spesa annunciati per istruzione, cultura, sanità, occupazione ed edilizia residenziale in media più elevati rispetto a quelli per i settori tradizionali quali trasporti, energia o difesa. La posizione estera rimane solida a sostegno della valutazione delle agenzie di rating, che mantengono sul Paese un Outlook Stabile (Fitch e S&P) o Positivo (Moody's).

Silvia Guizzo

Cina - Previsioni macroeconomiche							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
PIL (prezzi costanti)	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	7.8	8.1
Consumi privati	11.5	9.5	11	11.4	8.5	8.8	8.9
Consumi pubblici	8.6	4.8	3.8	6.9	9.4	9.6	9.8
Investimenti fissi	13	9.2	22.2	11.3	9.2	7.8	8.2
Esportazioni	14.2	-1.1	-11.2	25.9	3.9	2.9	5.4
Importazioni	9	-6	5.2	18.4	2.7	2.6	8.8
Produzione industriale	15.1	9.9	9.9	12.3	10.6	7.9	9.1
Inflazione (CPI)	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.8	2.7
Tasso di disoccupazione	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0
Salari medi	17.9	16	10.6	12.8	14.9	14.8	14.7
Tasso sui depositi a 1 anno	3.4	4.3	1.7	2.7	5.3	4.8	4
Cambio USD/CNY (media)	7.61	6.95	6.83	6.77	6.46	6.32	6.22
Saldo delle partite correnti	2679.7	2912.1	1661.6	1604.2	1298.6	1743.1	1559.9
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	5.2	5.6	3.5	3.1	2.5	3.5	3.4
Saldo di bilancio in % del PIL	0.3	-0.2	-1.5	-1.3	-1.0	-2.6	-3.2

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

Economia reale e inflazione

La crescita del PIL è progressivamente rallentata a 7,6% a/a nel 2° trimestre dell'anno, da 8,1% a/a nel 1° trimestre, raggiungendo così il tasso tendenziale più basso dal 2009. Dal lato dell'offerta il rallentamento si è concentrato nel settore industriale (+9,1% a/a) e in quello dei servizi (+7,5% a/a). Dal lato della domanda stimiamo che il rallentamento sia stato guidato dalla decelerazione degli investimenti e dal contributo negativo del canale estero.

Gli **investimenti fissi**, pur continuando a rallentare in termini nominali (20,2% cum. a/a in agosto vs. 23,8% cum. a/a a gennaio), sono tornati a riaccelerare in termini reali, stimiamo poco al di sotto del 25% a/a. In termini nominali, gli investimenti in infrastrutture, supportati dagli investimenti in autostrade (+11,3% cum. a/a) e aeroporti (1,1% cum. a/a), sono tornati a mostrare variazioni tendenziali positive dopo mesi di cali. La loro riaccelerazione negli scorsi mesi, insieme a quella degli investimenti delle imprese statali (+12,9% cum. a/a nominale), ha controbilanciato la sensibile frenata degli investimenti in edilizia residenziale (10,8% cum. a/a in agosto, rispetto a tassi medi del 30% registrati nel 2010 e nel 2011) e il rallentamento degli investimenti nel settore manifatturiero (+23,9% a/a in agosto).

L'indice di fiducia degli imprenditori del **settore immobiliare**, dopo essere sceso oltre il minimo del 2009 tra giugno e luglio, è salito lievemente, a 94,64. La dinamica della superficie residenziale venduta continua a mostrare un miglioramento pur mantenendo variazioni tendenziali negative (-4,1% cum. a/a in agosto), mentre la superficie residenziale completata continua a rallentare. Il valore degli edifici residenziali venduti è salito del 2,2% in agosto a livello nazionale, anche se rimane ancora in calo in molte regioni e città. I prezzi degli immobili, dopo la debolezza del 1° trimestre, hanno mostrato variazioni positive in un numero crescente di città (28 a giugno, 50 a luglio, sulle 70 in cui vengono rilevati i prezzi) e il Governo ha ribadito la volontà di mantenere intatte le misure amministrative anti-speculazione attualmente in vigore.

L'**inflazione** è rallentata notevolmente nella prima parte dell'anno scendendo a luglio fino a 1,8% a/a, da 2,2% a giugno. Il rimbalzo al 2% di agosto è stato causato da un nuovo aumento dei prezzi degli alimentari che, dopo mesi di variazioni negative, hanno registrato un incremento di 1,5% m/m. A questo si aggiungono gli aumenti dei prezzi nei comparti dei trasporti e dell'abitazione. Un aumento dei prezzi degli alimentari, a causa dell'effetto base, porterà pressioni sull'inflazione nei prossimi mesi. I recenti aumenti dei prezzi internazionali delle materie prime agricole, in particolare della soia che la Cina importa, aggiungono ulteriori rischi al rialzo. A questo si somma un altro aumento dei prezzi della benzina in settembre, dopo quello di agosto, che influirà sul profilo dell'inflazione nel breve termine. In generale, tuttavia, non si notano pressioni da domanda: l'inflazione al netto degli alimentari, infatti, continua a essere bassa e sostanzialmente stabile (+1,4% m/m), mentre i prezzi alla produzione (-3,5% a/a in agosto) e quelli degli input (-4,1% a/a in agosto) continuano a scendere. L'inflazione è attesa in aumento fino al 2,8% per fine anno, portando la media al 2,8% nel 2012.

Il calo dell'inflazione ha supportato la dinamica delle **vendite al dettaglio** che, dopo il rallentamento del 1° semestre del 2012, sembrano essersi stabilizzate nei mesi estivi, registrando una crescita dell'11,1% a/a in termini reali in agosto, solo in lieve rallentamento rispetto a giugno (+11,4%). Il trend sottostante sembra positivo con variazioni mensili destagionalizzate positive e in miglioramento. Anche le vendite di automobili, dopo aver registrato un calo del 3,9% nel 1° trimestre dell'anno, sono tornate a crescere nei mesi successivi pur mostrando un rallentamento tra giugno (+9,9% a/a) e agosto (+8,3% a/a). I dati sulla spesa delle famiglie evidenziano un'accelerazione della spesa delle famiglie urbane in termini reali e una decelerazione di quella delle famiglie rurali. Nel complesso, stimiamo che la spesa delle famiglie sia salita del 9,6% a/a nel 2° trimestre, mentre il reddito pro capite reale medio è lievemente decelerato anche se continua a crescere a tassi sostenuti (stimiamo a 10,2% a/a nel 2°

La crescita continua a rallentare...

... ma gli investimenti tengono grazie all'apporto delle infrastrutture

Il mercato immobiliare dà segni di miglioramento pur rimanendo debole

La discesa dell'inflazione è temporaneamente frenata dai prezzi degli alimentari e dei carburanti

Il calo dell'inflazione ha supportato la dinamica delle vendite al dettaglio in termini reali ma la fiducia dei consumatori rimane debole ...

trimestre). I nuovi programmi a sostegno degli acquisti di beni a basso consumo energetico, la stabilità dell'inflazione e l'andamento dei salari continuano a supportare una crescita dei consumi ancora buona, tuttavia in parte frenata dalla debolezza della fiducia dei consumatori e dal deterioramento del mercato del lavoro nei settori tradizionali. La **fiducia dei consumatori** rimane, infatti, fragile. L'indice di fiducia misurato dall'Ufficio Statistico è stato molto volatile, anche se in un trend di miglioramento rispetto ai minimi registrati a novembre, mentre la valutazione (sia corrente sia prospettica) sul reddito nell'indagine sulle famiglie redatta dalla PBOC è stata ancora in calo nel 2° trimestre. Essa è lontana dai livelli pre-crisi e con una percentuale di famiglie che preferisce risparmiare in aumento e ai massimi dal 2003 (47,2%), ma mostra anche un lieve aumento della percentuale di famiglie che intendono aumentare i consumi, in particolare di beni durevoli e di auto.

Il **mercato del lavoro** dà segnali contrastanti. La componente occupazione dell'indice PMI Manifatturiero continua a scendere sia nella rilevazione dell'Ufficio statistico sia in quella di Markit, che è ai minimi degli ultimi tre anni. Al contrario, negli ultimi mesi la componente occupazione dell'indice PMI dei Servizi è salita, passando da 50,7 a giugno a 52,7 in agosto. Anche le intenzioni di assunzione rilevate da Manpower rivelano la situazione migliore del settore dei Servizi, che registra la più alta percentuale di imprese che intendono assumere personale nel 4° trimestre, al contrario degli altri settori, in particolare del settore immobiliare e costruzioni. I salari medi nominali continuano a crescere a tassi intorno al 14% e l'aumento del salario minimo annunciato in 16 stati per il 2012 è stato del 17%, in linea con quello del 2011. Il rapporto domanda e offerta di lavoro continua a essere in aumento e superiore a 1 supportando la dinamica in aumento dei salari nel medio periodo.

La produzione dell'industria pesante ha continuato a rallentare di più rispetto a quella dell'industria leggera portando la variazione tendenziale della **produzione industriale** totale da 9,6% a/a in maggio a 8,9% a/a in agosto. La dinamica della produzione industriale riflette quella della produzione di energia elettrica (in rallentamento fino a 2,6% a/a in agosto) e quella dell'indice PMI, che è rimasto sotto 50 anche nella rilevazione dell'Ufficio Statistico negli ultimi due mesi. Nonostante il lieve rimbalzo a 49,8 in settembre l'indice relativo alle piccole e medie imprese è sceso ulteriormente. L'indice Markit è calato fino a 47,6 in agosto da 49,3 in luglio, per risalire solo marginalmente a 47,8 in settembre. La componente ordini è salita lievemente a 47,3 ma rimane al di sotto di 50 ormai da novembre dell'anno scorso. La componente ordini dall'estero invece ha subito un ulteriore calo arrivando a 44,9. L'andamento degli indici PMI nei mesi estivi indica una stabilizzazione dell'attività economica, ma con una dinamica che rimane ancora molto debole.

Le **importazioni** hanno registrato un calo del 2,6% a/a in agosto, mentre le esportazioni sono lievemente rimbalsate (+2,7% a/a in agosto vs. +1,0% in luglio). La debolezza delle importazioni riguarda sia i beni da assemblare e riesportare sia i beni ordinari. Ugualmente per il rallentamento dell'export. Le **esportazioni** verso l'Unione Europea continuano a calare (-10,4% 3m a/a in agosto) e un calo hanno registrato anche quelle verso il Giappone (-2,6% 3m a/a). A ciò si aggiunge il rallentamento dell'export verso gli Stati Uniti e, in misura molto minore, quello verso l'area ASEAN6. In termini reali, tuttavia, la performance pur contenuta è stata migliore, in particolare per l'import, dato il calo dei prezzi all'importazione.

Politica fiscale

Le Autorità, che, secondo notizie di stampa, hanno annunciato la disponibilità di un pacchetto di 100 miliardi di yuan (ca. 16 miliardi di dollari) di misure a favore della crescita, temono che uno stimolo eccessivo e incondizionato agli investimenti, quale fu quello del 2008, possa mettere a rischio l'obiettivo di ribilanciamento dell'economia e di riduzione del debito. Sono dunque propense a preferire misure di stimolo al settore privato attraverso dei meccanismi di mercato,

... e le prospettive del mercato del lavoro incerte nei settori tradizionali

La produzione industriale continua a rallentare ...

... così come gli scambi commerciali

La politica fiscale è a moderato sostegno della crescita

quali quelle di riduzione delle imposte o dei tassi di interesse. L'annuncio, in primavera, di un'accelerazione nell'approvazione di nuovi progetti da parte della NDRC (National Development Reform Commission) e, nel corso dei mesi estivi, di diversi progetti infrastrutturali, in particolare ferrovie, metropolitane e autostrade, punta solo a una tenuta degli investimenti fissi totali nei prossimi mesi. Gran parte degli annunci, infatti, sembra riguardare progetti già inclusi nel 12° piano quinquennale e quindi da implementare nell'arco dei prossimi tre anni, se non addirittura sette, per quelli facenti parte del piano di sviluppo di lungo periodo che va fino al 2020.

Il **deficit pubblico** è previsto in aumento a 2,6% del PIL nel 2012 rispetto all'1,0% registrato nel 2011 e gli aumenti di spesa annunciati per istruzione, cultura, sanità, occupazione ed edilizia residenziale sono in media più elevati rispetto a quelli per i settori tradizionali quali trasporti, energia o difesa. Il deficit non include tuttavia molte voci che rimangono fuori bilancio e che sono difficili da quantificare. Il debito pubblico del Governo centrale, sostanzialmente solo domestico, è basso e stimato al 25,8% del PIL nel 2011 (FMI). Esso è tuttavia in aumento (rispetto a un minimo del 17% nel 2008) e molto minore rispetto all'aggregato più ampio rappresentato dal debito del settore pubblico. Secondo l'agenzia Fitch, quest'ultimo, includendo anche i debiti dei Governi locali, delle ferrovie e le emissioni della China Development Bank, potrebbe aggirarsi tra il 60% e il 70%.

Politica monetaria, creditizia e cambio

Il nuovo **credito** è salito del 16,4% a/a nel 2° semestre del 2012, mentre l'aggregato totale del cosiddetto "finanziamento sociale" (*social financing*) ha registrato un primo timido aumento tendenziale dello 0,2% a/a con tutte le tipologie di credito in calo, ad eccezione dei *trust loans* e delle emissioni corporate. La crescita dello stock di credito è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi mesi (+16,1% a/a in agosto da 16,0% nei due mesi precedenti) con l'aumento degli sconti di portafoglio che continua a compensare la stagnazione del credito a medio e lungo termine. I dati mensili sul nuovo credito tra maggio e agosto mostrano un miglioramento (+16,8% cum. a/a in agosto). La dinamica degli aggregati monetari (M2/riserve) anticipa una contenuta riaccelerazione del PIL nella seconda metà del 2012. Il rapporto dei crediti incagliati sul totale dell'attivo (*Non Performing Loans, NPL*) è ai minimi storici (1% nel 2° trimestre 2012), tuttavia il livello dei NPL è in aumento fin dal 4° trimestre del 2011 ed è salito quasi dell'8% a/a nel 2° trimestre del 2012.

La Banca centrale, dopo aver ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria di 150pb (grandi banche) tra novembre 2011 e maggio 2012, ha effettuato due tagli ravvicinati dei tassi tra giugno e luglio portando il tasso sui prestiti a un anno al 6% e quello sui depositi al 3%. Contemporaneamente ha introdotto delle misure di liberalizzazione dei tassi cosicché ora le banche possono prestare a tassi fino al 30% inferiori rispetto al tasso benchmark stabilito dalla PBOC e offrire tassi sui depositi a tassi fino al 10% superiori. Questi provvedimenti potrebbero ridurre i margini di guadagno delle banche, tenuto peraltro conto che, a causa del rallentamento economico, esse avranno difficoltà a replicare il volume d'affari che hanno avuto nel passato. A questo si aggiunge la volontà delle Autorità di non assecondare gli aumenti di credito visti negli anni post-crisi 2008, dato l'aumento dei crediti incagliati e il livello del debito degli enti locali. L'allentamento della **politica monetaria** è stato maggiore di quanto implicito nei tagli dei tassi. Date le attese di lieve riaccelerazione dell'inflazione nei prossimi mesi, nonché la delicata fase di cambio di leadership, riteniamo che la PBOC sarà indotta a un altro taglio della riserva obbligatoria e a un ulteriore taglio dei tassi solo dopo il 18° Congresso del partito Comunista, che comincerà l'8 novembre.

Il **cambio** vs. dollaro (USD/CNY) si è deprezzato dell'1,7% tra il minimo di inizio maggio (6,27) e il massimo di fine luglio (6,37), per poi ritracciare di circa l'1% fino ai primi dieci giorni di settembre, riportandosi al centro della banda di oscillazione, la cui ampiezza è stata portata a

Il credito mostra timidi segnali di riaccelerazione

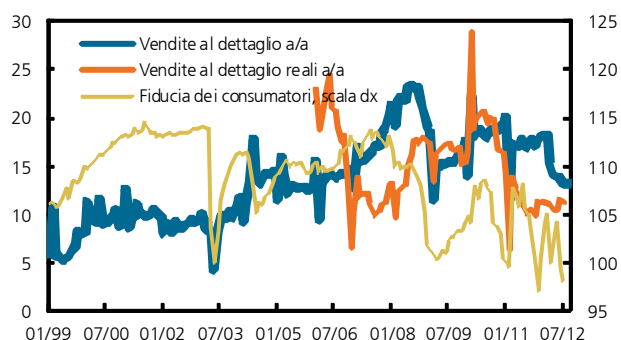
Dopo i tagli dei tassi estivi la PBOC è in fase di *wait and see*

L'apprezzamento dello yuan vs. dollaro frena nonostante il recente ritracciamento

1% dallo 0,5% a metà aprile, con l'intento di lasciare maggior flessibilità al cambio. Tra giugno 2011 e luglio 2012 il cambio effettivo si è apprezzato dell'8,2% in termini nominali e dell' 8,4% in termini reali. Con le prospettive per l'export ancora deboli e un saldo delle partite correnti stimato al 2,8% del PIL nel 2012, in progressivo calo rispetto al massimo del 10,1% raggiunto nel 2007, le pressioni all'apprezzamento del renminbi saranno molto minori. Il saldo delle partite correnti rispetto al PIL è atteso stabile nel 2012 e in ulteriore diminuzione nel 2013 (2,2% EIU; le previsioni del FMI vedono invece un ulteriore calo a 2,3% nel 2012 e un aumento a 2,5% nel 2013).

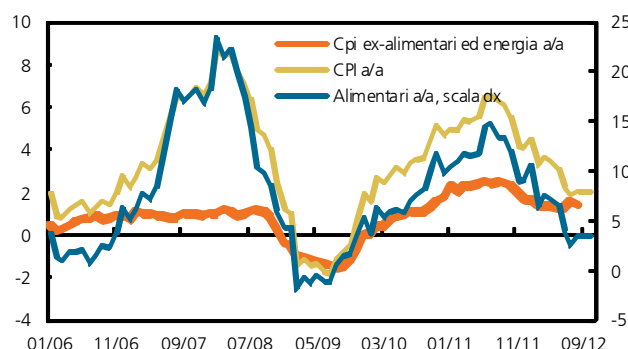
Secondo le recenti valutazioni del FMI¹³, il cambio effettivo è ora vicino all'equilibrio o al massimo solo marginalmente sottovalutato per l'effetto della riduzione del saldo delle partite correnti, di una più lenta accumulazione di riserve in valuta estera rispetto al passato e del forte apprezzamento del cambio effettivo in termini reali. Le **riserve** internazionali sono scese di 64 miliardi di dollari nel 2° trimestre del 2012, registrando il secondo calo dal 1997, dopo quello del 4° trimestre del 2011. Le riserve rimangono comunque ampie a 3.240 miliardi di dollari a giugno 2012 e in grado di coprire 21,5 mesi di importazioni e 7,2 volte il debito a breve termine, a sostegno della valutazione delle agenzie di **rating**, che mantengono sul Paese un Outlook Stabile (Fitch e S&P) o Positivo (Moody's).

Le vendite al dettaglio si stabilizzano ma la fiducia è ai minimi



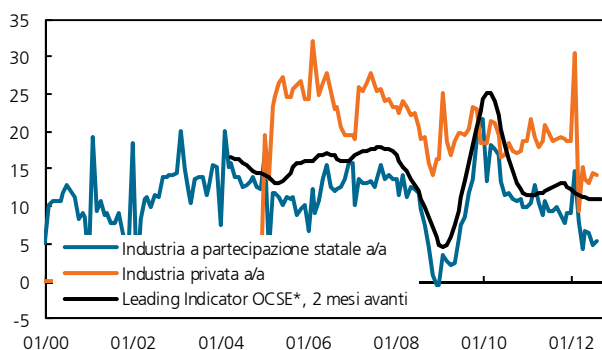
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione rallenta



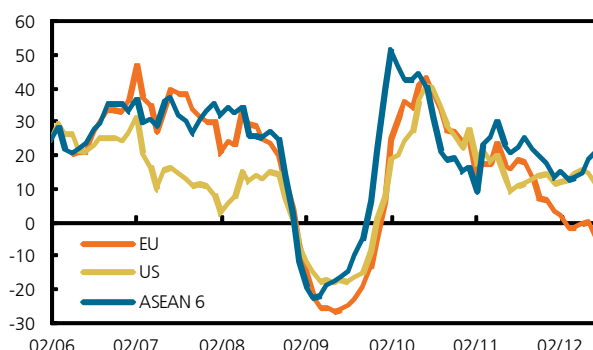
Fonte: Bloomberg

Produzione industriale: rallenta soprattutto l'industria pesante



Fonte: Bloomberg

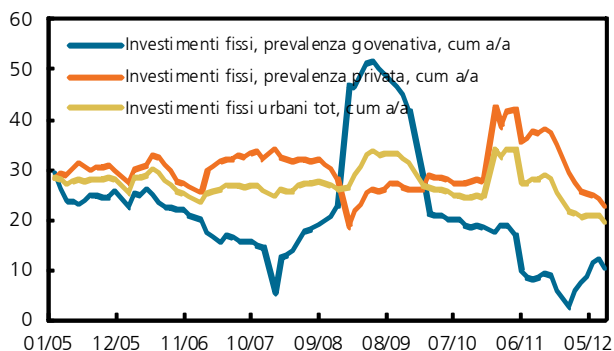
Esportazioni: in rallentamento non solo verso l'Europa



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

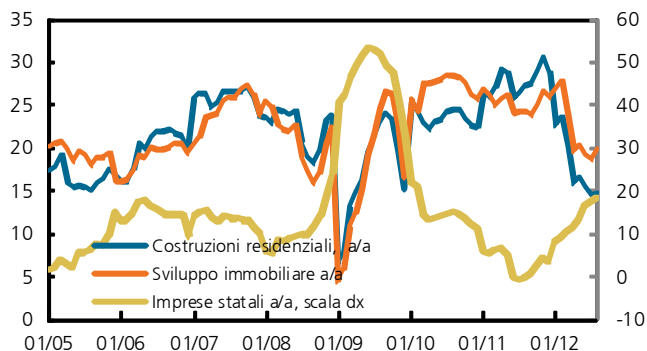
¹³ Vedi IMF Country Report No. 12/195, PRC Article IV Consultation, July 2012.

Investimenti fissi: rallentano in termini nominali ma ...



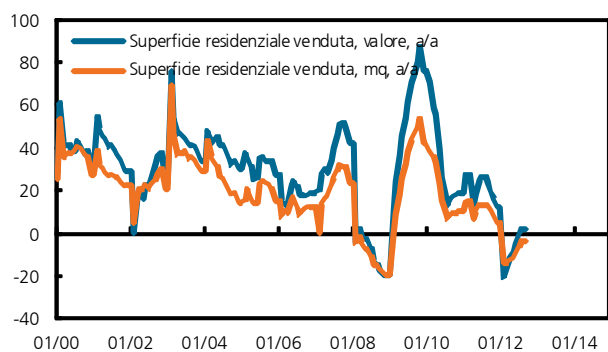
Nota: variazioni % su dati a prezzi correnti cum. a/a, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

... riaccelerano in termini reali grazie alle imprese statali



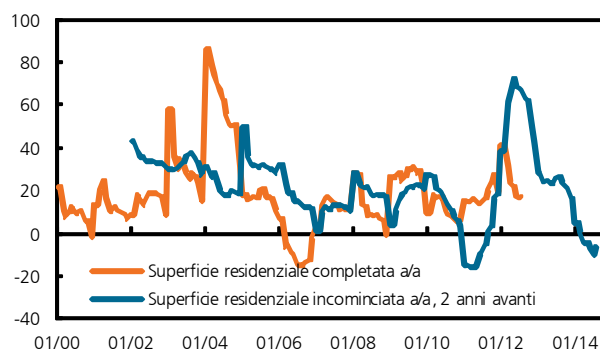
Nota: Investimenti reali. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Superficie residenziale venduta in lieve recupero



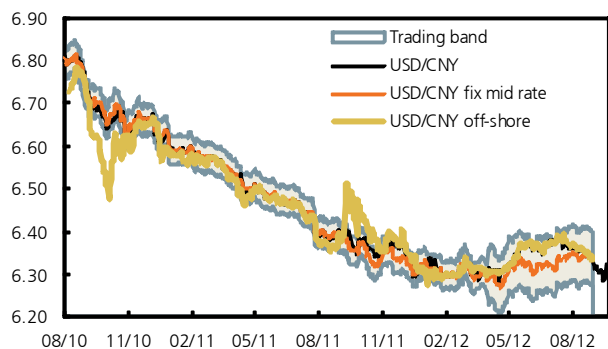
Fonte: Bloomberg

La superficie residenziale completata invaderà il mercato



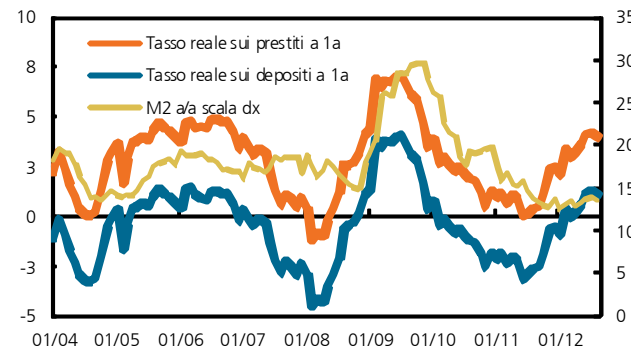
Fonte: CEIC

Il cambio smette di apprezzarsi



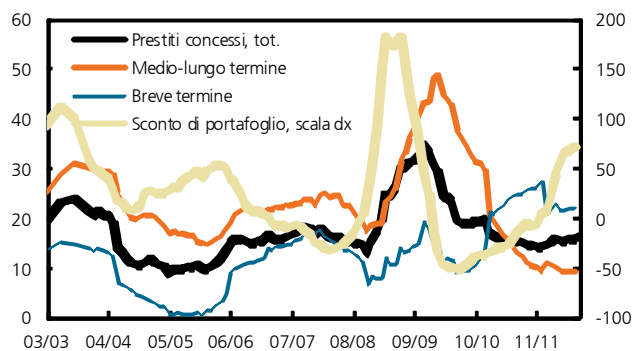
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I tassi reali risalgono



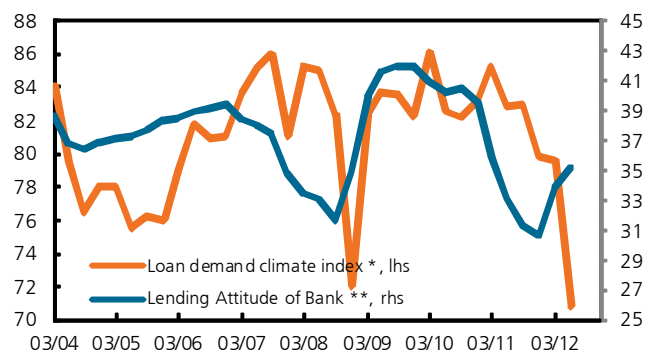
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito migliora marginalmente



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

La domanda di credito è ai minimi storici



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

India: la dinamica di investimenti e consumi privati indebolisce la crescita

- La crescita del PIL è migliorata solo marginalmente nel 2° trimestre a 5,5% a/a grazie ad una migliore performance del settore agricolo e del settore costruzioni. Dal lato della domanda gli investimenti continuano a essere deboli (+0,7% a/a) e i consumi privati sono rallentati (4,0% a/a vs 6,4% nel 1° trimestre).
- Nel corso dell'estate i dati mensili hanno registrato un rallentamento del commercio estero, meno marcato per le esportazioni, una produzione industriale ancora fiacca per il calo dei beni capitali e una dinamica debole delle industrie pesanti, nonché un calo delle vendite di auto. Anche le indagini di clima dipingono un quadro di rallentamento dell'attività economica e di calo della fiducia delle imprese e dei consumatori. In particolare le intenzioni di investimento delle imprese e l'analisi dei piani di investimento correnti lanciano ancora segnali di moderazione della dinamica degli investimenti nei prossimi trimestri. Considerato l'andamento degli indicatori mensili, le deboli prospettive degli investimenti e il rallentamento dei consumi privati, rivediamo al ribasso la crescita da 6,2% a 5,7% nel 2012 e da 7,3% a 6,5% nel 2013. La crescita per l'anno fiscale 2012-13 è prevista a 5,9%.
- Nonostante il rallentamento dell'attività economica, l'inflazione rimane elevata. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è risalita a 7,5% in agosto da 6,9% e quella dei prezzi al consumo ha di nuovo registrato le due cifre, toccando il 10% in agosto. Le variazioni congiunturali destagionalizzate rimangono elevate e i colli di bottiglia nella distribuzione, il deprezzamento della rupia, un monzone estivo al di sotto della media stagionale nonché probabili nuove revisioni al rialzo dei prezzi dei carburanti e dell'energia lasciano i rischi sull'inflazione verso l'alto nei prossimi mesi. L'inflazione dei prezzi al consumo è prevista rimanere in media a 9,3 nel 2012 per scendere poi a 6,2% nel 2013.
- La Banca centrale riconosce che i rischi al ribasso sulla crescita sono saliti rispetto alla valutazione della primavera tuttavia le pressioni inflazionistiche persistenti insieme ai rischi provenienti dal finanziamento dei "deficit gemelli" limitano e continueranno a limitare un'azione della politica monetaria volta a frenare il rallentamento economico. Riteniamo pertanto che la Banca centrale preferisca agire fornendo liquidità al sistema attraverso operazioni di mercato aperto più che utilizzando i tassi fino a che l'inflazione non darà maggiori segnali di svolta. Crediamo quindi che attenderà il meeting di metà dicembre prima di effettuare un altro taglio dei tassi di 50pb.

Silvia Guizzo

India - Previsioni macroeconomiche	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.7	8.1	6.4	8.9	7.5	5.7	6.5
Consumi privati	8.9	8.4	6.8	8.5	5.4	4.9	6.9
Consumi pubblici	3.8	18	9.5	9.6	5.8	6.3	6.5
Investimenti fissi	17.5	9.4	-1.3	12.2	5.5	3	5.4
Esportazioni	7	18	-7.8	15.4	19.4	9.4	3.9
Importazioni	7	32.6	-8.3	16.7	22.5	3.3	10.6
Produzione industriale	15.6	7.7	0.2	9.7	4.8	2	6.3
Inflazione (CPI)	6.4	8.3	10.9	12	8.9	9.3	6.2
Tasso di disoccupazione	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Salari medi	14.4	14	7.6	18.2	15	12.1	11.2
Tasso sui prestiti a 1 anno	7.8	7.9	4.8	5.6	7.8	8.1	7.7
Cambio USD/INR (media)	41.34	43.5	48.36	45.74	46.69	53.03	50.60
Saldo delle partite correnti	-311	-1394	-1247	-2396	-2958	-3700	-3482
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-0.6	-2.5	-2.1	-3.3	-3.4	-3.8	-3.1
Saldo di bilancio in % del PIL	-2.6	-4.8	-7.1	-3.8	-6.8	-5.4	-4.7

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

Il tasso di crescita del PIL indiano è salito dal 5,3% a/a nel 1° trimestre al 5,5% a/a nel 2° trimestre grazie ad una migliore performance del settore agricolo e del settore immobiliare e delle costruzioni, che sono inclusi nel settore dei servizi. Il settore dei servizi, al netto del settore immobiliare e delle costruzioni, continua a rallentare (6,9% a/a nel 2° trimestre vs 8,9% nell'ultimo trimestre del 2011), in particolare per la decelerazione del settore del commercio e del turismo (4% a/a nel 2° trimestre), indeboliti entrambi dal rallentamento dei flussi di turisti e delle sottoscrizioni ai telefoni cellulari. La dinamica del settore manifatturiero rimane invece ancora debole. Dal lato della domanda la dinamica degli investimenti è stata ancora fiacca (+0,7% a/a). I consumi hanno fornito il più altro contributo positivo alla crescita, ma l'aumento dei consumi pubblici ha compensato solo parzialmente la decelerazione dei consumi privati (+4,0% a/a vs 6,1% a/a nel 1° trimestre). Il canale estero ha invece fornito un contributo negativo alla crescita a causa di una maggiore accelerazione delle importazioni di beni e servizi.

Le importazioni di soli beni hanno invece subito una brusca frenata calando del 6,8% nel 2° trimestre rispetto all'aumento del 24,7% nel 1° trimestre, ed hanno continuato a calare nei mesi estivi (-5,1% a/a in agosto). Dinamica simile hanno mostrato le importazioni al netto del petrolio (-12% a/a nel 2° trimestre) per un calo delle importazioni di beni capitali, in particolare di macchinari, nonché di oro e argento. Le esportazioni, già sensibilmente rallentate nella prima parte dell'anno (+2,7% a/a nel 1° trimestre), sono calate del 3,0% nel 2° trimestre 2012 e del 9,7% a/a in agosto. In calo le esportazioni di prodotti agricoli, di manufatti, di metalli e di pietre e gioielli. La componente ordini dall'estero dell'indice PMI è scesa molto velocemente da un massimo di 56,2 in maggio in area 49 tra luglio e agosto, rimbalzando poi a 53,8 in settembre. La dinamica del PMI e il deprezzamento della rupia non supportano un calo marcato delle esportazioni nei prossimi mesi.

La produzione industriale è salita solo dello 0,1% a/a in luglio, dopo alcuni mesi di variazioni negative, ancora trascinata al ribasso soprattutto dal calo della produzione dei beni capitali (-5,0% a/a) ma anche da quello dei beni intermedi e del settore minerario. L'indice della produzione delle maggiori otto industrie¹⁴, che ha un peso del 37,9% sull'indice della produzione industriale, è salito dell'1,8% a/a, in rallentamento rispetto ai mesi precedenti, in particolare a causa del calo della produzione di petrolio e di fertilizzanti. La componente ordini dell'indice PMI, in calo dal massimo di 62,8 in febbraio fino a un minimo di 54,3 in agosto, è rimasta comunque in area 54 tra luglio e settembre, ben al di sopra della soglia di 50.

L'indice di fiducia delle imprese *Dun&Bradstreet* è sceso ai minimi degli ultimi tre anni con un calo molto marcato della componente di aspettative sui volumi di fatturato, mentre la componente ordini ha visto un calo molto contenuto. L'indagine sull'industria (*Industrial Outlook Survey*) condotta dalla RBI (*Reserve Bank of India*) dopo il miglioramento nel 1° trimestre dell'anno, rivela una diminuzione marcata delle aspettative economiche correnti (relative al 2° trimestre, quello di rilevazione) e in misura minore anche delle aspettative future (relative al 3° trimestre dell'anno) con le aspettative sugli ordini stabili. La valutazione sulle condizioni finanziarie per il 3° trimestre è stata in calo così come quella sulla disponibilità di finanziamenti. Circa il 50% delle imprese intervistate riporta la presenza di vincoli di produzione, tra cui in particolare il calo della domanda interna e la scarsità di energia elettrica. La percentuale di imprese che, avendo effettuato degli investimenti nel precedente anno fiscale intende farli anche nell'anno fiscale in corso (ora il 2012-13) è scesa bruscamente dall'89% al 64% fornendo un segnale negativo per la dinamica degli investimenti nei prossimi trimestri. Lo stesso segnale

Il PIL migliora marginalmente ma gli investimenti continuano a essere deboli e i consumi privati rallentano

Le indagini di clima dipingono un quadro di rallentamento dell'attività economica e di calo della fiducia delle imprese e dei consumatori

¹⁴ Industrie a supporto delle infrastrutture: petrolio grezzo, prodotti raffinati dal petrolio, carbone, energia elettrica, cemento, acciaio, gas naturale e fertilizzanti.

negativo fornisce l'analisi dei piani d'investimento delle imprese contenuta nel bollettino mensile di settembre della RBI¹⁵.

La fiducia dei consumatori nel 2° trimestre è calata sensibilmente per quanto riguarda la situazione corrente, mentre le aspettative sono rimaste sostanzialmente invariate. Nonostante il calo della fiducia poco più della metà degli intervistati continua a ritenere le condizioni economiche delle famiglie migliorate rispetto all'anno precedente soprattutto per la crescita dei salari. Le vendite di automobili rimangono in sensibile calo rispetto al 2011 (-18,6% a/a in agosto). L'ultimo rapporto trimestrale sul mercato del lavoro¹⁶ mostra che la crescita dell'occupazione è rallentata sensibilmente nel 1° trimestre dell'anno in termini sia congiunturali sia tendenziali. La componente occupazione dell'indice PMI è rimasta tuttavia sopra 50 sia nel 2° sia nel 3° trimestre e la media trimestrale è poco al di sopra dei massimi del 2008. Il calo di settembre potrebbe preludere ad altri cali in futuro visto il brusco ritracciamento delle intenzioni di assunzione per il 4° trimestre dell'indagine Manpower, arrivate sui minimi del 2009.

Considerando l'andamento degli indicatori mensili e il rallentamento degli investimenti e dei consumi privati nella prima parte dell'anno, nonché tenendo conto delle revisioni del PIL nel triennio 2008-11, rivediamo al ribasso il profilo di crescita da 6,2% a 5,7% nel 2012 e da 7,3% a 6,6% nel 2013.

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è risalita a 7,5% in agosto da 6,9% in luglio a causa dell'aumento delle tariffe elettriche e di alcuni prodotti alimentari. Il calo di frutta e verdura ha compensato gli aumenti dei cereali, facendo scendere lievemente l'inflazione dei prodotti alimentari non lavorati al 9,1% in agosto. Tuttavia il balzo dello zucchero (+15,1% a/a) e il forte aumento di alcuni oli alimentari hanno spinto in alto l'inflazione dei prodotti alimentari lavorati (+9,0% in agosto da 6,3% in luglio). Questo ha innalzato l'inflazione dei prodotti alimentari (primari e lavorati) al 9,0% in agosto dall'8,7% a luglio ed ha contribuito ad aumentare l'inflazione dei prodotti manufatti (su cui ha pesato anche l'andamento dei prezzi delle fibre tessili) a 6,1% da 5,6% a luglio. L'inflazione dei prezzi al consumo ha di nuovo registrato le due cifre, toccando il 10% in agosto. L'indagine sulle aspettative d'inflazione condotta a giugno ha evidenziato un aumento della percentuale di famiglie che si attende un aumento dell'inflazione nei prossimi tre mesi e nel prossimo anno. Le variazioni congiunturali destagionalizzate rimangono elevate. I colli di bottiglia nella distribuzione e gli effetti negativi sui raccolti dovuti a un monzone estivo meno piovoso delle attese nei mesi di giugno e luglio manterranno invariate le pressioni verso l'alto sui prezzi degli alimentari. Questi fattori uniti al deprezzamento della rupia e a probabili nuove revisioni al rialzo dei prezzi dei carburanti e dell'energia lasciano i rischi sull'inflazione verso l'alto nei prossimi mesi. L'inflazione dei prezzi al consumo è prevista rimanere ancora elevata a 9,3% nel 2012 per scendere poi a 6,2% nel 2013.

L'inflazione continua a rimanere elevata ...

Politica monetaria

La crescita dell'offerta di moneta (M3), del credito bancario e dei depositi ha subito una moderazione rispetto alle previsioni della Banca centrale in linea con il rallentamento economico. Le condizioni di liquidità rimangono comunque buone con l'ammontare medio giornaliero chiesto in prestito attraverso la LAF (*Liquidity Adjustment Facility*) e il tasso overnight in calo rispetto ai picchi raggiunti alla fine del 1° trimestre dell'anno grazie al supporto delle operazioni di mercato aperto. La Banca centrale ha lasciato invariati i tassi dopo il taglio "preventivo" di 50pb in aprile, ed ha scelto di tagliare di altri 25pb il tasso di riserva obbligatoria (*Cash Reserve Ratio*, CRR) portandolo al 4,50% alla riunione del 17 settembre. Al precedente meeting del 31

... lasciando meno spazio di manovra alla politica monetaria

¹⁵ Corporate Investment Growth in 2011-12 and Prospects for 2012-13 in RBI Monthly Bulletin September 2012.

¹⁶ Quarterly Report on Changes in Employment in Selected Sectors (January to March, 2012), Ministry of Labour and Employment, Labour Bureau.

luglio la Banca centrale aveva abbassato le previsioni di crescita per l'a.f. 2012-13 da 7,3% a 6,5% e innalzato quelle dell'inflazione dei prezzi all'ingrosso per marzo 2013 da 6,5% a 7%. Secondo la RBI le pressioni inflazionistiche sono persistenti, pertanto l'obiettivo primario della politica monetaria rimane quello di contenere l'inflazione e di ancorare le aspettative. La Banca centrale riconosce che rischi al ribasso sulla crescita sono saliti rispetto alla valutazione della primavera; tuttavia le pressioni inflazionistiche insieme ai rischi provenienti dal finanziamento dei "deficit gemelli" limitano e continueranno a limitare un'azione della politica monetaria volta a frenare il rallentamento economico. Riteniamo pertanto che la Banca centrale preferisca agire fornendo liquidità al sistema attraverso operazioni di mercato aperto più che utilizzando i tassi fino a che l'inflazione non darà maggiori segnali di svolta. Crediamo quindi che attenderà il meeting di metà dicembre prima di effettuare un altro taglio dei tassi di 50pb.

Politica economica e fiscale

Il Governo ha recentemente intrapreso una serie di provvedimenti per limitare le spese e per sostenere la crescita, provvedimenti che non necessitano dell'approvazione parlamentare. Ha, infatti, razionalizzato i sussidi alle bombole di gas liquido¹⁷ (*Liquefied Petroleum Gas*) e innalzato il prezzo amministrato del diesel del 12%, nonché approvato la vendita delle quote di minoranza in alcune aziende statali. A settembre inoltre ha approvato alcune misure di liberalizzazione degli IDE (Investimenti Diretti Esteri) che aveva tentato invano di far approvare in primavera scatenando una forte ondata di proteste. Il provvedimento, in vigore dal 20 settembre, permette agli investitori stranieri di detenere quote fino al 51% nel settore del commercio al dettaglio multi marca¹⁸, precedentemente proibito, imponendo di servirsi di fornitori locali per almeno il 30%, innalza la quota di IDE permessa nel settore dell'aviazione, dell'energia elettrica e delle trasmissioni televisive. Il Governo inoltre sembra aver fatto retromarcia nelle controverse misure fiscali proposte in primavera¹⁹ riguardo la retroattività delle modifiche alla legge sulla tassazione dei *capital gains* ed ha annunciato che tra breve prenderà una decisione sull'entrata in vigore delle misure anti-elusione fiscale. I nuovi provvedimenti sono stati accolti positivamente dagli investitori stranieri ma rischiano di innescare un'altra ondata di proteste in patria nonché di minare la coalizione di maggioranza (la *United Progressive Alliance*, UPA). Due dei maggiori partiti che la sostengono hanno, infatti, già annunciato il ritiro del sostegno e stanno pensando alla presentazione di una mozione di sfiducia²⁰.

Le liberalizzazioni sugli FDI sono state bene accolte dagli investitori stranieri

Vulnerabilità esterna

A causa di un maggior rallentamento delle importazioni, il deficit commerciale è calato nel 2° trimestre sia in termini congiunturali sia in termini tendenziali contribuendo a un marginale miglioramento del deficit delle partite correnti. I flussi netti di investimenti diretti esteri, pari a 4,2 miliardi di dollari nel 2° trimestre 2012, sebbene in calo rispetto al 2° trimestre 2011 (9,3 miliardi) sono stati in netto aumento rispetto al 1° trimestre 2012 (1,4 miliardi), mentre gli investimenti netti di portafoglio sono stati negativi a -2 miliardi di dollari rispetto ai flussi netti positivi di 13,9 miliardi registrati nel 1° trimestre. Altri tipi di flussi di investimenti hanno visto un aumento, in particolare i depositi dei non residenti e i crediti commerciali. Il saldo del conto

Il saldo delle partite correnti migliora nel 2° trimestre, ma gli indicatori di vulnerabilità esterna rimangono in peggioramento

¹⁷ Le bombole sussidiate sono state limitate a un massimo annuo di 6 per famiglia.

¹⁸ La liberalizzazione del commercio al dettaglio multi marca è tuttavia possibile nelle città con un numero di abitanti superiore al milione e soggetta all'approvazione delle autorità locali, finora 10 stati hanno approvato il provvedimento.

¹⁹ Vedi Scenario Macroeconomico, giugno 2012.

²⁰ Trinamol Congress TMC, secondo più grande partito della Coalizione con 19 seggi, con l'eventuale sostegno del Samajwadi Party (SP), che offre sostegno esterno alla Coalizione con 22 seggi. In ogni caso la Coalizione riuscirebbe ad avere la maggioranza anche se per soli 10 seggi.

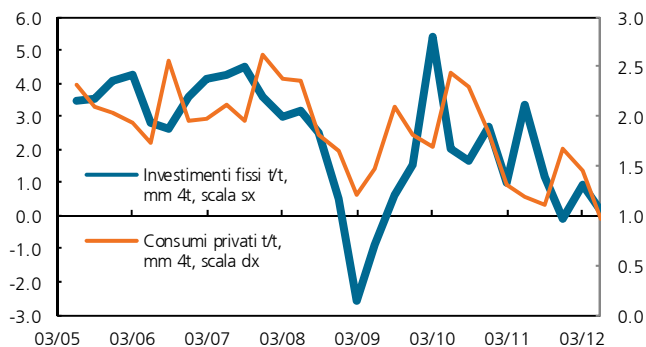
finanziario e dei capitali è stato positivo (sebbene in calo rispetto allo stesso trimestre del 2011 e al 1° trimestre dell'anno) ed ha permesso un accumulo di riserve di 0,5 miliardi di dollari.

La posizione estera rimane solida anche se gli indicatori di vulnerabilità esterna stanno gradualmente peggiorando. L'aumento del deficit di partite correnti nel 2011 e la riduzione dei flussi netti di capitale in entrata, hanno infatti portato a una riduzione delle riserve da un massimo di 277 miliardi di dollari a metà 2011 fino a un minimo di 254 miliardi di dollari a maggio 2012, poi risalite a 261 miliardi a settembre. Il calo delle riserve nel corso del 1° semestre dell'anno è tuttavia imputabile quasi esclusivamente a effetti di valutazione. Il grado di copertura delle importazioni a fine marzo è ancora ampio a 5,9 mesi ma in sensibile calo rispetto ai 9,6 mesi di marzo 2011 e agli 11,1 mesi di marzo 2010. Una simile dinamica ha mostrato il rapporto debito a breve termine (scadenza originaria) sulle riserve in valuta estera salito fino a 31,3% a giugno 2012 rispetto a 22,8% a fine 2010. Il rapporto del debito a breve termine (misurato secondo la scadenza residua) sulle riserve è salito da 43,5% a giugno 2011 a 51,8 a giugno 2012.

La rupia dopo essere rimasta in media in area 55 tra metà maggio e metà settembre con un minimo a 57,1 sul dollaro il 22 giugno, ha ripreso ad apprezzarsi nella seconda metà di settembre arrivando a 52,9 alla fine del mese, aiutata dall'approvazione delle riforme sugli FDI e dal mancato taglio dei tassi. Il cambio effettivo si è deprezzato del 9,1% tra febbraio e agosto in termini nominali e del 5,6% in termini reali e secondo la recente valutazione del FMI²¹ è in linea con i fondamentali.

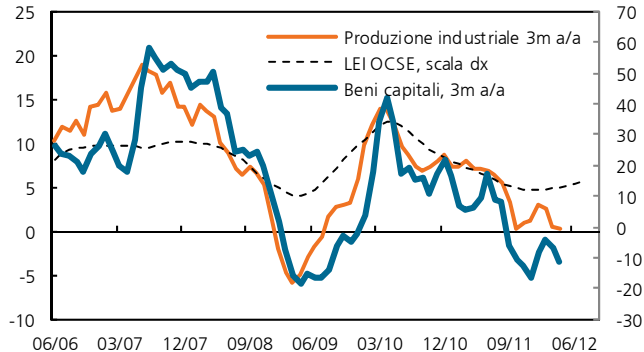
²¹ IMF Country Report No. 12/96 – India, Staff Report For The 2012 Article IV Consultation.

Gli investimenti rimangono deboli, i consumi rallentano



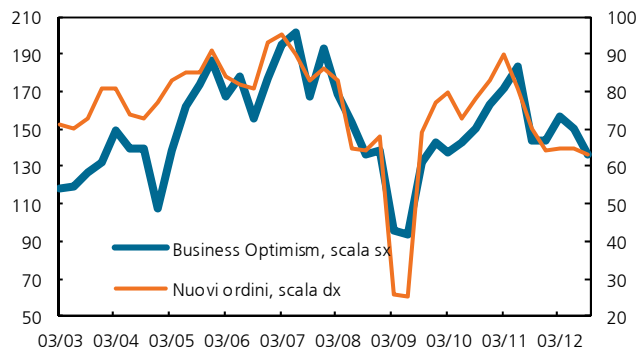
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale rimane fiacca



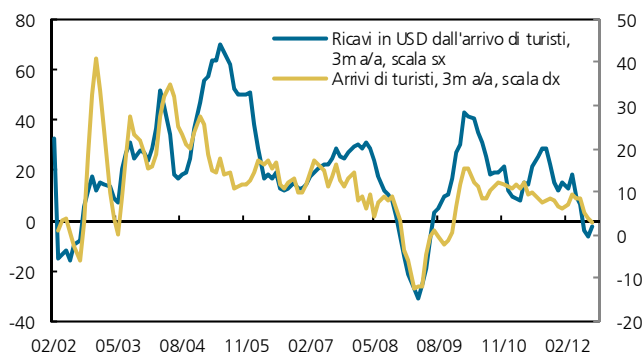
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indagine di fiducia *Dun&Bradstreet*



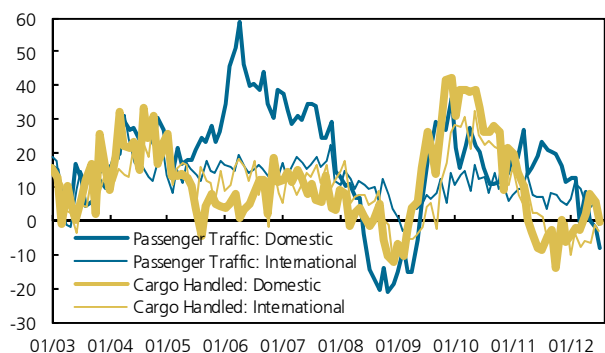
Fonte: Thomson Reuters- Datastream

Rallentano i ricavi dal turismo



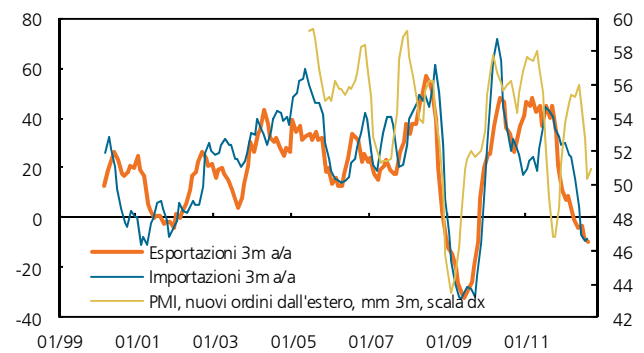
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico domestico e internazionale in rallentamento



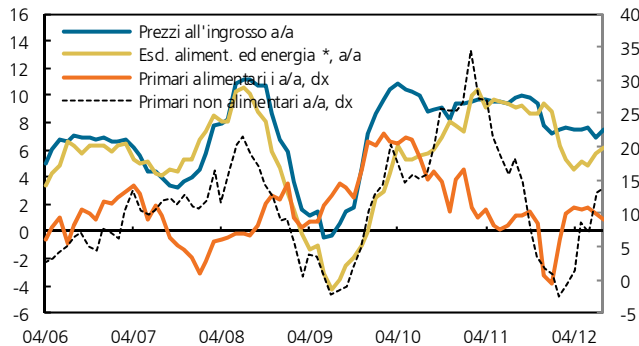
Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

Commercio estero in calo



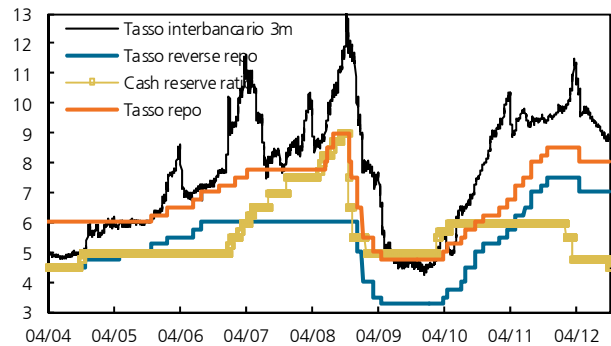
Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso rimane elevata



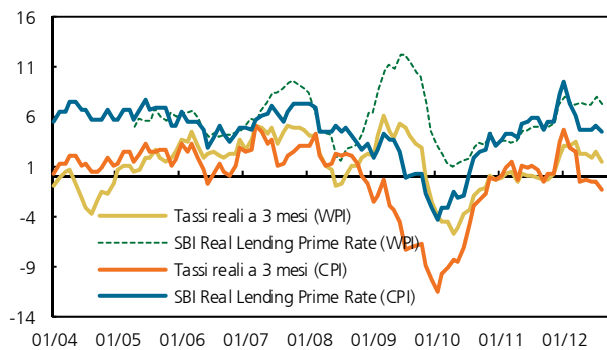
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

La RBI taglia il coefficiente di riserva obbligatoria



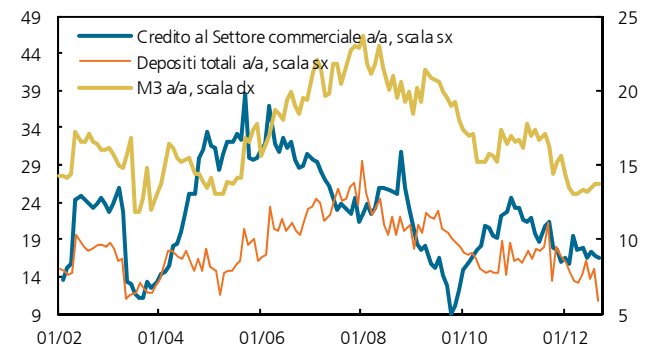
Fonte: Bloomberg

Tassi reali, scendono grazie al taglio dei tassi



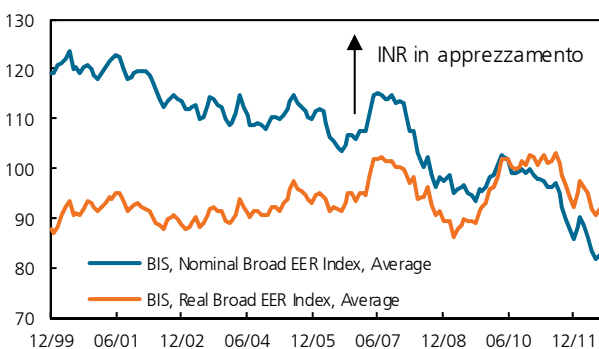
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito rimane stabile



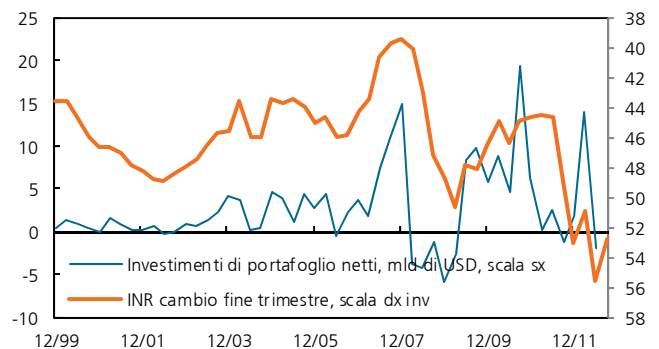
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di cambio effettivo in deprezzamento



Fonte: CEIC

La rupia soffre l'aumento dell'avversione al rischio



Fonte: Bloomberg

Mercati valutari – Tassi fermi a zero, eppur si muovono

Asmara Jamaleh

Nuove crisi, nuovi strumenti: le misure non convenzionali. Questa almeno è l'opzione scelta per la politica monetaria, perché per quella fiscale gli strumenti restano quelli di sempre, aumentare le tasse e ridurre le spese. La "nuova" crisi di cui parliamo qui è ancora la crisi del debito sovrano dell'area euro, che continua a tenere sotto scacco i mercati, non solo quelli valutari, e non solo quelli europei. **Si è temuto il peggio**, la rottura dell'euro, **ma "questo" peggio non è arrivato** e l'euro, per ora, è sopravvissuto.

La prima prova da superare, da quando ci siamo lasciati l'ultima volta, **è stata quella dell'attesa estiva: l'attesa che, al rientro dalle vacanze, la BCE e i Governi avrebbero fatto** quello che dovevano per risolvere almeno la "fase 1" della crisi. Durante tale attesa avrebbe potuto succedere di tutto, come spesso accade d'estate, soprattutto in agosto. E invece l'euro ce l'ha fatta: dopo una comprensibile *défaillance* da 1,26 a 1,20 EUR/USD nel mese di luglio, ha recuperato pienamente proprio nel deserto d'agosto. L'attesa fiduciosa dei mercati è stata premiata. Infatti,

- (1) dopo che il 6 settembre la **BCE** ha deliberato l'OMTs, ovvero il "non convenzionale" per eccellenza – per gli standard BCE,
- (2) e il 13 settembre la **Fed** ha annunciato il suo 3° QE,
- (3) mentre dietro le quinte i **Governi** continuavano a portare avanti le attività di negoziazione per consolidare l'Unione (cercando di renderla anche un po' bancaria e un po' fiscale) e le attività di espiazione (manovre correttive),

l'euro è tornato a inerpinarsi sopra quota 1,30 EUR/USD, portandosi in poco più di una settimana da 1,26 a quasi 1,3200 – livelli abbandonati a inizio maggio.

L'euforia però è durata poco perché nella seconda metà di settembre la moneta unica ha fatto marcia indietro, da quasi 1,3200 fino a 1,28. Perché? Perché **adesso, affinché si generi un apprezzamento ulteriore, è necessario che le suddette attività dei Governi sfornino nuovi risultati concreti**: difficilmente infatti i mercati potranno concedere una seconda fiducia come hanno fatto ad agosto, ora che il dubbio della recessione è diventato certezza.

Poiché i nuovi obiettivi anti-crisi potrebbero richiedere tempi lunghi e i ritardi rispetto alle tabelle di marcia sono frequenti, le probabilità di una fase interlocutoria del cambio appaiono abbastanza concrete. Questo non significa però assenza di direzionalità. Infatti, l'incertezza sul "se" e sul "quando" di nuovi progressi sul fronte anti-crisi è almeno in parte compensata da alcuni punti fermi, che sono per ora quelli della politica monetaria.

Le **banche centrali**, dopo essersi prodigate con gli strumenti non convenzionali, sono tornate **alla ribalta con il più convenzionale dei meccanismi di trasmissione, quello dei tassi**. Nonostante fossero di fatto a zero da molto tempo (l'1,00% in vigore fino a giugno rappresentava lo "zero termico" della BCE prima del taglio di luglio), ora sono di nuovo i tassi a riprendersi il centro della scena consentendo ai cambi di districarsi nella fitta rete della crisi attraverso una direzionalità di fondo.

Per tenere conto dei cambiamenti di politica monetaria, abbiamo confrontato di nuovo la dinamica del cambio EUR/USD rispetto ai rendimenti a breve (due anni) euro (Germania) e USA. La stessa cosa abbiamo fatto per la sterlina (cambio GBP/USD rispetto ai rendimenti UK e USA) e per lo yen (cambio USD/JPY rispetto ai rendimenti USA e giapponesi). **Negli ultimi mesi** infatti c'è stato un po' di **movimento sui tassi**, e di conseguenza sui rendimenti:

- (1) la **BCE** a luglio ha tagliato il refi da 1,00% a 0,75% e prossimamente potrebbe ridurlo ancora portandolo da 0,75% a 0,50%;

(2) la **Fed** (13 settembre) ha esteso ulteriormente da fine 2014 ad almeno metà 2015 il periodo in cui i Fed Funds resteranno fermi a 0-0,25%;

(3) plausibilmente si estende di conseguenza anche il periodo in cui la **BoJ** - che ha aumentato di nuovo lo stimolo monetario (19 settembre) - manterrà i tassi fermi a 0-0,10%;

(4) la **Bank of England** invece, pur senza chiudere le porte a un eventuale ulteriore incremento dell'APF, ha sollevato a settembre un dubbio sui rischi d'inflazione, comunicando di attendersi un calo dell'inflazione inferiore a quanto previsto precedentemente: questo potrebbe anticipare le attese di rialzo dei tassi. Soltanto pochi mesi prima, a giugno, la BoE aveva al contrario discusso dell'opportunità o meno di ridurre il *Bank Rate* sotto lo 0,50%, livello stabilmente in vigore da marzo 2009 ("zero termico" della BoE).

Stimando la relazione cambio/rendimenti per EUR/USD, USD/JPY e GBP/USD si ottiene un buon *fitting*, e quindi una buona spiegazione delle dinamiche di fondo dei cambi. Per estrapolare la relazione fondamentale sottostante, il periodo campionario considerato va indietro di alcuni anni rispetto alla crisi economico-finanziaria globale del 2008, partendo dal 2005 per EUR/USD e GBP/USD e dal 2001 per USD/JPY. I dati sono a frequenza mensile e sono costruiti come medie di dati giornalieri.

L'esercizio qui proposto è una **simulazione basata su uno scenario centrale e due alternativi** (uno alternativo per il sentiero dei tassi Fed e un altro alternativo per il sentiero dei tassi BoE). Le proiezioni si estendono fino al 2014.

Scenario centrale:

- (1) BCE: un taglio di 25pb nel breve, tassi fermi nel 2013, avvio ciclo rialzi nel 2014;
- (2) Fed: tassi fermi fino al 2014;
- (3) BoJ: tassi fermi fino al 2014;
- (4) BoE: tassi fermi fino a tutto il 2013, avvio ciclo rialzi nel 2014.

Scenari alternativi:

- (A) scenario alternativo USD: fine anticipata del periodo di tassi zero rispetto a quanto stabilito al FOMC del 13 settembre e avvio ciclo rialzi un anno prima;
- (B) scenario alternativo GBP: avvio ciclo rialzi un anno più tardi, ovvero nel 2015 anziché nel 2014.

Le tabelle riportano in sintesi lo scenario centrale (Tab. 1) e quelli alternativi (Tab. 2A e Tab. 2B) per i rendimenti a breve in funzione delle corrispondenti ipotesi sui tassi ufficiali:

Tab. 1 Scenario centrale

	set. 2012	dic. 2012	dic. 2013	dic. 2014
Eur	0.03	0.00	0.75	1.50
Usd	0.25	0.20	0.25	0.75
Jpy	0.10	0.00	0.10	0.30
Gbp	0.18	0.15	1.00	1.75

Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 2A Scenario alternativo USD

	set. 2012	dic. 2012	dic. 2013	dic. 2014
Eur	0.03	0.00	0.75	1.50
Usd (alt.)	0.25	0.20	0.75	1.50
Jpy	0.10	0.00	0.10	0.30
Gbp	0.18	0.15	1.00	1.75

Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 Scenario centrale

	set. 2012	dic. 2012	dic. 2013	dic. 2014
Eur	0.03	0.00	0.75	1.50
Usd	0.25	0.20	0.25	0.75
Jpy	0.10	0.00	0.10	0.30
Gbp	0.18	0.15	1.00	1.75

Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 2B Scenario alternativo GBP

	set. 2012	dic. 2012	dic. 2013	dic. 2014
Eur	0.03	0.00	0.75	1.50
Usd	0.25	0.20	0.25	0.75
Jpy	0.10	0.00	0.10	0.30
Gbp (alt.)	0.18	0.15	0.50	1.25

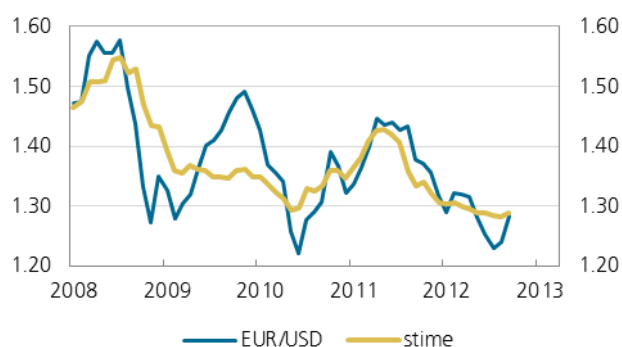
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I grafici mostrano i risultati delle stime e delle simulazioni.

Euro

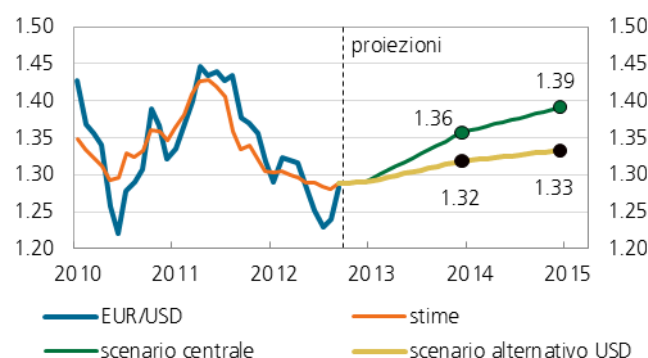
L'euro appare correntemente a *fair value* intorno a 1,28-1,29 EUR/USD in base alle stime della relazione tra cambio e rendimenti a breve di Germania e Stati Uniti.

Euro: stime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Euro: simulazioni



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nelle proiezioni dello scenario centrale: (i) immobilismo atteso della Fed contro (ii) possibilità che invece la BCE nel 2014 riprenda ad alzare i tassi favorirebbero un apprezzamento all'interno del range 1,35-1,40 EUR/USD entro l'orizzonte 2013-2014.

Nelle proiezioni dello scenario alternativo: l'eventualità di un'*exit strategy* della Fed anticipata di un anno (come potrebbe essere ad esempio nel caso di una ripresa dell'economia e della crescita occupazionale migliori del previsto) fornirebbe un aiuto inaspettato al dollaro, comprimendo l'*upside* dell'euro, che resterebbe abbastanza schiacciato in proiezione nella parte centrale del range 1,30-1,35 EUR/USD, ovvero tra 1,32 e 1,33.

A nostro avviso, l'indicazione principale di questo esercizio è suggerire che (1) sotto le ipotesi sui tassi dello scenario centrale e (2) sotto ipotesi di graduale rientro della crisi del debito (ovvero non rottura dell'euro), **il cambio dovrebbe riuscire a trovare il suo range "di equilibrio" tendenzialmente al di sopra di quota 1,30.**

Per quanto riguarda il breve termine, ovvero l'ultima parte di quest'anno, non è da escludere il rischio di un temporaneo cedimento a 1,25 o poco sotto in caso di complicazioni sul fronte della crisi del debito (nella fattispecie: questione spagnola e questione greca). **Tecnicamente il fronte rialzista resta in auge fintantoché viene preservato il supporto chiave 1,2946**, mentre il fronte ribassista si apre allo sfondamento del corridoio 1,2585-1,2524. Il limite di normale ritracciamento che se preservato non compromette la tenuta del fronte rialzista è 1,2765.

Scenario Macroeconomico

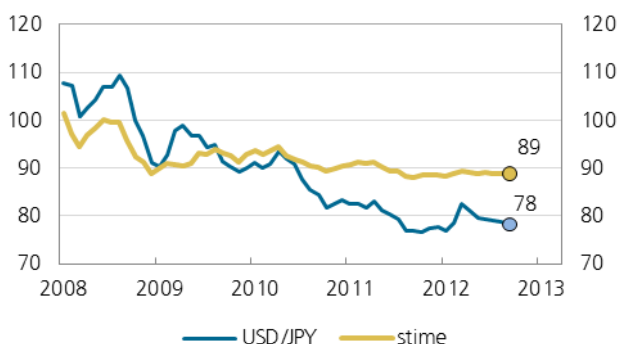
Settembre 2012

Oltre agli sviluppi sul fronte della crisi del debito e del quadro macro in senso stretto dell'area euro (i.e.: recessione), una variabile che dovrebbe penalizzare il dollaro nel 4° trimestre e favorire l'euro è rappresentata dal *fiscal cliff* negli Stati Uniti. Per quanto riguarda invece la **possibilità che la BCE tagli un'altra volta i tassi**, non riteniamo che questo possa essere un fattore ribassista per l'euro, se non eventualmente come reazione di impatto immediata e di poco conto.

Yen

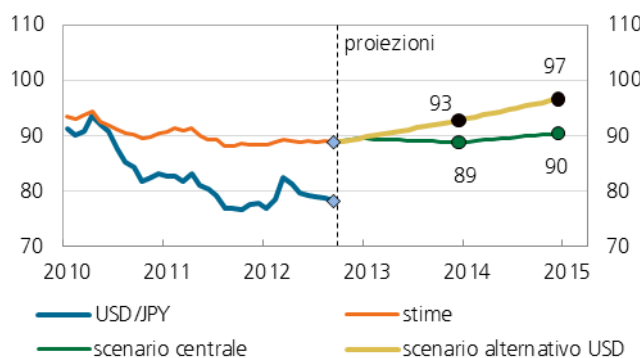
Diversamente dall'euro, **lo yen appare invece sopravvalutato** rispetto al dollaro secondo le stime basate sulla relazione tra cambio e rendimenti a breve USA e giapponesi: valore teorico stimato a 89 USD/JPY contro un livello corrente a 78 USD/JPY.

Yen: stime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Yen: simulazioni



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nelle proiezioni dello scenario centrale: l'immobilismo atteso sia da parte della Fed che della BoJ nonché la quasi identità del livello dei tassi ufficiali (0-0,25% per la Fed e 0-0,10% per la BoJ) prospetterebbe un deprezzamento pressoché nullo dello yen, da 89 a 90 su un orizzonte di circa due anni. A fini di previsione va però considerato che il cambio partirebbe da uno stato di sopravvalutazione protratta, quindi il deprezzamento che ci attendiamo (entro 90 USD/JPY circa su un orizzonte a un anno) tiene conto che il cambio ha da recuperare un certo grado di sopravvalutazione. Come già detto in altre occasioni, **uno dei fattori che più contribuisce a mantenere lo yen in stato di persistente sopravvalutazione è l'avversione al rischio**, sia di origine finanziaria (crisi del debito nell'area euro) sia di origine puramente economica (timori di forte rallentamento della crescita globale).

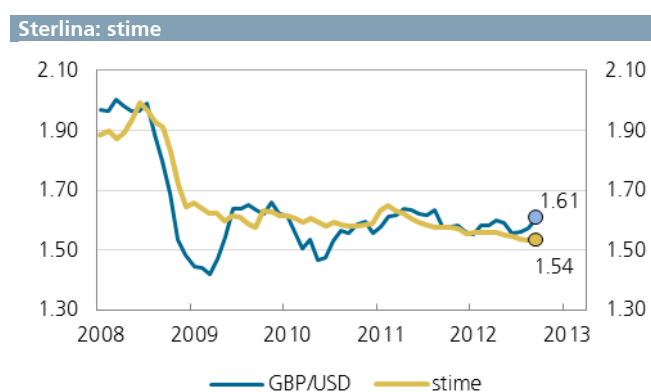
Le proiezioni dello scenario alternativo forniscono un'indicazione che riteniamo importante: se i tassi/rendimenti USA ricominciassero a salire, complici ad es. migliori prospettive di crescita USA, l'ampliarsi del differenziale tassi favorirebbe finalmente l'atteso deprezzamento dello yen.

Ovvero: **una delle due condizioni per sbloccare lo stallo dello yen è il dinamismo (verso l'alto) dei tassi/rendimenti USA**. L'altra condizione – concomitante o alternativa – sarebbe un **miglioramento del sentiment** a livello internazionale, o per significativi progressi sul fronte della crisi del debito europea o per il miglioramento delle prospettive di crescita globale.

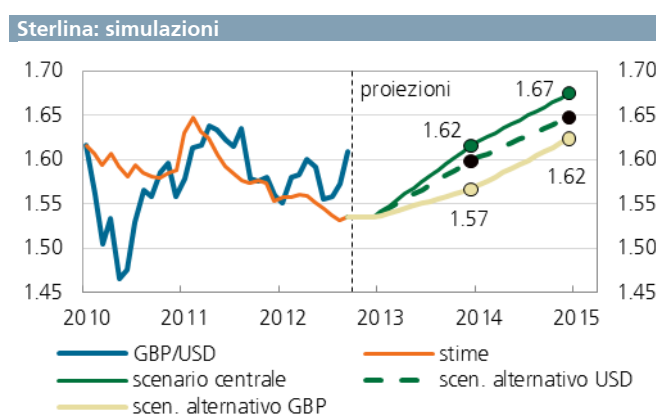
La terza via resta quella dell'**intervento BoJ**. La Banca centrale però probabilmente non interverrebbe finché il cambio rimane al di sopra di 75 USD/JPY: gli ultimi interventi importanti risalgono all'autunno 2011 quando il cambio si era addentrato in area 75.

Sterlina

Similmente allo yen, anche **la sterlina appare sopravvalutata** rispetto al dollaro in base alle stime della relazione tra cambio e rendimenti a breve UK e USA: valore teorico stimato a 1,54 GBP/USD contro un livello corrente a 1,61 GBP/USD. Diversamente **però** dallo yen, **la scarsa ampiezza del range** in cui il cambio oscilla da oltre un anno, ovvero 1,53-1,63 GBP/USD, **riduce la significatività dello scostamento** del cambio dal proprio **valore teorico**.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nelle proiezioni dello scenario centrale: (i) immobilismo atteso della Fed contro (ii) possibilità che invece la BoE riprenda ad alzare i tassi nel 2014 favorirebbero teoricamente un apprezzamento della sterlina fin verso il range 1,65-1,70 GBP/USD entro l'orizzonte 2013-2014.

Nelle proiezioni dello scenario alternativo sul dollaro: l'eventualità di un'*exit strategy* anticipata della Fed comprimerebbe l'*upside* della sterlina (come nel caso dell'EUR/USD) abbassando il range d'arrivo a 1,60-1,65 GBP/USD.

Molto più **significativo** invece **l'effetto di un rinvio del ciclo di rialzi della BoE** dal 2014 al 2015: **le proiezioni** dello scenario alternativo **sulla sterlina scendono significativamente**, prospettando una lunga permanenza sotto 1,60 GBP/USD sull'orizzonte a un anno, con punto d'arrivo solo poco sopra 1,60 sull'orizzonte a un paio d'anni.

A nostro avviso, un'indicazione interessante di questo esercizio è che gli sviluppi sul fronte della politica monetaria della **Bank of England** restano il **fattore discriminante del comportamento della sterlina**, in grado di sganciarne la dinamica rispetto a quella dell'EUR/USD, con cui solitamente la correlazione positiva è elevata. L'orientamento della BoE resta anche la **principale fonte di volatilità** della valuta britannica: a giugno di quest'anno la Banca centrale ha preso in considerazione l'opportunità di tagliare i tassi, mentre a settembre si trova a sollevare un dubbio sui rischi verso l'alto per l'inflazione – in controtendenza rispetto alle altre principali banche centrali. Questo rappresenta anche il principale rischio delle previsioni sulla sterlina.

Per quanto riguarda quest'ultimo scorcio d'anno vi è ancora la **possibilità che la BoE estenda ulteriormente l'APF**, ma non sembra più molto sostenibile l'ipotesi di un deprezzamento sotto 1,55 GBP/USD in funzione di questo evento, perché abbastanza atteso. I maggiori **rischi verso il basso** per la sterlina dovrebbero comunque concentrarsi soprattutto **nel 4° trimestre**, in funzione del dubbio che la BoE possa precipitarsi ad espandere l'APF in caso di dati ancora peggiori di quelli negativi già messi in conto (*downside* tra 1,60 e 1,55 GBP/USD).

Scenario Macroeconomico

Settembre 2012

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Sara Molinari	62055	sara.molinari@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
 Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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