

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Settembre 2014

Indice

Debitati dall'incertezza	2
Materie prime: eccesso di offerta	9
Petrolio: aspettando il taglio dell'OPEC	12
Stati Uniti – La crescita c'è, la Fed scalda i motori	17
Gli Stati Uniti corrono al 3% e più	18
Politica fiscale – Pilota automatico fino al 2016	22
Politica monetaria – A piccoli passi verso l'uscita	23
Area euro – Ripresa lenta e incerta. BCE alla finestra	26
Lo scenario in sintesi	26
Il quadro congiunturale: una ripresa incerta e a più velocità	27
Inflazione più vicina all'1,0% anche nel 2016, calano i rischi dal cambio ma l'incognita rimane la crescita	34
BCE: la lenta marcia verso una gestione più attiva del bilancio	40
Germania: rallentamento, per ora temporaneo	43
Francia: 2014 deludente, 2015 in moderata ripresa	50
Italia: ancora tempi difficili	57
Spagna: è di nuovo festa?	63
Olanda: crescita in accelerazione dal 2015	68
Asia	73
Giappone: breve pausa prima di un altro giro sull'ottovolante fiscale	73
Cina: il settore immobiliare trascina al ribasso gli investimenti	80
India: il miglioramento del clima di fiducia aiuta l'economia	88

Settembre 2014

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Daniela Corsini
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Debitati dall'incertezza

L'economia mondiale continua a crescere, ma in un contesto caratterizzato da forte incertezza e scarso ottimismo sul futuro. Anche per questo, nonostante le condizioni monetarie accomodanti, gli investimenti faticano a decollare – perfino nelle economie avanzate più sane.

Luca Mezzomo

Tra luglio e agosto, il PMI globale è sceso solo marginalmente dai massimi pluriennali toccati a inizio estate a 55,5, un movimento che potrebbe essere ritenuto indicativo di una solida espansione dell'economia mondiale. Tuttavia, l'indicazione di forza fornita dall'indice aggregato di diffusione maschera una realtà articolata e per diversi aspetti non rassicurante. In primo luogo, i livelli sostenuti dipendono dal miglioramento registrato nei servizi: nel settore manifatturiero il recupero dal rallentamento primaverile è stato soltanto parziale. Inoltre, sta crescendo la dispersione geografica: gli indici reali di produzione industriale mostrano aree di debolezza più diffuse rispetto a fine 2013 e la stessa indagine congiunturale PMI evidenzia un cedimento degli indici nell'Eurozona e in alcuni Paesi emergenti (Russia, Brasile, Turchia). In generale, le previsioni di crescita sono state oggetto di prevalenti revisioni al ribasso.

Il clima di incertezza è stato accresciuto dalla crisi russo-ucraina, che soltanto nelle ultime settimane è stata indirizzata più chiaramente verso un esito negoziato. Diversi Paesi occidentali hanno introdotto limitate sanzioni economiche contro la Russia, che ha risposto con il divieto di importazione di alcune merci (in particolare prodotti agricoli) e prospettato ulteriori misure di rappresaglia. Le sanzioni, per quanto di portata ridotta, si sono sommate al peggioramento della situazione economica in Russia e al cedimento di altri mercati emergenti, causando un netto rallentamento dei flussi commerciali e rendendo le imprese più caute nella valutazione delle prospettive di mercato. Per quanto possa essere ritenuto di mutuo beneficio per Russia ed Europa occidentale rafforzare i legami commerciali reciproci, l'Unione Europea sarà obbligata a ridurre la propria dipendenza dalle forniture russe di gas naturale, mentre la Russia potrebbe trovare strategicamente conveniente perseguire maggiori legami economici e finanziari con l'Asia. In generale, non vi sono segnali che la crisi sarà rapidamente superata.

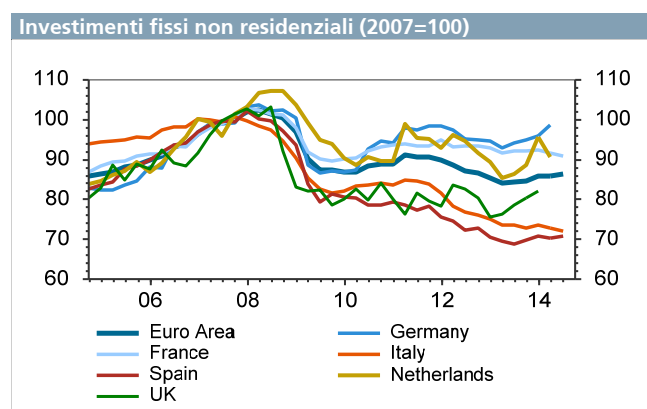
La debolezza della domanda mondiale è fonte di preoccupazione in particolare per le economie che non beneficiano di una soddisfacente dinamica della domanda interna, come l'Eurozona. Nel secondo trimestre, il PIL dell'area euro aveva avuto un andamento deludente, ma in parte dovuto a fattori transitori (ponti festivi, andamento meteorologico). Nel terzo trimestre è sì previsto un rimbalzo della crescita congiunturale, ma in un contesto di peggioramento del clima di fiducia delle imprese, di scarsa dinamica degli investimenti, e stagnazione/contrazione dell'attività in due paesi importanti come Francia e Italia.

Malgrado i segnali poco incoraggianti che ancora provengono dalle indagini congiunturali, ci sono le condizioni perché l'evoluzione del prossimo anno sia nella direzione di un rafforzamento della ripresa economica. Un primo elemento favorevole è costituito dalla forza della domanda interna negli Stati Uniti, che pensiamo continuerà nei prossimi mesi. Il secondo elemento è costituito dai riallineamenti valutari: il deprezzamento dell'euro sta assumendo contorni sempre più marcati e favorirà al margine la produzione europea. Infine, il peggio potrebbe essere dietro le spalle per alcuni mercati emergenti che hanno registrato un primo semestre molto debole, come il Brasile. Di contro, la forza del dollaro potrebbe accentuare la debolezza dei corsi delle materie prime, penalizzando i paesi esportatori; e, in generale, non sembra all'orizzonte una netta accelerazione del commercio mondiale rispetto agli attuali e modesti ritmi di crescita.

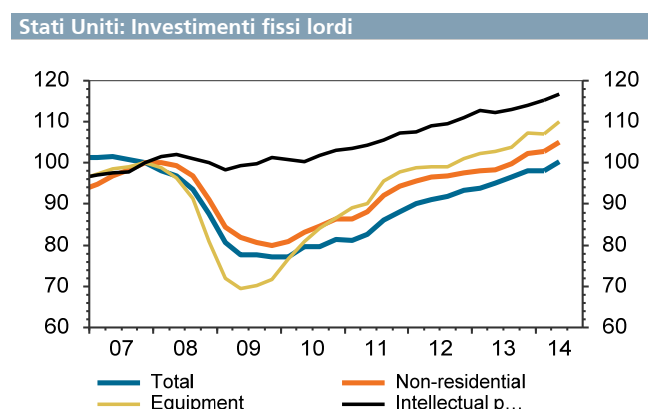
In un contesto di debole e incerto andamento della domanda internazionale, per i Paesi che faticano a uscire dalla recessione sarebbe ragionevole adottare politiche economiche più accomodanti. Sul fronte fiscale, è probabile che diversi Stati dell'Eurozona decidano nel 2015 di ignorare le richieste di restrizione fiscale derivanti dal patto di stabilità e crescita, sfruttando i

pochi margini di flessibilità a disposizione. Sarebbe opportuno che gli Stati con il bilancio più solido, come la Germania, usassero lo spazio di manovra per stimolare la domanda aggregata e favorire il processo di ribilanciamento all'interno dell'Eurozona; tuttavia, è dubbio che ciò accada, nonostante le crescenti sollecitazioni in tal senso. Ciò significa che l'Eurozona continuerà a galleggiare in un limbo di bassa crescita e bassa inflazione, e ciò sperando che nel frattempo nessuno degli scenari di rischio per l'economia mondiale si concretizzi.

Sul fronte monetario, il diverso andamento economico alimenta attese di netto sfasamento fra i cicli dei tassi di interesse che, come accennato, si sta riflettendo in movimenti dei tassi di cambio. Negli ultimi mesi si sono rafforzate le aspettative che la Federal Reserve possa avviare la restrizione monetaria entro metà 2015, mentre i mercati si attendono che nell'Eurozona la politica monetaria rimarrà eccezionalmente accomodante molto più a lungo, e che la BCE potrebbe anche spingersi fino a lanciare un programma di acquisti di titoli di stato. Tuttavia, non bisogna farsi troppe illusioni sull'efficacia della politica monetaria di attivare una ripresa che non c'è – dato il pessimismo delle imprese sulle prospettive della domanda e gli stretti vincoli alla politica fiscale. Una vigorosa espansione della base monetaria è probabile anche in Giappone, dove ci attendiamo che sia presto prorogato il programma di stimolo attualmente in corso. Poiché la restrizione monetaria operata dalla Federal Reserve non è imminente e non sarà violenta, le condizioni finanziarie rimarranno globalmente accomodanti. Peraltro, un movimento troppo rapido del dollaro potrebbe anche portare a un rinvio dei rialzi dei tassi ufficiali americani.



Fonte: Eurostat, Datastream Charting



Fonte: U.S. Dept. of Commerce, Datastream Charting

Un aspetto preoccupante dello scenario congiunturale è la bassa crescita degli investimenti, che appare incoerente con gli effetti della politica di tassi zero e l'aggressiva espansione della base monetaria. In generale, le imprese si stanno dimostrando molto riluttanti a investire anche nei Paesi caratterizzati da crescita della domanda interna e bassi livelli di pressione fiscale. Negli Stati Uniti, per esempio, la spesa per investimenti delle imprese non-finanziarie ha superato il flusso di risorse interne soltanto a partire dal primo trimestre 2014. Nell'Eurozona, le imprese non-finanziarie presentavano ancora nel 1° trimestre 2014 un saldo finanziario netto positivo pari all'1,7% del PIL. In generale, il rimbalzo degli investimenti è stato inferiore ad altri episodi ciclici. Guardando al livello della spesa per investimenti al netto dell'edilizia residenziale, i dati dell'Eurozona riflettono l'eccesso di capacità produttiva accumulato in alcuni paesi durante la crisi, che spiega gran parte della ampia e persistente contrazione degli investimenti in Italia e Spagna (in questi due paesi, il *gap* rispetto ai livelli del 2007 è ancora del 28-29%). In altri casi, il periodo di bassi investimenti può essere la temporanea conseguenza della necessità di ridurre il livello di leva finanziaria, o di un periodo precedente di eccessiva spesa in conto capitale, fenomeni che non sono necessariamente negativi per le prospettive di lungo termine. Ma si può notare che anche in Germania, nonostante l'andamento decisamente migliore della crescita e i

Scenario Macroeconomico

Settembre 2014

più elevati tassi di utilizzo della capacità produttiva, non sono stati ancora superati i livelli del 2007. Perfino negli Stati Uniti, nonostante il successo delle politiche di rilancio economico, gli investimenti non-residenziali sono soltanto del 4,7% sopra i livelli di fine 2007, anche se alcune componenti (e tra questi la spesa in macchinari) hanno avuto una dinamica relativamente brillante e recentemente hanno registrato un'accelerazione. La riluttanza a investire potrebbe danneggiare il potenziale di crescita delle economie avanzate, oltre a frenare la ripresa in corso.

La crescita economica per area geografica					
	2011	2012	2013	2014	2015
Stati Uniti	1.6	2.3	2.2	2.2	3.2
Giappone	-0.4	1.5	1.5	0.9	1.4
Area Euro	1.6	-0.6	-0.4	0.8	1.1
Europa Orientale	4.0	2.4	1.6	1.3	1.9
America Latina	2.8	2.7	2.4	1.3	2.3
OPEC	4.0	4.9	2.8	2.7	4.4
Asia orientale	7.4	5.8	6.1	6.1	5.9
Africa	3.4	3.1	3.6	3.3	4.1
Crescita mondiale	3.9	3.5	3.2	3.1	3.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2011	2012	2013	2014	2015
Petrolio (Brent, \$/barile)	111.5	112.0	108.4	105.6	100.7
	+40.2	+0.4	-3.2	-2.6	-4.6
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	190.0	171.0	169.0	164.9	160.4
	+17.9	-10.0	-1.2	-2.4	-2.7
Metalli (1990=100)	229.7	191.0	182.9	168.0	161.5
	+13.5	-16.8	-4.2	-8.1	-3.9
Agricole (1990=100)	153.5	134.0	136.2	138.5	128.2
	+22.7	-12.7	+1.6	+1.7	-7.5

Nota: livelli e variazioni medie annue. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

La contrazione del PIL nel 1° trimestre (-2,1% t/t ann.) si è confermata transitoria; la crescita ha già visto una netta ripresa nel secondo trimestre e si dovrebbe ora consolidare intorno al 3%. La domanda finale privata è sostenuta da fondamentali positivi per imprese e famiglie. Il mercato del lavoro continua a migliorare: il tasso di disoccupazione rimane su un trend in calo e dovrebbe raggiungere il livello di equilibrio stimato dalla Fed (5,2-5,5%) entro fine 2015. La sotto-occupazione è in calo, anche se la Fed ritiene che ci sia ancora un ammontare "significativo" di risorse inutilizzate.

L'inflazione è ancora sotto l'obiettivo della Fed. Il trend verso il 2% sarà rallentato dall'apprezzamento del cambio e dal calo dei prezzi energetici, ma sostenuto dalla chiusura dell'output gap. I salari crescono ancora lentamente, ma le imprese segnalano rialzi in arrivo.

Il FOMC rimane cauto sul sentiero di uscita e segnala ancora che i tassi resteranno ai livelli attuali per un "tempo considerevole" dopo la fine degli acquisti (ottobre). Il tasso sui fed funds resta il tasso principale di policy, ma la Fed userà il tasso sulle riserve in eccesso e quello sui reverse repo rate per controllare i tassi di mercato. A nostro avviso, il mercato sottostima gli aumenti futuri dei tassi di policy. Il primo aumento dovrebbe verificarsi nel giugno 2015; i tassi potrebbero raggiungere l'1,25% a fine 2015, per arrivare al 3,5% a fine 2017.

Stati Uniti:

dopo la pausa del 1° trimestre, la crescita è tornata robusta

La risalita dell'inflazione sarà ora frenata dal rafforzamento del dollaro

Primo rialzo dei tassi atteso nel giugno 2015

I dati estivi hanno chiaramente segnalato che la debolezza dei mesi primaverili si estenderà anche alla seconda parte dell'anno. Il deprezzamento del cambio sui livelli attuali era in larga misura incorporato nelle nostre stime di giugno. La velocità della ripresa nel corso del prossimo anno dipenderà, quindi, dalla dinamica della domanda interna. Riteniamo che la politica fiscale sarà moderatamente restrittiva dal momento che difficilmente si avranno "strappi significativi" alle regole comunitarie. Rivediamo al ribasso le stime di crescita per la zona euro a 0,8% nel 2014 e a 1,1% (da un precedente 1,5%) nel 2015, livelli significativamente inferiori alle stime di consenso. Permarrà un'ampia dispersione nella performance all'interno dell'area. La crescita sarà trainata dalla Germania, che dopo il temporaneo rallentamento estivo dovrebbe riprendere a crescere già nella seconda metà del 2014, e dalla Spagna. Francia e Italia dovrebbero crescere al di sotto della media (0,7% e 0,6%), frenate da problemi strutturali domestici.

In ogni caso, l'impulso di crescita nei prossimi dodici mesi non sarà sufficiente a innescare una chiusura significativa dell'output gap. Pertanto, i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo rimangono ancora verso il basso. Fino al 2016, a meno di violenti shock al rialzo sui prezzi energetici, l'inflazione rimarrà più vicina all'1,0% che al 2,0%.

La probabilità che la BCE annunci un programma di stimolo quantitativo rimane per il momento inferiore al 50%. Solo a fronte di ulteriori sorprese su ciclo e inflazione rispetto alle stime ultime dello staff, la BCE potrebbe decidere di intervenire. Ma in ogni caso è probabile che attenda almeno fino a marzo 2015 per valutare l'effetto delle misure già annunciate (nuove aste di rifinanziamento a lungo termine e programma di acquisto di ABS).

Nel biennio 2014-15 il Giappone sentirà gli effetti della massiccia restrizione fiscale strutturale dovuta al raddoppio dell'aliquota dell'imposta sui consumi. L'imposta è stata portata dal 5% all'8% ad aprile 2014 e dovrebbe essere ulteriormente alzata al 10% a ottobre 2015. Il rialzo dell'imposta ad aprile 2014 ha determinato una forte volatilità, con un massiccio anticipo di spesa fra fine 2013 e inizio 2014, seguito da un'ampia contrazione dei consumi e del PIL nel 2° trimestre. Gli effetti restrittivi dell'aumento delle imposte indirette sono moderati da espansione temporanea degli investimenti pubblici e dall'ampio stimolo monetario. La crescita annua nel 2014-15 dovrebbe essere intorno all'1%, ancora ampiamente al di sopra della crescita potenziale stimata dalla BoJ fra lo 0% e lo 0,5%. A un anno dall'introduzione di "Abenomics", il bilancio è positivo: la ripresa sopravvive alla restrizione fiscale e i prezzi, grazie alla svolta credibile della politica monetaria, sono stabilmente in aumento. L'inflazione al netto del rialzo dell'imposta sui consumi è per ora in linea con le proiezioni della Banca centrale, intorno all'1,3% a/a. L'indebolimento della domanda tuttavia rende probabile che l'obiettivo di inflazione al 2% entro il 2015 non sia raggiunto. La politica economica in autunno resterà l'elemento cruciale per l'evoluzione dello scenario. Il Governo a ottobre dovrebbe confermare il programma di rialzo dell'imposta sui consumi per ottobre 2015 e dovrebbe attuare almeno una parte delle riforme strutturali annunciate a giugno e mirate ad aumentare la crescita potenziale. Se la politica fiscale proseguirà sul sentiero del consolidamento e del rafforzamento della crescita di lungo termine, la BoJ potrebbe contribuire con ulteriore stimolo da attuare nel 2015 (e fino a quando necessario, perciò probabilmente almeno il 2016), con un obiettivo più elevato per la base monetaria, da raggiungere attraverso maggiori acquisti di JGB. I tassi di interesse reali resteranno ampiamente negativi e il cambio potrebbe ulteriormente deprezzarsi contro dollaro.

Dopo il miglioramento del 2° trimestre, gli indicatori ciclici tra giugno e agosto hanno evidenziato un ritorno al trend di rallentamento, guidato soprattutto dalla frenata degli investimenti in edilizia residenziale, mentre consumi ed esportazioni seguitano a tenere. Manteniamo invariate le nostre previsioni di crescita del PIL per l'anno corrente e per il successivo: il rallentamento dovrebbe proseguire a 7,3% quest'anno e a 7,1% il prossimo. Nonostante le pressioni sui prezzi dei generi alimentari e il riordino delle tariffe energetiche, l'aumento dell'inflazione dovrebbe essere contenuto: la media annua per il 2014 è attesa a

Area euro:
peggiorano inaspettamente le prospettive economiche, tagliate le stime di crescita

L'inflazione sarà più vicina all'1% che al 2% nei prossimi anni

Asia

Giappone: lo stimolo monetario continuerà nel 2015; ancora volatilità indotta dalla politica fiscale

Cina: economia in rallentamento, frenata dall'edilizia residenziale

2,3%, e in aumento a 2,5% nel 2015. Riteniamo che la Banca centrale continuerà a fornire liquidità al mercato attraverso le operazioni di mercato aperto e a impedire rialzi eccessivi e/o duraturi dei tassi monetari. In questo senso leggiamo l'abbassamento del tasso di 20pb nelle operazioni di reverse repo a 14gg di settembre e la scadenza più lunga del prestito attraverso la Standing Lending Facility. Riteniamo inoltre che la PBOC eviterà ritocchi al coefficiente di riserva obbligatoria o ai tassi a meno di un crollo dei dati macro nei prossimi mesi.

In India, diversi elementi giustificano una revisione al rialzo delle previsioni di crescita per il 2014 dal 4,7% al 5,3%. Il PIL indiano è salito del 5,7% a/a nel 2° trimestre, in sensibile accelerazione rispetto al 4,6% a/a dei due trimestri precedenti, sostenuto dal rimbalzo degli investimenti e dei consumi pubblici, nonché dall'ottima performance delle esportazioni. Gli indici di fiducia di imprenditori e consumatori sono risaliti e il traffico cargo e passeggeri ha registrato un continuo aumento durante l'estate, in linea con il recupero delle importazioni e con la tenuta della produzione industriale, confermando il miglioramento dell'attività economica anche nel corso del 3° trimestre. Un'ulteriore accelerazione, al 5,6%, è attesa nel 2015. La rupia rimane esposta a volatilità a dispetto del miglioramento delle prospettive economiche interne e degli indicatori di vulnerabilità esterna.

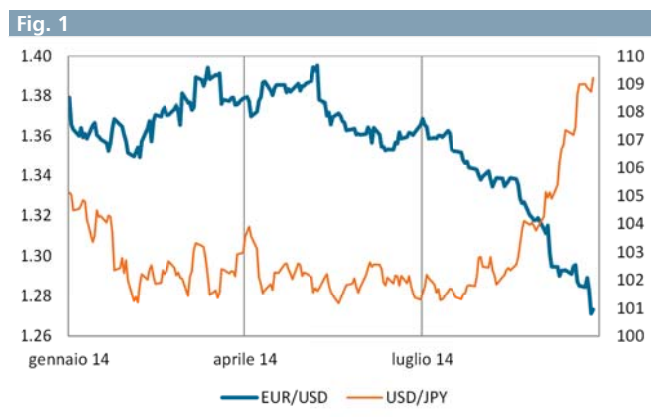
India: migliorano le prospettive economiche

Mercati valutari: è partito il ciclo del dollaro

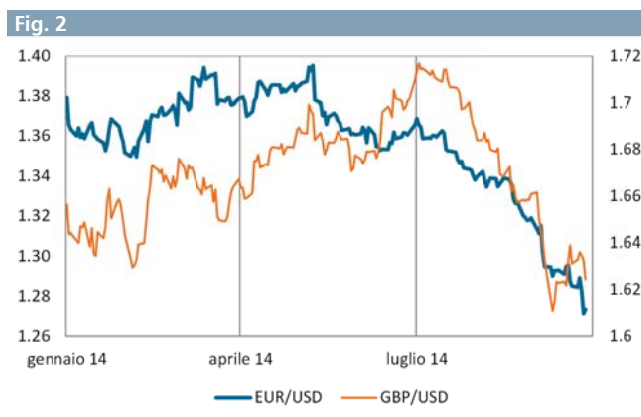
I mercati valutari hanno finalmente preso atto della portata della svolta che la Fed intraprenderà nei prossimi mesi. L'apprezzamento del dollaro è andato infatti non solo consolidandosi rispetto alle valute principali (sterlina esclusa), ma anche estendendosi rispetto alle emergenti.

Asmara Jamaleh

La svolta ha preso piede quando la Fed ha riconosciuto la bontà della ripresa USA e ha ammesso che, se i progressi sul mercato del lavoro dovessero rivelarsi maggiori/più rapidi delle attese, il primo rialzo dei fed funds potrebbe arrivare prima del previsto.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La prima apertura in tal senso era stata fatta in un importante discorso di Yellen a metà luglio. Il messaggio è stato poi riproposto in sede FOMC. L'aspetto di mercato interessante è che questi sviluppi si sono declinati con modalità e tempistiche leggermente differenti tra le majors. Infatti: (i) il calo dell'euro è stato più rapido delle attese, (ii) quello dello yen invece più tardivo ma quando è partito ha bruciato le tappe, (iii) mentre la sterlina, per un buon tratto, si è al contrario apprezzata.

Qualche differenza di comportamento si potrebbe osservare anche nei prossimi mesi.

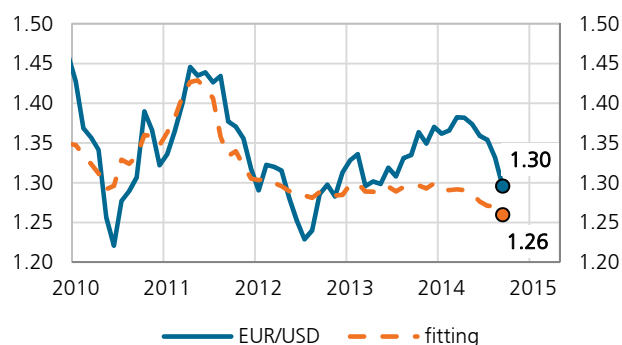
Nel 2° trimestre, tra luglio e settembre, l'euro è sceso di dieci figure, da 1,36 a 1,26 EUR/USD (venendo da un massimo d'anno a un soffio da 1,4000: 1,3993 a inizio maggio). Il calo sotto 1,3000 – avvenuto a settembre – si è dunque realizzato prima delle attese. Ad agevolarlo sono

stati (1) il **deterioramento del quadro macroeconomico nell'area euro** (ripresa e inflazione più deboli del previsto) e (2) la **reazione della BCE**. Riguardo a quest'ultima, a settembre è stato annunciato un piccolo ma inatteso taglio dei tassi ufficiali, un programma d'acquisto di ABS e la disponibilità esplicita ad adottare altre misure non convenzionali, prima fra tutte l'eventuale estensione degli acquisti ai titoli di Stato, che hanno reso massima la divergenza tra l'azione di *policy* della BCE e quella della Fed.

L'indebolimento autonomo dell'euro è andato così a sommarsi al rafforzamento già in corso del dollaro e il cambio ha teoricamente completato l'aggiustamento che doveva fare. Infatti, secondo le nostre stime, basate sulla relazione tra EUR/USD e rendimenti a breve dell'area e degli USA, il "fair value" attuale dovrebbe collocarsi a quota 1,26 (v. Fig. 3), e qui è arrivato finora il calo dell'euro.

Tale livello è coerente con una combinazione (v. Tab. 1) di rendimenti europei a zero e di rendimenti statunitensi a 0,50%, che rappresentano i valori correnti dei rendimenti. Nello scenario in cui la Fed alzerà i tassi l'anno prossimo mentre la BCE non solo li terrà fermi a zero ma potrebbe anche annunciare un programma di acquisti di titoli di Stato, il "fair value" del cambio si abbassa ulteriormente. In particolare, secondo le stime del modello, a una combinazione di tassi euro-USA 0-1,0% corrisponde un valore di equilibrio dell'euro a 1,23 EUR/USD. Il *downside* della moneta unica potrebbe quindi estendersi **tra 1,25 e 1,20 EUR/USD** sull'orizzonte entro 3m-6m.

Fig. 3



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 – Valore teorico del cambio EUR/USD per diverse combinazioni dei tassi

		rendimenti a breve USA (%)			
		0.00	0.25	0.50	1.00
rendimenti a breve area euro (%)	0.00	1.3045	1.2859	1.2676	1.2318
	0.25	1.3280	1.3091	1.2905	1.2540
	0.50	1.3520	1.3328	1.3138	1.2767
	1.00	1.4013	1.3814	1.3617	1.3232

Fonte: stime del Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Dopo tale periodo la fase discendente dovrebbe andare esaurendosi, a meno di un ulteriore peggioramento nell'area euro. Inoltre, il fatto che il cambio sia sceso sotto 1,30 prima del previsto dovrebbe agevolare sia la crescita sia il rientro dell'inflazione verso *target*, facilitando il compito alla BCE.

Il tema della divergenza delle politiche monetarie è ancora più estremo nel caso dello yen. Nell'ipotesi che la Banca del Giappone annunci un'estensione dello stimolo monetario, che riteniamo molto plausibile, nel 2015 la base monetaria continuerà a crescere velocemente, mentre negli Stati Uniti sarà garantita soltanto la crescita 'fisiologica', e in un contesto di tassi di interesse in rialzo. Il violento movimento registrato recentemente dallo yen potrebbe avere in parte anticipato tale scenario, ma è non esaurisce il potenziale di deprezzamento della moneta giapponese. Ci attendiamo un ulteriore arretramento fino all'area 110-115.

Di contro, la sterlina britannica condividerà con il dollaro il sostegno dato da una sempre più prossima svolta del ciclo di politica monetaria. Proprio le oscillazioni delle aspettative sulle mosse della BoE e l'intersezione di queste con le notizie sulla politica monetaria statunitense spiegano

la forte volatilità mostrata recentemente dalla sterlina. Riteniamo possibili nuovi massimi contro euro nei prossimi mesi.

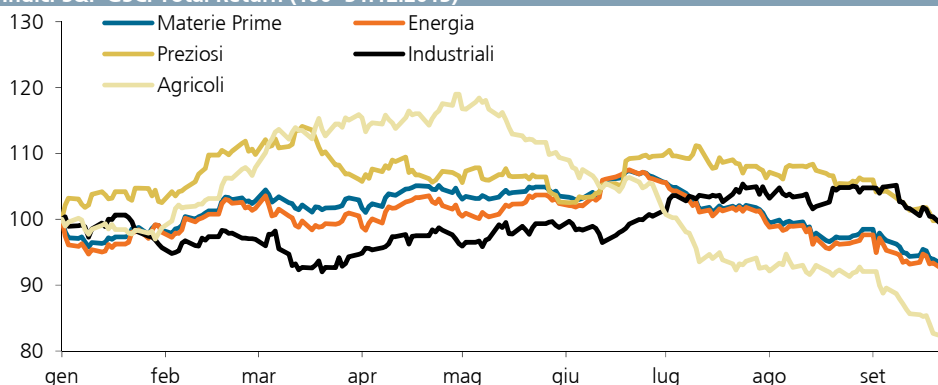
Il rischio insito in queste previsioni è che un rafforzamento troppo rapido e troppo ampio del dollaro porti gli Stati Uniti a importare deflazione e freni la crescita attraverso il peggioramento della bilancia commerciale. Ciò renderebbe la Federal Reserve ancora più cauta nel valutare le prossime misure di politica monetaria, e potrebbe scatenare movimenti correttivi sui mercati valutari.

Materie prime: eccesso di offerta

I principali temi che guideranno i mercati delle commodity nei prossimi mesi saranno: dollaro americano, crescita economica mondiale e tensioni geopolitiche. In particolare, la tradizionale correlazione negativa fra dollaro e commodity dovrebbe portare ad importanti pressioni al ribasso sul comparto. Per molte delle principali materie prime, importanti rialzi delle quotazioni non sono sostenibili in assenza di un significativo taglio dell'offerta sul mercato fisico.

Daniela Corsini

Indici S&P GSCI Total Return (100=31.12.2013)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quest'anno abbiamo avuto un'estate anomala. Il 2012 e il 2013 ci avevano abituato a condizioni meteorologiche eccezionali nei mesi estivi, con caldo record e siccità e a mercati delle commodity in rialzo. Invece, questa è stata un'estate fresca e, come nel 2011, le quotazioni delle materie prime sono scese molto più velocemente delle attese quando è diventato evidente che le tensioni geopolitiche, che avevano alimentato le quotazioni di alcune commodity nella prima metà dell'anno, non avrebbero aggravato ulteriormente le limitazioni dell'offerta fisica.

Inoltre, negli ultimi mesi il comparto è stato complessivamente guidato al ribasso dal rafforzamento del dollaro e dalle delusioni nei dati macroeconomici pubblicati in Europa e paesi emergenti, che hanno portato a rivedere al ribasso le stime di domanda mondiale di materie prime. Soprattutto energia e agricoli hanno sofferto un rapido deterioramento dei fondamentali di domanda e offerta: il prezzo del petrolio è stato negativamente influenzato dalle revisioni al ribasso delle stime di consumo mondiale e da una produzione in rialzo negli Stati Uniti e in Libia, mentre le quotazioni dei cereali sono crollate con l'avanzare della stagione produttiva, caratterizzata da raccolti molto abbondanti.

I principali temi che guideranno i mercati delle commodity nei prossimi mesi saranno: dollaro americano, crescita economica mondiale e tensioni geopolitiche.

Dollaro americano

Il sentiero verso una politica monetaria più restrittiva da parte della Fed è tracciato: in ottobre si concluderà il programma mensile di acquisto titoli e verso metà 2015 si assisterà probabilmente al primo rialzo dei tassi. Inoltre, l'economia americana è in accelerazione, mentre Europa e Giappone sono ancora deboli e i principali paesi emergenti stanno rallentando. Tutti questi fattori suggeriscono che il rafforzamento del dollaro americano continuerà anche nei prossimi mesi. La tradizionale correlazione negativa con le materie prime dovrebbe portare ad importanti pressioni al ribasso sul comparto. In particolare, storicamente le commodity più esposte al rafforzamento del dollaro sono state petrolio, oro e metalli industriali, soprattutto il rame.

Stime di crescita economica mondiale

Dopo i deludenti dati macroeconomici pubblicati negli ultimi mesi, riteniamo probabili ulteriori revisioni al ribasso delle stime di crescita per Europa, Cina e Russia. Questi annunci dovrebbero temporaneamente deprimere il *sentiment* di mercato e alimentare il timore che le attuali stime di crescita della domanda mondiale di materie prime si rivelino troppo ottimistiche. Al contrario, nell'ipotesi di un miglioramento del flusso di dati macroeconomici, verso fine anno potremmo assistere a pressioni al rialzo legate alla pubblicazione di previsioni relativamente ottimistiche per il prossimo biennio. Tradizionalmente, la pubblicazione di dati che indicano un rafforzamento del ciclo economico beneficia energia e metalli industriali, a scapito di oro e argento.

Per quanto riguarda la Cina, il gigante asiatico è il primo consumatore al mondo per buona parte delle materie prime, quindi un sostenuto recupero delle quotazioni nel comparto non può prescindere dalla buona salute dell'economia cinese in generale, e dei settori manifatturiero e delle costruzioni in particolare. Gli ultimi dati macroeconomici pubblicati in Cina sono stati complessivamente deludenti. In particolare, alcuni degli indicatori più seguiti dal mercato delle commodity evidenziano il rallentamento dell'economia: in agosto la produzione industriale è cresciuta del 6,9% a/a (vs. 8,8% atteso), il minimo da dicembre 2008; gli investimenti fissi sono saliti del 16,5% (vs. 16,9% atteso), il minimo da febbraio 2011; le vendite al dettaglio sono salite dell'11,9% (vs. 12,1% atteso), il minimo da febbraio 2011. Inoltre, in agosto la produzione totale di energia ha registrato il primo declino su base annua da oltre quattro anni. Sebbene il calo sia in parte spiegato dall'effetto base per gli alti consumi registrati l'estate scorsa, quando le città cinesi furono colpite da un'ondata di caldo record, questo dato riflette anche la debolezza della domanda industriale. Inoltre, il settore immobiliare resta debole, per le condizioni tese sul mercato del credito e le misure di raffreddamento imposte dal Governo.

Tensioni geopolitiche

Agli occhi degli investitori, nei mesi estivi i rischi geopolitici erano passati temporaneamente in secondo piano per l'assenza di significative interruzioni all'offerta di petrolio e gas naturale dovute alle crisi in Ucraina e Iraq. Tuttavia, riteniamo probabile che nei prossimi mesi il rischio geopolitico torni ad essere un importante *driver* di mercato.

In particolare, per quanto riguarda l'Ucraina, a partire dal 16 giugno scorso la Russia ha tagliato le forniture di gas naturale al Paese con il pretesto del mancato pagamento del debito commerciale. Durante i due precedenti tagli, a gennaio 2006 e gennaio 2009, le forniture di gas in transito verso l'Europa erano state fortemente ridotte a causa dei prelievi che l'Ucraina aveva comunque effettuato per far fronte al fabbisogno domestico. Riteniamo che anche nella prossima stagione invernale il rischio di interruzioni del flusso di gas verso l'Europa sarà significativo. Attualmente, le uniche risorse a disposizione del Governo ucraino per sopperire all'assenza dei 25 miliardi di metri cubi all'anno di gas russo, che copriva circa metà del fabbisogno domestico, sono il ricorso agli stoccaggi (pieni solo a metà), le importazioni dalla Slovacchia (a regime il nuovo oleodotto dovrebbe trasportare 10 miliardi di metri cubi all'anno) e il taglio dei consumi domestici (aumentando sino a tre volte il prezzo del gas, per stimolare il risparmio energetico).

Nell'ipotesi di una modesta riduzione del flusso complessivo di gas russo verso l'Europa nei mesi invernali, assisteremo ad un moderato rialzo delle quotazioni del gas lungo tutta la curva forward. Se invece la riduzione fosse talmente significativa da portare ad una temporanea interruzione delle forniture russe in transito dall'Ucraina, i prezzi di mercato potrebbero risalire facilmente ai massimi registrati nel 2012 e 2013, ovviamente con incrementi più rilevanti nella parte a breve della curva. Tuttavia, escludendo l'ipotesi di un inverno particolarmente rigido, eventuali picchi delle quotazioni dovrebbero essere seguiti da un veloce ritorno delle quotazioni verso livelli più contenuti. Infatti, gran parte dei paesi europei è abbastanza preparata a far

fronte a una simile eventualità, poiché i livelli degli stoccaggi di gas sono molto elevati e, dopo l'estate piovosa, anche i bacini idroelettrici sono pieni. Inoltre, attualmente non riteniamo che la Russia possa permettersi un prolungato blocco delle forniture verso il suo principale mercato di sbocco e quindi riteniamo che sarebbe costretta ad aumentare abbastanza rapidamente i volumi in transito.

Per quanto riguarda i rischi di lungo periodo, sottolineiamo che le attuali sanzioni internazionali contro la Russia rischiano di danneggiare le prospettive sulla futura produzione di petrolio e gas, data la difficoltà di finanziare i costosissimi progetti nell'Artico e in Siberia, che richiedono ingenti capitali e tecnologie molto avanzate. Eventuali revisioni al ribasso delle stime di produzione futura permetteranno di sostenere le quotazioni del petrolio nella parte lunga della curva.

Anche per quanto riguarda l'Iraq, il conflitto in corso rappresenta una seria minaccia per il futuro del mercato petrolifero mondiale, data la rilevanza dell'attuale produzione irachena e le potenzialità di crescita produttiva di questi giacimenti. Inoltre, gli Stati Uniti sono pronti ad intervenire in Iraq con missioni aeree mirate e non hanno ufficialmente escluso la possibilità di bombardare infrastrutture controllate dai militanti jihadisti del gruppo "Islamic State in Iraq and Syria" (ISIS). Ovviamente, danni alle infrastrutture esistenti renderebbero ancora più lungo e difficoltoso il ritorno alla piena produzione. Al momento in cui scriviamo sembra che ISIS controlli una decina di giacimenti petroliferi (sei in Siria e quattro in Iraq) e che riesca a vendere sul mercato nero circa 80 mila barili di petrolio al giorno, destinati principalmente ad usi industriali e alla generazione di elettricità nelle aree controllate dall'ISIS. Tuttavia, esiste il rischio che parte di questo petrolio riesca ad essere esportato illegalmente in alcuni dei paesi limitrofi via camion, date le difficoltà dei governi nel controllare il territorio, e possa addirittura essere mescolato a petrolio venduto sui mercati internazionali.

Alcuni commentatori hanno suggerito che basse quotazioni del petrolio potrebbero essere usate come arma contro l'ISIS, perché eroderebbero i ricavi da cui dipende l'organizzazione. Tuttavia, i prezzi a cui scambia il greggio in queste regioni sono ben inferiori ai benchmark internazionali e attualmente i militanti non sembrano interessati a logiche economiche, come ad esempio remunerare i costi fissi di produzione. Per cui, un significativo calo delle quotazioni internazionali danneggerebbe semplicemente le produzioni occidentali a maggior costo marginale, ma non eroderebbe l'offerta di petrolio venduto illegalmente sul mercato nero.

Data l'instabilità dell'attuale scenario geopolitico, manteniamo nelle nostre stime un perdurante, ma basso premio al rischio.

Le nostre previsioni per l'universo *commodity*

Il nostro modello di previsione è basato sulle attuali stime dei fondamentali di domanda e offerta per le singole materie prime, sul nostro scenario macroeconomico di riferimento e sull'evoluzione attesa negli equilibri geopolitici, su cui gravano ancora importanti fattori di incertezza.

Nel comparto energetico ci attendiamo che nei prossimi mesi l'Arabia Saudita tagli gradualmente le proprie esportazioni di petrolio e che le quotazioni risalgano verso l'intervallo di prezzo ritenuto più adeguato da gran parte dei membri OPEC, fra i 100 e i 110 dollari al barile per il petrolio Brent. Tuttavia, importanti pressioni al ribasso saranno esercitate dall'atteso rafforzamento del dollaro americano. Prevediamo per il petrolio Brent un prezzo medio di 99,7 dollari al barile nel 4° trimestre 2014 e di 100,7 dollari nel 2015, mentre stimiamo per il petrolio WTI un prezzo medio di 92,5 dollari al barile nel 4° trimestre 2014 e di 93,2 dollari nel 2015.

Scenario Macroeconomico

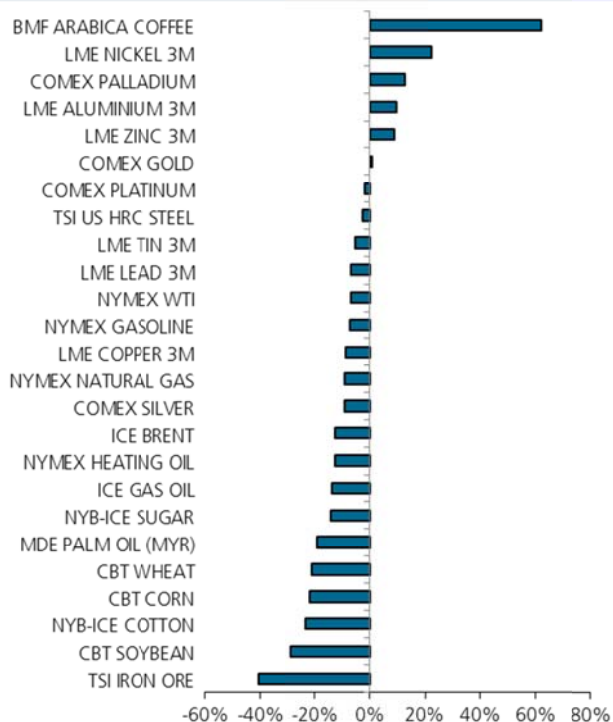
Settembre 2014

Nel 4° trimestre, ci attendiamo pressioni al ribasso per oro e argento, per il rafforzamento del dollaro e la debolezza della domanda di investimento, mentre prevediamo prezzi circa stabili per platino e palladio.

Per i metalli industriali, prevediamo quotazioni complessivamente stabili: molti metalli sono imbrigliati in intervalli di prezzo in cui il supporto è rappresentato dagli alti costi marginali di produzione, mentre il livello di resistenza è determinato dalle scorte elevate. Inoltre, la forza del dollaro e l'incertezza che grava sulle principali economie emergenti impediscono un sostenuto rimbalzo della domanda industriale per queste commodity. In particolare, ci attendiamo che il comparto sarà soprattutto influenzato dai dati macroeconomici che saranno pubblicati dalla Cina nei prossimi mesi.

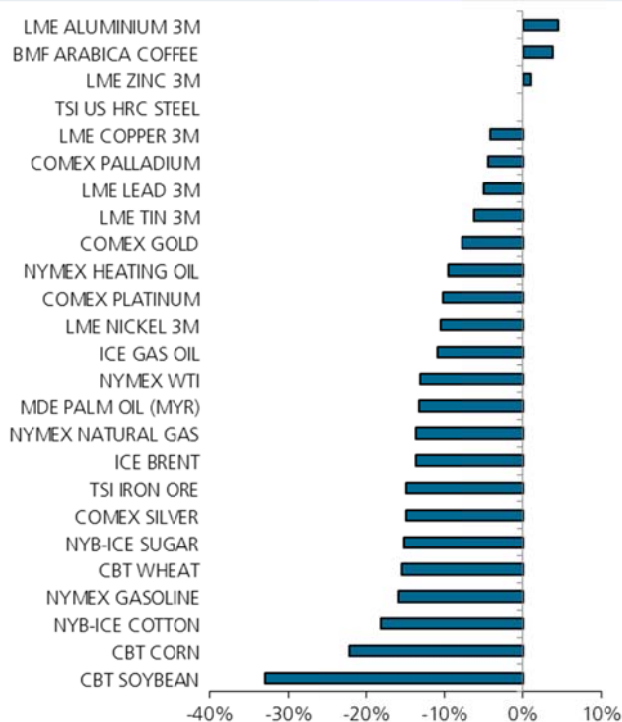
Per quanto riguarda gli agricoli, i principali *driver* di mercato sono le stime di produzione e consumo mondiali. Per i cereali, l'USDA prevede nella stagione 2014-15 un raccolto molto abbondante e scorte finali in netto rialzo. Il significativo deterioramento dei fondamentali di domanda e offerta registrato in questi mesi impedirà importanti recuperi delle quotazioni.

Performance da inizio anno al 22.09.2014 (prezzi spot)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 3° trimestre (dal 30.06 al 22.09.2014)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio: aspettando il taglio dell'OPEC

Le quotazioni del petrolio dovrebbero rimanere deboli sinché non appariranno i primi segnali evidenti di una riduzione dell'offerta sul mercato fisico. Nel breve, i fattori macroeconomici eserciteranno nuove pressioni negative sui prezzi per il rischio di ulteriori revisioni al ribasso delle stime di crescita economica in Europa e Cina e per l'atteso rafforzamento del dollaro.

A inizio giugno, i mercati erano molto preoccupati della capacità dei membri OPEC in generale, e dell'Arabia Saudita in particolare, di aumentare la propria produzione nei mesi estivi per far fronte al crescente fabbisogno mondiale, mantenendo quindi il mercato ben bilanciato e i prezzi all'interno dell'intervallo di 100-110 dollari al barile, *range* che la maggior parte dei membri

OPEC ritiene adeguato sia per produttori che consumatori. *International Energy Agency* (IEA), OPEC e *U.S. Energy Information Administration* (EIA) si attendevano che nel 2° semestre l'OPEC avrebbe dovuto aumentare la propria produzione complessiva, fornendo una quantità di petrolio superiore al *target* produttivo di 30 milioni di barili al giorno (Mb/g), riconfermato nell'ultima riunione semestrale dell'OPEC, tenutasi l'11 giugno a Vienna.

Tuttavia, nei mesi estivi, una serie di deludenti dati macroeconomici in Europa e Cina e un clima più fresco rispetto alla media stagionale in molte regioni hanno portato a continue revisioni al ribasso della domanda di petrolio. Al contrario, l'ottimismo per la crescita della produzione in Nord America (favorita anche da una bassa minaccia di uragani) e l'attesa di un veloce ritorno sul mercato dell'output libico hanno cancellato i timori riguardo la disponibilità di petrolio sul mercato fisico.

Inoltre, agli occhi degli investitori i rischi geopolitici sono passati temporaneamente in secondo piano per l'assenza di interruzioni all'offerta legate alle crisi in Iraq e Ucraina, mentre la politica monetaria americana è tornata sotto i riflettori. La prossima interruzione del programma di acquisto titoli e la previsione di un primo rialzo dei tassi nel 2015 hanno portato ad un importante rafforzamento del dollaro americano contro le principali valute.

Di conseguenza, i mercati finanziari hanno inevitabilmente risposto all'indebolimento dei fondamentali, alla riduzione del rischio geopolitico percepito e al rafforzamento del dollaro vendendo petrolio a favore di altri asset, quali dollaro e mercato azionario americano. A inizio settembre, il WTI ha toccato i minimi da maggio 2013 e il Brent i minimi da luglio 2012.

Al momento in cui scriviamo, il *sentiment* sui mercati finanziari è ancora negativo verso il petrolio, come mostrano i bassi livelli di posizioni speculative rilevati dalla U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Fondamentali di domanda e offerta

Secondo le ultime stime pubblicate in settembre, IEA, OPEC e EIA continuano ad attendersi per il prossimo trimestre, e per l'intero 2014, un incremento più ampio dei volumi di produzione non-OPEC rispetto alla domanda mondiale. Ad esempio, secondo le stime dell'EIA, la capacità produttiva in eccesso, o *spare capacity*, concentrata quasi interamente in Arabia Saudita, dovrebbe tornare ad ampliarsi nel 4° trimestre a 2,68 Mb/g, da 1,98 Mb/g stimati nel 3° trimestre. Ciò porterebbe la *spare capacity* media per l'anno 2014 a 2,18 Mb/g, da 2,14 Mb/g registrati in media nel 2013.

Per il 2015, i tre principali previsori si attendono che i mercati saranno circa bilanciati, con un aumento dell'offerta non-OPEC in linea con l'incremento atteso della domanda mondiale, in termini di volumi. L'EIA stima che nel 2015 la *spare capacity* si amplierà sino a 3,13 Mb/g nel 4° trimestre 2015, attestandosi su un livello medio di circa 2,74 Mb/g nel corso dell'anno, anche grazie al parziale ritorno della produzione libica. Le scorte commerciali nei Paesi OCSE dovrebbero espandersi dai 2,551 miliardi di barili registrati a fine 2013 a 2,580 miliardi a fine 2014 e a 2,604 miliardi a fine 2015.

Le stime di consenso indicano che il prossimo anno l'OPEC dovrebbe ridurre la propria produzione media sotto l'attuale target produttivo di 30 Mb/g al fine di bilanciare i mercati ("*call on OPEC crude*").

L'attesa di un complessivo allentamento del bilancio di mercato e le basse quotazioni potrebbero spingere i paesi membri dell'OPEC a rivedere al ribasso il proprio obiettivo di produzione cumulata a 29,5 Mb/g, come suggerito dal Segretario Generale El-Badri lo scorso 16 settembre. La prossima riunione semestrale dell'organizzazione è prevista per il 27 novembre.

Scenario Macroeconomico

Settembre 2014

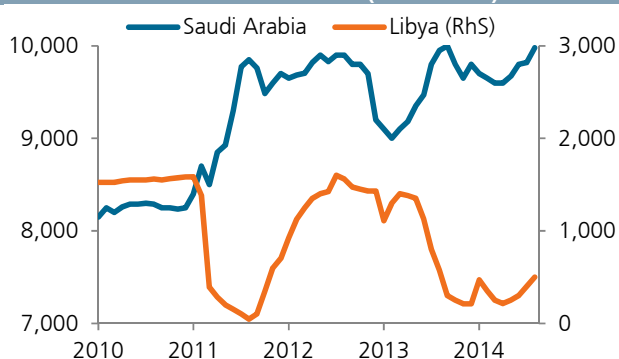
Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2014				
Stime a settembre 2014, in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	91,2	55,9	5,8	29,5
vs. 2013	1,1	1,7	0,2	-0,8
IEA	92,6	56,3	6,4	29,9
vs. 2013	0,9	1,6	0,1	-0,6
EIA	91,5	55,9	6,1	29,6
vs. 2013	1,0	1,8	0,0	-0,3

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

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2015				
Stime a settembre 2014, in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	92,4	57,2	6,0	29,2
vs. 2013	1,2	1,2	0,2	-0,3
IEA	93,8	57,6	6,6	29,6
vs. 2013	1,2	1,3	0,2	-0,3
EIA	92,9	57,2	6,3	29,5
vs. 2013	1,3	1,2	0,2	-0,1

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

Produzione in Arabia Saudita e Libia (scala destra) e...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

... produzione in Iran e Iraq, in migliaia di barili al giorno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni

Nelle nostre previsioni, incorporiamo l'attesa che nei prossimi mesi l'Arabia Saudita tagli gradualmente le proprie esportazioni di petrolio. Come ribadito più volte dal Ministro del petrolio saudita, l'intervallo di prezzo ritenuto più adeguato è fra i 100 e i 110 dollari al barile. Inoltre, l'alta spesa fiscale sta portando all'erosione del surplus di bilancio e ad un ulteriore incremento del prezzo del petrolio di budget break-even attorno ad un livello di 90 dollari al barile.

La decisione di annunciare anche un taglio del target ufficiale da parte dell'OPEC sarà una scelta principalmente politica e dipenderà dal livello dei prezzi del petrolio a ridosso della riunione semestrale e dall'evoluzione delle relazioni diplomatiche con la Russia.

Infatti, il prezzo medio del petrolio che pareggia i conti pubblici russi è ancora più elevato che per quelli sauditi: attorno ai 114 dollari al barile per la qualità Ural per il bilancio 2013. Probabilmente, convincere l'OPEC a tagliare per difendere i prezzi era uno dei motivi non ufficialmente dichiarati dell'incontro tenutosi a metà settembre fra il Ministro dell'energia russo

Novak e il segretario generale dell'OPEC El-Badri. Tuttavia, i Sauditi potrebbero non essere particolarmente motivati ad accorrere prontamente in soccorso della Russia, dato il ruolo sinora giocato da Mosca nel sostenere i governi in Iran e Siria.

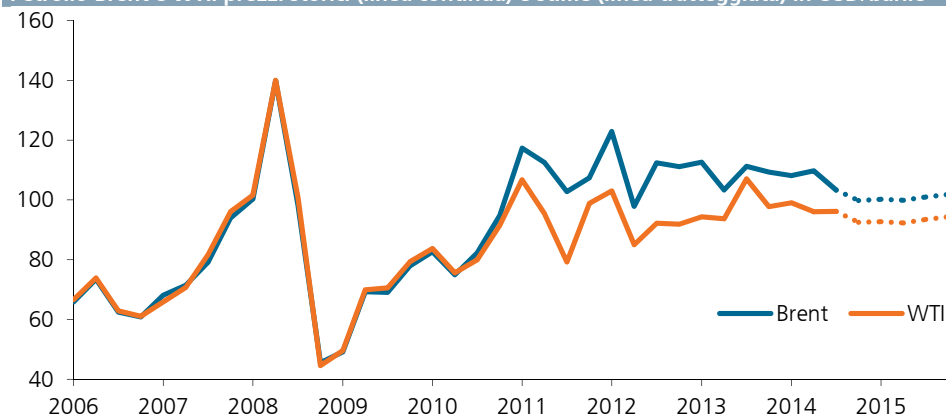
Nel nostro scenario di base, ci attendiamo che le quotazioni del petrolio rimarranno deboli nelle prossime settimane. Tale attesa è giustificata dal timore che i fattori macroeconomici eserciteranno nuove pressioni negative sui prezzi. Infatti, ci attendiamo l'annuncio di ulteriori revisioni al ribasso delle stime di crescita economica, soprattutto per Europa e paesi emergenti, e riteniamo che il sentiero di politica monetaria intrapreso dalla Fed alimenterà il rafforzamento del dollaro. Ci attendiamo che il Brent ritornerà stabilmente al di sopra del livello di 100 dollari al barile solo quando appariranno i primi segnali evidenti di una riduzione dell'offerta sul mercato fisico.

Attualmente, incorporiamo nelle nostre stime per il 2015 un perdurante, ma basso premio al rischio geopolitico poiché non ci aspettiamo che nel breve periodo i conflitti in corso in Ucraina e in Medio Oriente portino a gravi riduzioni dell'offerta di petrolio sul mercato fisico, Libia esclusa. Infatti, riteniamo che nel corso del prossimo anno la produzione libica resterà ancora molto volatile per l'instabilità della situazione politica interna e lo scarso controllo del Governo sul territorio. Tuttavia, gli altri membri OPEC non dovrebbero avere difficoltà a compensare eventuali riduzioni delle esportazioni dalla Libia, data l'attesa di una *spare capacity* complessivamente in espansione per il gruppo.

Per quanto riguarda le nostre previsioni di lungo periodo, riteniamo che la crisi in Iraq abbia seriamente danneggiato le potenzialità di sviluppo del paese, portando ad una marcata revisione al ribasso delle stime di produzione futura. Per questo motivo, ci attendiamo che anche nei prossimi mesi le scadenze più lunghe della curva forward rimarranno ancorate ad alti livelli, attorno ai 95 dollari al barile.

Rispetto al precedente scenario trimestrale, delineato a giugno, abbiamo rivisto in ribasso le nostre stime per il petrolio Brent a un prezzo medio di 99,7 dollari per il 4° trimestre 2014 e a 100,7 dollari per il 2015 e per il petrolio WTI a un prezzo medio di 92,5 dollari per il 4° trimestre 2014 e a 93,2 dollari per il 2015. Le variazioni sono spiegate dalla revisione al ribasso delle stime di domanda mondiale a seguito di deludenti dati pubblicati in Europa e Cina. Prevediamo un differenziale medio fra Brent e WTI di circa 7,5 dollari al barile per il 2015, ma ci attendiamo che lo spread rimarrà volatile, influenzato dalla forza relativa dell'economia americana.

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



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

Scenario Macroeconomico

Settembre 2014

Stime di Prezzo del petrolio Brent								
al 23.09.2014	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15	2014	2015	2016
Stima	99,7	100,2	99,8	101,0	101,8	105,2	100,7	101,9
Mediana Bloomberg	107,0	106,0	104,4	106,0	104,0	N.A.	104,3	103,0
Contratti Forward	98,0	99,4	99,9	100,1	100,1	N.A.	99,9	99,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI								
al 23.09.2014	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15	2014	2015	2016
Stima	92,5	92,7	92,3	93,5	94,3	95,9	93,2	94,5
Mediana Bloomberg	99,0	100,0	98,0	98,2	97,0	N.A.	98,9	95,0
Contratti Forward	90,3	89,8	89,6	89,3	89,1	N.A.	89,4	88,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti – La crescita c'è, la Fed scalda i motori

- La contrazione del PIL nel 1° trimestre (-2,1% t/t ann.) si è confermata transitoria; la crescita è in netta ripresa in 2° trimestre e si dovrebbe consolidare poco sopra il 3% nel 2° semestre (3,2% t/t ann.) e nel prossimo biennio (previsione 2015: 3,2%, 2016: 3,1%).
- La domanda finale privata è sostenuta da fondamentali positivi per imprese e famiglie. Il mercato del lavoro continua a migliorare. Il tasso di disoccupazione rimane su un trend in calo e dovrebbe raggiungere il livello di equilibrio stimato dalla Fed (5,2-5,5%) entro fine 2015. L'aumento mensile degli occupati non agricoli dovrebbe restare intorno a 215 mila, in linea con la media gennaio-agosto 2014. La sotto-occupazione è in calo, anche se la Fed ritiene che ci sia ancora un ammontare "significativo" di risorse inutilizzate.
- L'inflazione è ancora sotto l'obiettivo della Fed. Il trend verso il 2% sarà rallentato dall'apprezzamento del cambio e dal calo dei prezzi energetici, ma sostenuto dalla chiusura dell'*output gap*. I salari crescono ancora lentamente, ma le imprese segnalano rialzi in arrivo.
- Il FOMC rimane cauto sul sentiero di uscita e segnala ancora che i tassi resteranno ai livelli attuali per un "tempo considerevole" dopo la fine degli acquisti (ottobre). Il tasso sui fed funds resta il tasso principale di policy, ma la Fed userà il tasso sulle riserve in eccesso e quello sui reverse repo rate per controllare i tassi di mercato.
- A nostro avviso, il mercato sottostima gli aumenti futuri dei tassi di policy. La previsione Intesa Sanpaolo vede il primo aumento a giugno 2015, tassi a 1,25% a fine 2015, a 2,5-2,75% a fine 2016, a 3,5% a fine 2017.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2013	2014	2015	2013				2014				2015		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (US\$ 1996,a/a)	2.2	2.2	3.2	3.1	1.9	2.6	2.3	2.2	3.5	3.2	3.2			
- trim./trim. annualizzato				3.5	-2.1	4.6	3.2	3.4	3.0	3.1	3.2			
Consumi privati	2.4	2.4	2.8	3.7	1.2	2.5	2.9	3.0	2.7	2.7	2.6			
IFL - privati non residenziali	3.0	6.4	6.3	10.4	1.6	9.7	7.5	8.0	5.3	4.9	5.3			
IFL - privati residenziali	11.9	3.1	11.7	-8.5	-5.3	8.8	11.4	12.2	12.2	12.3	12.0			
Consumi e inv. pubblici	-2.0	-0.5	0.7	-3.8	-0.8	1.7	0.7	0.5	0.6	0.8	0.8			
Esportazioni	3.0	3.2	5.5	10.0	-9.2	11.0	4.1	4.5	5.4	5.5	5.8			
Importazioni	1.1	4.1	4.5	1.3	2.2	11.3	3.8	3.0	3.3	5.1	5.7			
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1			
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.4	-2.1	-2.1	-2.6	-2.6	-2.4	-2.2	-2.1	-2.1	-2.2			
Deficit Federale (% PIL)	-4.9	-4.5	-4.2											
Debito pubblico (% PIL)	122.8	124.7	123.8											
CPI (a/a)	1.5	1.8	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.8	1.5	1.1	1.8			
Produzione Industriale (a/a)	2.9	4.0	4.6	5.0	3.9	5.2	2.6	5.3	5.2	4.7	4.6			
Disoccupazione (%)	7.4	6.2	5.6	7.0	6.7	6.2	6.2	5.9	5.8	5.6	5.5			
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.48	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.58			
Cambio effettivo (1973=100)	76.0	78.2	81.9	76.0	77.1	76.5	77.9	81.4	82.0	82.1	81.9			

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

Gli Stati Uniti corrono al 3% e più

La ripresa USA è di nuovo in pista: dopo il deragliamento del 1° trimestre (-2,1% t/t ann.), il 2° trimestre ha segnato un solido recupero (+4,6% t/t ann.); i dati del 3° trimestre puntano a una crescita di almeno 3% t/t ann. nel 2° semestre.

La contrazione di inizio anno è stata un fenomeno transitorio, dovuto in parte al maltempo e in parte alle difficoltà di aggiustamento della stima dei consumi a fronte dell'entrata in vigore della riforma sanitaria. Al di là dell'ampia volatilità della prima metà dell'anno, le informazioni congiunturali puntano a una **solida espansione della domanda domestica privata**, sia nel 2° semestre, sia nel 2015, accompagnata da una **crescita degli occupati** ancora intorno al 2% a/a, in un contesto di condizioni finanziarie ancora super-espansive e di politica fiscale neutrale. Le nostre previsioni sono di **crescita di 3,2% nel 2015 e 3,1% nel 2016**, ancora sopra il potenziale, con il tasso di disoccupazione sui livelli di più lungo termine stimati dalla Fed (5,2-5,5%) entro fine 2015, e **inflazione stabilmente vicina al 2% da fine 2015 in poi**. Le prospettive di crescita, mercato del lavoro e inflazione, segnalano che **ci sono le condizioni per la svolta di politica monetaria, attesa per metà 2015**. Manteniamo la previsione di rialzi gradualisti nel 2015-17, che portino i tassi a breve verso il 3,5-3,75% a fine 2017, con un sentiero di aumenti più ripido di quello incorporato finora dai future sui fed funds, ma complessivamente moderato: il lavoro della Fed per rimuovere lo stimolo monetario avrà il contributo dell'apprezzamento del dollaro, che proseguirà nel 2015.

I **rischi per lo scenario sono**, a nostro avviso, **bilanciati**. Da un lato, i fondamentali che guidano la dinamica della domanda privata sono solidi, dopo il lungo aggiustamento seguito alla crisi finanziaria. Per i consumi, i bilanci delle famiglie sono in ordine, il servizio del debito su minimi storici, la crescita occupazionale è stabilmente superiore a quella della forza lavoro, la politica fiscale dovrebbe essere neutrale nel prossimo biennio. Per gli investimenti non residenziali, il consolidamento delle prospettive della domanda finale e la riduzione dell'incertezza politica rafforzano il trend verso l'alto, sostenuto dalla necessità di ricostruire capitale dopo diversi anni di "sotto-investimento". Inoltre, le condizioni finanziarie restano molto accomodanti e gli utili su livelli storicamente elevati.

Con una crescita attesa intorno al 3-3,2%, la dinamica occupazionale dovrebbe essere almeno in linea con quanto visto finora, con **occupati mensili in aumento fra 200 e 220 mila nel 2014-15**. In questo scenario, l'*output gap* dovrebbe continuare a ridursi, e azzerarsi nel 2016 (in linea con le previsioni del CBO) e l'inflazione dovrebbe riportarsi stabilmente intorno al 2% sull'orizzonte del prossimo biennio. Con una politica monetaria esplicitamente legata all'evoluzione dello scenario macroeconomico, eventuali rallentamenti/accelerazioni della crescita sarebbero accompagnati da adeguamenti del sentiero di rimozione dello stimolo monetario, che dovrebbero contribuire al bilanciamento dei rischi. Con l'avvicinarsi della svolta della Fed sui tassi, potrebbe aumentare la volatilità sui mercati e potrebbe esserci un rialzo rapido dei rendimenti in caso di netto miglioramento dei dati macroeconomici. Tuttavia, la cautela del FOMC nella gestione dell'uscita dovrebbe contenere l'ampiezza delle fluttuazioni.

Investimenti delle imprese – Gli investimenti non residenziali sono rimbalzati già nel 2° trimestre (+9,7% t/t ann.), dopo la stagnazione di inizio anno (+0,2% t/t ann.) e le indicazioni per il 3° sono decisamente positive. La dinamica della spesa in conto capitale è stata forte sia per le strutture (+12,6% t/t ann. Nel 2° trimestre) sia per i macchinari (11,2% t/t ann. Inel 2° trimestre). Il 3° trimestre potrebbe vedere un moderato rallentamento, ma le indagini nei mesi estivi hanno dato segnali coerenti con una ripresa solida per fine 2014: gli ordini dell'ISM, a 66,7 ad agosto, sono sui massimi dal 2004, in aumento ininterrotto da febbraio 2014; la percentuale netta di imprese che intendono aumentare la spesa in conto capitale è in crescita. I **prestiti industriali e commerciali** sono in forte rialzo (crescita a due cifre m/m ann. in ogni mese fra

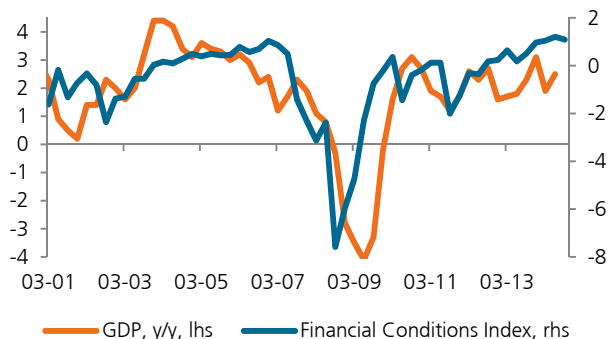
giugno e agosto, con espansione particolarmente marcata per l'edilizia non residenziale. La previsione è di crescita degli investimenti non residenziali di 6,4% nel 2014 e di 6,3% nel 2015.

Mercato del lavoro – L'aggiustamento del mercato del lavoro è la chiave per le previsioni del 2015, sia sul fronte macroeconomico sia su quello della politica monetaria. La nostra valutazione è sempre positiva, con un'aspettativa di crescita mensile degli occupati non agricoli intorno a 220mila, corrispondente a una dinamica annua del 2% a/a, come visto da fine 2013 in poi. Sulla base del Jobs Calculator dell'Atlanta Fed, ipotizzando un tasso di partecipazione stabile a 62,8% e una dinamica mensile di occupati di circa 210mila (in linea con la media da inizio 2014), il **tasso di disoccupazione** dovrebbe toccare il **5,8% a fine 2014**, il **5,4% a metà 2015** e il **5% a fine 2015**. La stima centrale del tasso di disoccupazione di più lungo termine formulata dal FOMC a settembre è tra 5,2 e 5,5%. Quello che più conta è che anche le altre variabili considerate cruciali dalla Fed per valutare le risorse inutilizzate sul mercato del lavoro sono in chiaro miglioramento (v. figg 7-10): dati sui flussi (posizioni aperte, dimissioni volontarie), durata della disoccupazione e percentuale dei disoccupati a lungo termine, disoccupazione allargata (U-6, che include scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro, part-time per motivi economici, v. fig. 8). I salari sono ancora molto moderati, ma le imprese segnalano che dovranno adeguarli alle nuove condizioni del mercato.

Consumi privati – Anche per i consumi, la debolezza del 1° trimestre (+1,2% t/t ann.) è ormai storia. Sui consumi a inizio anno aveva pesato non solo il clima avverso, ma anche la difficoltà di stima delle spese mediche (in particolare in servizi ospedalieri) subito dopo l'entrata in vigore della riforma sanitaria. Nel 2° trimestre, la crescita è risalita a +2,5% t/t ann., con incrementi marcati sia per i beni durevoli sia per i servizi, in recupero soprattutto per la componente sanità. Nei prossimi trimestri prevediamo una **crescita dei consumi compresa fra il 2,8 e il 3% t/t ann.** A sostegno della spesa personale ci sono diversi fattori che si rinforzano a vicenda: significativo miglioramento del mercato del lavoro (reddito corrente e atteso in aumento, con riduzione dell'incertezza), condizioni finanziarie espansive soprattutto per il credito al consumo, inflazione contenuta e accelerazione del reddito reale, ricchezza finanziaria e reale in continuo rialzo. I conti finanziari del 2° trimestre hanno mostrato un ulteriore incremento della ricchezza netta delle famiglie (ricchezza netta/reddito disponibile sui massimi dal 2007, v. fig. 5). È di rilievo il fatto che il debito sia in aumento di 3,6% t/t ann. nel 2° trimestre, nonostante la quasi-stagnazione nel comparto dei mutui, sulla spinta del credito al consumo, in presenza di un trend positivo del tasso di risparmio (a 5,6% nel 3° trimestre 2014, da 4,1% di fine 2013). La nostra previsione per i consumi è di crescita di 2,4% nel 2014 e 2,8% nel 2015.

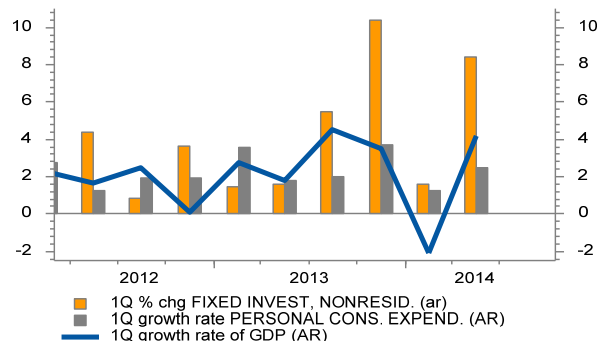
Canale estero – Il contributo delle esportazioni nette alla crescita complessiva è quasi nullo. Le importazioni ex-petrolio dovrebbero avere una dinamica solida che riflette la forza relativa della congiuntura USA. Per quanto riguarda il petrolio, il continuo aumento della produzione determina un trend strutturale verso il basso dell'import nel comparto energetico (v. fig. 12). Da metà 2014 si fa più robusto l'effetto dell'apprezzamento del dollaro che, in termini di cambio effettivo, si è già rafforzato di circa il 3% da inizio anno. La divergenza della crescita e delle prospettive di politica monetaria fra USA e resto del mondo proseguirà e si consoliderà nel 2015, rafforzando l'import e indebolendo l'export. La previsione per il **2015 è di aumento di 5,5% delle esportazioni e di 4,1% delle importazioni.**

Fig. 1 - Condizioni finanziarie sempre super-espansive



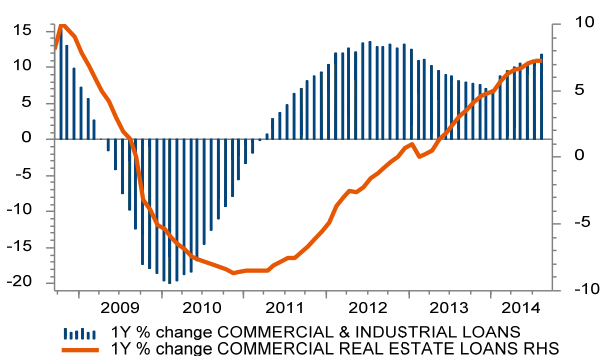
Fonte: Bloomberg

Fig. 2 – La domanda domestica privata sostiene la ripresa



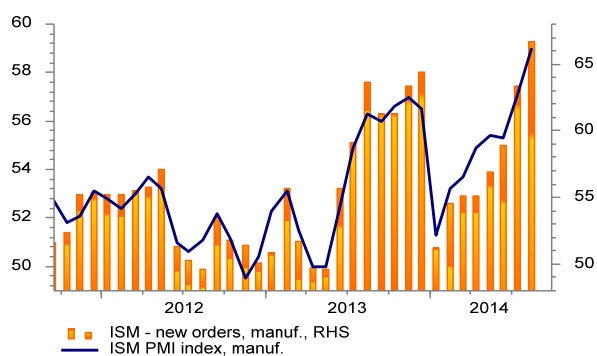
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Prestiti alle imprese in rialzo



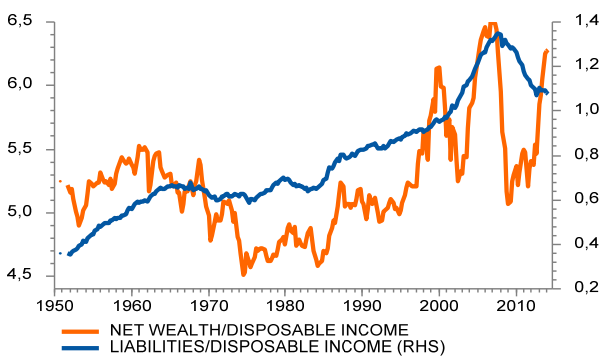
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ISM manifatturiero e nuovi ordini puntano a un'accelerazione della crescita



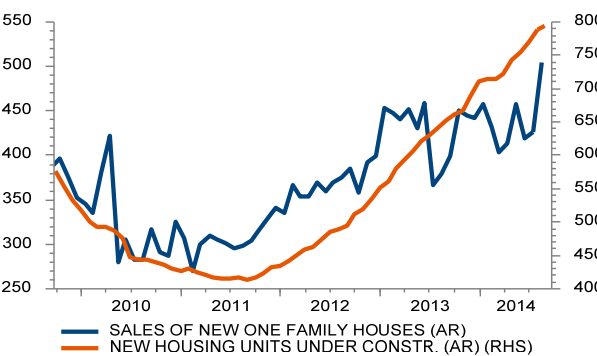
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Ricchezza netta e passività in % del reddito disponibile: bilanci delle famiglie in ordine



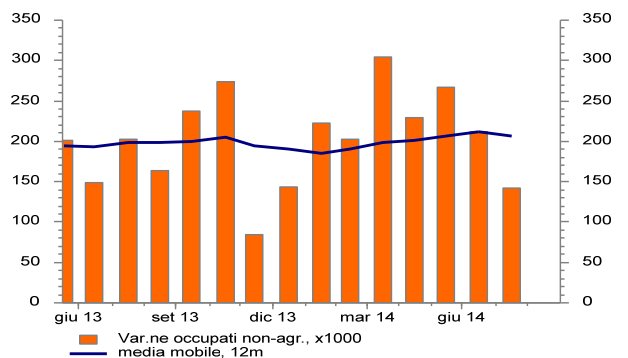
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Edilizia residenziale: graduale ripresa



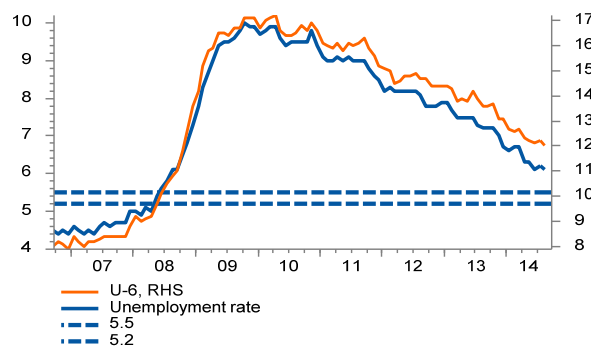
Dati in migliaia di unità ann. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Nuovi occupati in media stabilmente sopra i 200mila al mese



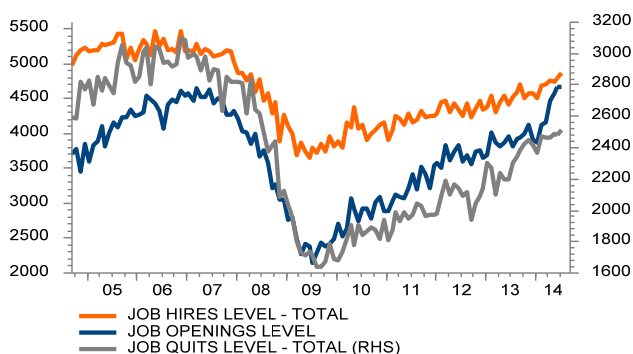
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Tasso di disoccupazione molto vicino all'equilibrio



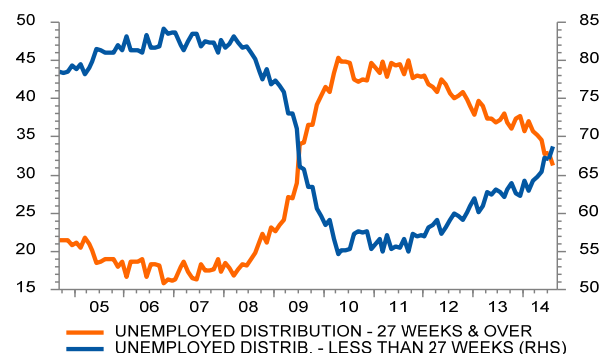
U6=tasso di disoccupazione allargato a individui scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro e a occupati part-time per motivi economici. 5,2-5,5%: intervallo di stima del tasso di disoccupazione di più lungo termine, FOMC, settembre 2014
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Federal Reserve Board.

Fig. 9 – I flussi di domanda e offerta confermano il miglioramento del mercato del lavoro



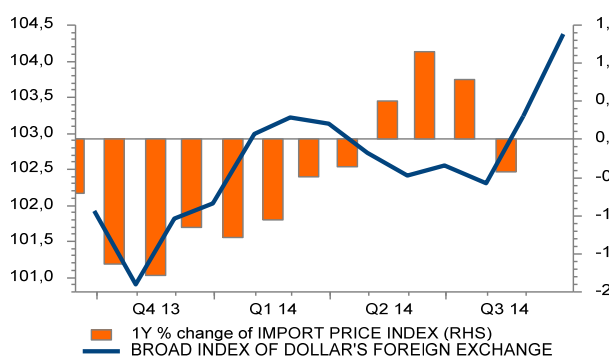
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 – La distribuzione della disoccupazione per durata si sta normalizzando: cala la % di disoccupati a lungo termine



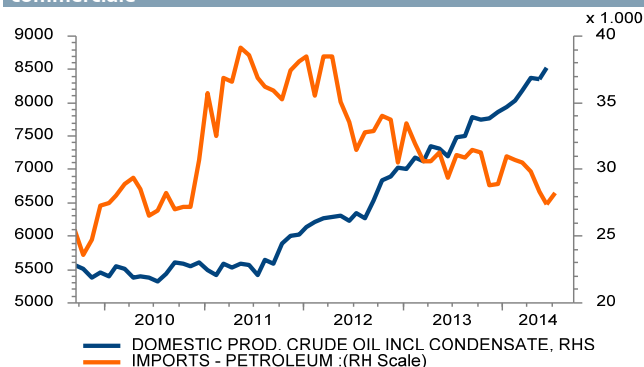
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters Datastream

Fig. 11 – Cambio effettivo del dollaro e prezzi all'import



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Il boom energetico contribuirà a contenere il deficit commerciale

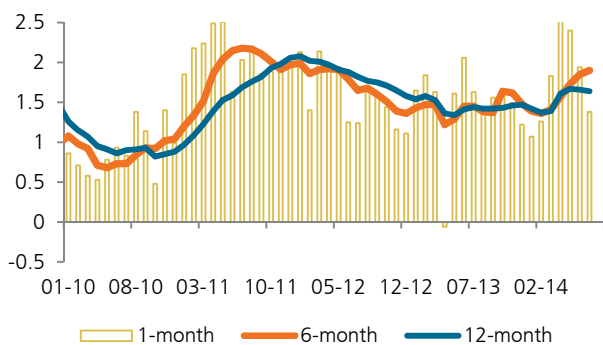


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Inflazione – L'inflazione è stata intorno all'1,5% a/a negli ultimi mesi, e le aspettative sono ancorate in un intervallo fra 1,5 e 2% su un orizzonte di medio-lungo termine. Il recente apprezzamento del dollaro, insieme al calo del prezzo della benzina, ha contribuito al

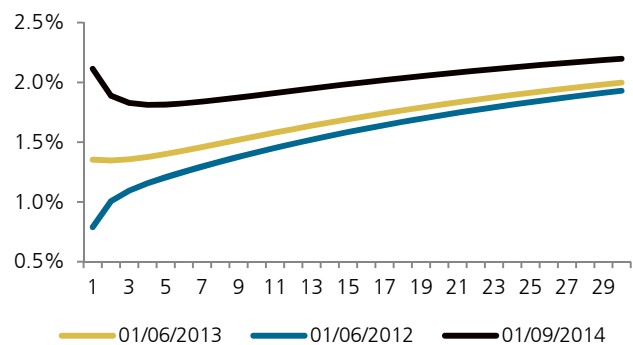
contenimento della dinamica dei prezzi. L'inflazione rimarrà probabilmente sotto l'obiettivo della Fed anche nel 2015. La chiusura dell'*output gap* e dell'*unemployment gap*, la ripresa della dinamica degli affitti e la stabilizzazione dei prezzi dei servizi sanitari rendono improbabile il ritorno a una fase di disinflazione: il trend del PCE core dovrebbe mantenersi nel prossimo anno fra l'1,5% e il 2% a/a. **La moderazione della dinamica dei prezzi lascia ampi margini di manovra alla Fed per gestire in modo molto graduale l'uscita.**

Fig. 13 – Media troncata del deflatore dei consumi *core*: stabilizzazione



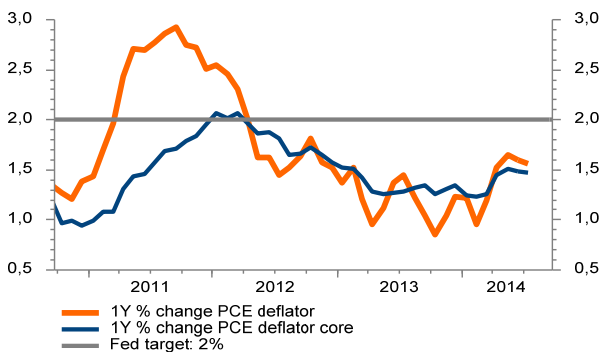
Variazioni annualizzate della media troncata del deflatore di consumi. La media troncata è una misura alternativa di inflazione *core*, che esclude le voci con variazioni più estreme. Nella misura della Dallas Fed definita come stima ottima dell'andamento effettivo del PCE *core*, si esclude il 24% della coda inferiore della distribuzione e il 31% di quella superiore delle variazioni di prezzo mensili.
Fonte: Dallas Fed

Fig. 14 – La reflazione cercata dalla Fed è arrivata, ma rimane contenuta anche grazie all'apprezzamento del dollaro



Aspettative di inflazione stimate con un modello basato su dati di mercato e previsioni degli analisti, v. <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2009/0809.cfm>.
Asse delle ascisse: anni. Fonte: Cleveland Fed

Fig. 15 – L'inflazione è tiepida, senza pressioni significative



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 16 – I salari stanno risalendo gradualmente



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Politica fiscale – Pilota automatico fino al 2016

La politica fiscale nel biennio 2014-15 dovrebbe restare ai margini del quadro macroeconomico, dopo anni in cui è stata protagonista centrale. A inizio novembre ci saranno le elezioni *midterm*, con il rinnovo di tutta la Camera e di un terzo del Senato. Il voto potrebbe portare a un cambiamento di equilibri in Congresso. I sondaggi attualmente segnalano che la maggioranza repubblicana dovrebbe essere alla Camera (seggi attuali: repubblicani: 233, democratici: 199), con un possibile aumento del margine attuale (v. http://www.realclearpolitics.com/epolls/2014/house/2014_elections_house_map.html).

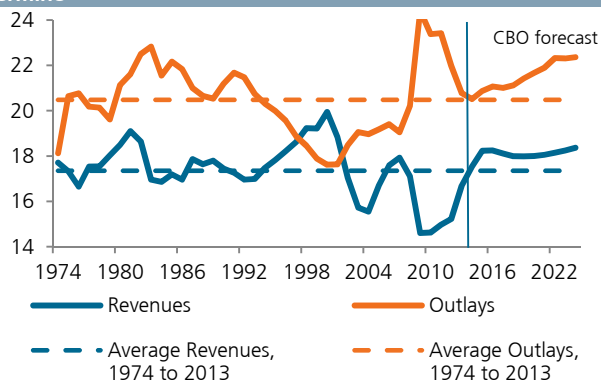
Al Senato, attualmente democratico (55 democratici, 45 repubblicani), è possibile

che ci sia uno spostamento di maggioranza a favore dei repubblicani (v. http://www.realclearpolitics.com/epolls/2014/senate/2014_elections_senate_map.html).

Se effettivamente il Congresso diventasse tutto a maggioranza repubblicana, ci potrebbe essere una spinta per abolire la riforma sanitaria, anche se lo riteniamo improbabile per motivi di convenienza politica. Infatti, se il Congresso si muovesse sulla strada dell'abolizione di Obamacare, è probabile che il presidente userebbe il "line-item veto": con il veto parziale, l'Amministrazione ha il potere di eliminare specifiche parti di un disegno di legge proposto dal Congresso, senza minare le altre misure contenute nel testo approvato, riducendo la possibilità di "ricatto" da parte delle Camere. Inoltre, sulla base dei sondaggi attuali, il margine in Senato è molto risicato per entrambi i partiti e anche in caso di vittoria repubblicana la maggioranza sarebbe probabilmente di pochi seggi. Pertanto, sembra più probabile che il **2015-16 sia un periodo di tregua in preparazione per le presidenziali del 2016**, anche grazie al fatto che i conti federali, con il contributo del ciclo favorevole e dei rendimenti straordinariamente bassi, sono su un sentiero virtuoso (v. fig. 18).

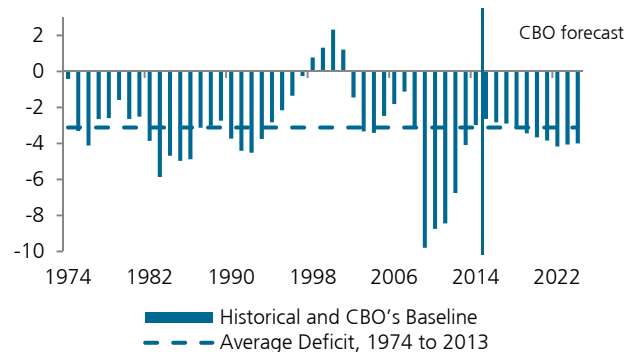
I potenziali ostacoli per questo scenario distensivo sono 1) la necessità di aumentare ancora una volta il limite del debito, che dovrebbe tornare a essere vincolante a marzo 2015 e 2) l'approvazione del budget o dell'esercizio provvisorio per il 2015. I costi elevati di battaglie su questi due punti fanno prevedere un passaggio indolore dei provvedimenti necessari. La previsione è che il **Congresso nel prossimo biennio sarà essenzialmente ingessato** e si occuperà solo dell'ordinaria amministrazione.

Fig. 17 – Spese sotto controllo fino al 2016: pace fiscale a termine



Fonte: Congressional Budget Office. Dati in % del PIL

Fig. 18 – Deficit/PIL in calo fino al 2015, poi il trend si inverte



Fonte: Congressional Budget Office. Dati in % del PIL

Politica monetaria – A piccoli passi verso l'uscita

Il consolidamento della ripresa evidente dai dati e dalle indagini e il costante miglioramento del mercato del lavoro spingono la Fed a preparare gradualmente la svolta della politica monetaria. Il Comitato, in questa fase di vigilia, accoglie un ampio spettro di opinioni, molto disperse, sulla data del primo rialzo e sul successivo sentiero dei tassi. Questo è evidente dal grafico a punti che rappresenta le proiezioni di ciascun partecipante alle riunioni su un orizzonte fino a fine 2017. Tuttavia, nonostante la presenza di un gruppo consistente "falchi", il **consenso rimane coagulato intorno alla posizione molto cauta di Yellen**. La bussola per la determinazione della politica monetaria è la valutazione dell'aggiustamento del mercato del lavoro misurato attraverso un ampio insieme di indicatori di risorse inutilizzate.

La **sequenza di decisioni** su un orizzonte a 1 anno è scandita da una serie di "tappe":

- 1) fine del programma di acquisti (a ottobre);

2) modifica della *guidance* sui tassi: eliminazione del “tempo considerevole” e introduzione di un legame fra svolta sui tassi ed evoluzione dello scenario, con riferimento alla riduzione delle risorse inutilizzate nel mercato del lavoro (nostra prev.: fra ottobre e dicembre);

3) ulteriore modifica della *guidance* per segnalare che il primo rialzo è vicino e che gli aumenti saranno gradualmente (nostra prev.: 1° trimestre 2015);

4) primo rialzo dei tassi e indicazione di “pazienza” nel condurre la rimozione dello stimolo monetario (nostra prev.: giugno 2015).

In termini più operativi, a settembre il FOMC ha emesso un comunicato con le linee guida della “normalizzazione” della politica monetaria¹:

- la **politica di reinvestimento** di cedole e scadenze sarà **interrotta dopo l’inizio dei rialzi**;
- il Comitato **non intende vendere** i titoli in portafoglio, in particolare prevede di detenere gli MBS a scadenza, a parte possibili vendite limitate per eliminare eventuali residui;
- il **tasso di policy** rimarrà quello sui fed funds: il raggiungimento dell’intervallo obiettivo sui fed funds avverrà attraverso aggiustamenti del tasso sulle riserve in eccesso;
- **operazioni di reverse repo e altri strumenti saranno usati come necessario** per controllare il tasso sui fed funds; in particolare le operazioni di *reverse repo* saranno utilizzate al minimo indispensabile e abbandonate quando non serviranno più a controllare i fed funds.

Alla luce dell’evoluzione dello scenario economico, con una ripresa consolidata e una costante riduzione delle risorse inutilizzate, **qual è il messaggio del FOMC?** I punti principali per la guida delle aspettative di politica monetaria sono i seguenti:

- il **primo rialzo dei tassi è ancora piuttosto lontano**, vista la persistenza di “significative” risorse inutilizzate, anche se l’economia si espande a un ritmo “moderato” e le condizioni del mercato del lavoro sono “in qualche modo” migliorate;
- il Comitato intende alzare i tassi gradualmente, ma il **consenso sul livello dei tassi alla fine di ciascun anno si è spostato verso l’alto** su tutto l’orizzonte previsivo rispetto a giugno;
- il consenso nel Comitato ritiene ancora importante non rischiare che il mercato possa anticipare la data attesa del primo rialzo, generando significativi movimenti sui tassi, per via di modifiche della *guidance*;
- la *guidance* sui tassi (il “tempo considerevole”) verrà modificata in modo più esplicitamente collegato all’evoluzione dei dati quando lo scenario economico migliorerà ulteriormente (e/o si sarà più vicini alla data del primo rialzo attesa dal FOMC).

Il Comitato, con le diverse forme di comunicazione disponibili ora (*guidance*, proiezioni dei tassi, valutazione del ciclo), segnala che preferisce non modificare la data attesa dell’inizio dei rialzi, anche se “collettivamente” rivede verso l’alto il sentiero dei tassi nel periodo di previsione.

Le proiezioni dei tassi d’ora in poi sono formulate in termini di intervallo, così come lo sarà l’obiettivo di politica monetaria quando inizieranno i rialzi. Il **sentiero dei tassi a settembre è stato rivisto verso l’alto di circa 25pb alla fine di ciascun anno rispetto alle proiezioni di giugno**: mediana a fine 2015 a 1,35% da 1,15%; a fine 2016 a 2,85% da 2,5% di giugno (v. fig. 22). Per fine 2017 (a giugno le proiezioni si fermavano al 2016), la proiezione mediana è di 3,75%, in linea con la stima di tasso di più lungo termine. Lo scenario macroeconomico del 2017 è

“l’enfasi del FOMC si sta naturalmente spostando verso domande sul grado di risorse inutilizzate rimaste, su quanto velocemente questo slack è probabile che si riduca, e quindi verso la domanda su a quali condizioni dovremmo cominciare a ridurre il nostro stimolo” (J. Yellen, agosto 2014).

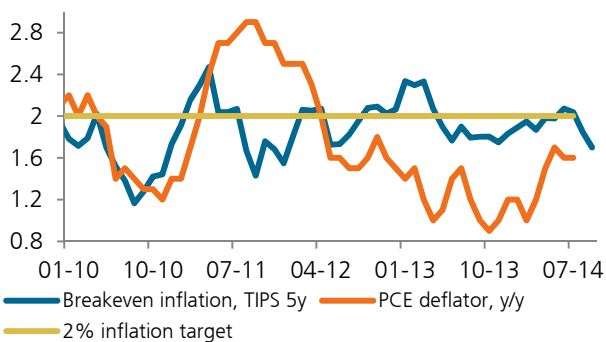
¹ *Policy Normalization Principles and Plans*,
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140917c.htm>)

quello di lungo termine: le proiezioni centrali di inflazione e disoccupazione (1,6-1,9% per l'inflazione e 4,9-5,3% per la disoccupazione) sono sui livelli che la Fed considera di equilibrio di lungo termine, mentre la crescita prevista (2,3-2,5%) è di poco superiore a quella potenziale (2,0-2,3%). La moderazione dell'inflazione e l'apprezzamento del cambio contribuiscono alla pazienza esibita dal FOMC nella formulazione della *guidance*. Tuttavia, l'aumento della fiducia nella solidità della ripresa è evidente dal progressivo scivolamento verso l'alto delle proiezioni dei tassi, in rialzo di 25pb su fine 2015 e fine 2016 a ogni revisione da inizio 2014.

A settembre ci sono stati due dissensi (Fisher e Plosser), collegati alla formulazione della *guidance* (a luglio l'unico dissenso era quello di Plosser). Fisher e Plosser l'anno prossimo lasceranno i loro incarichi, ma i loro sostituti potrebbero avere opinioni simili alle loro. **La presenza di dissensi** sarà una probabile costante con l'avvicinarsi della data del primo rialzo, vista la dispersione delle opinioni nel Comitato, ma **non modificherà in modo rilevante le decisioni**, che comunque saranno definite dal consenso fra centro e colombe, guidato da Yellen e dai membri del Board.

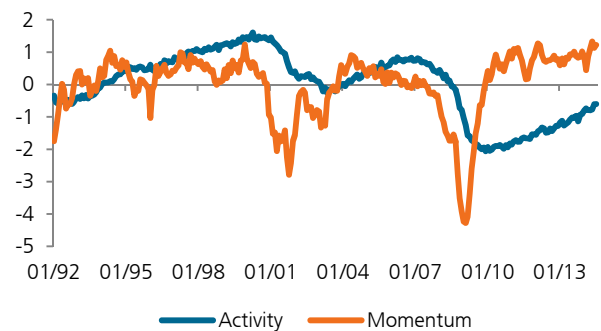
Manteniamo una **previsione di primo rialzo a giugno 2015, con tassi fra l'1% e l'1,25% a fine 2015, fra il 2,5% e il 3% a fine 2016 e intorno al 3,75% a fine 2017.**

Fig. 19- L'inflazione ancora sotto il 2%



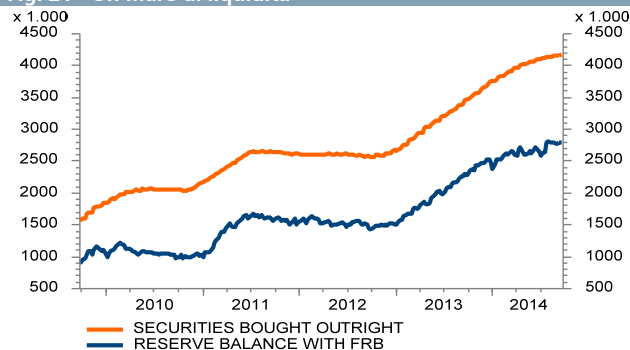
Fonte: Bloomberg

Fig. 20 - Labor Market Conditions Indicators: livello e velocità di aggiustamento del mercato del lavoro in rialzo



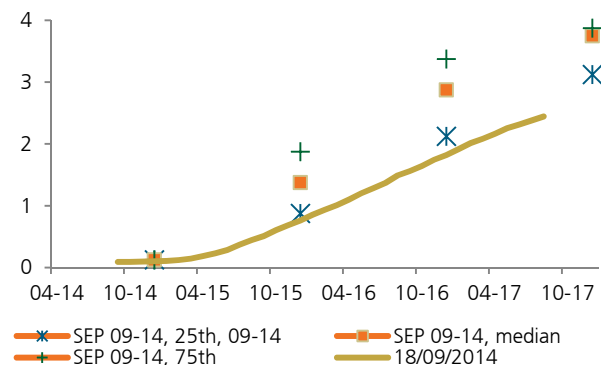
Fonte: Federal Reserve Bank of Kansas City

Fig. 21 - Un mare di liquidità



Fonte: Federal Reserve Board of Governors, Tab. H.4.1. Dati in milioni di dollari

Fig. 22 - Il mercato sottostima gli aumenti futuri dei tassi?



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve Board. Linee continue: futures sui fed funds; SEP= summary of economic projections, settembre 2014

Area euro – Ripresa lenta e incerta. BCE alla finestra

Lo scenario in sintesi

- Rivediamo al ribasso le stime di crescita per la zona euro a 0,8% nel 2014 e a 1,1% (da un precedente 1,5%) nel 2015, livelli significativamente inferiori alle stime di consenso. I dati estivi hanno chiaramente segnalato che la debolezza dei mesi primaverili si estenderà anche alla seconda parte dell'anno.
- Il deprezzamento del cambio sui livelli attuali era in larga misura incorporato nelle nostre stime di giugno. La velocità della ripresa nel corso del prossimo anno dipenderà, quindi, dalla dinamica della domanda interna. La politica fiscale sarà moderatamente restrittiva dal momento che difficilmente si avranno "strappi significativi" alle regole comunitarie.
- Permarrà un'ampia dispersione nella performance all'interno dell'area. La crescita sarà trainata dalla Germania, che dopo il temporaneo rallentamento estivo dovrebbe riprendere a crescere già nella seconda metà del 2014, e dalla Spagna (entrambe 1,7%). Francia e Italia cresceranno al di sotto della media (0,7% e 0,6%), frenate da problemi strutturali domestici.
- Lo scenario rimane soggetto ad un elevato margine di incertezza legato all'evoluzione delle tensioni geopolitiche e alla difficoltà di valutare l'impatto delle misure di stimolo introdotte dalla BCE, nonché della politica fiscale in attesa che siano dettagliati i budget per il 2015.
- In ogni caso, l'impulso di crescita nei prossimi dodici mesi non sarà sufficiente a innescare una chiusura significativa dell'*output gap*. Pertanto, i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo rimangono ancora verso il basso.
- La probabilità che la BCE annunci un programma di stimolo quantitativo rimane per il momento inferiore al 50%. Solo a fronte di ulteriori sorprese su ciclo e inflazione rispetto alle stime ultime dello staff, la BCE potrebbe decidere di intervenire. Ma in ogni caso vorrà attendere almeno fino a marzo 2015 per valutare l'effetto delle misure già annunciate.

Paolo Mameli
Anna Maria Grimaldi

Previsioni	2013			2014			2015				
	2013	2014	2015	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.4	0.8	1.1	0.5	1.0	0.7	0.7	0.7	0.8	1.1	1.2
- t/t				0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	-0.6	0.7	1.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	-2.8	1.1	1.9	0.9	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.4	1.0	0.9
Consumi pubblici	0.1	0.8	0.4	-0.3	0.7	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
Esportazioni	1.5	2.6	3.7	1.4	0.1	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1	0.9
Importazioni	0.4	2.9	3.7	0.7	0.8	0.3	0.5	0.9	1.0	1.4	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	-0.1	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.7	2.8	2.8	2.3	2.2	2.4	2.1	2.1	2.0	2.0
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-2.6	-2.2								
Debito pubblico (% PIL)	93.5	94.7	96.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.4	0.6	1.1	0.8	0.7	0.6	0.4	0.9	0.9	1.2	1.1
Produzione industriale (a/a)	-0.7	1.0	1.5	0.6	0.2	0.0	0.4	0.0	0.2	0.8	1.0
Disoccupazione (ILO, %)	11.9	11.5	11.1	11.9	11.7	11.6	11.5	11.4	11.2	11.2	11.1
Euribor 3 mesi	0.22	0.22	0.08	0.24	0.29	0.30	0.18	0.10	0.09	0.08	0.08
EUR/USD	1.33	1.33	1.25	1.36	1.37	1.37	1.33	1.25	1.23	1.24	1.26

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

Il quadro congiunturale: una ripresa incerta e a più velocità

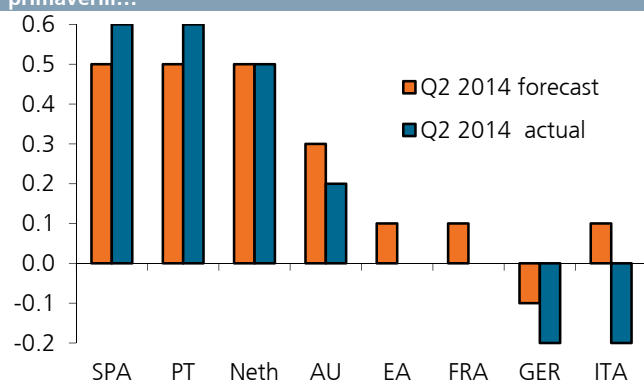
La ripresa nei mesi primaverili è stata più debole delle attese: il PIL è rimasto stabile nel secondo trimestre, dopo lo 0,2% t/t di inizio anno. Il PIL è calato di due decimi su base congiunturale in Italia e in Germania, ed è risultato stagnante, come già a inizio anno, in Francia. La ripresa ha, invece, tenuto meglio del previsto in Spagna e Portogallo.

Paolo Mameli

Il **rallentamento dell'economia tedesca dovrebbe essere un fenomeno temporaneo** legato ad una correzione degli investimenti in costruzioni residenziali e dei consumi, dopo il forte impulso d'inizio anno dovuto al clima eccezionalmente mite. La Bundesbank stima che, al netto del contributo del clima, la crescita nella prima metà dell'anno è stata in media di 0,25% t/t, in rallentamento solo lieve rispetto allo 0,4% t/t della seconda metà del 2013. La **frenata di Francia e Italia è legata ad un andamento dell'export piuttosto deludente** (0,0% t/t e 0,1% t/t rispettivamente) **ed al mancato recupero degli investimenti in macchinari e costruzioni.** La debolezza di Francia e Italia, che rappresentano il 38% dell'area, è più preoccupante in quanto sembra riflettere fattori più strutturali.

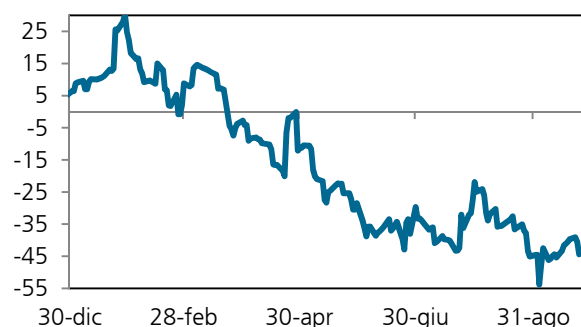
L'impulso di crescita è più
blando delle attese anche in
Germania

La crescita del PIL ha sorpreso verso il basso nei mesi primaverili...



Fonte: Consenso Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e i dati congiunturali hanno continuato a sorprendere verso il basso in estate

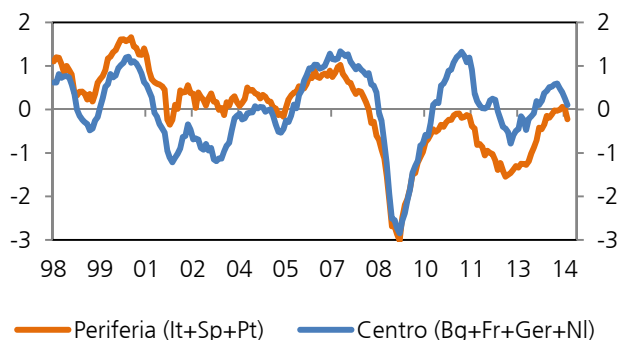


Fonte: indice di sorpresa economica Credit Suisse per l'area euro

Per la media area euro le indagini congiunturali PMI e indice di fiducia economica della Commissione UE si sono aggirate nei mesi estivi su livelli (rispettivamente 52,9 da 53,4 e 101,4 da 102,2) coerenti con un'attività economica poco più che stagnante anche in estate. I dati di produzione industriale di luglio hanno lasciato il comparto in rotta per una crescita di 0,4% t/t, dopo lo stallo dei mesi primaverili, il che fa sperare in una crescita del PIL area euro marginalmente positiva. Le indagini di clima hanno chiaramente segnalato un rallentamento del ciclo in tutta l'area, anche se la ripresa sembra essere divenuta più lenta in particolare in Italia e Francia. Le indicazioni dal PMI globale, esclusa la zona euro, sono per un **recupero dell'export da fine estate** grazie all'accelerazione della domanda dai paesi avanzati (in particolare Stati Uniti e Regno Unito); questo maggiore stimolo dovrebbe essere amplificato dagli effetti del recente deprezzamento dell'euro. Rimarrà un'ampia dispersione nella performance di crescita all'interno dell'area. In Germania il PIL dovrebbe difatti tornare a crescere di 0,2-0,3% t/t, dal momento che i dati di produzione industriale di luglio (sebbene gonfiati da fattori eccezionali quali il minor numero di giorni di vacanza e una commessa di beni capitali di grosso valore unitario) hanno lasciato la produzione in rotta per un recupero a settembre. L'output dovrebbe crescere marginalmente anche in Francia nel trimestre estivo, mentre il trascinarsi in Italia e Spagna è negativo dopo la pubblicazione dei dati di luglio.

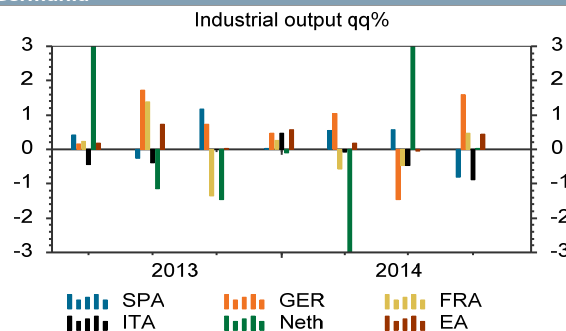
Le indagini di clima
suggeriscono una crescita
modesta anche a fine 2014

La fiducia presso le imprese manifatturiere è rallentata non solo nella Periferia ma anche al Centro



Fonte: BNB, IFO, INSEE, ISTAT, Commissione UE (per Spagna e Port.) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I dati di produzione di luglio segnalano un calo di attività in Italia e Spagna ma un rimbalzo nella media area euro grazie a Francia e Germania

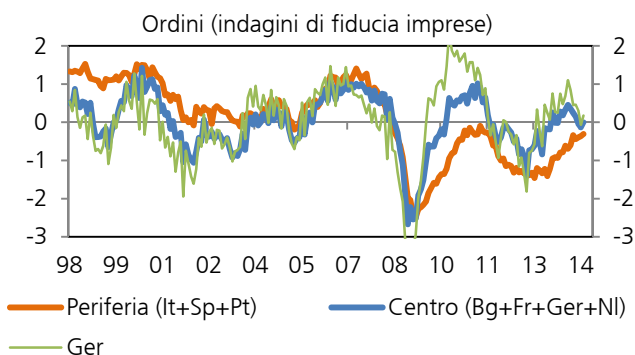


Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, nel nostro scenario centrale assumiamo un sentiero di crescita di 0,1-0,2% t/t nel 3° trimestre ed una lieve accelerazione a 0,3% t/t tra fine 2014 e inizio 2015, leggermente più debole che nello scenario tracciato a giugno. Riteniamo, infatti, che la persistente situazione di incertezza (anche legata alle tensioni geopolitiche) possa pesare sulla dinamica di export e investimenti anche a ridosso di fine anno e inizio del prossimo. La stagnazione nei mesi centrali dell'anno e la revisione al sentiero di crescita per la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo lasciano la media 2014 a 0,8% da un precedente 1,1% e la previsione per il 2015 all'1,1% da un precedente 1,5%.

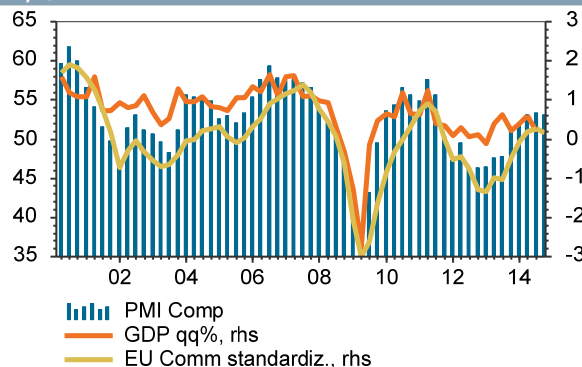
La stima 2015 passa all'1,1% da un precedente 1,5%

La domanda al Centro (in particolare in Germania) ha cominciato a frenare in primavera e per ora non vi sono segnali di svolta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su indagini nazionali di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero

Gli indici PMI e Commissione UE indicano al più un aumento di 0,1-0,2% t/t del PIL area euro

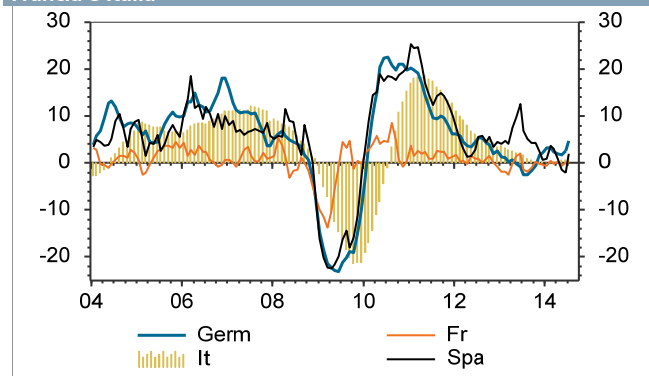


Fonte: Markit, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Continuiamo a ritenere che l'accelerazione della crescita in altre economie avanzate (principalmente Stati Uniti), unitamente al deprezzamento del cambio, sosterrà la dinamica dell'export dell'Eurozona. Si noti che il deprezzamento del cambio da marzo 2014 ad oggi (di circa il 4,5%) è solo leggermente superiore alle previsioni di consenso di giugno scorso e alle nostre stime; non ha quindi influito sulla previsione dalla primavera del 2015 in poi. Il nostro scenario incorpora una crescita dell'export del 3,7% nel 2015 (dal 2,6% stimato per l'anno in corso); anche le importazioni sono viste accelerare al 3,7% in media 2015, dal 2,9% di quest'anno. Di riflesso, il commercio estero dovrebbe offrire un contributo netto alla crescita del PIL di almeno due decimi (nel 2014 invece non ha contribuito alla crescita, per la prima volta dopo quattro anni). Il vero nodo nella valutazione dello scenario macro è cosa farà la domanda interna ed in particolare la spesa per investimenti aziendali.

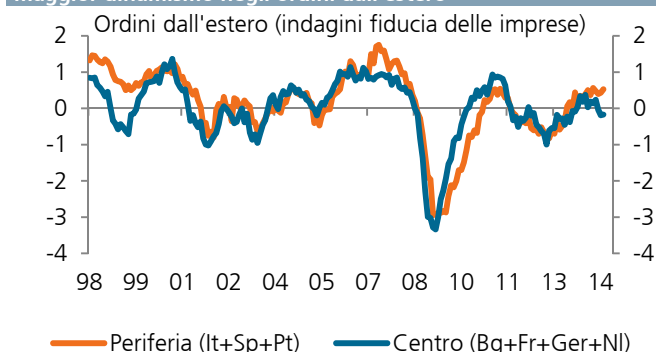
Un sostegno a cavallo d'anno verrà da cambio e domanda dalle altre economie avanzate

L'export ha tenuto in Germania e Spagna ma è ristagnato in Francia e Italia



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questa fase i Paesi Periferici dell'area euro mostrano un maggior dinamismo negli ordini dall'estero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su indagini nazionali di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero

Come indicato da Draghi nel suo discorso dell'11 settembre scorso a Milano, gli **investimenti** sono "una delle vittime illustri di questa crisi" e sono l'elemento imprescindibile affinché la ripresa sia sostenibile. La ricetta di Draghi per far ripartire gli investimenti è un mix di politiche monetarie, di bilancio e riforme strutturali.

Il vero nodo rimane la dinamica della domanda interna e come questa risponderà alle misure BCE

Per quanto concerne la **politica monetaria**, il livello prossimo a zero dei tassi di interesse dovrebbe essere un fattore di sostegno alle componenti della domanda più sensibili al costo del credito e perciò in particolare agli investimenti delle imprese. Il problema, come noto, è che il calo dei tassi ufficiali non si è tradotto, almeno in alcuni Paesi, in una flessione di egual misura nei tassi di interesse sui prestiti praticati alle imprese. Inoltre, complice il vistoso calo dell'inflazione, i tassi a medio/lungo termine praticati alle imprese in alcuni importanti Paesi come Spagna e Italia sono non solo più alti di quelli del 2010-11 (quando arrivarono in territorio negativo), ma su livelli elevati in termini assoluti (3,7% considerando i prestiti outstanding a 1-5 anni). Si tratta evidentemente di un problema di trasmissione all'economia reale degli impulsi di politica monetaria, che la BCE sta cercando di affrontare con le misure cosiddette "non convenzionali". A proposito di queste, è assai difficile valutarne l'impatto sul ciclo. Tuttavia:

- 1) le nuove TLTRO non saranno a nostro avviso decisive nell'innescare la ripresa, in quanto al momento la debolezza del circuito del credito non è dovuta a carenze di liquidità, come d'altra parte visibile dal ricorso relativamente limitato (82,6 miliardi) alla prima asta del 22 settembre, né, a differenza di un paio di anni fa, a una restrizione dal lato dell'offerta, bensì a problemi dal lato della domanda (il ciclo è troppo debole per avere una richiesta adeguata di credito, ovvero i prenditori di credito sono percepiti come troppo rischiosi); difficilmente il nuovo meccanismo agirà su questo versante, in quanto non introduce alcun elemento che migliori il merito di credito del prenditore di fondi (solo meccanismi di "garanzia" agiscono sulla percezione di rischiosità del creditore); certamente, le nuove aste avranno come effetto un (ulteriore) calo del costo di finanziamento delle banche e potranno favorire un (ulteriore) allentamento delle condizioni di offerta del credito, ma si tratta a nostro avviso di elementi non decisivi per l'evoluzione del ciclo;
- 2) nemmeno il programma di acquisto di ABS ci sembra decisivo, soprattutto perché la BCE ha dichiarato che acquisterà solo *tranche* senior, il che rischia di ridurre la misura all'ennesimo strumento di fornitura di liquidità.

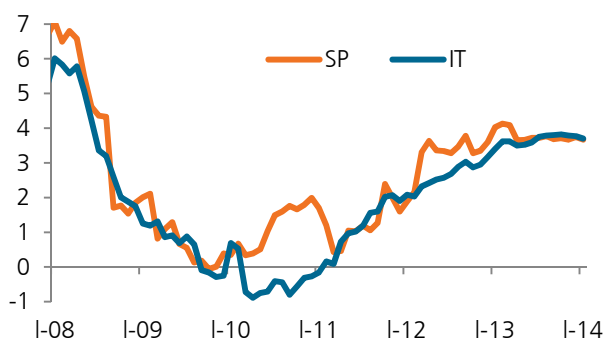
In sintesi dunque, la politica monetaria dispone attualmente di armi piuttosto "spuntate". Nell'impossibilità di "effetti taumaturgici" delle mosse BCE, in teoria lo strumento più adeguato per sostenere la ripresa, in una situazione, come quella attuale, di carenza di domanda, sarebbe la **politica di bilancio**. Il punto è che i margini sembrano assai ridotti. In media, l'impegno a soddisfare gli obiettivi formulati in sede di Programmi di Stabilità richiederebbe una correzione a valere sul 2015. Infatti, il confronto tra la situazione a legislazione vigente e i target definiti in sede europea richiederebbe un aggiustamento dell'ordine dello 0,3% del PIL l'anno prossimo. Al momento in cui si scrive non sono state ancora redatte le Leggi di Stabilità nazionali che, almeno in linea teorica, dovrebbero implementare la correzione richiesta sul 2015, e quindi non è chiaro se tale aggiustamento sarà o meno effettivo. Tuttavia, nello scenario "peggiore" in cui esso sia tradotto interamente in provvedimenti normativi, ne deriverebbe un impatto negativo sul PIL 2015 pari a circa -0,2%.

È pur vero che una ricomposizione "virtuosa" del bilancio pubblico, tesa, come negli sforzi di alcuni Paesi (Italia *in primis*), a compiere gran parte del risanamento dei conti dal lato della spesa "improduttiva" per finanziare tagli alle imposte dirette e ai contributi previdenziali (ma in alcuni Paesi potrebbero essere necessari anche incrementi delle imposte indirette) avrebbe, a parità di effetti sul saldo pubblico, un impatto positivo sul ciclo; tuttavia tale impatto non sembra tale da compensare interamente l'effetto negativo derivante dall'entrata in azione del "classico" moltiplicatore della politica fiscale. L'unico Paese in grado di poter disporre di una leva fiscale significativa è la Germania, che però non sembra intenzionata a soddisfare i numerosi inviti a sostenere con tagli fiscali la propria domanda interna facendo da "locomotiva d'Europa". In sede europea, è auspicabile che il dibattito in corso sull'orientamento complessivo delle politiche di bilancio porti quantomeno a individuare maggiori margini per incrementare gli investimenti pubblici; resta inoltre da verificare la vera natura del pacchetto da 300 miliardi di euro in 3 anni, per ora solo annunciato dal neopresidente della Commissione Europea.

In sintesi, tenendo conto del fatto che il risanamento fiscale potrebbe non essere implementato integralmente, nonché dell'effetto mitigante degli altri fattori ricordati e soprattutto di una ricomposizione auspicabilmente più virtuosa del bilancio, **l'effetto sul ciclo della politica fiscale nel 2015 potrebbe essere** lievemente inferiore a quello indicato dal meccanismo del moltiplicatore e **pari a -0,1% del PIL.**

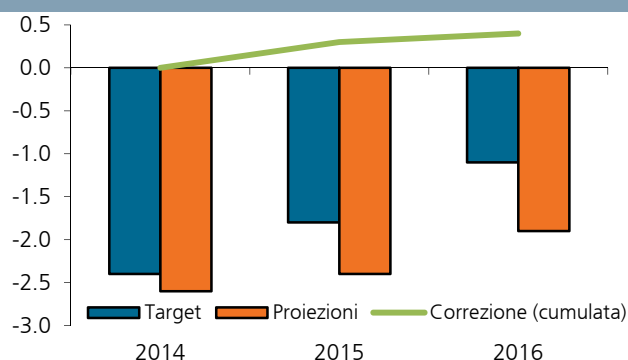
Non ci sono margini perché la politica di bilancio possa sostenere la domanda, anzi almeno in teoria è richiesto un risanamento fiscale dello 0,3% del PIL nel 2015

La salita dei tassi sui prestiti alle imprese in alcuni Paesi (almeno in termini reali) segnala evidenti problemi di trasmissione dello stimolo di politica monetaria



Nota: tassi sui prestiti alle imprese non finanziarie a 1-5 anni (*outstanding*), deflazionati con il CPI. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Il raggiungimento degli obiettivi di bilancio dei governi richiede una correzione dell'ordine dello 0,3% del PIL nel 2015



Fonte: Programmi UE-FMI per i Paesi sotto programma di aggiustamento e Programmi di Stabilità 2014 per i restanti Paesi (target); Commissione UE (proiezioni); elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per quanto concerne l'altra possibile leva di sviluppo, le **riforme "strutturali"**, Draghi nell'intervento citato accenna a due tipi di misure:

Le riforme strutturali sono importanti ma non potranno avere un impatto apprezzabile nel breve termine

- 1) un contesto regolamentare più favorevole alla crescita e allo sviluppo di nuove imprese ovvero: sburocratizzazione, semplificazione, maggiore certezza del quadro normativo; maggiore flessibilità del mercato del lavoro; maggiore apertura alla concorrenza soprattutto in alcuni comparti dei servizi (professioni regolamentate);
- 2) un migliore e più ampio accesso delle imprese al mercato dei capitali ovvero: sviluppo di fonti di finanziamento alternative al canale bancario quali i mercati azionari e obbligazionari, le cartolarizzazioni, l'attività di prestito delle compagnie di assicurazione e degli *asset manager*, il *venture capital* e il finanziamento collettivo; lo sviluppo di un mercato ben funzionante e trasparente di ABS; una maggiore integrazione dei mercati azionari e delle obbligazioni societarie, con l'obiettivo di creare un'unione dei mercati dei capitali allargata a tutti gli Stati membri dell'UE.

Condividiamo l'importanza del focus sulle riforme strutturali, ma riteniamo che difficilmente tali sforzi avranno un impatto apprezzabile sulla crescita nel 2015 in quanto: a) i tempi per affrontare tali temi sono necessariamente lunghi; b) una volta approvate, le riforme producono effetti sul ciclo non immediati ma nel medio periodo. Dunque, non è nemmeno da questo canale che è lecito attendersi un'accelerazione significativa alla ripresa congiunturale in atto, almeno nell'orizzonte dei prossimi 12 mesi.

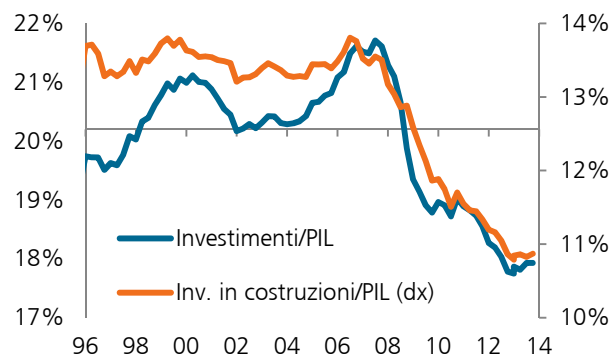
In sintesi, **è arduo al momento individuare nel mix corrente di politiche economiche una spinta "strutturale" per una ripresa significativa della domanda interna.** Ciò fa sì che la ripresa in corso possa mantenersi a nostro avviso modesta anche nell'orizzonte almeno del prossimo anno. D'altra parte, è pur vero che alcune condizioni per un recupero ciclico ci sono. In particolare, per quanto riguarda gli investimenti, oltre all'esigenza di ricostituire il capitale dopo il calo epocale degli ultimi anni (gli investimenti dal picco pre-crisi ai minimi sono diminuiti di circa il 20%, contro il 15% registrato durante la recessione del 1992; e nonostante il recente rimbalzo oggi, in rapporto al PIL, gli investimenti restano molto vicini ai minimi storici), una spinta alla ripresa potrebbe venire da:

In teoria, ci sono le condizioni per una (modesta) ripresa ciclica, specie degli investimenti

- 1) il miglioramento dei margini di profitto, anche se la recente evoluzione del quadro congiunturale pone dei dubbi circa la sostenibilità di tale trend;
- 2) il miglioramento delle condizioni creditizie (secondo la BLS di luglio, per la prima volta dal 2007 le banche hanno allentato i criteri di credito applicati ai prestiti alle imprese nel secondo trimestre del 2014) e più in generale delle condizioni finanziarie e dell'accesso al mercato dei capitali (anche favorito dalle nuove misure messe in campo dalla BCE).

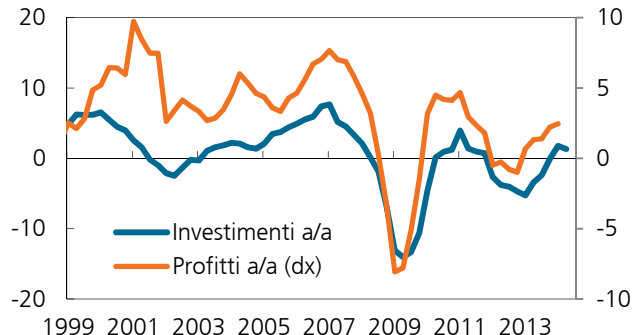
D'altra parte, il basso grado di utilizzo della capacità produttiva e soprattutto l'elevato grado di incertezza ancora gravante sull'evolversi della domanda stanno frenando le decisioni di spesa delle aziende. Infatti, in questa fase si va facendo più debole il traino dalla domanda estera, ma la domanda interna non è ancora sufficientemente forte da raccoglierne il testimone.

Gli investimenti restano ai minimi storici in rapporto al PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

La spesa in conto capitale sarà favorita dal miglioramento già in corso del margine operativo lordo delle aziende



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

La spinta dalla domanda estera sembra essersi attenuata significativamente di recente. L'export è cresciuto di appena lo 0,3% t/t in media nella prima metà dell'anno (dopo lo 0,7% t/t della media nel 2013). Tra le cause, le tensioni geopolitiche, ma non solo.

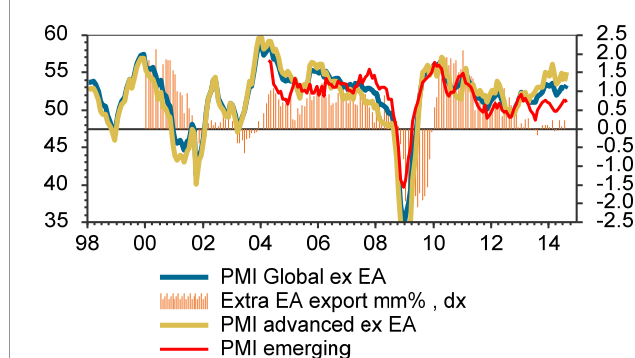
Sembra essersi attenuata la spinta dalla domanda estera, non solo a causa delle tensioni geopolitiche

I canali attraverso i quali le **tensioni geopolitiche** tra Russia e Ucraina impattano sull'export dell'Eurozona sono sostanzialmente due. Anzitutto, un affievolirsi delle vendite verso la Russia dovuto al rallentamento del ciclo in quel Paese (il PIL russo si è contratto nella prima metà dell'anno, ed è atteso ancora in flessione nei restanti trimestri del 2014). A questo effetto è da aggiungere l'impatto del divieto di importazioni di alcuni beni alimentari che la Russia ha imposto a vari Paesi tra cui quelli dell'Eurozona. Ipotizziamo il protrarsi delle attuali tensioni (dunque né una rapida risoluzione né un allargamento), ovvero che l'export verso la Russia mantenga anche nel prossimo anno il ritmo di caduta visto di recente. Poiché la Russia incide per il 4,8% sulla domanda estera dell'area, un calo del 14% delle esportazioni verso la Russia (quale quello verificatosi nella prima metà dell'anno) avrebbe un impatto negativo, se protratto per un anno, di circa lo 0,7% sulla crescita dell'export Eurozona (con un impatto sul PIL di circa 0,3%). Limitato (ad appena un decimo di PIL) è invece l'impatto del minor export verso l'Ucraina (-28% nei primi 6 mesi dell'anno, ma il peso sul totale è di appena lo 0,8%).

Tuttavia, il minor vigore evidenziato dalla domanda estera diretta verso l'Eurozona è solo in parte attribuibile alle tensioni geopolitiche. Si nota infatti un netto calo delle esportazioni anche verso la Turchia (-8%), oltre che il Brasile (-6%), l'India e i Paesi OPEC (-2%). Insomma sembra di poter dire che la **minor domanda da una serie di Paesi emergenti** stia frenando l'export. All'estremo opposto, restano robuste le vendite sia verso i Paesi anglosassoni (Regno Unito +8% e USA +6% nella prima metà del 2014) che verso i Paesi dell'Est Europa (Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria: +8%) e la Cina (+8%).

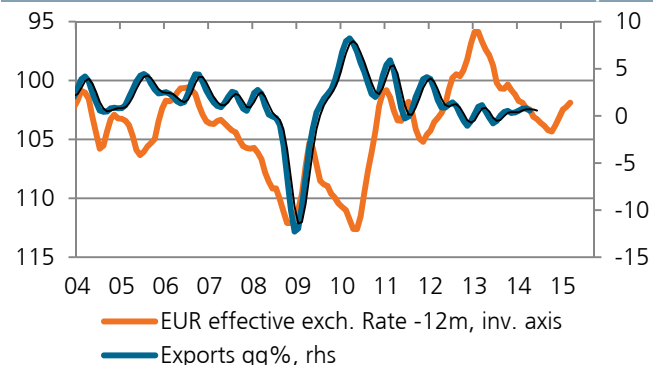
Una parte della debolezza mostrata dall'export nella prima metà dell'anno può essere dovuta al **tasso di cambio** (che si è attestato a 1,37 contro dollaro nella prima metà del 2014, contro l'attuale 1,26). Tuttavia, tale fattore si sta muovendo in direzione opposta, con una vistosa accelerazione nel mese di settembre. Nelle nostre stime, condotte sul modello ad equazioni simultanee *Oxford Economics Forecasting*, una variazione del 10% nel tasso di cambio euro/dollaro, se permanente, si traduce dopo un anno in una variazione dell'1,8% dell'export, dello 0,7% degli investimenti, e dello 0,8% del PIL dell'Eurozona. Dunque, se il cambio restasse agli attuali livelli (-4,5% circa rispetto alla media 2014), ne deriverebbe, l'anno prossimo rispetto a quest'anno, un impatto positivo di 0,8% sull'export, di 0,3% sugli investimenti e di 0,4% sul PIL. C'è da dire però che il deprezzamento dell'euro era sostanzialmente già incorporato nelle nostre previsioni dello scorso giugno.

Il PMI Global ex AE indica un rimbalzo dell'export nei prossimi mesi grazie in particolare al contributo dei paesi avanzati



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il deprezzamento del cambio effettivo (-4,5% dal picco di marzo 2014) dovrebbe contribuire a sostenere la dinamica dell'export

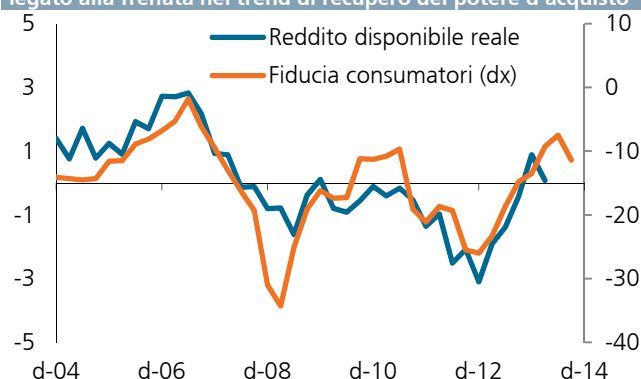


Fonte: Eurostat; BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda infine i **consumi**, essi a nostro avviso nella seconda metà dell'anno potrebbero mantenere il ritmo medio di 0,2% t/t visto per tutto l'ultimo anno, a partire dalla primavera del 2013. Di recente si è visto un ripiegamento della fiducia dei consumatori, che potrebbe essere collegato all'arretramento del reddito disponibile visto a inizio 2014; tuttavia sembrano sussistere le condizioni per vedere una prosecuzione del ritmo di modesta ripresa (che potrebbe aumentare allo 0,3% t/t nel 2015). Infatti, il 2014 è il primo anno di recupero del reddito disponibile reale delle famiglie (+0,4%) dopo quattro anni di contrazione. Certo, occorrerà aspettare il 2015 affinché questo miglioramento di reddito disponibile possa essere speso in misura più consistente. Anche il mercato del lavoro, pur restando in una fase di marcata debolezza, sembra aver superato la fase più critica, visto che il tasso di disoccupazione ha toccato un picco al 12% l'anno scorso e ha da allora iniziato un movimento al ribasso, arrivando all'11,5% a luglio; tale discesa resterà assai graduale, ma l'anno prossimo dovrebbe vedere in media un tasso di disoccupazione più basso di quasi un punto percentuale rispetto all'anno scorso.

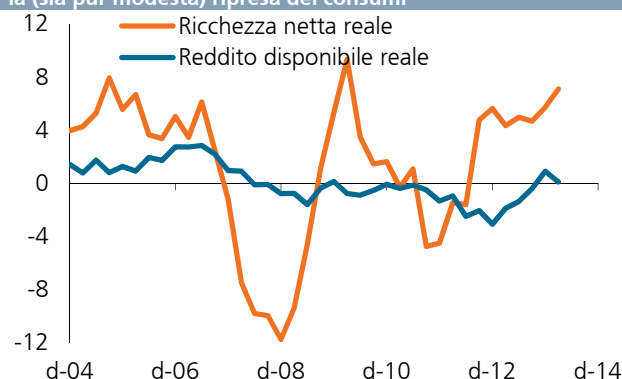
Può proseguire la modesta ripresa dei consumi

Il recente ripiegamento della fiducia dei consumatori appare legato alla frenata nel trend di recupero del potere d'acquisto



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Non solo il reddito ma anche l'effetto-ricchezza potrà favorire la (sia pur modesta) ripresa dei consumi

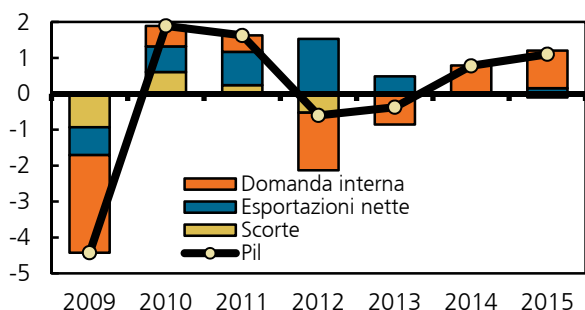


Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, nel 2015 il ciclo sarà ancora dipendente dall'estero e la ripresa della domanda domestica finale (al netto delle scorte) sarà modesta (all'1% dallo 0,8% del 2014). Tuttavia, ci sono le condizioni per vedere una ripresa degli investimenti (+1,9%, grazie agli investimenti in macchinari e attrezzature mentre la crescita degli investimenti in costruzioni rimarrà modesta, inferiore a quella del PIL) e una accelerazione dei consumi (a 1,1% da 0,7% di quest'anno). Infine, le scorte potrebbero sottrarre almeno un decimo alla crescita. La nostra previsione sul PIL 2015 (1,1%) è inferiore al consenso.

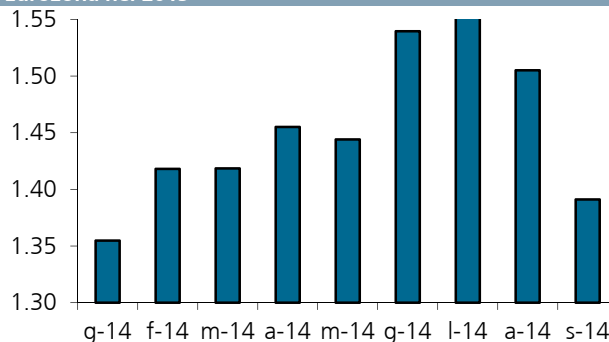
La nostra previsione per il 2015 è inferiore al consenso

Stime Intesa Sanpaolo sulle principali componenti di domanda



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

È in corso (e si accentuerà nei prossimi mesi, a nostro avviso) un processo di revisione al ribasso delle stime di consenso sul PIL Eurozona nel 2015



Fonte: Consensus Economics

Inflazione più vicina all'1,0% anche nel 2016, calano i rischi dal cambio ma l'incognita rimane la crescita

L'inflazione è calata più delle attese nei mesi estivi assestandosi a 0,4% in agosto (v. fig. 1). In generale nel corso del 2014 la maggior parte degli analisti e la stessa BCE hanno sovrastimato la dinamica dei prezzi al consumo. In media nel 2014 l'inflazione dovrebbe chiudere allo 0,6%, contro l'1,4% del 2013. Il rallentamento dei prezzi al consumo negli ultimi dodici mesi è spiegato per oltre il 70% da energia e alimentari (v. fig. 2). L'apprezzamento del cambio effettivo (+10% tra settembre 2012 e aprile 2014) dovrebbe aver pesato per 0,4-0,5%.

Anna Maria Grimaldi

La dinamica dei prezzi al consumo al netto di energia e alimentari ha frenato di soli quattro decimi nel corso dell'ultimo anno; dopo aver toccato un minimo a 0,6% a maggio, in agosto era risalita allo 0,9%. La moderazione dell'inflazione sottostante è spiegata in parte da una frenata dei prezzi dei beni non energetici tra marzo (+0,4%) e luglio 2014 (0,0%). Un calo del prezzo dei beni è tipicamente riconducibile più a fattori globali che non a fattori domestici, dal momento che i beni sono o importati o caratterizzati da un alto contenuto di import. Anche l'inflazione nei servizi al netto dei trasporti, tipicamente più influenzata da fattori domestici, ha contribuito alla moderazione dell'inflazione *core*. Il calo dei prezzi dei servizi è spiegato in larga parte dal calo dei prezzi delle comunicazioni nel 2013, un fenomeno che si è già osservato a metà degli anni Duemila e che non è riconducibile, se non in minima parte, alla debolezza della domanda interna. Tuttavia, il rallentamento dell'inflazione relativa ai servizi non energetici 2014 è dovuto anche ai capitoli ricreazione, alberghi e ristoranti, più direttamente influenzati da fattori di domanda (v. fig. 4). L'inflazione al netto di energia, alimentari, tabacchi tasse e prezzi amministrati, la cosiddetta **inflazione ciclica**, viaggiava a 0,7% ad agosto, in recupero dal +0,5% di maggio scorso e circa invariata rispetto a un anno fa. L'inflazione ciclica rimane su livelli più bassi nella Periferia rispetto al Centro.

Alimentari ed energia spiegano oltre il 70% del calo dell'inflazione area euro

Agosto dovrebbe segnare il minimo per l'inflazione, dal momento che il calo dell'inflazione sottostante dovrebbe arrestarsi. La componente energia potrebbe però continuare ad offrire un contributo negativo. Confermiamo una previsione di graduale risalita dell'inflazione sull'orizzonte di previsione; la proiezione è di 1,1% nel 2015, mentre la stima per il 2016 è ora di 1,3%, un decimo meno della precedente. Per quel che concerne le esogene, la proiezione è basata su un prezzo del petrolio a 100-102 dollari a barile nel 2015-16, marginalmente più debole che in giugno, e su un cambio effettivo in calo a 98,78 dall'attuale 99,5, come in giugno. Tuttavia, rispetto alle nostre stime di giugno, il cambio sarà marginalmente più basso nel 2014 e nel 2015, dal momento che il movimento di aggiustamento nei mesi estivi è stato più rapido del previsto. Il contributo dalle esogene è quindi circa invariato rispetto alle stime di giugno, dal momento che il prezzo del petrolio più basso sarà compensato da un cambio marginalmente più

Il deprezzamento del cambio, più rapido che nelle nostre stime di giugno, elimina uno dei principali rischi verso il basso

debole. Sull'orizzonte di previsione, la volatilità dell'inflazione continuerà a essere spiegata dalle dinamiche di energia ed alimentari. L'apporto della componente energia alla dinamica dei prezzi al consumo dovrebbe passare da -0,1% nel 2014 a 0,1% nel 2015, significativamente meno rispetto allo 0,6% del periodo 2003-12. Per quanto riguarda il capitolo alimentari, ci aspettiamo una graduale risalita da inizio 2015, quando usciranno dal confronto annuale gli effetti statistici legati al clima mite del 2014. Ci aspettiamo che la dinamica dei prezzi degli alimentari risalga gradualmente fino al 2% sull'orizzonte di previsione. In media il prezzo degli alimentari dovrebbe contribuire per 0,2% alla dinamica inflazionistica, anche in questo caso meno che nel periodo 2003-12 (0,5%).

Per quanto riguarda la dinamica dell'inflazione sottostante, ci aspettiamo che risalga solo marginalmente sull'orizzonte di previsione fino all'1,3% a fine 2016. Nelle nostre stime più recenti il PIL dovrebbe crescere soltanto di 1,1%, 0,4 punti meno della previsione di giugno. L'impulso dal ciclo sarà, quindi, troppo debole per innescare una chiusura dell'*output gap* (che ci aspettiamo resti circa invariato, -3,4% come da ultime stime OCSE per il 2014). Di riflesso assumiamo che la dinamica del costo del lavoro rimanga sotto controllo e freni fino allo 0,7% nel 2015 per poi risalire intorno all'1,2% nel 2016. Il calo della dinamica del costo del lavoro è spiegato da una crescita moderata delle retribuzioni (1,7% nel 2015 e 2,0% nel 2016) a fronte di un'accelerazione ciclica della produttività.

Le nostre stime sono allineate con le ultime previsioni BCE per il 2015, ma sono più basse nella prima metà del 2016. La discrepanza non è spiegata dalle ipotesi sulle esogene quanto piuttosto da fattori domestici. Rispetto alle nostre previsioni, le stime BCE incorporano un prezzo del petrolio più elevato di circa quattro dollari nel 2015-16 ma un tasso di cambio effettivo stabile sull'orizzonte di previsione. La differenza è data dalla stima dell'inflazione sottostante, che la BCE si attende risalirà all'1,2% nel 2015 e all'1,5% nel 2016, mentre nel nostro profilo è vista all'1,1% nel 2015 e all'1,3% nel 2016. La BCE ha delle ipotesi di crescita per il 2015 e per il 2016 (1,6% e 1,9% rispettivamente) decisamente più ottimistiche delle nostre (1,1% e 1,4% rispettivamente). Ragionevolmente dunque l'*output gap* nelle previsioni BCE si chiuderà di circa mezzo punto per fine 2016, mentre con le nostre stime di crescita rimarrà circa invariato a -3,4%. È anche vero che la BCE ha sempre manifestato un certo scetticismo sull'impatto della variazione dell'*output gap* sulla dinamica dell'inflazione sottostante. Si noti che le stime di inflazione *core* BCE per il 2014-15 sono state riviste significativamente al ribasso rispetto a dicembre 2013.

La BCE ha indicato come bilanciati i rischi alle stime di inflazione di settembre. In realtà pensiamo che il bilancio dei rischi per le stime BCE sia ancora verso il basso dal momento che le previsioni di crescita ci sembrano troppo ottimistiche. I rischi dalle esogene dovrebbero essere limitati e al margine verso l'alto. La BCE ha, difatti, stimato che un deprezzamento del cambio effettivo nel corso del 2015 di circa 4,5 punti (simulato tramite un tasso di cambio EUR a 1,24) determinerebbe un calo dell'inflazione tra lo 0,1% e lo 0,3% nel 2015 e nel 2016. Nel contempo la BCE ha specificato che l'effetto di un prezzo del petrolio più forte del 6% nel 2015 e del 10% nel 2016 (uno scenario non improbabile nel caso in cui le tensioni geopolitiche nei paesi produttori, tra cui Russia, dovessero intensificarsi) sulla dinamica inflazionistica sarebbe tra +0,1% e +0,2%.

In buona sostanza l'inflazione rimarrà più vicina all'1,0% che al 2,0% fino a fine 2016. I rischi per lo scenario di inflazione sono ancora verso il basso ma rispetto a giugno si sono in parte ridotti, grazie alla correzione dell'euro. Il deprezzamento del cambio effettivo è in linea con le nostre previsioni di giugno ma il fatto che si sia verificato più velocemente riduce sensibilmente quello che identificavamo come il principale rischio dalle esogene. A questo punto, e se il deprezzamento del cambio sarà confermato, il principale rischio verso il basso per la dinamica dei prezzi al consumo deriva dalle dinamiche cicliche che si sono rivelate più deboli del previsto.

Le stime di inflazione *core* BCE ci sembrano troppo ottimistiche

I rischi per la dinamica dei prezzi al consumo dipendono in larga misura dall'intensità della ripresa

Inoltre in uscita da una crisi così profonda non può escludersi che non solo la variazione ma anche il livello dell'*output gap* (mai così ampio dal 1998 ad oggi) possa avere un impatto sulla dinamica dei prezzi *core*. Stime rudimentali per la periferia sulla relazione tra capacità inutilizzata nell'economia e dinamica dei prezzi *core* a tassazione costante confermano che dal 2010 la dinamica dell'inflazione *core* non è spiegata solo dalla variazione dell'*output gap*, ma anche dal suo livello (v. figure 13 e 14).

Non va infine trascurato il rischio che al permanere dell'inflazione su livelli significativamente più bassi rispetto all'obiettivo BCE vi è il rischio che le attese di prezzo comincino a muoversi in modo più deciso. Le attese sui prezzi di breve periodo derivate dalle indagini presso imprese e famiglie sono stabili e, anzi, le attese sui prezzi praticati sono risalite negli ultimi mesi (v. figure 20 e 21). Anche le attese di medio periodo hanno cominciato a muoversi. Le attese a cinque anni dall'indagine dei *Professional Forecasters* BCE erano calate all'1,8% nel 2° trimestre e sono poi risalite all'1,9% nell'edizione di luglio. Invece, le attese di inflazione a cinque anni *forward* si sono mosse verso il basso negli ultimi 5 mesi e la tendenza non si è invertita dopo le misure annunciate a settembre (v. figure 20 e 22). La BCE è chiaramente preoccupata del movimento delle attese di inflazione e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo e confermerà di "di essere pronta a usare altri strumenti di politica monetaria non convenzionali e/o ad alterare la composizione degli interventi già predisposti nel caso in cui il ciclo continui a rallentare".

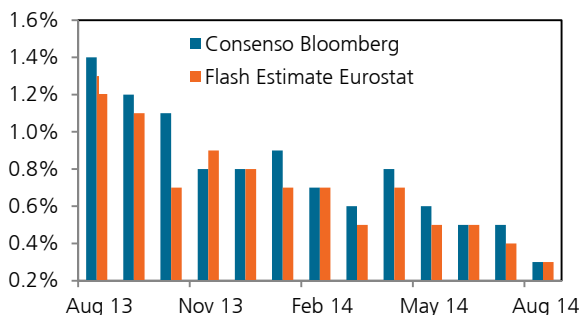
Quanto più a lungo l'inflazione rimane sui livelli attuali tanto maggiore è il rischio che le attese di medio periodo si discostino dal 2%

Tab. 1 – Confronto delle principali ipotesi alla base delle stime di inflazione BCE e ISP

	2013	2014	2015	2016	4° trim. 2016
USD/EUR Sett 14 BCE	1.33	1.36	1.34	1.34	
USD/EUR Giu 14 BCE	1.33	1.38	1.38	1.38	
USD/EUR ISP	1.33	1.34	1.26	1.28	
USD/EUR Consenso*	1.33	1.34	1.27	1.28	
Nom eff exch rate Sett 14 BCE	3.8	1.4	-0.8	0.0	
Nom eff exch rate Giu 14 BCE	3.7	2.6	0.1	0.0	
Nom eff exch rate ISP	3.7	2.2	-4.0	2.0	
Oil BCE Sett 14	108.8	107.4	105.3	102.7	
Oil ISP Sett 14	108.8	105	100.7	102	
Oil Consensus Sett 14	108.8	103.9	103.4		
Inflazione headline Sett 14 BCE*	1.4	0.6 (0.7)	1.1 (1.1)	1.4 (1.4)	1.5 (1.5)
Inflazione headline Sett 14 ISP	1.4	0.6	1.1	1.4	1.5
Inflazione headline Sett 14 Consenso	1.4	0.6	1.1	1.5	
Inflazione core Sett 14 BCE*	1.1	0.9 (1.0)	1.2 (1.2)	1.5 (1.5)	
Inflazione core Sett 14 ISP	1.1	0.9	1.0	1.1	
Inflazione core stima sulla base dei fattori stagionali	1.1	0.9	1.1	1.2	
Crescita del PIL AE Sett BCE	-0.4	0.9	1.6	1.9	
Crescita del PIL AE Sett ISP	-0.4	0.8	1.1	1.4	
Crescita del PIL AE Sett Consenso	-0.4	0.9	1.4	nd	

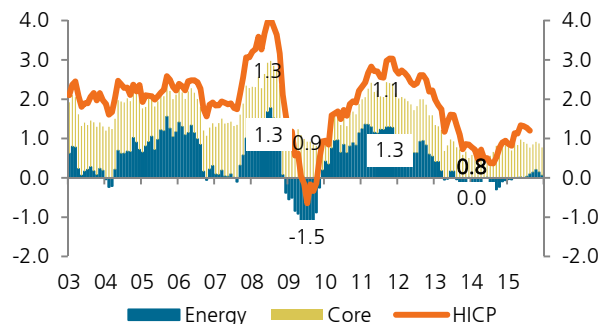
*Stime di Consenso EUR si riferiscono a settembre 2015 e 2016. BCE stime di giugno 2014 in parentesi
Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Da agosto scorso l’inflazione ha sorpreso verso il basso sette volte su dieci



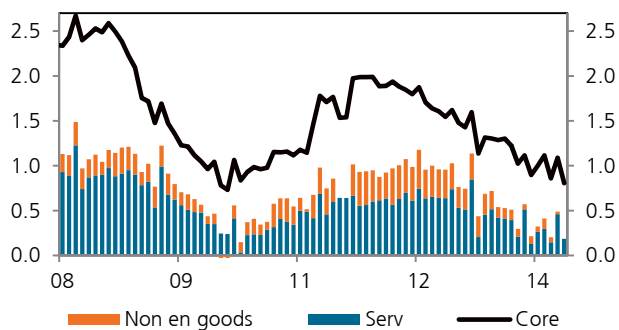
Fonte: Eurostat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il calo dell’inflazione è spiegato in larga misura dalle componenti volatili



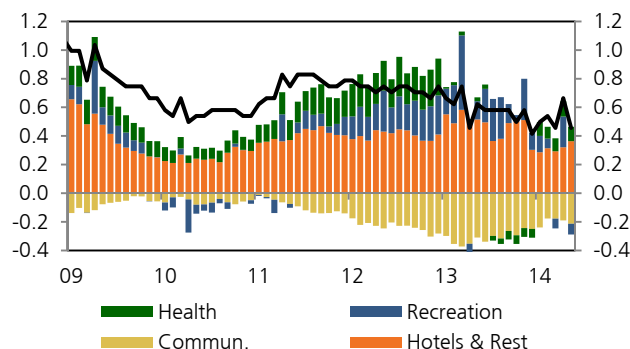
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Il rallentamento del core è spiegato dal calo del prezzo dei beni non energetici, ma anche i servizi non energetici hanno frenato di recente



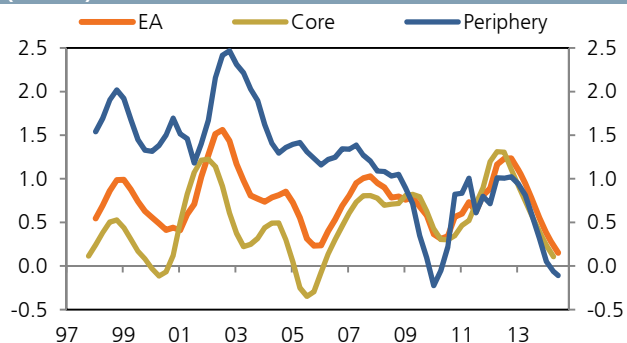
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Il calo dell’inflazione servizi è spiegato dalle telecomunicazioni, ma anche da alberghi e ristoranti



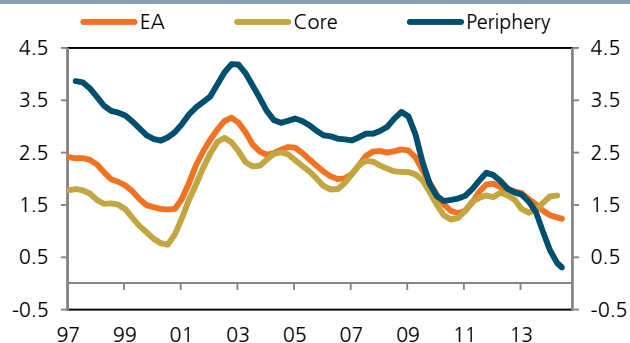
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - L’inflazione beni non energetici nella Periferia è a zero, ma tale aggregato risente maggiormente di fattori esogeni (cambio)



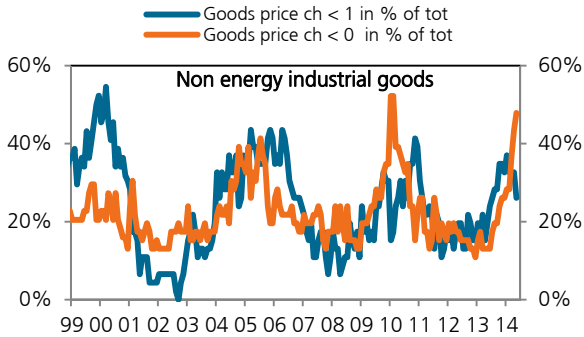
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl; Centro = Germ+Fr+ NI+ Bel
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il prezzo dei servizi più legato a fattori domestici è rallentato, più del prezzo dei beni non energetici nella Periferia



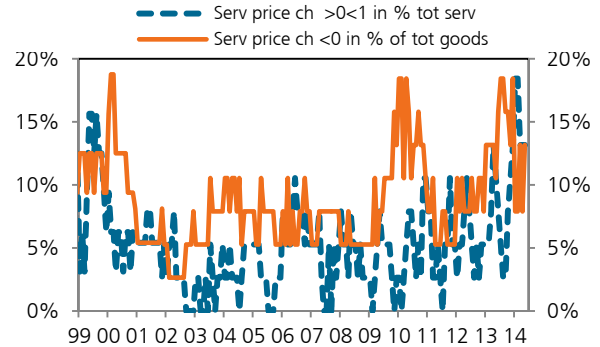
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl; Centro = Germ+Fr+ NI+ Bel
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Nella media area euro, la percentuale di beni con prezzi in territorio negativo non è più alta che in passato mentre...



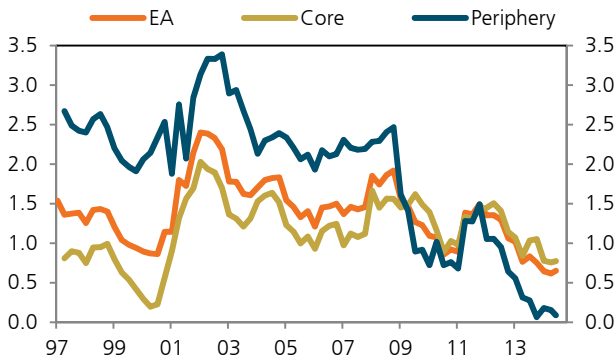
Nota: le percentuali sono calcolate su 46 sotto indici beni non energetici
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ... per i servizi la percentuale con variazioni al di sotto dell'1,0% rimane sui massimi assoluti



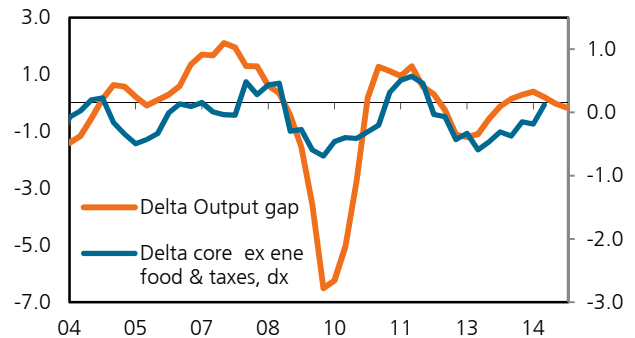
Nota: le percentuali sono calcolate su 38 sotto indici servizi
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – L'inflazione core al netto delle tasse è rallentata non solo nella Periferia ma anche al Centro



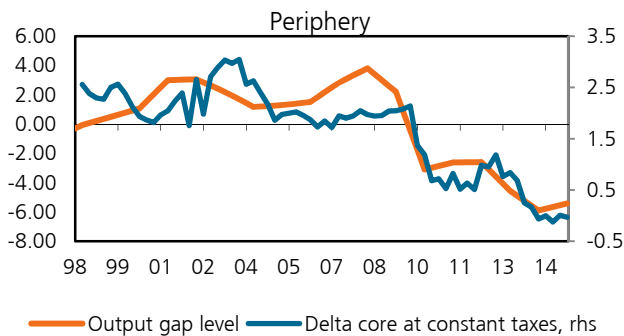
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl; Centro = Germ+Fr+ Ni+ Bel
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – L'impulso di crescita sull'orizzonte di previsione sarà troppo modesto e non prevediamo un'ulteriore chiusura dell'output gap



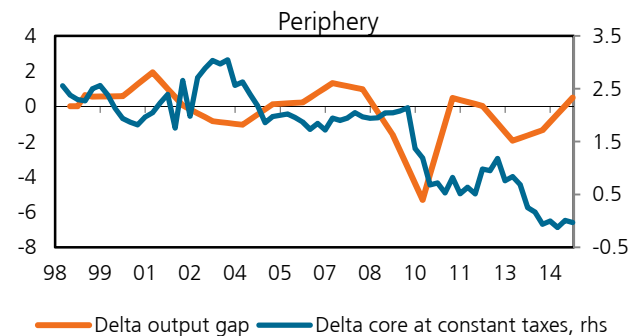
Nota: per output gap usiamo le stime OCSE
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Nel periodo più recente nella periferia per la dinamica core conta più il livello che non ...



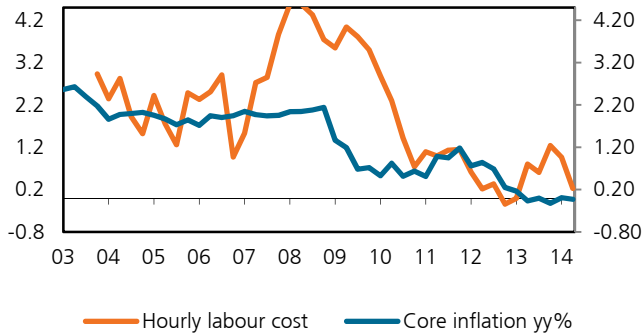
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – ... la variazione dell'output gap



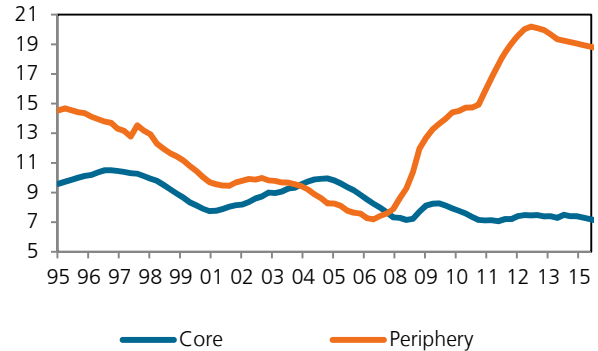
Nota: per output gap usiamo le stime OCSE
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Il processo di moderazione salariale nella Periferia è temporaneo ma non si concluderà in tempi brevi dato anche...



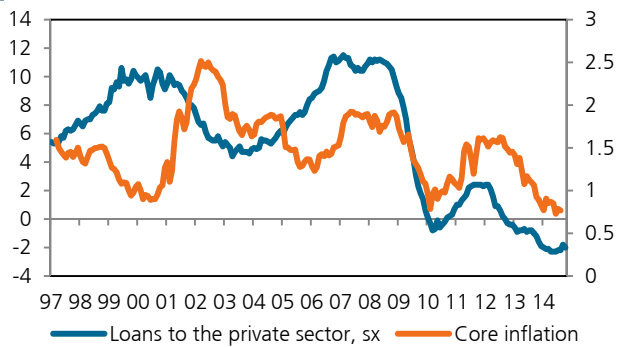
Nota: l'output gap è basato su stime OCSE
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – ... l'elevato tasso di disoccupazione che ci aspettiamo cali solo lentamente sull'orizzonte di previsione



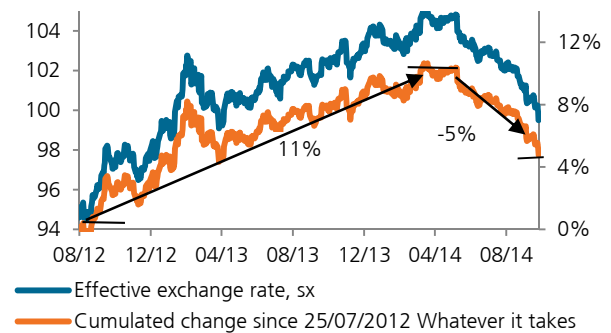
Nota: l'output gap è basato su stime OCSE
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Il credito per ora continua a contrarsi



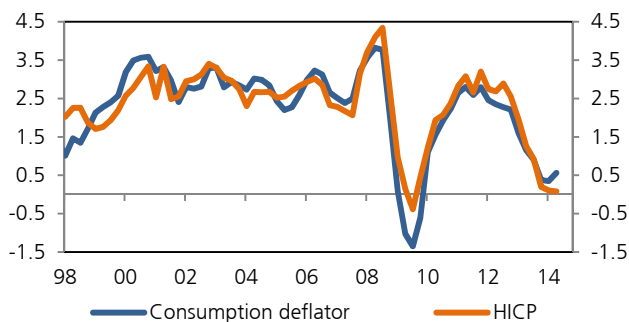
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – Il deprezzamento del cambio rimuove uno dei principali rischi verso il basso per la dinamica dell'inflazione headline



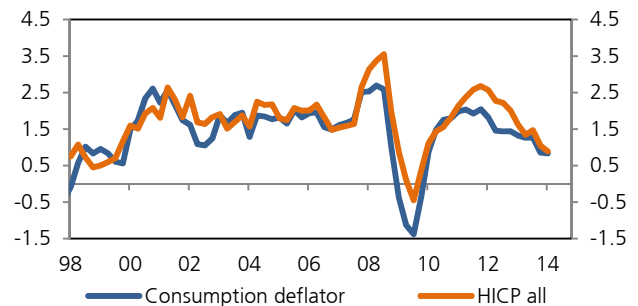
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 – Il deflatore dei consumi conferma il calo dei prezzi è più marcato nella Periferia che...



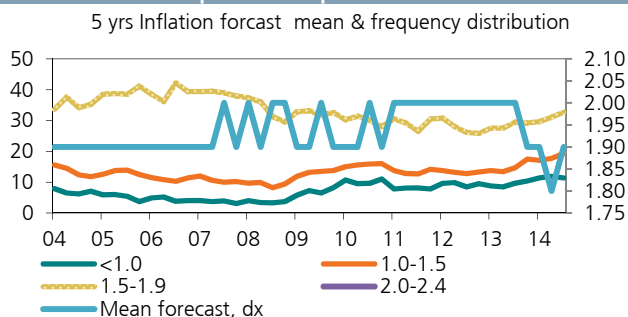
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 - ... al Centro



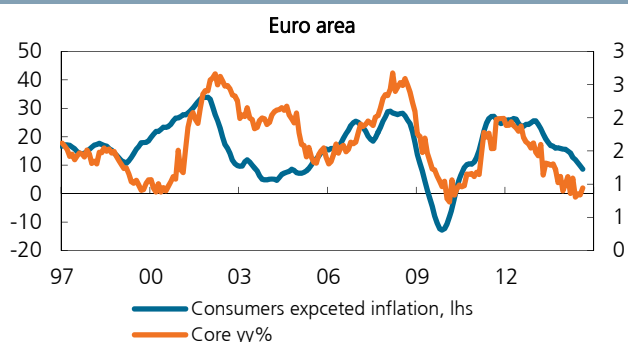
Nota: Centro = Germ +Fr+ NI+ Bel
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 19 - Le attese di medio periodo dall'indagine dei professional forecasters sono calate in media all'1,8% e la distribuzione di frequenze si è spostata ancora verso il basso



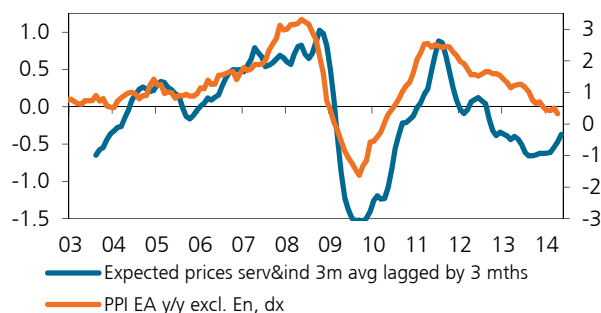
Nota: 5 yrs Inflation forecast mean & frequency distribution. Fonte: BCE Indagine dei Professional Forecasters (SPF) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 20 - Le attese delle famiglie scivolano lentamente ma non sono sui minimi storici



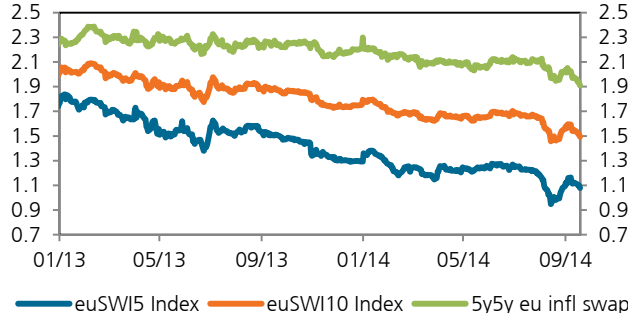
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 21 - Le pressioni verso il basso a monte della catena produttiva al netto dell'energia sembrano rientrate



Nota: attese di prezzi praticati media degli indici per prezzi praticati nell'industria, servizi, commercio al dettaglio e costruzioni dall'indagine della Commissione UE. Le serie sono standardizzate. Fonte: Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 22 - Le attese di inflazione di mercato sono scivolose verso il basso negli ultimi mesi



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

BCE: la lenta marcia verso una gestione più attiva del bilancio

Lo *Scenario* di giugno avvisava che probabilmente la BCE sarebbe stata costretta a muoversi prima dell'autunno, perché molto probabilmente le misure annunciate a giugno non sarebbero bastate a contrastare i rischi per la crescita di breve termine nonché a contenere un possibile rialzo dei tassi reali. Tra le possibili azioni, si ipotizzava l'annuncio di un programma di acquisto di ABS per l'autunno. A settembre scorso la BCE ha preso atto dei rischi verso il basso per lo scenario macro e del calo delle attese di inflazione e tagliato ulteriormente il refi a 0,05% e il tasso sui depositi a -0,2%. Inoltre come da nostre previsioni è stata costretta ad annunciare un programma di acquisto di ABS (ABSPP) e *covered bond* (CBPP3).

Quel che più conta è che Draghi durante la Testimonianza al Parlamento Europeo dello scorso 22 settembre ha indicato che la BCE si *"sta spostando da una politica monetaria basata sull'erogazione di credito alle banche a una gestione più attiva e controllata del bilancio bancario"*. L'obiettivo della BCE è ingegnare tramite i programmi di acquisto e le TLTROs un'espansione del bilancio di circa un trilione di euro, che riporterebbe il bilancio BCE al livello del 2012.

Nel 2015, il calo dell'attivo BCE dovuto alla scadenza di misure pregresse potrebbe essere nell'ordine di 440-470 miliardi di euro, pari al 22% del totale: verranno, infatti, a scadenza i 335

Anna Maria Grimaldi

Mosse BCE in linea con le attese di giugno

miliardi residui dalle LTRO del 2011-12 e anche buona parte dei titoli acquistati con l'SMP (140 miliardi di euro residui).

Un aumento dell'attivo BCE di circa un trilione di euro, indicato a settembre dalla BCE, sembra difficilmente raggiungibile tramite le sole TLTROs. L'asta di settembre ha visto la sottoscrizione di fondi per soli 82,6 miliardi di euro, meno di quanto stimato dal Consenso Reuters (100 miliardi). Anche ipotizzando una domanda molto più robusta all'asta di dicembre, però, difficilmente la creazione lorda di liquidità raggiungerà il massimo teorico consentito di circa 400 miliardi (pari al 7% degli impieghi al settore privato non finanziario al netto dei mutui) e al più si arriverà a 300 miliardi di euro, dato lo scarso interesse delle banche di paesi ove i tassi monetari sono già nulli o negativi.

Se la BCE vuole frenare la riduzione del bilancio deve garantire che il programma ABS raggiunga volumi consistenti. I Membri del Consiglio hanno supportato l'idea che il programma possa comportare acquisti di entità significativa. Draghi ha dichiarato che il *pool* di *asset* cui la BCE può potenzialmente attingere è piuttosto ampio, dal momento che non comperà solo titoli collocati presso investitori privati (e per cui esiste un prezzo) ma anche cartolarizzazioni trattenute presso il veicolo emittente. Per quanto riguarda la **tipologia di asset** più membri del Consiglio hanno indicato che la BCE acquisterà inizialmente solo *tranche* senior, ma che in un secondo momento potrebbero essere coinvolte anche *tranche* mezzanine, posto che siano garantite a livello nazionale o sovranazionale (passaggio, questo, che al momento non trova molto sostegno fra i governi europei). Gli acquisti includeranno anche le cartolarizzazioni di mutui che costituiscono il 60% delle cartolarizzazioni nella zona euro. In termini di composizione geografica l'80% delle cartolarizzazioni di mutui è originato in Italia, Francia, Spagna e Olanda.

Le indicazioni sinora disponibili ci inducono a ritenere che tramite gli acquisti di ABS la BCE non miri solo a riavviare un particolare mercato ma anche a liberare capitale di rischio per le banche e quindi spazio per l'erogazione di nuovi prestiti. Questo obiettivo può essere perseguito incentivando gli investitori a muoversi lungo la curva del credito, il che potrebbe comportare interventi più massicci sul comparto. In buona sostanza l'impressione è che gli acquisti di ABS saranno anche il surrogato per un vero e proprio QE, se sarà indicato un obiettivo quantitativo.²

Acquisti di ABS un surrogato per un vero QE

Tab. 1 - Cartolarizzazioni nella zona euro per tipologia di prestiti e paese (mld di euro)

	Debt securities	Traditional securitized loans		HSHDS
		of which	NFC	
MT	1.1			
PT	25.7	33.1	4.9	27.7
DE	44.6	40.09	2.6	35.8
LU	84.6	52.18	6.3	1.0
BE	86.1	85.2	16.4	63.4
IT	193.3	236	58.5	119.0
FR	210.4	174.1	10.7	126.2
ES	232.9	148	29.7	117.9
IE	249.7	169.5	50.5	44.8
NL	338.5	304.1	10.57	192.9
Euro area	1467	1250	190.4	728.6

Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Assumendo che le *tranche* senior si aggirino tra il 25% e il 30% del valore totale dei titoli in circolazione il ***pool* di asset cui la BCE potrà inizialmente attingere ammonta probabilmente a 300-400 miliardi di euro.**

² Un programma di stimolo quantitativo in senso stretto comporta un'espansione del bilancio della Banca centrale al fine di raggiungere un obiettivo prefissato sulla base monetaria e incidere sulla quantità di riserve detenuta dalle banche.

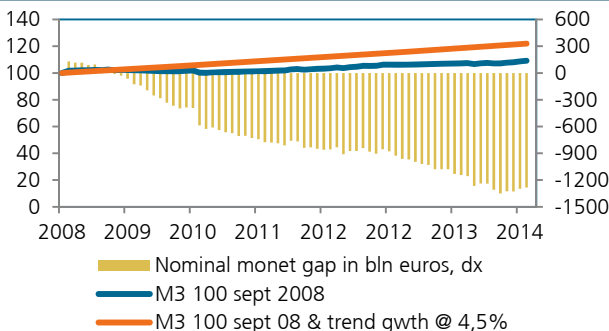
Le dichiarazioni dei Membri del Consiglio circa la possibilità di includere inizialmente solo *tranche* senior e successivamente anche acquisti di *tranche* mezzanine garantite ci induce a ritenere che la BCE:

- I. vorrà indicare un quantitativo di massima per gli acquisti di *tranche* senior e si riserverà di aumentarli nel tempo in caso di necessità;
- II. non vorrà specificare qual è l'orizzonte temporale su cui intende effettuare gli acquisti;
- III. specificherà che la composizione degli acquisti potrà variare nel tempo e includere nuove emissioni di cartolarizzazioni, nonché *tranche* mezzanine;
- IV. vorrà fornire indicazioni almeno di massima sulle modalità con cui intende prezzare gli ABS non collocati presso investitori finali.

Il successo del programma di acquisto di ABS tuttavia non dipende solo dalla dimensione ma anche da quanto la BCE sarà aggressiva in termini di prezzi offerti in particolare per i titoli trattenuti dall'emittente e per i quali non vi è un mercato. L'azione della BCE dovrà essere abbastanza energica da indurre le banche a cedere le carte in proprio possesso e gli investitori a spostarsi lungo la curva del rischio, incentivando lo sviluppo di un mercato per le *tranche* più junior, stimolando l'attività del mercato primario, generando un calo dei *credit spread* e contribuendo a liberare capitale di rischio per le banche.

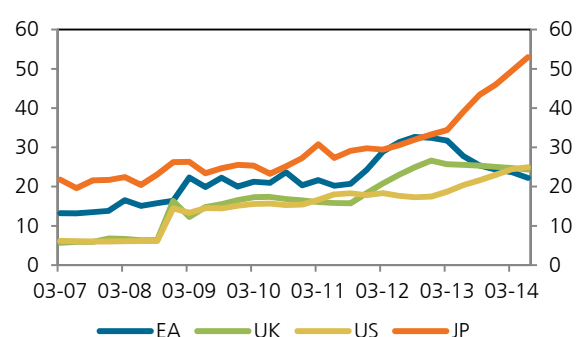
Che cosa farà ancora la BCE? Riteniamo che la probabilità di un programma diffuso di acquisto titoli sia ancora inferiore al 50%, ma è pur vero che dopo le misure di settembre alla BCE resta ben poco da fare per ripristinare la trasmissione dell'impulso di politica monetaria. Nel caso in cui il rallentamento della ripresa dovesse essere confermato anche all'inizio del prossimo anno e l'interesse per le TLTROs di dicembre e marzo dovesse essere scarso, la BCE potrebbe innanzitutto decidere di incrementare gli acquisti di ABS. Se anche in quel caso le prospettive per l'inflazione non dovessero migliorare o se la *guidance* BCE dovesse rivelarsi insufficiente ad agganciare i tassi reali euro, a fronte di attese più aggressive di svolta dei tassi americani, la BCE procederebbe con un programma di acquisto titoli. Non vanno sottovalutati gli ostacoli operativi associati all'annuncio di un QE, come abbiamo esaminato nel *Weekly Economic Monitor* dello scorso 02.05.2014. Per il momento, i mercati continuano a credere che la BCE sarebbe pronta a intervenire nel caso in cui le misure adottate sinora si rivelassero insufficienti. La BCE, dunque, tramite la comunicazione sta riuscendo a gestire le attese di mercato e questo è quel che conta quando i tassi di policy sono al limite inferiore.

Fig. 1 – Il *gap* teorico di moneta dal settembre 2008 a oggi dovrebbe essere di 1,2 trilioni di euro



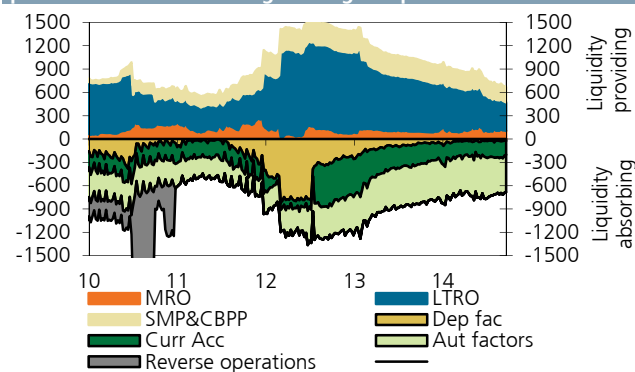
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Un'espansione di un trilitone di euro riporterebbe il bilancio BCE sul livello del 2012



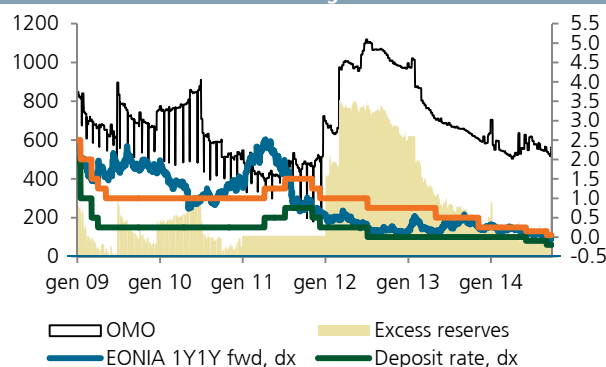
Fonte: banche centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Ma questa volta la gestione del bilancio dovrebbe essere più controllata dalla BCE grazie agli acquisti di ABS



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La struttura dei tassi a breve sarà influenzata dall'eccesso di riserve che verrà generato tramite le TLTROs



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania: rallentamento, per ora temporaneo

Lo scenario in sintesi. La Germania crescerà dell'1,5% quest'anno e dell'1,7% (1,5% al netto degli effetti di calendario) nel 2015, quindi ancora al di sopra del potenziale (1,4% per la Bundesbank, 1,2% per l'OCSE). La nostra valutazione dello scenario macro rimane positiva anche se rivista al ribasso rispetto a giugno scorso, quando ci aspettavamo una crescita dell'1,7% nel 2014 e intorno del 2% nel 2015. I dati relativi al 2° trimestre e le indagini congiunturali nei mesi estivi indicano che la velocità della ripresa è più blanda delle attese. Risulta particolarmente debole la dinamica del credito e degli investimenti aziendali considerato, peraltro, l'elevato utilizzo del fattore lavoro. Le prospettive per il 2015 sono gravate dall'incertezza geopolitica e dalla debolezza dell'export verso la Russia e l'Est-Europa. Il Paese gode di fondamentali ancora solidi ma le scelte di politica economica ci sembrano poco mirate a garantire il mantenimento del potenziale di crescita nel medio periodo. La Germania avrebbe ampio spazio per modificare la politica economica a sostegno della domanda interna tramite tagli alle imposte sul reddito, una riduzione della spesa previdenziale (che è invece cresciuta nel biennio in corso) e un aumento della spesa per infrastrutture, ma difficilmente si muoverà in questa direzione.

Prospettive di breve termine. Nei mesi primaverili il PIL è calato a sorpresa di 0,2% t/t, dopo il +0,5% t/t di inizio anno. La debolezza del 2° trimestre è spiegata da una correzione degli investimenti in costruzioni, dopo il forte esordio d'anno legato a un clima eccezionalmente mite, ma anche da un genuino rallentamento dell'attività manifatturiera, nonché della spesa in macchinari. La Bundesbank stima che al netto dell'effetto del tempo la crescita del PIL è stata in media di 0,25% t/t dal +0,4% t/t della seconda metà del 2013. Il rallentamento dell'economia tedesca è spiegato dalla ripresa più debole delle attese nel resto della zona euro. Le tensioni geopolitiche hanno avuto un effetto contenuto sulla dinamica dell'export dal momento che il calo di domanda dall'Est-Europa è stato compensato fino a luglio da una tenuta dei flussi commerciali verso Paesi avanzati esclusa area euro e in particolare Stati Uniti e Regno Unito. Le tensioni geopolitiche stanno chiaramente avendo un effetto non trascurabile sulla fiducia e la dinamica della domanda interna. L'indice IFO è calato per quattro mesi consecutivi tra giugno e settembre, assestandosi a 106,3 ed erodendo quasi del tutto il recupero dell'ultimo anno. Generalmente tre cali consecutivi dell'indice sintetico sono considerati indicativi di una svolta o di una battuta d'arresto del ciclo produttivo. Il PMI composito si è assestato a 54,5 in media nei mesi estivi dal 55,2 del 2° trimestre e l'indice per il manifatturiero è sui minimi da maggio 2013, sulla scia di una brusca frenata del libro ordini non solo dall'export ma anche domestico. I dati su ordini (+4,8% m/m) e produzione industriale (+2,5% m/m) di luglio, suggeriscono un forte recupero di attività a inizio estate. Ma la Bundesbank nota che i dati di ordine e produzione di luglio sono stati gonfiati da fattori eccezionali: commesse navali di ampio valore unitario (che

Anna Maria Grimaldi

La ripresa è più lenta del previsto

Crescita del PIL a 0,25% t/t nel 2° semestre 2014

tipicamente determinano un aumento di produzione con notevole ritardo), dal minor numero di giorni di vacanza scolastica e dal fatto che le principali imprese meccaniche, e in particolare automobilistiche, hanno chiuso solo in agosto. Il rischio è che i dati di agosto facciano registrare una pesante correzione. La fase ciclica sembra, quindi, meglio riflessa dall'andamento degli indici di fiducia che mostrano chiaramente un rallentamento di produzione e attese più caute per i prossimi mesi. Rivediamo la nostra stima per la crescita del PIL nel 3° e 4° trimestre da +0,4% t/t a un modesto +0,25% t/t. La crescita potrebbe viaggiare poco al di sotto di 0,4% t/t a inizio 2015, dal momento che dovrebbe vedersi una graduale accelerazione della domanda globale in particolare dai Paesi avanzati.

In termini di composizione, la crescita dovrebbe essere ancora trainata più dalla domanda interna che non dal commercio estero, com'è già accaduto nel corso del 2013. Le esportazioni di beni e servizi sono cresciute di 0,9% t/t nel 2° trimestre e sono in rotta per un recupero nei mesi estivi. A luglio, le esportazioni di beni hanno fatto registrare un aumento di 2,2% t/t dopo il +0,5% t/t di giugno. Nei mesi finali di quest'anno è possibile che si veda un rallentamento dell'export per effetto delle tensioni geopolitiche, ma anche per fattori statistici. Un'accelerazione dei flussi commerciali dovrebbe vedersi già a inizio 2015 stando alle indicazioni dal PMI globale extra area euro e sarà sostenuta nel corso del 2015 dal deprezzamento del cambio. In media ci aspettiamo una crescita dell'export del 3,5% nel 2014 e del 4,1% nel 2015. Dato l'elevato contenuto importato delle esportazioni tedesche, ci aspettiamo una crescita dell'import del 3,1% nel 2014 e del 4,6% nel 2015. Il contributo netto del commercio estero sarà marginalmente positivo nel 2014 e di -0,1% nel 2015. La chiusura del surplus di parte corrente dovrebbe essere quindi piuttosto graduale sull'orizzonte di previsione. Si noti che le revisioni ai dati di contabilità nazionali e il passaggio al sistema di conti nazionali ESA 2010³ hanno comportato variazioni alle stime del saldo di parte corrente che dal 2006 ad oggi ha superato il 6% del PIL per buona parte del periodo e non in ogni anno come nelle stime precedenti. Nella prima metà di quest'anno il surplus di parte corrente si è aggirato in media al 6,9% del PIL.

A fronte di un contributo negativo delle esportazioni nette la domanda interna dovrebbe aggiungere un +1,4% nel 2014 (da 0,5% nel 2013) e accelerare all'1,6% nel 2015.

I **consumi privati**, dopo la semi-stagnazione del 2° trimestre, sono attesi crescere in media di 0,3% t/t a trimestre nella seconda metà di quest'anno e di 0,4% t/t nel 2015. La fiducia delle famiglie rimane su livelli elevati e la dinamica del reddito disponibile reale dovrebbe mantenersi intorno all'1,3%. Stando alle indicazioni dagli indici occupazione dall'indagine IFO, la crescita degli occupati dovrebbe continuare a viaggiare tra lo 0,8% e lo 0,9% a/a nei prossimi mesi il che implicherebbe una crescita trimestrale di 0,2% t/t (invariata rispetto ai mesi primaverili) o una creazione di circa 40 mila posti di lavoro al mese. Il tasso di disoccupazione è vicino al livello strutturale è, quindi, difficile che si vedano cali significativi nei prossimi mesi, come segnala il barometro IAB a meno di un aumento dei flussi migratori in eccesso delle 300 mila unità stimate dalla Bundesbank. Il tasso di disoccupazione è visto rimanere circa invariato sui livelli recenti e scendere al più verso il 6,3% per fine 2015.

In attesa di un'accelerazione della domanda interna

I consumi privati dovrebbero crescere in media almeno dell'1,3%, grazie a una tenuta dell'occupazione e...

³ Le revisioni hanno interessato in particolare il PIL nominale che in livello risulta essere più elevato di circa il 3% tra il 1991 e il 2013 rispetto al sistema di conti ESA 2005.

Un sostegno alla dinamica del reddito da lavoro dovrebbe venire dai **salari negoziali**, che ci aspettiamo in crescita poco al di sotto del 3%, dal momento che ci si può attendere un rallentamento rispetto all'aumento del 3,5% del 2° trimestre per effetto dei primi accordi siglati a inizio anno. Tipicamente l'aggiornamento degli aumenti è inferiore all'incremento iniziale. Inoltre gli aumenti concordati per i dipendenti nel settore bancario e nell'industria metallurgica si aggirano intorno al 2,3%. All'inizio di luglio di quest'anno il Parlamento ha approvato l'introduzione di un **salario minimo nazionale** di 8,5 euro all'ora a partire da gennaio 2015. Il livello del salario minimo potrà essere rivisto dalla Commissione per i salari già nel 2016 e rimodulato a inizio 2017. Per i settori Agroalimentari e alberghi e ristorazione, in cui il salario orario è inferiore al minimo, si prevede l'adeguazione completa solo nel 2017. Il salario minimo si applicherà a circa 5 milioni di lavoratori o il 14% della forza lavoro. Secondo uno studio recente del CESIFO l'introduzione del salario minimo potrebbe distruggere fino a 900 mila posti di lavoro, perlopiù *mini jobs*, la misura potrebbe quindi essere controproducente ai fini redistributivi e generare una perdita di gettito per lo Stato di circa un miliardo. Dato l'elevato grado di incertezza e l'effetto che questo tipicamente ha sulle decisioni di spesa delle famiglie tedesche è difficile che i consumi crescano più del reddito disponibile, di riflesso ci aspettiamo una stabilizzazione del tasso di risparmio intorno al 9,2%.

... salari in crescita del 2,6%
sull'orizzonte di previsione

Rischi per l'occupazione
dall'introduzione del salario
minimo

Il calo del PIL nei mesi primaverili è spiegato in parte da una battuta d'arresto degli investimenti in macchinari, che risulta alquanto anomalo rispetto ai cicli precedenti dato il livello ormai normale di utilizzo della capacità produttiva. In primavera, l'indagine IFO sugli investimenti industriali indicava che circa il 52% delle imprese intervistate intendeva aumentare la spesa per investimenti nel 2014, per ampliare la capacità esistente, mentre l'intenzione di rimpiazzare capacità esistente veniva indicata solo come un motivo secondario per la maggiore spesa. I risultati suggeriscono un aumento del 9% della spesa in termini nominali che corrisponde a un 8% di aumento di spesa in termini reali secondo l'Istituto di ricerca. E' possibile che vi sia solo un ritardo nel ciclo di accelerazione della spesa in macchinari. Il credito alle imprese manifatturiere, che normalmente anticipa una crescita più sostenuta della spesa per investimenti, rimane strisciante nonostante l'ultima indagine sul credito della Bundesbank riveli condizioni pressoché neutrali⁴. E' possibile però che la ripresa della spesa per investimenti si confermi meno marcata che nei cicli precedenti (in media 7,9% tra il 2004 e il 2008). Innanzitutto l'elevato grado di incertezza potrebbe indurre le imprese a limitare l'aumento di spesa, inoltre non è escluso che le imprese tedesche continuino a spostare parte della produzione in località più vicine ai consumatori finali e ad aumentare quindi gli investimenti al di fuori della Germania e della zona euro, come notava la Bundesbank nel bollettino di dicembre scorso. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo una crescita degli investimenti aziendali del 3,0% nel 2014 e del 3,6% nel 2015 e la revisione delle nostre stime di crescita, rispetto a giugno scorso, sconta per lo più un ciclo meno sostenuto degli investimenti aziendali.

Cosa manca per un ciclo di
capex più deciso?

La fase di espansione delle costruzioni residenziali potrebbe proseguire anche nel 2014-15. In media nella prima metà di quest'anno gli investimenti in costruzioni sono cresciuti del 6%. Il calo trimestrale nei mesi primaverili controbilancia la forte crescita di inizio anno dovuta a un clima eccezionalmente mite. I dati su permessi e ordini nell'edilizia residenziale suggeriscono una

Costruzioni residenziali ancora
in crescita ma a un ritmo più
blando

⁴ L'ultima edizione dell'indagine sulle condizioni al credito include, per la prima volta, una domanda sul livello delle condizioni al credito e non solo sulla variazione delle stesse. Alle banche è stato esplicitamente domandato di valutare le condizioni al credito recenti rispetto all'inizio del 2003 (quando l'indagine è stata lanciata) e al 2° trimestre 2010. In precedenza il livello delle condizioni al credito era approssimato dalle variazioni cumulate su base trimestrale dall'inizio dell'indagine. Sia in Germania che nella media area euro, la stretta delle condizioni al credito si è avuta prima del 2010, ovvero prima dell'esplosione della crisi sul debito sovrano. Mentre le variazioni cumulate dal 2010 a oggi suggeriscono condizioni al credito marginalmente più restrittive per le imprese di grandi dimensioni, la domanda *ad hoc* sul livello delle condizioni al credito indica che sono più restrittive rispetto al livello di riferimento sia per le imprese di piccole dimensioni che per quelle di grandi dimensioni (v. il Bollettino mensile della Bundesbank, agosto 2014 pp. 44-47).

dinamica degli investimenti in costruzioni ancora sostenuta nel 2014-15, ma meno che nell'ultimo anno e mezzo (2,1% a/a). In media 2015 ci aspettiamo una crescita dell'1,5% dal 3,9% di quest'anno (che risente del forte inizio d'anno).

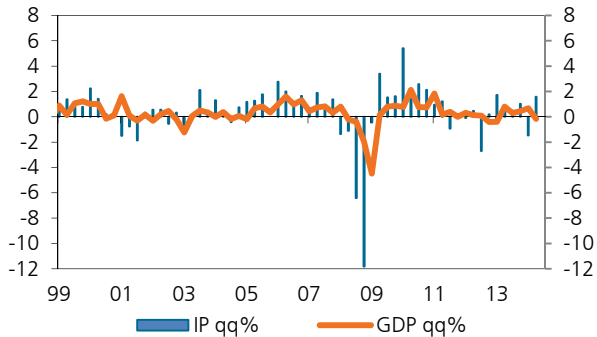
L'**inflazione** è calata più delle attese nel corso del 2014 fino allo 0,8% in agosto dall'1,4% di un anno fa. Il calo dell'inflazione è spiegato perlopiù da un minor contributo dalla componente energia ma anche i prezzi dei servizi sono rallentati sensibilmente a 0,3% dal 2,4% di un anno prima. L'inflazione *core* si è assestata all'1,4% a/a dal 2,3% a/a di fine 2013. Pensiamo che il minimo per l'inflazione tedesca sia ormai alle spalle e che la svolta del prezzo delle materie prime unitamente all'aumento del costo del lavoro, atteso per l'anno in corso, dovrebbe spingere l'inflazione verso l'1,3% per fine 2014. In media annua ci aspettiamo che l'inflazione si aggiri all'1,0% quest'anno, per poi risalire all'1,4%-1,5% nel 2015. Il deprezzamento del cambio farà sentire l'effetto sulla dinamica dei prezzi alla produzione con circa sei mesi di ritardo, quindi dovremmo aspettare metà 2015 per vedere una lieve accelerazione dell'inflazione. Si noti che il deprezzamento del cambio EUR fino a 1,28 era incorporato già da diversi mesi nelle nostre stime.

I rischi per lo scenario sono ancora verso il basso e potrebbero derivare dal perdurare dell'incertezza geopolitica con riflessi negativi non solo sulla dinamica dell'export. La Germania esporta circa il 2% del PIL verso la Cina e l'1,3% verso la Russia, un brusco rallentamento dei Paesi emergenti "più caldi" potrebbe, quindi, avere un effetto non trascurabile sulle prospettive di crescita della Germania, ma difficilmente deragierebbe la ripresa. I rischi per la crescita derivano in misura non trascurabile dall'evoluzione dello scenario area euro, partner commerciale ben più importante (assorbe il 28% dell'export tedesco) per la Germania. L'altro elemento di rischio nel breve periodo è il mancato decollo della domanda interna. In linea di principio, consumi e investimenti dovrebbero tornare a crescere a un ritmo più sostenuto in media dell'1,4%-1,5%, date le prospettive solide per il reddito disponibile reale, condizioni finanziarie che sono attese rimanere ancora ampiamente espansive e un utilizzo già elevato del fattore lavoro. Tuttavia nell'ultimo periodo, le decisioni di spesa, in particolare da parte delle imprese, sembrano più determinate dal grado di incertezza politica che non dai fondamentali.

Finanze pubbliche. Confermiamo la nostra stima di bilancio in pareggio nel 2014 e in lieve surplus nel 2015. La dinamica dei saldi di finanza pubblica sull'orizzonte di previsione continuerà a beneficiare di un calo della spesa per interessi e di una gestione assai oculata della spesa. Le previsioni di medio periodo del Ministero delle Finanze mostrano surplus di bilancio nell'ordine di uno 0,3% dal 2016 in avanti e di riflesso un calo del rapporto debito\PIL verso il 60% nel 2018. Le proiezioni mostrano, inoltre, un saldo di bilancio strutturale in surplus di 0,3%, ma in larga misura ciò riflette un calo della spesa per interessi in rapporto al PIL. Le pressioni affinché la Germania allenti la politica fiscale per stimolare la domanda interna e quindi contribuisca al processo di ribilanciamento degli squilibri interni alla zona euro difficilmente verranno accolte. La Bundesbank nel bollettino di luglio sosteneva che sarebbe altresì più opportuno modificare il mix di spesa a favore degli investimenti infrastrutturali e ridurre la spesa pensionistica, ma che in ogni caso il rapporto debito\PIL dovrebbe essere riportato il più rapidamente possibile al 60% in modo da ridurre l'impatto della demografia sulla dinamica futura del debito.

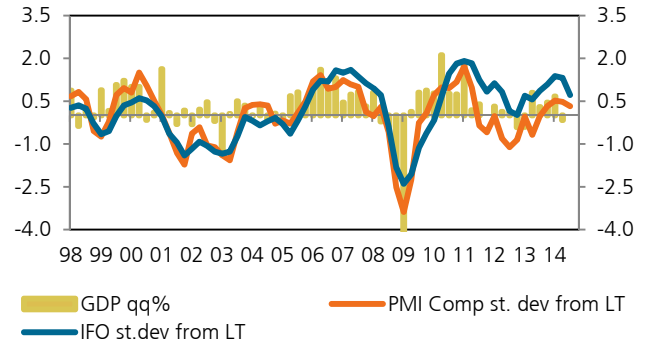
Finanze pubbliche sotto stretto controllo, nessuna apertura su misure di sostegno alla domanda interna

I dati di produzione di luglio suggeriscono un rimbalzo di attività in estate, dopo il calo del PIL del 2° trimestre



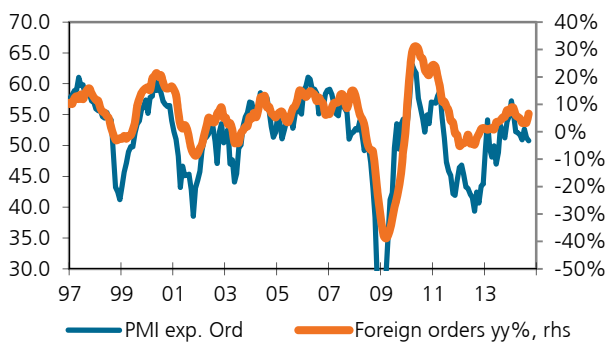
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini di fiducia IFO e PMI sono coerenti con una crescita ancora fiacca anche nei mesi estivi



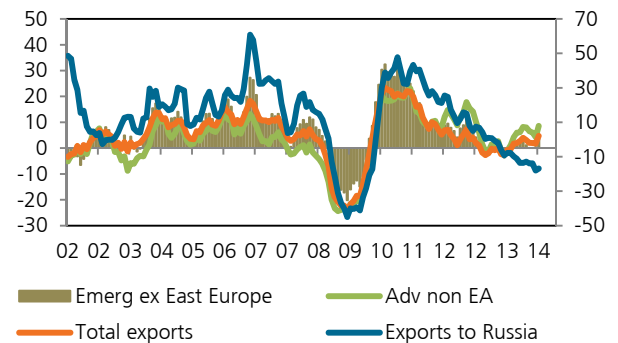
Fonte: Markit, IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il PMI manifatturiero segnala un calo di domanda estera



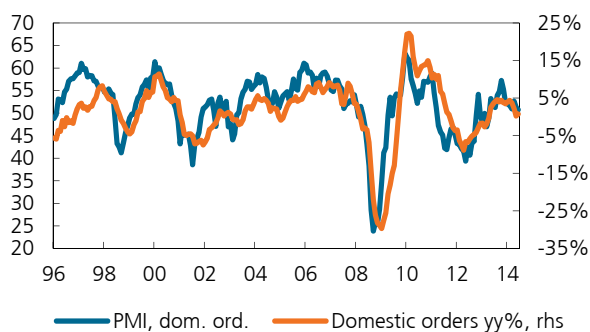
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Esportazioni sostenute dai Paesi avanzati ed emergenti ex Est-Europa a inizio 3° trimestre



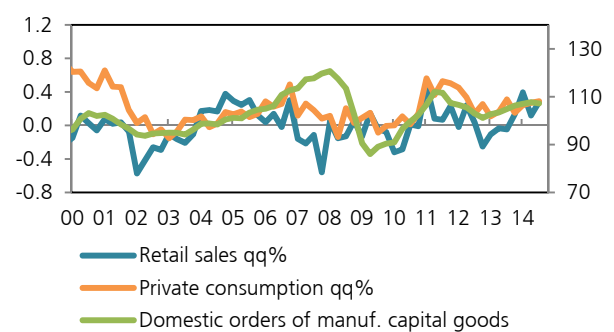
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma anche la domanda interna è in rotta per un rallentamento



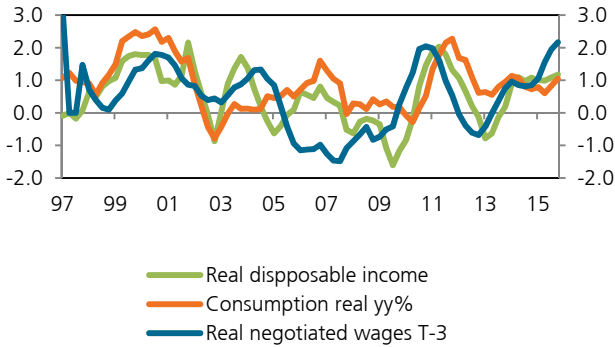
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le vendite al dettaglio suggeriscono una tenuta dei consumi nei mesi estivi



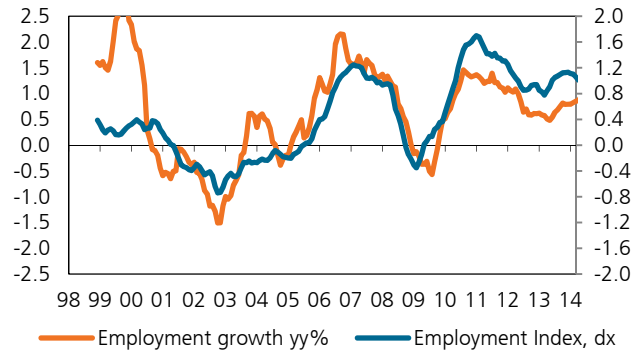
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica del reddito disponibile reale dovrebbe garantire una crescita dei consumi di almeno l'1,3% nel 2015



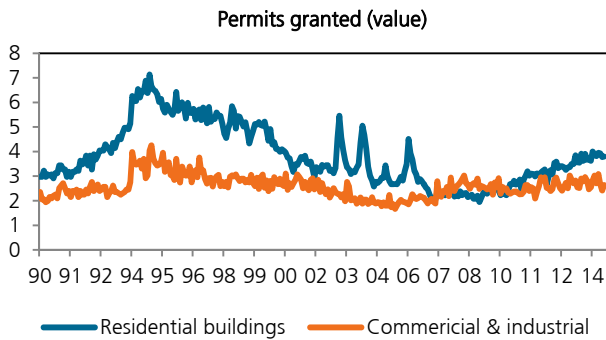
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice occupazione IFO suggerisce una crescita degli occupati dello 0,8% su base annua coerente con un creazione di circa 40 mila unità in media mensile



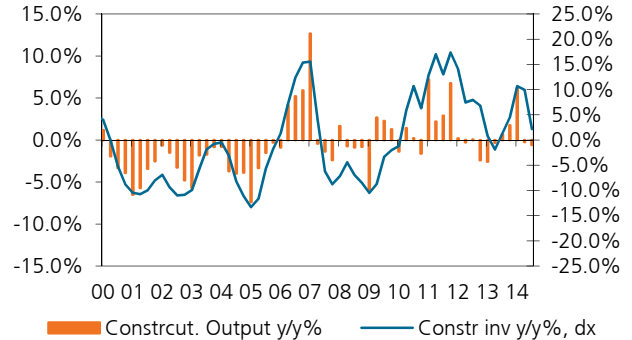
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'espansione delle costruzioni residenziali è attesa proseguire ma a ritmi meno sostenuti



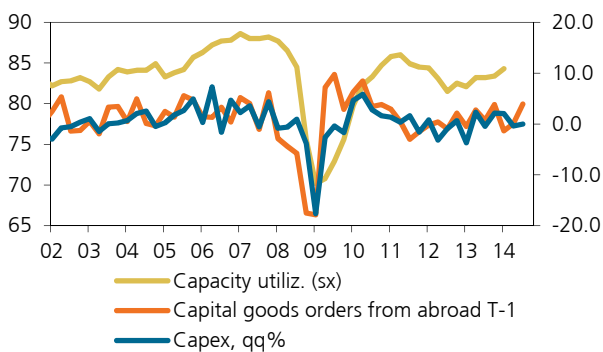
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'output nelle costruzioni a inizio del 3° trimestre suggerisce una crescita più fiacca su base annua



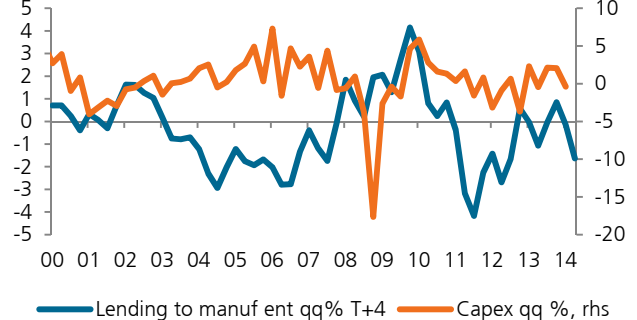
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica degli investimenti aziendali rimane debole



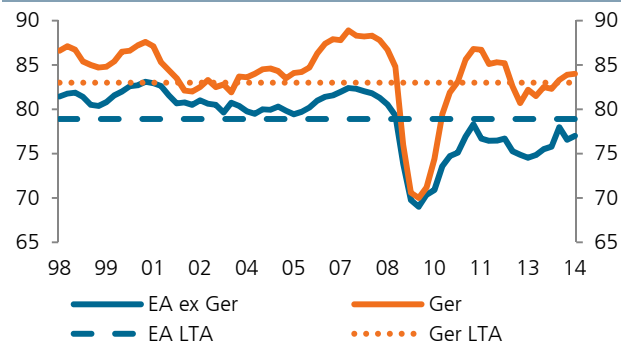
Fonte: FSO, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito alle imprese è strisciante



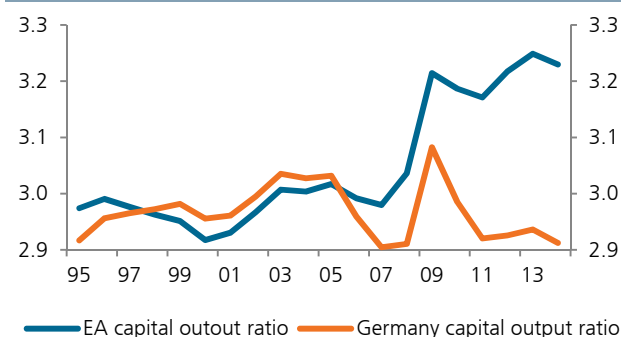
Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La capacità produttiva in Germania è tornata su livelli normali mentre rimane bassa nel resto della zona euro



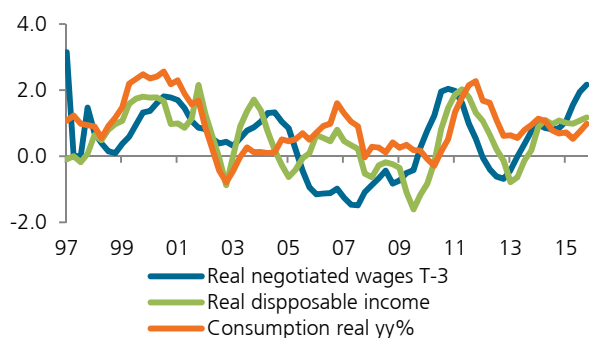
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rapporto capitale investimenti è assai inferiore alla media dell'area euro



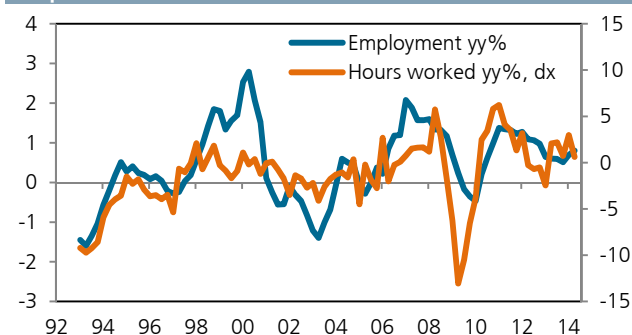
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati dovrebbero ripartire a passo veloce sostenuti da una crescita del reddito reale superiore all'1,0%



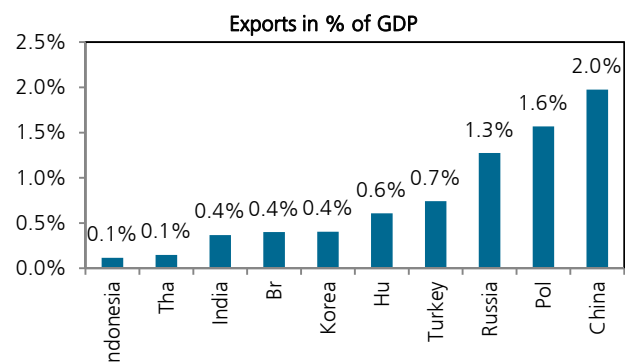
Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aumento del fattore lavoro potrebbe passare per il monte ore nel prossimo trimestre



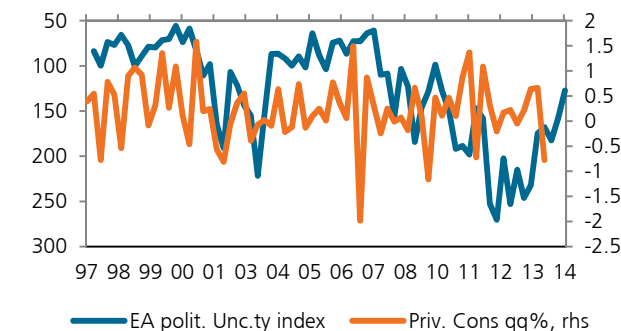
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Un rallentamento di Russia e Cina potrebbe aver un impatto non trascurabile sulla crescita tedesca attraverso il canale dell'export e ...



Fonte: IMF direction of trade statistics

... indirettamente tramite il canale fiducia. L'incertezza rappresenta un freno per consumi e ...

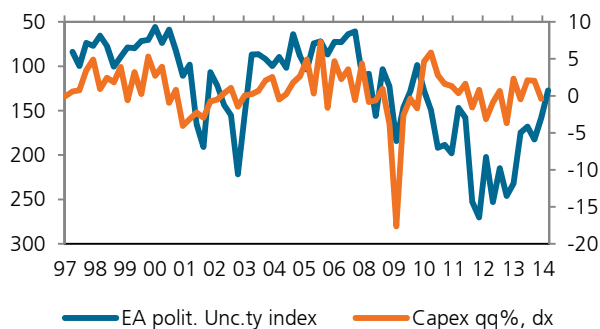


Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

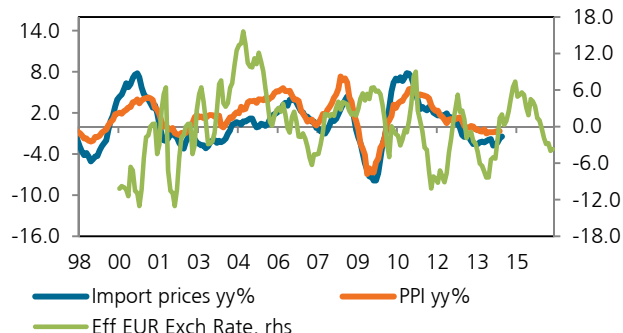
Settembre 2014

... per gli investimenti aziendali



Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per ora le pressioni a monte della catena produttiva rimangono verso il basso. Ci vorrà ancora un po' di tempo prima che il deprezzamento del cambio faccia sentire i suoi effetti sui prezzi all'import



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni macro

	2013	2014	2015	2013				2014				2015		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.2	1.5	1.5	1.1	2.2	1.3	1.3	1.2	1.0	1.6	1.8			
Consumi privati	0.9	1.0	1.3	-0.8	0.8	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5			
Investimenti fissi lordi	-0.6	3.5	2.6	1.1	2.9	-2.2	1.0	0.3	0.3	1.8	1.2			
Consumi pubblici	0.7	0.9	1.3	-0.1	0.4	0.1	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3			
Esportazioni	1.7	3.3	4.1	1.7	0.0	0.9	1.0	0.4	1.1	1.2	1.3			
Importazioni	3.2	3.6	4.9	0.7	0.5	1.6	0.0	1.0	1.4	2.0	1.0			
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.4	-0.5	0.2	0.2	0.1	-0.1			
Partite correnti (% PIL)	6.9	6.8	6.2	7.2	7.2	6.8	6.9	6.4	6.3	6.1	6.2			
Deficit (% PIL)	0.2	0.3	0.5											
Debito (% PIL)	77.2	75.1	74.3											
CPI (a/a)	1.5	1.1	1.6	1.3	1.2	1.1	0.8	1.3	1.4	1.6	1.7			
Produzione Industriale	0.1	1.9	2.4	0.5	1.1	-1.5	1.6	0.1	0.5	1.0	1.2			
Disoccupazione (%)	6.9	6.7	6.5	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5			
Tasso a 10 anni (%)	1.61	1.30	1.33	1.79	1.72	1.42	1.05	1.01	1.06	1.29	1.47			
Cambio effett. (2005=100)	99.6	99.9	98.6	100.4	100.8	100.5	99.7	98.4	98.1	98.3	98.9			

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

Francia: 2014 deludente, 2015 in moderata ripresa

Prospettive fosche per l'anno in corso, con l'economia nel suo complesso in panne. La domanda interna rimane l'unico vettore della crescita, ma comunque non spingerà il PIL a salire oltre lo 0,4% nel 2014, con un rischio marginale alla previsione rivisto di un decimo verso l'alto. Il settore delle costruzioni rimane in forte crisi e la produzione industriale è ancora stagnante. Esportazioni nette al palo. Qualche progresso nel 2015, in cui il PIL potrebbe migliorare a 0,7%. Conti pubblici ancora non in ordine, con il Governo costretto a chiedere nuovamente più tempo per non accrescere, con un eccesso di austerità, la crisi economica. La dinamica inflazionistica sarà molto contenuta fino al 2017.

Guido Valerio Ceoloni

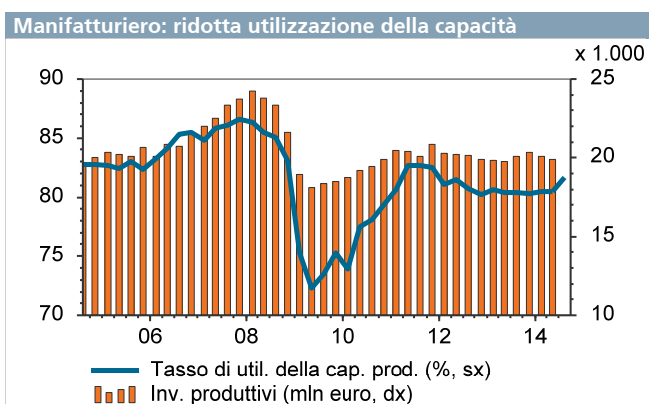
Contrariamente alle aspettative espresse a gennaio dal Governo, il 2014 si sta rivelando ancora un anno deludente per l'economia francese. Il PIL è rimasto stagnante nei primi due trimestri e quasi certamente peserà sul ritmo della ripresa nell'Eurozona per la restante metà dell'anno. L'industria è attesa sostanzialmente ristagnare da qui a fine anno, mentre le costruzioni

Ancora un anno deludente per la crescita

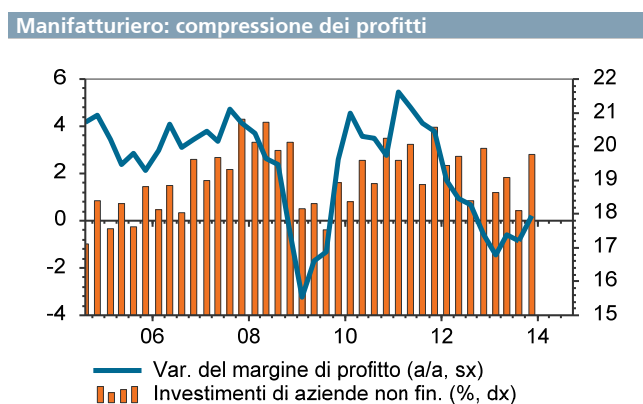
dovrebbero persistere nella fase di contrazione. Il solo settore dei servizi, in modesta crescita, continuerà a sostenere una crescita economica comunque molto moderata per il resto del 2014. Le previsioni di crescita del PIL sono state tagliate da 0,8% a 0,4% per l'anno in corso e a 0,7% da 1,2% per il 2015.

La situazione più preoccupante emerge dal comparto **manifatturiero**, che secondo le indagini PMI sta andando peggio rispetto a Germania, Italia e Spagna. L'indice PMI, che era inizialmente sceso sotto quota 50 ad agosto 2011, non riesce a risollevarsi in maniera decisa. Il trend è andato comunque migliorando dal 45,6 del 2012 al 47,0 del 2013 e al 49,4 dei primi otto mesi del 2014, ma il ritmo del miglioramento è il più lento tra le principali economie europee, lasciando così la Francia indietro rispetto al 53,4 della Germania, al 53,1 della Spagna e al 52,4 dell'Italia. La produzione manifatturiera dopo essere lievemente cresciuta di 0,6% t/t a marzo, è di nuovo crollata a giugno di -1,2% t/t e prevediamo una nuova contrazione, o al più una stagnazione, tra settembre e dicembre, per una variazione annua media attorno a +0,6%. La produzione di energia invece dovrebbe rimanere pressoché invariata in media annua, recuperando da giugno in avanti (+1,5% a/a) quanto ha perso nei primi cinque mesi dell'anno a causa del clima eccezionalmente mite (-2,5% a/a). Nel complesso, la produzione industriale nella restante parte dell'anno potrebbe crescere attorno allo 0,5% a/a in media, magari sostenuta da un euro più debole rispetto alla prima parte dell'anno, ma il miglioramento sarà insufficiente per recuperare la contrazione di -1,1% a/a del primo semestre e la produzione è destinata pertanto a contrarsi di circa 0,3% nel 2014, da -0,6% del 2013. Per quanto attiene all'impatto sul PIL, non ci aspettiamo più di un decimo di contributo positivo nel terzo trimestre e forse un decimo e mezzo nel quarto.

L'industria ancora alla sbarra nel 2014, in accelerazione dal 2015



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, INSEE



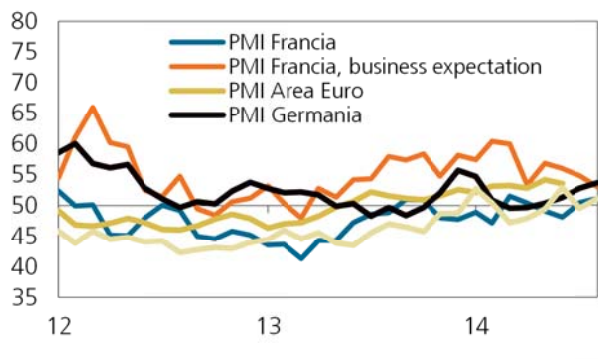
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, INSEE

L'attività nei **servizi**, d'altra parte, non si può dire sia più vivace, con l'indice PMI che è andato oscillando dal 47,1 del 2012 al 46,6 del 2013 e al 49,6 del 2014. Anche in questo caso il ritmo del recupero si caratterizza per l'estrema lentezza rispetto ai partner europei, con i comparti spagnolo e tedesco a 55,1 e quello italiano a 51,6. L'attività, dopo aver ristagnato nei primi due mesi dell'anno, si è leggermente ripresa ma l'andamento oscillante si è ripresentato tra maggio e giugno con una nuova flessione nell'attività, mentre durante l'estate ci sono stati alcuni tenui segnali di ripresa, con un miglioramento degli ordini ad agosto da 49,5 a 52,2. Rispetto al comparto manifatturiero, i servizi confermano avere un andamento più inerziale. Dopo essere cresciuti di 0,2% t/t a marzo e di 0,1% t/t a giugno, riteniamo che per la restante parte dell'anno si possa confidare in un livello di espansione almeno di 0,1% t/t a trimestre, tenuto conto che l'acquisto di servizi pesa per il 50% dei consumi complessivi delle famiglie (il restante 50% è suddiviso equamente tra spese per abitazione e per beni manufatti). Le aspettative per i prossimi tre mesi sono tutto sommato abbastanza positive nel settore, almeno se confrontate con l'industria o le costruzioni. Certamente lo scenario non è roseo, ma se non altro riteniamo che i servizi abbiano già toccato il fondo della china e che dovrebbero pertanto continuare la

I servizi rimangono moderatamente in miglioramento, ma i rischi sono verso il basso

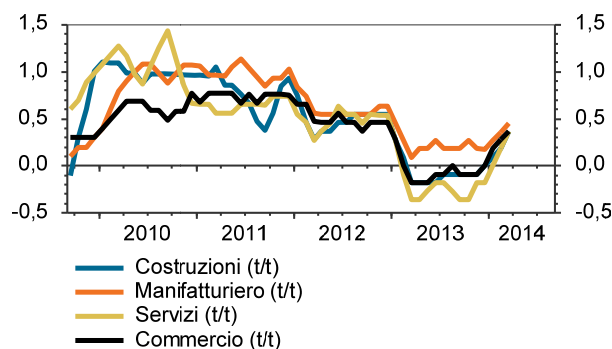
risalita. Inoltre, il settore risente meno del manifatturiero della compressione dei profitti visto che il costo unitario del lavoro è diminuito stabilmente rispetto a quello dell'industria dalla seconda metà del 2012.

I servizi francesi segnano il passo



Fonte: Markit

Costo unitario del lavoro (2008=100)

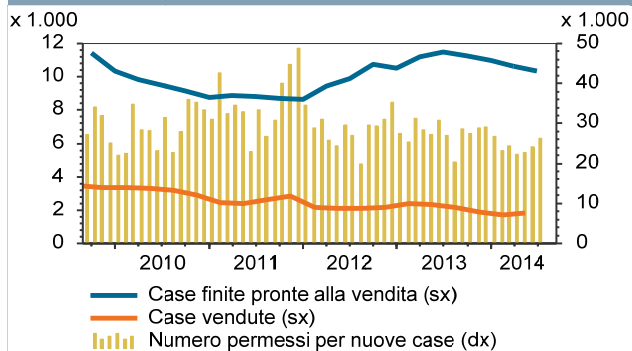


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

In base all'indice di attività della Banca di Francia, le **costruzioni** hanno registrato il maggior calo in febbraio (-3, in valore assoluto); eccezion fatta per il mese di marzo in cui è risalito a 0, per tutti i restanti mesi fino a luglio l'indice è poi stazionato in territorio negativo. Secondo i dati raccolti dalla federazione nazionale dei costruttori, a maggio scorso il calo delle autorizzazioni e delle messe in cantiere avevano segnato rispettivamente un -22,2% e -14,2% da inizio anno per il settore residenziale e -12,9% e -14,3% per il settore produttivo. Il livello dell'attività di costruzioni per il settore produttivo si trova ai minimi dal 1980. La flessione più forte pertanto pare essere quella del settore residenziale, come conferma anche l'andamento delle erogazioni di mutui immobiliari, che dopo aver registrato dati molto positivi ancora a dicembre scorso, sono andati rallentando fino ad aprile, diventando negativi da maggio in poi (-1,8% a luglio). Nel complesso le costruzioni nel secondo trimestre sono calate del -1,5% t/t dopo il -1,6% t/t del primo. Sempre secondo le stime della federazione nazionale dei costruttori, per il 2014 si prevede un calo delle edificazioni a 18 mln di mq da 20,7 mln di mq del 2013. La forte contrazione del comparto è spiegata in considerevole misura dal venir meno delle dotazioni statali a favore delle comunità locali, coerentemente al piano triennale di riduzione della spesa pubblica 2015-17. Inoltre, occorre considerare che storicamente la cessione di terreno edificabile non è abbondante e pertanto molto costosa in Francia; questo rimane pertanto un collo di bottiglia all'espansione del settore delle costruzioni. Per le aziende edili l'attività sta diventando meno profittevole, con un calo del margine dal 14,6% del 2008 al 9,9% del 2012 e all'8,7% del 2013.

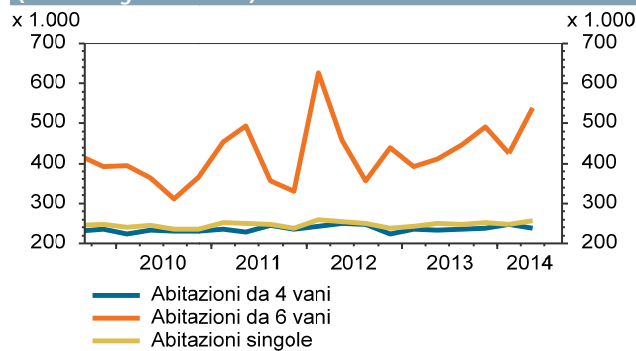
Prosegue la contrazione del settore edile

Eccesso di offerta nel settore immobiliare...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Ministero francese dell'ecologia e dello sviluppo sostenibile

... ma i prezzi delle case non scendono in modo apprezzabile (dati in migliaia di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Ministero francese dell'ecologia e dello sviluppo sostenibile

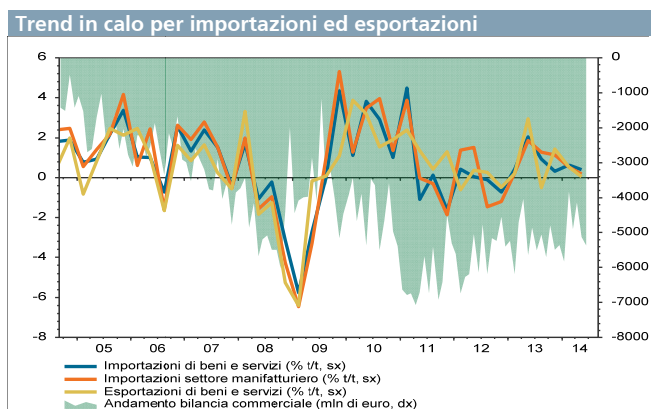
Tra le cause del cattivo andamento del comparto delle nuove abitazioni si annovera la riduzione dei redditi di fascia intermedia che possono accedere a prestiti a condizioni agevolate, e questo nonostante i tassi d'interesse bassi: l'effetto netto è un eccesso di offerta che però non spinge verso il basso i prezzi, gravati da costi fissi non comprimibili senza erodere troppo il margine di profitto. Guardando alle prospettive dei prossimi mesi, ci aspettiamo che anche agosto segnerà un nuovo calo nell'attività e che l'autunno non riserverà sostanziali miglioramenti, con qualche sorpresa positiva che potrebbe venire dal comparto dell'edilizia "verde", sostenuta dai sussidi statali per la transizione energetica. Inoltre qualche effetto positivo volto a ridurre la contrazione del settore potrebbe essere prodotto da una serie di nuove norme presentate il mese scorso e destinate a semplificare le procedure di locazione. Nel complesso la variazione di attività nel comparto delle costruzioni per i prossimi due trimestri dovrebbe aggirarsi attorno a -1,2/-1,4% t/t a trimestre, pari a un contributo negativo di circa un decimo a trimestre. Sulla base degli ultimi dati disponibili a giugno scorso, il settore delle costruzioni in Francia impiega circa 1,2 milioni di lavoratori e pesa per circa il 9% del PIL.

Quali componenti della domanda spiegano la debolezza dell'economia francese? Gli ordini dall'estero sono peggiorati sicuramente ma abbastanza in linea con le altre economie. C'è da dire che in questa fase il contributo al PIL dalle **esportazioni nette** è diventato poco significativo, e riteniamo sarà nullo per i prossimi due trimestri o al più marginalmente negativo, ma anche per la prima metà del 2015 le prospettive rimangono fosche. Unico elemento positivo su questo fronte è un relativo miglioramento della bilancia commerciale delle partite visibili, che pur restando in territorio negativo, sta lentamente riducendo il deficit che rimane però netto. In particolare, però, continua ad ampliarsi il saldo negativo della bilancia commerciale verso l'Eurozona, mentre rimane stabile quello verso i paesi asiatici e gli Stati Uniti.

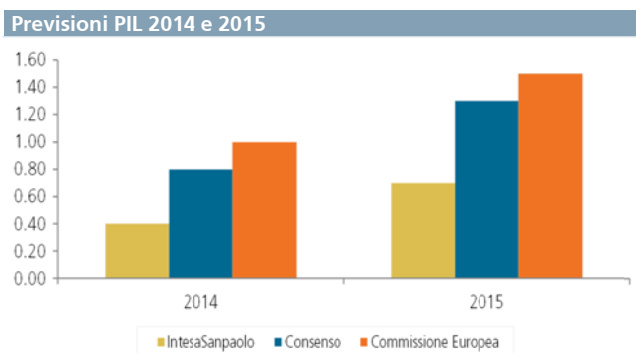
Contributo al PIL nullo o quasi dalle esportazioni nette

La **domanda interna** rimane pertanto l'unica posta a contribuire positivamente alla formazione del PIL. Tra luci ed ombre, sembra ancora tenere. Le vendite di auto prima in calo sono passate da -1,4% t/t a marzo a +0,3% t/t a giugno, mentre il consumo di beni durevoli ha recuperato a +1,0% t/t a giugno da 0,5% t/t di marzo: questo evidenzia che la dinamica delle spese importanti delle famiglie resistono ma sono anch'esse in una fase di debolezza, pur apportando un decimo nel terzo trimestre e forse due nel quarto come contributi alla formazione del PIL. L'economia francese, tradizionalmente trainata dalla domanda interna, sta però risentendo del rallentamento dei consumi, non più sostenuti da politiche governative di incentivi che sono progressivamente venute meno per le difficoltà di bilancio. Nel loro complesso, i consumi hanno recuperato a giugno (+1,0% t/t) quello che avevano perso a marzo (-1,1% t/t); la dinamica per la restante parte dell'anno sarà più contenuta, per una variazione media annua attorno a 1,2%. Le famiglie continuano a rimanere molto caute sui consumi privati, privilegiando il risparmio, a causa della persistente debolezza del mercato del lavoro e delle incertezze legate allo scenario fiscale dopo il patto di solidarietà varato da Hollande a inizio anno. Questa incertezza sul fronte fiscale impatta anche sulle aziende, sulle quali pesa anche il fragile profilo finanziario di molte imprese di medie dimensioni. La CICE in questa fase sembra venga sfruttata per rinforzare i loro profili finanziari: l'aumento della produzione, dell'occupazione e dei nuovi investimenti arriveranno solo in seguito, e non prima del 2015. Più in generale, però, la capacità produttiva dell'industria francese rimane sfruttata circa solo per l'80% da circa due anni, rispetto alla media storica di 84,7%. L'indice INSEE di fiducia delle imprese manifatturiere oscilla tra 96 e 100 da inizio anno ed è anch'esso in linea con un'espansione al più dello 0,4-0,5% per l'anno in corso. La debolezza del comparto manifatturiero dipende anche dalla progressiva erosione del margine di profittabilità dovuta alla permanenza di rigidità di costo che portano i salari reali a crescere più velocemente della produttività. L'erosione della profittabilità si somma poi all'eccesso di capacità nello scoraggiare gli investimenti produttivi.

Domanda interna rimasta l'unico vettore di crescita



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE



Fonte: Intesa Sanpaolo, Bloomberg, Commissione Europea

La dinamica dei prezzi è prevista rimanere molto debole per l'anno in corso, come in tutta l'eurozona: il **CPI** è atteso accelerare leggermente nell'ultimo trimestre, ma in media annua dovrebbe rallentare a 0,6% da 0,9%, un decimo in meno rispetto alla nostra stima precedente. A mantenere contenuti i prezzi ha contribuito il basso costo dell'energia e il sotto-utilizzo della capacità produttiva che ha abbassato i prezzi alla produzione. Per il 2015 confermiamo invece la stima precedente di un CPI in accelerazione a 0,8%, auspicabilmente sostenuto da un ritorno alla crescita e a una ripresa della domanda interna. Tuttavia per avere un'inflazione superiore all'1,0% sulla base dello scenario attuale si dovrà aspettare il 2017. Per quanto riguarda le prospettive sul mercato del lavoro, la **disoccupazione**, dopo aver raggiunto livelli record, non è attesa migliorare quest'anno nonostante le promesse da parte di Hollande, che si è trovato a fronteggiare una stagnazione economica più lunga delle attese: il livello dell'utilizzo della capacità produttiva rimane storicamente basso, mentre il settore delle costruzioni, che assorbe oltre un milione di lavoratori, rimane in profonda crisi e i provvedimenti della politica si sono dimostrati per ora insufficienti a invertire il trend attuale. Pertanto confermiamo la nostra stima a 9,7% per l'anno in corso. Per il 2015 si potrebbe vedere un marginale calo a 9,6%, ma il livello dei senza lavoro rimarrà sostanzialmente stabile anche l'anno prossimo, e un primo apprezzabile calo sarà visibile solo dal 2016, con il PIL in crescita a ritmi superiori all'1%.

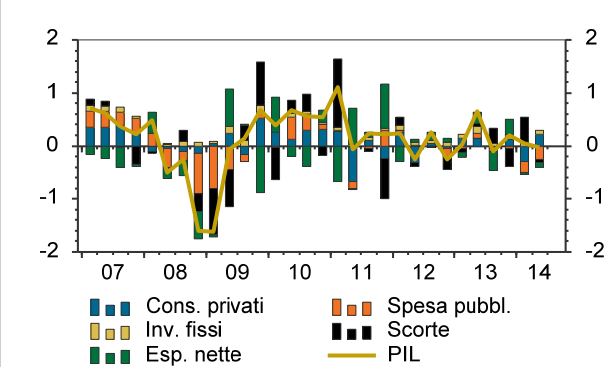
Inflazione molto moderata fino al 2015. Disoccupazione in calo apprezzabile solo dal 2016

Sul versante dei **conti pubblici** non sono da attendersi notizie incoraggianti. Dopo il rimpasto di Governo estivo che ha visto un nutrito numero di ministri dimettersi, in polemica per le politiche di eccessiva austerità e anticicliche, il nuovo Ministro delle Finanze Sapin ha comunicato che gli obiettivi fiscali per quest'anno non saranno rispettati e che la Francia, pur rimanendo determinata nel perseguirli, avrà bisogno di più tempo. Riteniamo che il deficit tornerà a aumentare quest'anno a -4,4% da -4,3% a causa delle minori entrate fiscali rispetto al previsto, della stagnazione e della bassa inflazione e nonostante la messa in opera quasi completa dei tagli previsti. Nel 2015, invece, il deficit dovrebbe limitarsi a ritornare sul livello del 2013, quindi a -4,3%, per ritornare sotto il 3% a partire dal 2017, rispetto all'obiettivo del 2015. Il deficit strutturale invece è atteso scendere quest'anno a 2,9% da 3,0%, e a 2,7% nel 2015. Il debito pubblico, quest'anno, arriverà al 96,0% da 93,5% e a 96,8 l'anno prossimo. Nel complesso, il consolidamento fiscale dovrebbe ammontare a circa 0,7-0,8% PIL per i prossimi due anni, visto che sono stati riconfermati i famosi 50 mld di euro di tagli (di cui 21 nel 2015) per il triennio 2015-2017. Rimane però ancora incertezza sulle misure d'intervento per realizzarli. Dopo il 2014 di tregua dal punto di vista dei conti pubblici, dall'anno prossimo il Governo dovrà tornare inevitabilmente a farsi più attivo su questo versante. In questo senso la politica fiscale potrebbe riservare delle sorprese, vista la fragilità dei governi attuali. Stando a quanto condiviso in sede europea, il consolidamento fiscale quest'anno sarebbe dovuto risultare attorno allo 0,1% del PIL per centrare l'obiettivo di deficit a -3,9%, ma alla luce delle evoluzioni recenti, l'impatto della politica fiscale per quest'anno sarà di fatto neutrale. Continuerà a pesare pertanto nel medio

Conti pubblici in ordine non prima del 2017, debito e deficit ancora in aumento

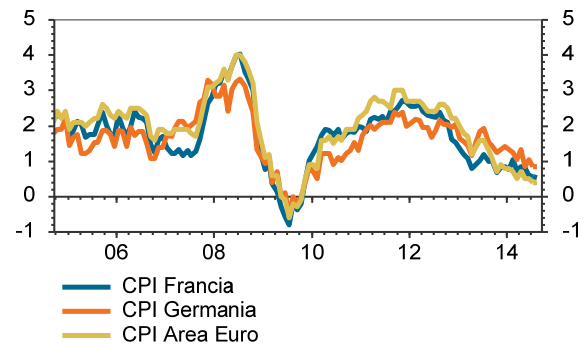
termine il clima d'incertezza politica e i frequenti rimpasti di governo, incertezza che si sta trasmettendo sia ai consumatori sia ai comparti produttivi; inoltre, a meno di spinte esogene, appare sempre più chiaro che la fiacchezza dell'economia francese dal 2012 in poi non potrà essere invertita che attraverso l'attuazione completa (auspicabilmente con il 2015) degli interventi strutturali volti a ristabilirne la competitività e a lungo rimandati o attuati in parte.

Contributi alla formazione del PIL



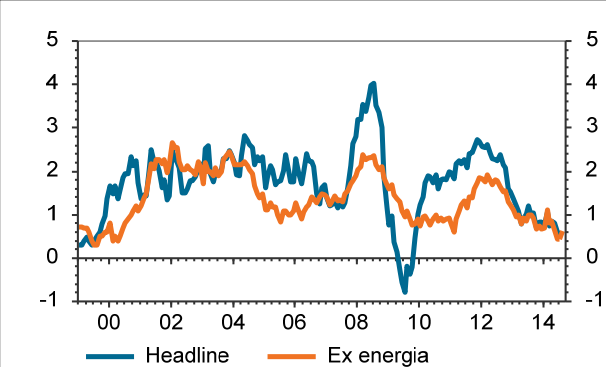
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI



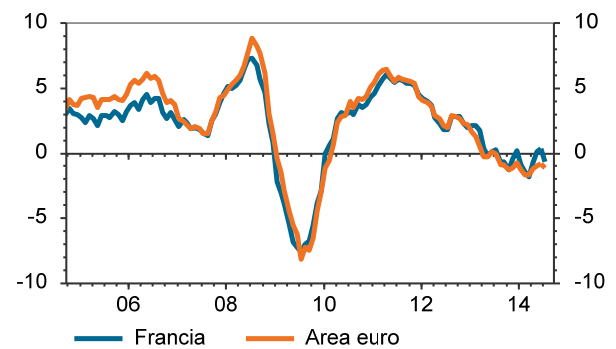
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI ex energia Francia



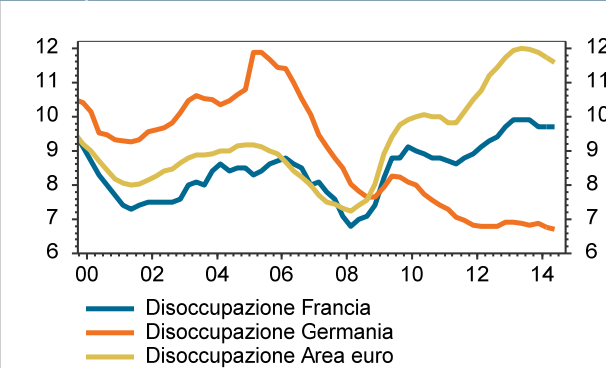
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PPI



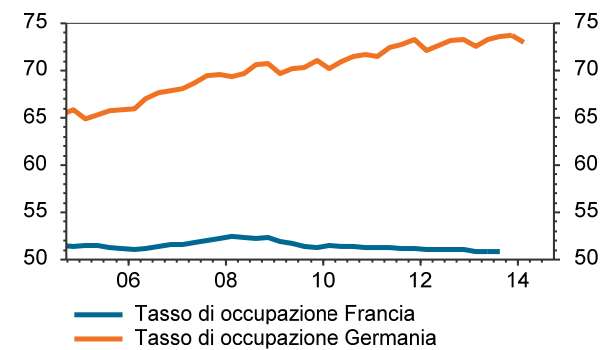
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione

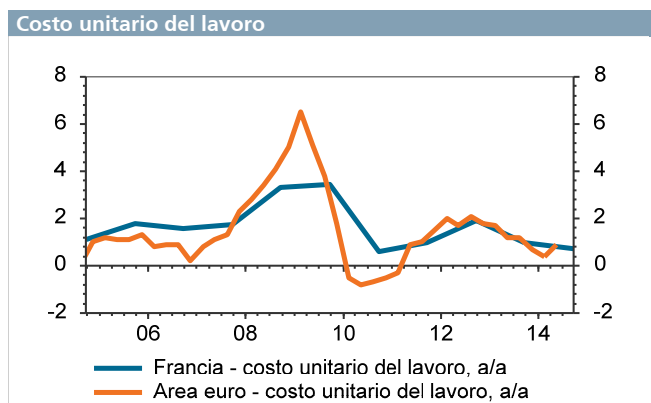


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

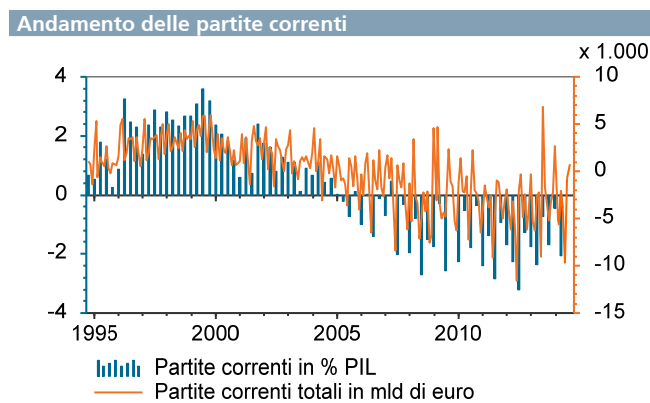
Occupazione



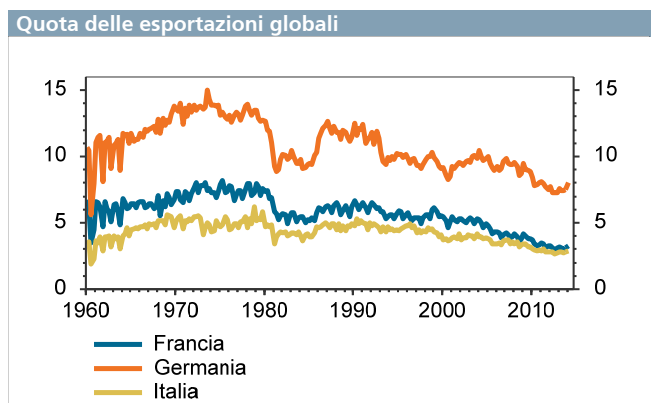
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



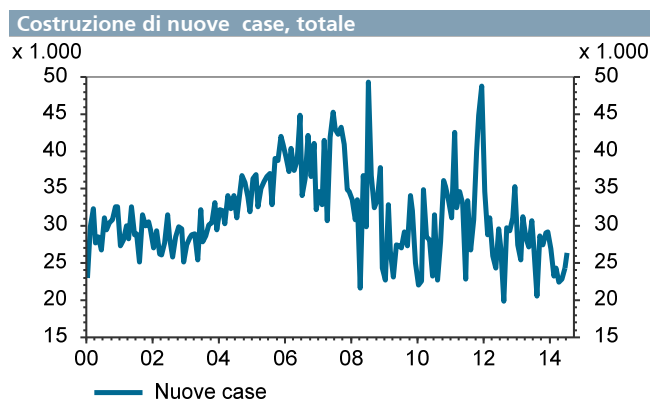
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



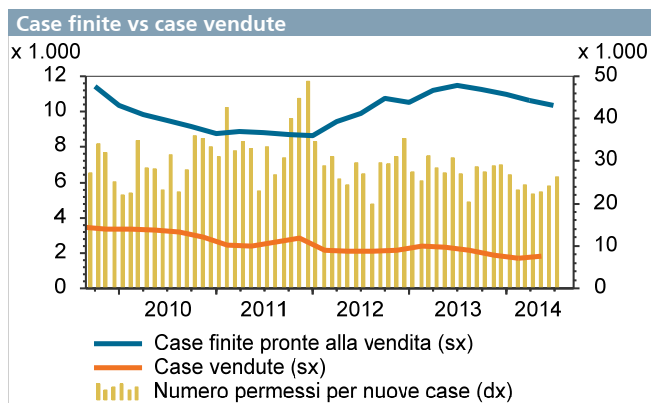
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



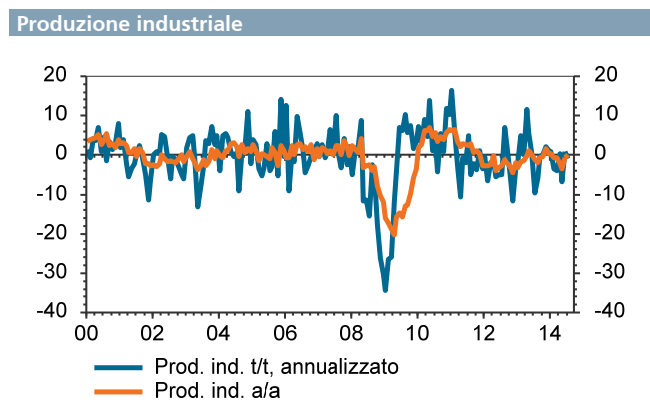
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



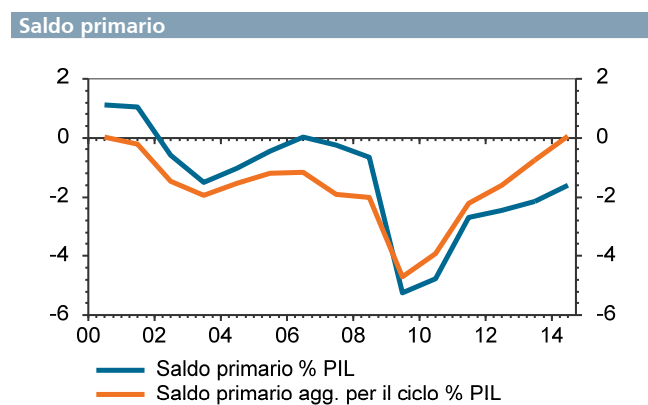
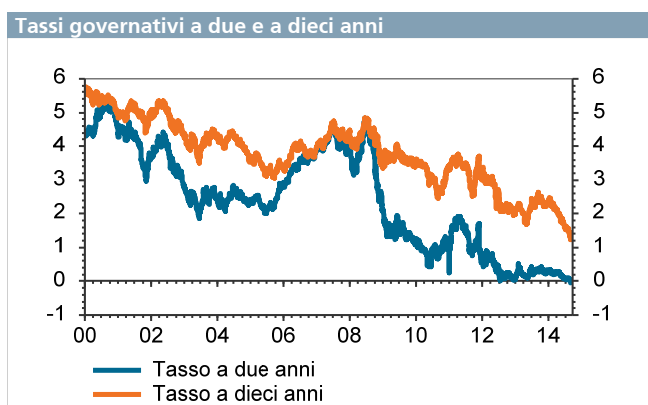
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



Previsioni	2013			2014			2015				
	2013	2014	2015	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.4	0.4	0.7	0.8	0.8	0.1	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8
Consumi privati	0.3	0.2	1.2	0.2	-0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.2
Investimenti fissi lordi	-0.8	-2.2	0.5	-0.1	-0.9	-1.1	-0.6	-0.3	0.3	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.0	1.8	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.0	0.1
Esportazioni	2.4	2.3	2.7	1.5	0.6	0.1	0.0	0.4	0.8	1.0	1.1
Importazioni	1.9	2.9	3.3	0.4	0.8	0.4	1.0	0.7	0.8	1.2	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.5	-0.1	-0.3	0.5	-0.1	0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-1.3	-1.3	-1.7	-0.6	-0.9	-1.2	-1.4	-1.8	-1.8	-1.9	-1.6
Deficit (% PIL)	-4.3	-4.4	-4.3								
Debito (% PIL)	93.5	96.0	96.8								
CPI (a/a)	0.9	0.6	0.8	0.6	0.7	0.6	0.4	0.7	0.6	0.8	0.8
Produzione Industriale	-0.7	-1.0	0.5	0.3	-0.6	-0.5	0.2	0.0	0.3	0.3	0.0
Disoccupazione (%)	9.9	9.7	9.6	9.7	9.7	9.7	9.7	9.6	9.6	9.6	9.5
Cambio effett. (1990=100)	107.5	107.6	105.9	108.2	108.5	108.6	107.5	105.8	105.3	105.5	106.2

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

Italia: ancora tempi difficili

L'estate ha portato un flusso di notizie negative sul ciclo economico, con l'effetto di innescare un generalizzato processo di revisione al ribasso delle stime di crescita sia per l'anno in corso che per quello successivo. In teoria le condizioni per la ripresa ci sono, ma l'incertezza ancora gravante sullo scenario sia congiunturale che fiscale sta frenando le decisioni di spesa; inoltre, le condizioni reddituali per famiglie e imprese hanno sì registrato un miglioramento dai minimi, ma modesto. Ormai la variazione del PIL 2014 è pressoché acquisita, e sarà qualche decimo sotto lo zero; per il 2015, manteniamo la previsione di un recupero, ma tagliamo la nostra stima a 0,6%. Il ciclo resta molto dipendente dall'estero: in una condizione di protratta debolezza della domanda domestica, un sostegno verrà dal recente deprezzamento del cambio.

Paolo Mameli

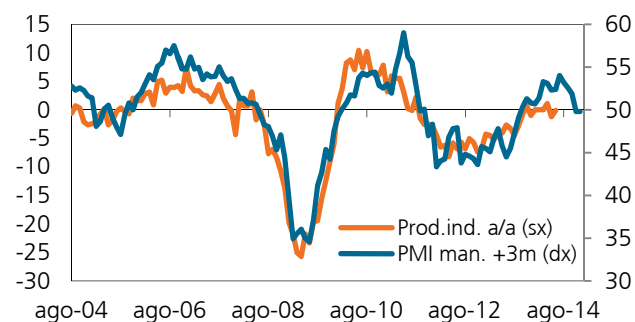
È stata un'estate assai deludente, dal punto di vista del clima non solo meteorologico ma congiunturale. Una serie di notizie negative si sono avvicinate: prima, il 10 luglio, la "doccia fredda" del dato sulla produzione industriale di maggio, che ha segnalato la possibilità di un PIL deludente anche nel 2° trimestre dell'anno, confermata poi dal dato di contabilità nazionale diffuso il 6 agosto, con il secondo calo consecutivo dell'attività economica (-0,2% dopo il -0,1% t/t d'inizio anno). Infine, è arrivato (il 12 settembre) l'indicatore sulla produzione industriale di

Le notizie negative dell'estate

luglio: dopo il rimbalzo di giugno, l'output è tornato a calare decisamente (-1% m/m) il mese successivo, gettando un'ombra sinistra sull'andamento dell'attività economica anche nel 3° trimestre dell'anno; è probabile infatti il terzo calo consecutivo del PIL (per l'Italia si inizia a parlare di *triple-dip* ovvero della terza ricaduta recessiva dopo quelle del 2008-2009 e 2011-2013, anche se probabilmente è più corretto dire che la seconda recessione non è mai finita). Nel frattempo, anche gli indici di fiducia sia delle imprese che dei consumatori, che avevano evidenziato un trend di deciso rimbalzo tra la primavera del 2013 e quella del 2014, sono arretrati decisamente sia in luglio sia soprattutto in agosto, mostrando un peggioramento diffuso del clima di fiducia e in particolare delle aspettative non spiegato da fattori una-tantum e perciò senza attenuanti.

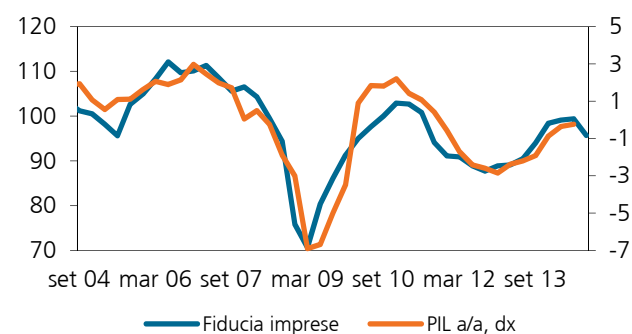
In tale contesto di deciso peggioramento delle prospettive per la domanda domestica, **le uniche notizie positive sono di natura esogena** e vengono dall'annuncio delle misure BCE (ulteriore taglio dei tassi, nuove TLTRO e programma di acquisto di ABS), nonché dal deciso deprezzamento del tasso di cambio (con effetti positivi sulla competitività e dunque sul ciclo). Quanto ai progressi sul tema delle riforme, essi procedono, ma a un passo molto lento (vedi *focus*).

Quello dalle indagini era un falso segnale per l'industria?



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Markit

Gli indici anticipatori ora segnalano un rallentamento ciclico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

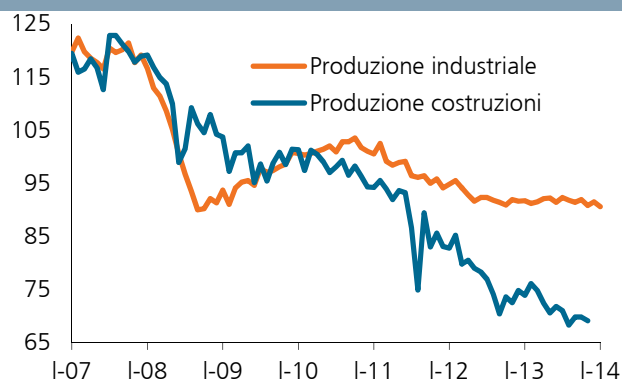
Cerchiamo anzitutto di analizzare **come mai la congiuntura è stata così deludente nella prima metà dell'anno**, al fine di capire se tali fattori possano essere considerati o meno temporanei e pertanto possano rientrare nel prosieguo dell'anno. La sorpresa negativa è venuta soprattutto dagli **investimenti**:

Perché il ciclo è stato così deludente?

- 1) le **costruzioni** sono rimaste ampiamente in recessione, ma ciò era prevedibile e non è certo da questa componente di domanda che occorre attendersi una ripresa nel resto dell'anno (e nemmeno, a nostro avviso, nel 2015); pertanto, tale freno al ciclo sembra destinato a protrarsi nei prossimi trimestri (in estate non si esclude un impatto negativo dal clima piovoso nella parte settentrionale del Paese);
- 2) al di là della notevole volatilità registrata di recente dagli investimenti in mezzi di trasporto (peraltro, di peso ridotto sul totale), è la componente di spesa in **macchinari e attrezzature** ad aver deluso le attese (-1,5% t/t nel 2° trimestre): in base ai dati di produzione industriale, nemmeno nel trimestre estivo è lecito attendersi un rimbalzo di tale componente; tuttavia, poiché a nostro avviso almeno in teoria sussistono le condizioni per una ripresa della spesa in conto capitale delle aziende (vedi *infra*), riteniamo che un recupero possa aversi già nello scorcio finale dell'anno;
- 3) nel 1° trimestre, si è registrato anche, come in altri Paesi europei, un contributo negativo dall'**energia**, visto l'inverno particolarmente mite; tale effetto ha cambiato di segno nei mesi

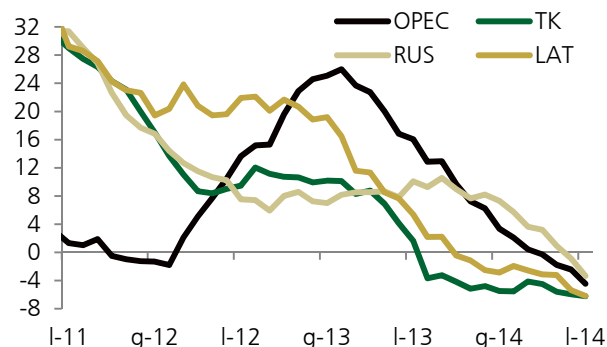
primaverili, ma potrebbe aver frenato nuovamente il ciclo (sempre a causa del clima, viste le temperature non certo elevate) nel trimestre estivo.

Sempre più a picco la produzione nelle costruzioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In deciso calo l'export non soltanto verso la Russia ma anche verso Turchia, OPEC e America Latina



Nota: medie mobili a 3 mesi delle variazioni % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Banca d'Italia

L'altra componente che ha parzialmente deluso le attese nel 1° semestre dell'anno è stata quella delle **esportazioni** (appena +0,1% t/t sia nel 1° che nel 2° trimestre, contro il +0,8% t/t medio della seconda metà del 2013). Tra le principali cause:

- 1) le **tensioni geopolitiche** che hanno condizionato il commercio con Ucraina e Russia (e in parte altri Paesi dell'Est Europa) e con alcuni Paesi mediorientali; in particolare, le esportazioni verso la Russia sono calate dell'8,5% a/a nei primi 7 mesi dell'anno (peraltro, il contributo all'export totale è tutto sommato limitato, pari a -0,2%); tali tensioni sono per loro natura un fattore temporaneo, che tuttavia potrebbe persistere per un po' di tempo;
- 2) **affievolimento della domanda da diversi Paesi emergenti**, come si vede dal calo marcato dell'export verso America Latina (-7,4% a/a nei primi 7 mesi dell'anno), Turchia (-7,3%) e OPEC (-7,9%): tale fattore (il cui contributo negativo sull'export totale, considerando queste sole tre aree, è rilevante: -0,9%), visto il rallentamento ciclico evidenziato da numerosi Paesi emergenti, non sembra in grado di rientrare nel breve termine;
- 3) l'impatto negativo del **rafforzamento dell'euro** che ha caratterizzato la maggior parte del primo semestre: il cambio EUR/USD si è attestato a 1,37 in media nella prima metà dell'anno, contro l'attuale 1,26 (sull'importanza di tale fattore vedi *infra*); pertanto, tale effetto ha già cambiato di segno;
- 4) infine, sta rientrando anche il **contributo negativo dell'export verso la Svizzera** derivante dall'impennata nelle vendite di oro che si era registrata sui picchi della crisi finanziaria (tra la fine del 2011 e l'inizio del 2013): l'export verso la Svizzera è passato dal -22,7% a/a di gennaio al -0,8% a/a di luglio (per un contributo all'export tendenziale passato da -1,1% a zero).

Viceversa, non è stato deludente l'andamento della domanda per **consumi**, cresciuta sia pur di poco in entrambi i primi due trimestri dell'anno e risultata in crescita di 0,2% a/a a metà 2014, per la prima volta in 3 anni. Inoltre, c'è stato un impatto speculare da import e scorte: nel 1° trimestre un calo di entrambi (con effetti opposti sul ciclo), nel 2° trimestre viceversa un aumento.

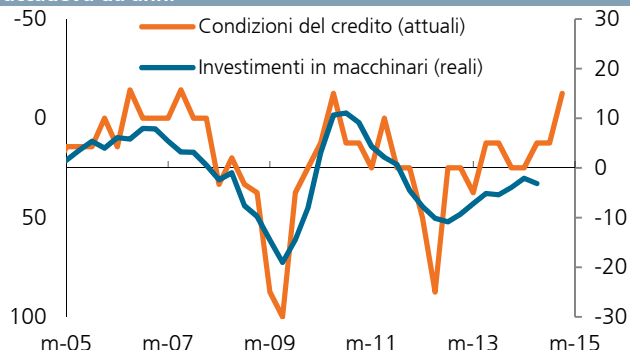
In prospettiva, soprattutto **dal lato degli investimenti in macchinari e attrezzature riteniamo che vi siano le condizioni per un ritorno alla crescita** a partire dall'ultimo trimestre di quest'anno. Infatti:

Restano in piedi le condizioni per vedere una ripresa degli investimenti...

- 1) nonostante il ripiegamento degli indici di fiducia, la situazione dal lato della domanda è prevista comunque migliorare (anche se meno di quanto atteso in precedenza) l'anno prossimo rispetto a quest'anno;
- 2) le **condizioni di credito** vanno migliorando, come evidente dai risultati per l'Italia dell'ultima *Bank Lending Survey* (i criteri applicati per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese sono diventati più accomodanti nei mesi primaverili come non accadeva da 4 anni e mezzo; inoltre, aumenta l'importanza relativa, tra i fattori per la domanda di prestiti e linee di credito, delle esigenze di fondi per investimenti fissi - era successo solo un'altra volta negli ultimi 6 anni);
- 3) le **politiche economiche** sono di supporto, infatti:
 - a. prosegue il **pagamento dei debiti arretrati della PA** (al 21 luglio, 26,1 miliardi risultano pagati alle aziende e 30,1 miliardi sono già stati allocati agli enti debitori per il pagamento); è possibile, anche grazie al nuovo meccanismo di sconto presso il settore bancario (che potrebbe trarre giovamento indiretto dal programma di acquisto di ABS da parte della BCE), che si arrivi a 57 miliardi entro la metà del 2015;
 - b. un **miglioramento delle condizioni finanziarie e dell'accesso al mercato dei capitali** potrà venire da:
 - i. gli effetti delle misure BCE (TLTRO + programma di acquisto di ABS, anche se l'efficacia per l'Italia potrebbe essere significativamente attenuata nel caso in cui gli acquisti riguardino solo le *tranche senior*);
 - ii. la semplificazione delle regole sui *corporate bond* e l'estensione a compagnie di assicurazione e società di cartolarizzazione della possibilità di erogare credito (misure comprese nel "decreto competitività"⁵);
 - iii. gli effetti della legge "Sabatini-bis", finalizzata a migliorare l'accesso al credito da parte delle PMI, che, operativa dal 31 marzo scorso, ha finora raccolto richieste per oltre 2 miliardi (da 6.815 PMI);
 - c. diverse recenti misure governative prevedono **incentivi fiscali** agli investimenti, in particolare il credito d'imposta del 15% per gli investimenti in macchinari effettuati tra la seconda metà del 2014 e la prima metà del 2015, in eccedenza rispetto alla media dei 5 anni precedenti; si tratta di una sorta di riedizione, ma in tono "minore", della Legge Tremonti (il governo stima poco più di 4 miliardi "incentivabili" quest'anno e altrettanti l'anno prossimo; il "bonus vale dunque 1,2 miliardi, ma potrà essere incassato solo a partire dal 2016; inoltre, la soglia piuttosto elevata di investimento unitario esclude dal beneficio le piccolissime imprese).

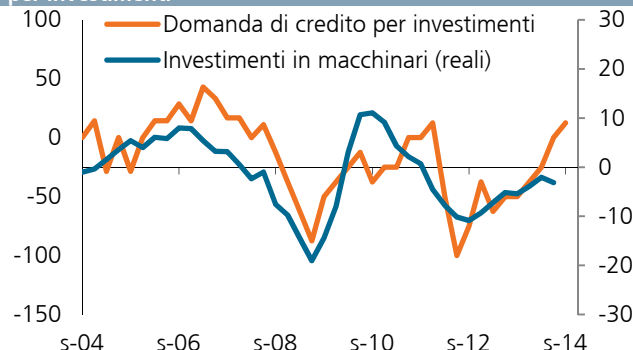
⁵ Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 - "Disposizioni urgenti per il [...] il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea" - G. U. n. 144 del 24 giugno 2014, convertito nella Legge 11 agosto 2014, n. 116 - "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91" - G. U. n. 192 del 20 agosto 2014

Le condizioni del credito si sono fatte più espansive come non accadeva da anni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Banca d'Italia

Vi sono anche segnali di una ripresa della domanda di credito per investimenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Banca d'Italia

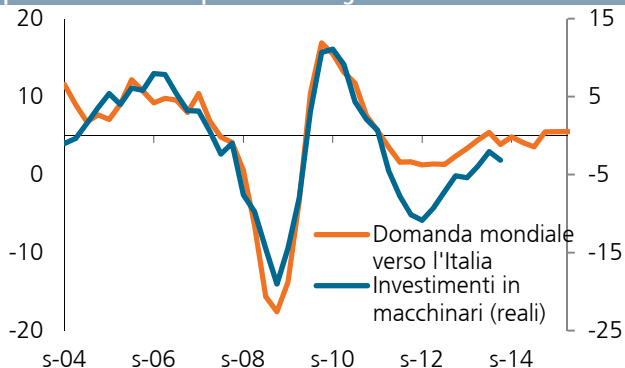
Per quanto riguarda l'export, è in atto una sorta di "staffetta" tra vendite verso i Paesi extra-UE e vendite verso i Paesi UE. Sulle prime, se continueranno a pesare almeno nel breve termine le tensioni geopolitiche (la Russia vale il 2,4% dell'export italiano; è cruciale per alcuni settori come mobili - 7,1% - e abbigliamento/pelle - 6,2% -, peraltro comparti merceologici non soggetti all'embargo) e il rallentamento di alcuni paesi "emergenti" come il Brasile, viceversa sarà di non poco supporto il recente deprezzamento del tasso di cambio.

...e l'export sarà favorito dal recente deprezzamento del cambio

Infatti, nelle nostre stime (condotte sul modello a equazioni simultanee *Oxford Economics Forecasting*), un deprezzamento del 10% nel cambio EUR/USD (se permanente) ha, dopo un anno, un impatto di ben il 2,4% sull'export e dell'1,1% sul PIL. Di conseguenza:

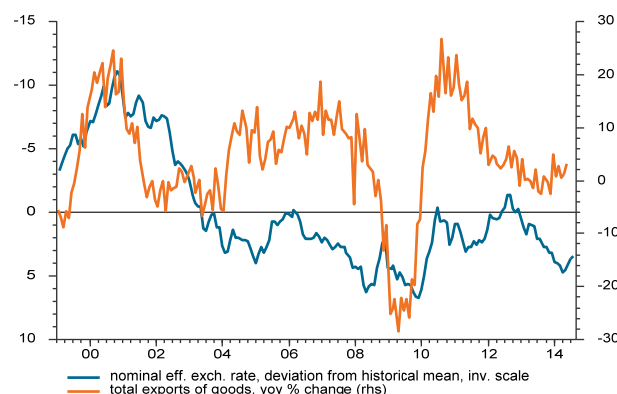
- 1) nel 2015, se il cambio EUR/USD rimanesse agli attuali livelli (1,26 contro l'1,33 medio del 2014) ne deriverebbe un impatto di +0,4% sul PIL;
- 2) nel 2015, se il cambio EUR/USD si muovesse in linea con le nostre previsioni (1,25) l'impatto sarebbe ancora maggiore e cioè di 0,5%;
- 3) l'impatto potrebbe essere significativo già nella parte restante del 2014: nelle nostre previsioni il cambio si attesterebbe a 1,29 nel 2° semestre, dall'1,37 del primo; l'impatto sul PIL nella seconda metà dell'anno sarebbe di 0,2%.

L'andamento della domanda mondiale è ancora troppo debole per innescare una ripresa forte degli investimenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Oxford Economics Forecasting

L'export sarà aiutato dall'inversione di marcia del cambio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BIS

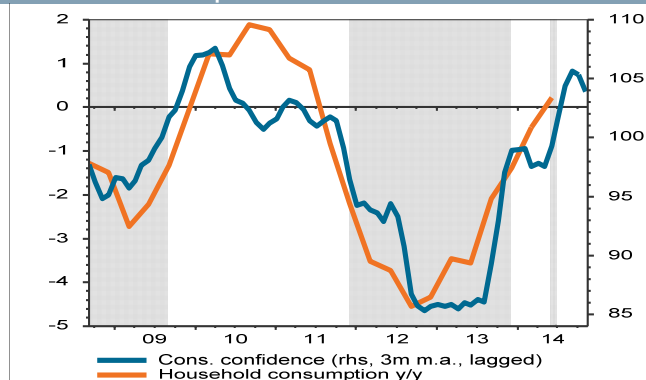
Dal lato dei consumi, riteniamo che l'incipiente ripresa vista nella prima parte del 2014 possa continuare nel 2° semestre, sia pure a un ritmo tutto sommato contenuto (0,1/0,2% t/t). Circa l'effetto del bonus Irpef (vedi *infra*), si può dire che esso sia stato più risparmiato che speso. Più in generale, circa la spesa delle famiglie, come anche per quella delle imprese, si può dire che il **miglioramento dei fondamentali di reddito** (visibile nel caso delle famiglie dal rimbalzo dai minimi del potere d'acquisto e nel caso delle imprese dal rimbalzo dei margini di profitto) **non si sia tradotto in effettive decisioni di spesa**. I motivi a nostro avviso sono due:

L'incertezza sta frenando le decisioni di spesa

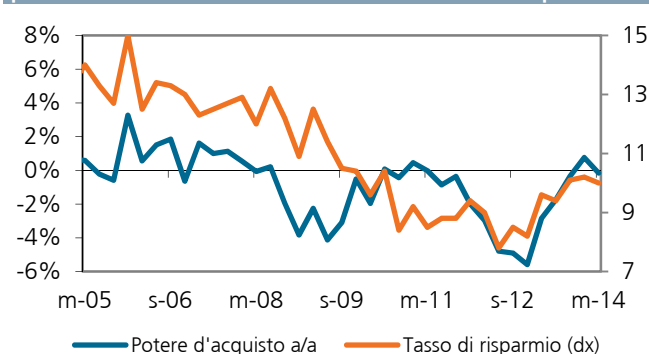
- 1) nonostante un rimbalzo dai minimi, i **livelli** di reddito per le famiglie e dei profitti per le imprese restano estremamente bassi;
- 2) l'elevata **incertezza** gravante sullo scenario sia congiunturale che fiscale hanno indotto le famiglie (ma presumibilmente anche le imprese) a risparmiare più che a spendere (in effetti il tasso di risparmio evidenzia un trend al rialzo negli ultimi trimestri).

La nostra previsione è che nel momento in cui si consolidi il trend di ripresa, tale incertezza possa quanto meno attenuarsi e dunque i miglioramenti reddituali possano tradursi in maggiore spesa. Fondamentale a tal scopo appare il fatto che il recente rallentamento del ciclo europeo si dimostri temporaneo. Al momento, in assenza di un motore sostenibile di domanda interna, **il ciclo italiano resta assai dipendente dall'estero**, visto che come detto le uniche notizie positive recenti sono venute da fattori che possono avere un impatto positivo sull'export prima che sulla domanda domestica (movimenti del cambio *in primis*).

Nonostante il recente ripiegamento, le indagini restano coerenti con una sia pur modesta crescita dei consumi



Ma il rimbalzo dai minimi del reddito disponibile si è riflesso pressoché interamente in un aumento del tasso di risparmio



In sintesi, l'andamento deludente del ciclo nel 1° semestre, e la possibilità concreta di un'altra flessione dell'attività economica nei mesi estivi, abbassa la variazione attesa del PIL quest'anno ad almeno -0,2%; ma i rischi su questa previsione sono verso il basso e dipenderanno soprattutto da quanto negativa sarà la contrazione del PIL nei mesi estivi (il dato sarà comunicato il 14 novembre). L'effetto di trascinamento dall'anno in corso, oltre a una lieve revisione al ribasso sulle prospettive per la parte finale del 2014 e il 1° semestre 2015, ci inducono a tagliare anche la stima sull'anno prossimo, a 0,6%. **Le nostre previsioni sono inferiori a quelle di consenso**, che a settembre si collocavano a -0,1% per l'anno in corso e a 0,9% per il 2015.

Rivediamo al ribasso le stime sul PIL 2014-15

Previsioni	2013	2014	2015	2013			2014			2015		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-1.8	-0.2	0.6	-0.9	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	0.5	0.9	
Consumi delle famiglie	-2.6	0.2	0.9	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3	
Investimenti fissi lordi	-4.6	-1.8	0.7	0.7	-1.0	-0.9	-0.6	0.2	0.3	0.4	0.6	
Consumi collettivi	-0.8	0.4	0.3	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	
Esportazioni	0.0	1.8	3.0	1.2	0.1	0.1	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0	
Importazioni	-2.9	1.6	2.9	0.2	-0.1	1.0	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	
Partite correnti (% PIL)	1.0	1.6	1.7	2.7	-0.2	2.0	1.7	2.8	-0.4	2.0	1.9	
Deficit (% PIL)	-2.8	-2.9	-2.7									
Debito (% PIL)	127.9	131.9	132.2									
CPI (a/a)	1.2	0.3	0.8	0.7	0.5	0.4	0.0	0.4	0.5	0.7	1.0	
Produzione Industriale	-3.1	-0.6	0.5	0.5	-0.1	-0.5	-0.9	0.1	0.1	0.7	0.5	
Disoccupazione (%)	12.2	12.6	12.3	12.5	12.6	12.5	12.6	12.6	12.5	12.4	12.2	
Tasso a 10 anni	4.31	2.92	2.32	4.16	3.64	3.10	2.63	2.30	2.21	2.19	2.33	
Cambio effett. (2010=100)	99.7	99.8	98.9	100.3	100.5	100.3	99.7	98.7	98.5	98.6	99.1	

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

Spagna: è di nuovo festa?

Lo scenario in sintesi. La Spagna è cresciuta più forte delle attese nell'ultimo anno. Rivediamo, quindi, al rialzo le nostre stime di crescita per il 2014 all'1,5% a/a e all'1,7% nel 2015. La ripresa nei mesi primaverili si è estesa dall'export alla domanda interna e, per la prima volta, all'occupazione. Sull'orizzonte di previsione il Paese, quindi, tonerà a crescere ben al di sopra della media area euro e nel 2016 potrebbe fare meglio finanche della Germania (figure 1 e 2). Il 2015 è un anno elettorale ed è probabile che il Paese sia soggetto ad uno stretto scrutinio degli investitori. L'ultima legislatura è riuscita a riportare fiducia e interesse nel Paese grazie al piano di ristrutturazione bancaria negoziato con la Commissione UE e alle riforme del mercato del lavoro e della Pubblica Amministrazione.

Anna Maria Grimaldi

Rischi per lo scenario. Per quanto positivi sul Paese, rimaniamo cauti; la nostra previsione è inferiore a quella di Consenso (1,8%), dal momento che il processo di *deleveraging* deve proseguire. Il rischio è che dopo la spinta recente la domanda torni a crescere meno di quanto incorporato nelle nostre stime (1,7%) e/o che si riapra il deficit di parte corrente. Rimane il dubbio che il miglioramento degli ultimi anni sia in larga misura ciclico più che strutturale e il test si avrà nel prossimo anno. Tra febbraio e luglio il saldo merci è tornato in rosso per un aumento delle importazioni in eccesso rispetto all'export, in particolare nel comparto dei beni capitali e di consumo. Un recupero delle importazioni a fronte di un rimbalzo della domanda interna è giustificato, ma nel medio periodo la crescita interna non può tornare ad essere finanziata dall'esterno dal momento che il Paese mantiene un'elevata posizione debitoria sull'estero. Pertanto, i guadagni di competitività messi a segno negli ultimi anni e che hanno consentito un netto recupero del saldo di parte corrente andranno consolidati. Inoltre per quanto si siano avuti dei timidi segnali sul mercato del lavoro saranno necessari ulteriori sforzi di riforma (training, politiche e agenzie per l'occupazione) in particolare per riassorbire manodopera espulsa dal settore delle costruzioni e suo indotto. Il tasso di disoccupazione strutturale (25% nel 2015 dal 15% del periodo 1998-2009) rimane tra i più elevati all'interno della zona euro secondo le ultime stime OCSE. L'elevato debito pubblico (93,9% nel 2013) è un potenziale elemento di vulnerabilità in caso di svolta dei mercati.

Prospettive di breve termine. La Spagna è tornata a crescere nella seconda metà dello scorso anno, trainata da un graduale recupero dell'export in particolare verso paesi al di fuori dalla

zona euro. Nella prima metà di quest'anno ha recuperato anche la domanda interna su spinta inizialmente dei consumi e successivamente degli investimenti in macchinari. Su base trimestrale la crescita spagnola (+0,5% t/t in media nel 1° semestre 2014) ha fatto meglio che in Germania e nella media area euro, probabilmente perché i fattori climatici e la crisi russo-ucraina hanno giocato meno sulla dinamica della produzione. In particolare la dinamica degli investimenti aziendali è stata più sostenuta di quanto non suggerivano gli indici di fiducia per il comparto e il livello di utilizzo della capacità produttiva ancora inferiore alla norma storica (fig. 9 e 10). Ci aspettiamo una crescita degli **investimenti industriali** del 3,0% quest'anno e del 2,4% il prossimo. Per quel che concerne gli **investimenti in costruzioni** la correzione nel comparto residenziale dovrebbe essere ben avanzata dal momento che il rapporto *housing*/PIL è tornato al di sotto della media area euro e vicina ai livelli pre-crisi (così come l'occupazione nel comparto è poco al di sopra del livello di fine anni Ottanta). Ci aspettiamo una stabilizzazione delle costruzioni residenziali nella seconda metà del 2015. Per quel che concerne la spesa delle famiglie il passo di crescita osservato in media negli ultimi trimestri (0,6% t/t) ci sembra troppo sostenuto, in particolare data la dinamica del reddito disponibile (vedi sotto) gli sgravi fiscali previsti per il 2015 dovrebbero offrire un sostegno contenuto nell'ordine di due tre decimi ma i dettagli vanno ancora definiti (si prevede una riduzione delle aliquote del -13% per redditi inferiori ai 24 mila euro e un taglio dell'aliquota massima al 47% dal 52%). Ci aspettiamo una moderazione verso 0,4% t/t in media a trimestre. Per quanto riguarda il **commercio estero**, il contributo alla crescita del PIL dovrebbe essere in media nullo sull'orizzonte di previsione. Le esportazioni sono attese crescere di 3,4% nel 2014 e accelerare al 4,5% il prossimo anno. Altresì pensiamo che dopo un ciclo di accumulo di scorte, le importazioni rallenteranno sull'orizzonte di previsione per una crescita media annua del 4,0% nel 2015 dal 4,6% di quest'anno.

Mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso al 24,5% in media nel 2° trimestre assoluto dal 27,1% di inizio 2013. Il livello della disoccupazione in Spagna rimane sui massimi dagli anni Settanta e rappresenta una delle principali sfide per i prossimi anni. Il calo della disoccupazione sarà molto graduale nel corso del 2014, quando ci aspettiamo che si aggiri in media attorno al 24,2%. Nel 2015, quando la ripresa acquisterà velocità, dovrebbe vedersi una crescita dell'occupazione più sostenuta e quindi un calo più rapido della disoccupazione fino al 24,0%-23,7%. Le indagini congiunturali suggeriscono che la dinamica annua dell'occupazione potrebbe essere stagnante nel 3° e 4° trimestre. Gli accordi collettivi per il 2014 hanno comportato aumenti salariali di 0,4-0,5% a/a nel 1° e 2° trimestre, in rallentamento dallo 0,6% siglato in media lo scorso anno. I salari reali sono quindi tornati in territorio positivo grazie al rallentamento dell'inflazione. Il costo del lavoro ha viaggiato in media a 0,9% a/a nei primi sei mesi dell'anno dopo il +0,6% medio del 2013. Ci aspettiamo una crescita del costo del lavoro tra 0,9-1,1%, sensibilmente al di sotto del 4,5% dei precedenti cicli espansivi.

L'**inflazione** spagnola dovrebbe aver toccato un minimo ad agosto a -0,5% a/a, a settembre è risalita a -0,3% a/a sulla misura armonizzata e a -0,2% sulla misura nazionale. L'inflazione dovrebbe rimanere intorno a zero per buona parte del 2015 e risalire leggermente al di sopra dell'1,0% nella seconda metà 2016. L'inflazione sottostante rimarrà vicina a zero nel 2014 e nel 2015, frenata dall'ampio *slack* nell'economia e dalla moderazione salariale. Il rallentamento dell'inflazione spagnola da settembre 2012 ad oggi è in parte dovuto al venir meno della dinamica del rialzo dell'IVA di ottobre 2012 e delle variazioni dei prezzi amministrati, ma anche a fenomeni più fondamentali, quali il rallentamento dei prezzi dei servizi, più accentuato rispetto a quello dei beni non energetici. Il rallentamento dell'inflazione nei servizi non è da ricondursi solo al calo dei prezzi delle comunicazioni (tipicamente associato ad uno shock di offerta) ma anche alla frenata dell'inflazione nella ristorazione e ricreazione. Anche la Spagna non è immune dal rischio di deflazione, ma tale rischio si dovrebbe ridurre con il recupero della crescita e in particolare della domanda interna.

Le indagini segnalano un assai graduale miglioramento dell'occupazione

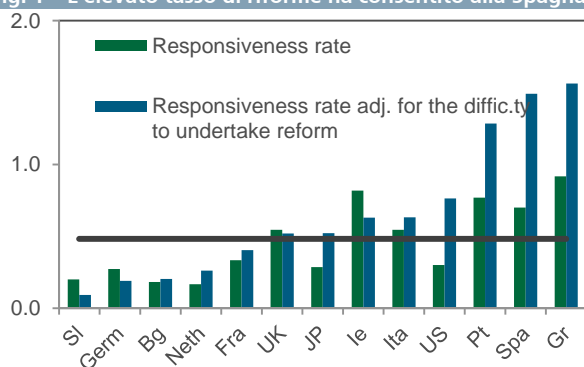
L'inflazione rimarrà sotto l'1,0% fino a metà 2016

Finanze pubbliche. La correzione è rimandata al 2015, anno elettorale in cui difficilmente si vedrà un miglioramento strutturale significativo

Il deficit spagnolo ha chiuso al 7,1% del PIL nel 2013 da un precedente -10,6% del 2012. Al netto dei contributi al sistema bancario, il deficit ha chiuso al 6,6% del PIL. Il debito è salito fino al 93,9% del PIL. Nel 2014 ci aspettiamo un miglioramento del saldo di finanza pubblica fino al 5,6% del PIL, come da indicazioni del Governo nell'aggiornamento al programma di stabilità (PS). Tale obiettivo sembra conseguibile sulla base dei dati di contabilità trimestrali. Il PS conferma il raggiungimento dell'obiettivo di un ritorno del deficit al 3% nel 2016 e di pareggio del saldo di bilancio strutturale nel 2017. Per quel che concerne il debito, il PS prevede un picco al 101,7% nel 2015 e un calo a seguire. Riteniamo che gli obiettivi posti nel PS siano piuttosto ambiziosi e si attende il Budget 2015 per i dettagli sulle misure riferite in particolare al prossimo anno; per il momento manteniamo una stima di deficit circa invariato nel 2016 al 5,6% dal 5,7% atteso per l'anno in corso. Il Consiglio Europeo lo scorso 8 luglio ha recepito le raccomandazioni all'aggiornamento del PS della Commissione Europea e confermava che la strategia di rientro per i saldi di finanza pubblica non è sufficiente a raggiungere l'obiettivo di medio termine e che dal 2015 saranno necessari sforzi strutturali aggiuntivi. Il Consiglio sottolineava che le previsioni di crescita di Governo per il 2015 al 2,0% sembravano troppo ottimistiche. In particolare il Consiglio notava che andavano meglio specificati i tagli di spesa (il Governo a fine giugno ha annunciato un tetto di spesa per il 2015 del 3,2%, inferiore rispetto al 2014) per consentire di procedere alla riduzione della tassazione sui redditi delle persone fisiche (-13% per redditi inferiori ai 24 mila euro e un taglio dell'aliquota massima al 47% dal 52%) e delle imprese al 25% nel 2016 dal 30%. Lo sforzo residuale quindi tra il 2015-17 sarebbe di circa quattro punti di PIL, considerevole e tra i più alti stimati nella zona euro. La nostra stima è che difficilmente la Spagna metterà in atto una correzione strutturale di due punti di PIL necessaria a colmare il *gap* tra stime della Commissione e quelle di Governo del saldo strutturale. Il 2015 è difatti un anno elettorale. La nostra previsione è che il deficit cali al meglio al 5,0% del PIL e il debito continui a salire fino al 104% del PIL e fino al 107% del PIL nel 2016, per poi iniziare a calare dal 2017.

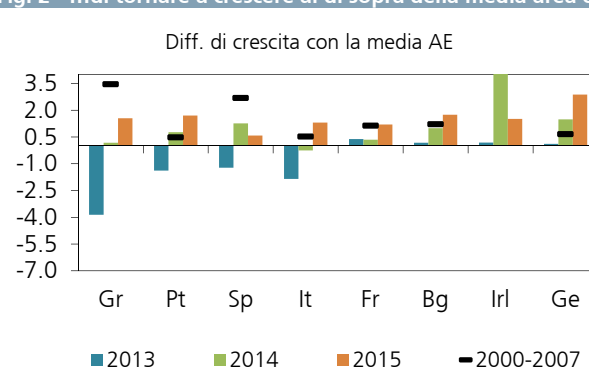
In attesa del Budget 2015

Fig. 1 - L'elevato tasso di riforme ha consentito alla Spagna ...



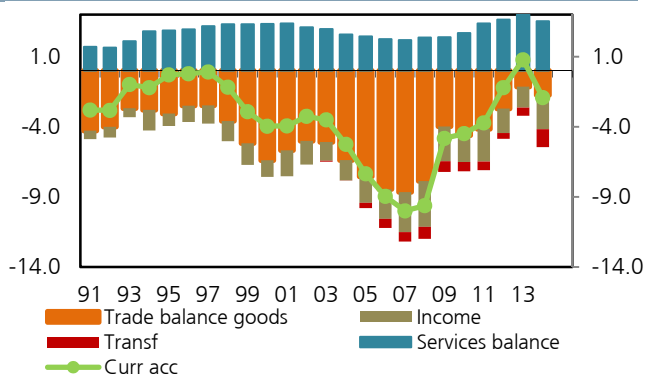
Fonte: OECD ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - ...di tornare a crescere al di sopra della media area euro



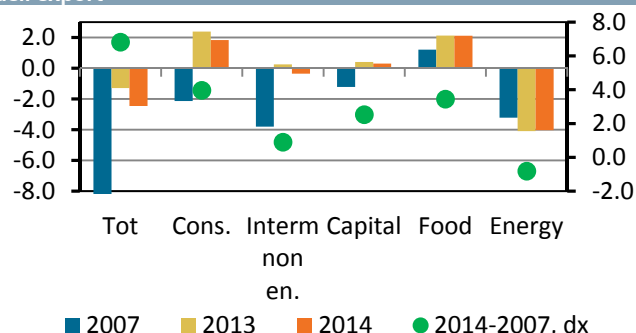
Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il saldo beni torna a peggiorare svolta ciclica o tendenza temporanea?



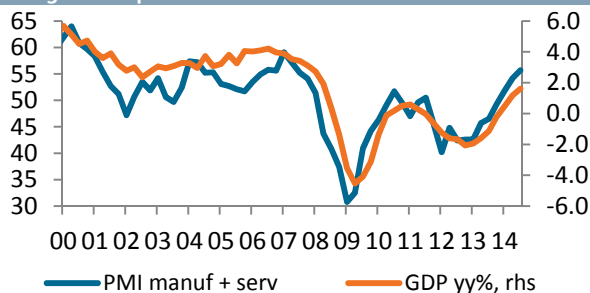
Fonte: INE, Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – In particolare peggiora il saldo beni di consumo e capitali, dal momento che le importazioni sono cresciute più dell'export



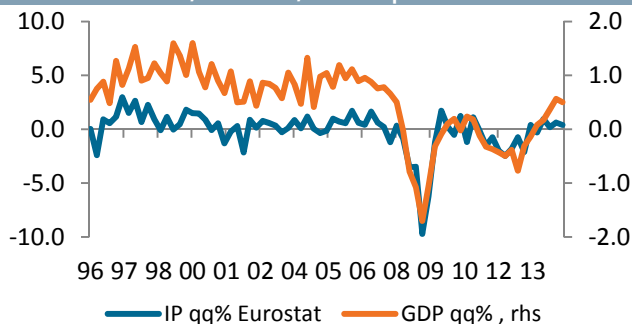
Fonte: INE, Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Gli indici PMI confermano che la ripresa continua e sta guadagnando quota



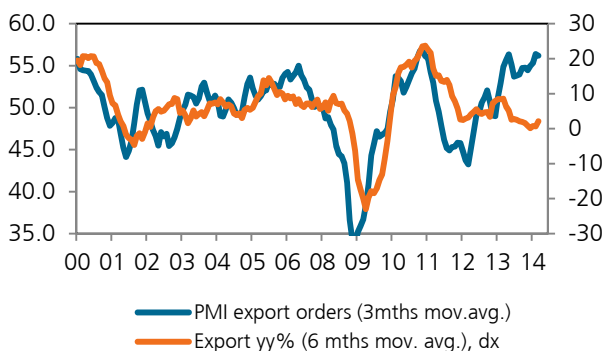
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – I dati di produzione suggeriscono un lieve rallentamento del PIL in estate a 0,4% t/t da 0,6% t/t in primavera



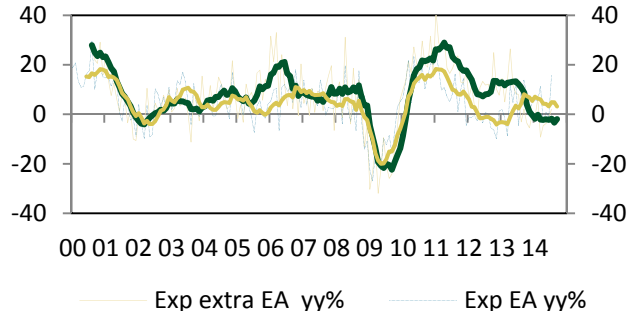
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Il PMI markit suggerisce un'accelerazione dell'export nei prossimi mesi



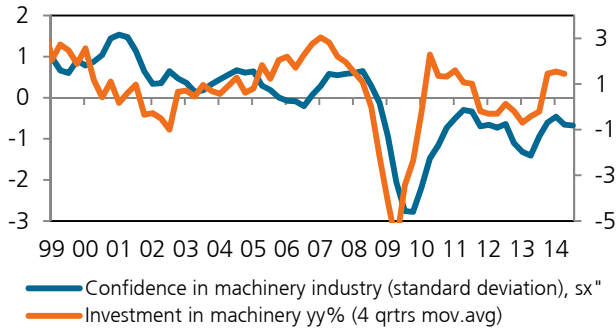
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Export sostenuto da paesi al di fuori della zona euro, ma l'andamento dei flussi commerciali rimane incerto



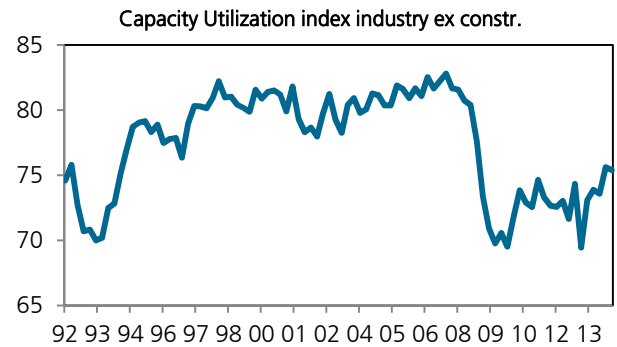
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Gli investimenti in macchinari sono cresciuti più di quanto avrebbe suggerito la dinamica della fiducia e...



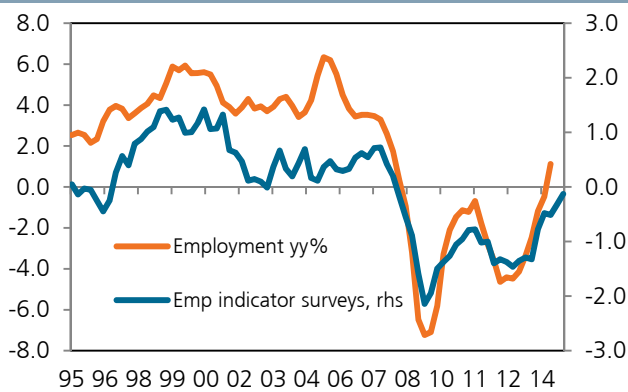
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ... della capacità produttiva



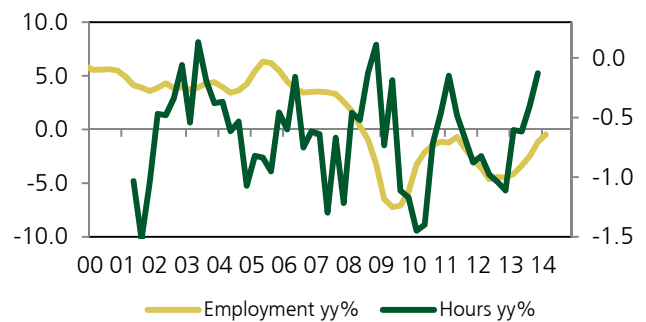
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – La ripresa si espande al mercato del lavoro



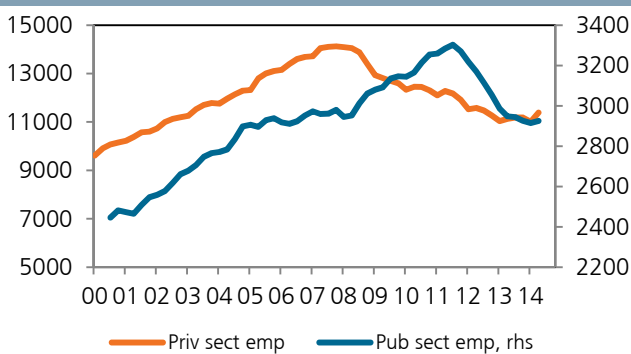
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – L'aumento dell'input lavoro passa in larga misura per un aumento del monte ore



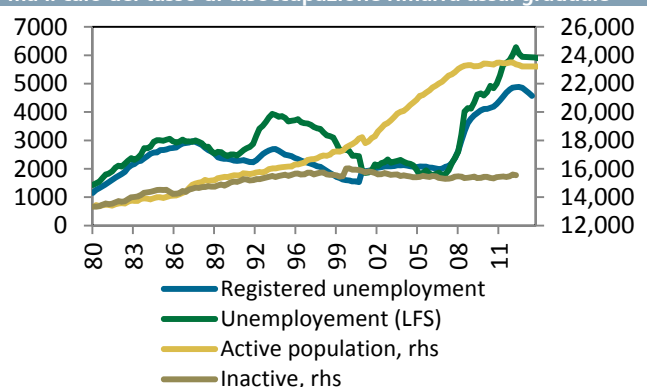
Fonte: Commissione UE, INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Il settore privato torna a creare posti di lavoro



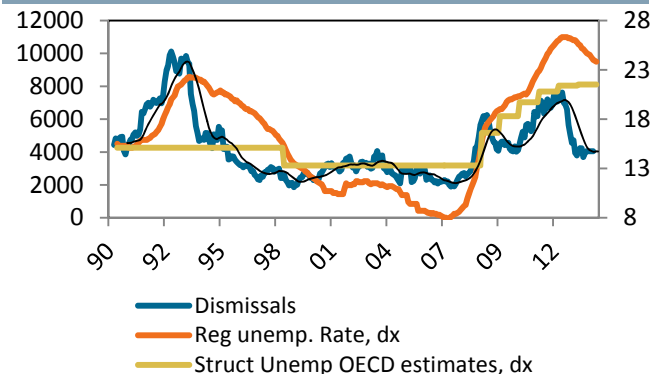
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – I disoccupati sono calati più della popolazione attiva ma il calo del tasso di disoccupazione rimarrà assai graduale



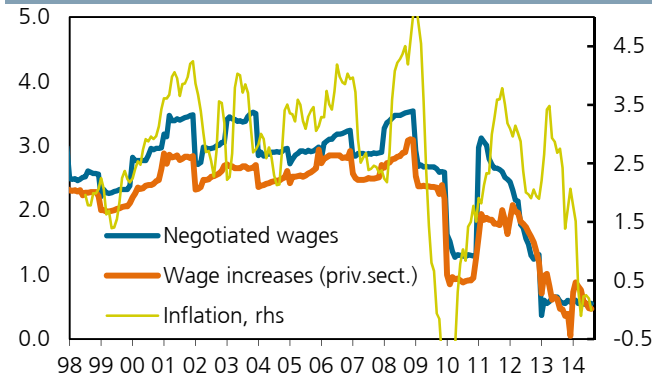
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – ... il calo del tasso di disoccupazione sarà contenuto. E' necessario abbattere il tasso strutturale



Fonte: INE, OCSE (tasso di disoccupazione strutturale) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – Prosegue la moderazione salariale



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni	2013			2014			2015				
	2013	2014	2015	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-1.2	1.3	1.7	-0.2	0.5	1.2	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6
t/t				0.2	0.4	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
Consumi delle famiglie	-2.1	1.9	1.7	0.5	0.5	0.7	0.2	0.3	0.6	0.4	0.4
Investimenti fissi lordi	-5.1	1.6	3.9	0.7	-0.7	0.6	2.6	0.8	0.9	0.6	0.6
Deficit (% PIL)	-7.1	-5.7	-4.8								
Debito (% PIL)	94.0	97.6	103.2								
CPI (a/a)	1.4	0.0	0.2	0.1	0.0	0.2	-0.3	0.2	-0.2	0.2	0.2
Disoccupazione (%)	26.1	25.4	24.7	26.1	25.8	25.7	25.6	25.4	25.2	25.1	24.9
Cambio effett. (2005=100)	99.7	99.4	98.6	100.1	100.1	99.8	99.3	98.5	98.3	98.4	98.8

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

Olanda: crescita in accelerazione dal 2015

Dopo il mite inverno che ha tagliato i consumi di energia (gas naturale in particolare), portando il PIL a un calo di -0,4% t/t, nel trimestre estivo l'economia olandese ha ripreso il trend di moderata espansione visto a fine 2013, pari a 0,5% t/t. L'output è stato sostenuto in particolare dalle **esportazioni nette**, che hanno registrato un forte aumento dopo la stagnazione del trimestre precedente. Riteniamo che le esportazioni nette, vitalizzate da un cambio più favorevole e da una domanda estera in recupero, particolarmente dal Regno Unito, saranno il principale motore della ripresa dal 2013, quando il PIL era calato di 0,7% a/a. Ci attendiamo pertanto un'espansione molto graduale ma costante, con il PIL per quest'anno atteso a 0,7% a/a e per l'anno prossimo a 1,3% a/a. Rispetto alle stime precedenti, il 2014 è stato rivisto al rialzo per le migliori prospettive degli investimenti fissi nella seconda metà dell'anno. Nel triennio successivo (2016-2018), confermiamo la stima precedente per una stabilizzazione della crescita attorno all'1,5% a/a annuo. Per il trimestre in corso, prevediamo un'espansione al ritmo di 0,2% t/t da 0,5% t/t di giugno.

Guido Valerio Ceoloni

La **domanda interna** nel complesso dovrebbe rimanere ancora piuttosto fiacca a causa della debolezza dei **consumi**. Su questo versante, il contributo della spesa delle famiglie alla formazione del PIL è atteso essere praticamente nullo, dato che il mercato del lavoro sta ancora scontando le difficili condizioni congiunturali del 2013 e l'indebitamento delle famiglie permane alto; nel mercato immobiliare si sta verificando una correzione dei prezzi rispetto ai livelli da

bolla del 2013. Pertanto l'aumento dei consumi privati per il trimestre in corso ci attendiamo sia quasi nullo dopo 0,2% t/t a giugno.

Le **esportazioni nette**, pur rimanendo il motore principale della crescita nel medio termine, nel trimestre in corso potrebbero aver risentito del rallentamento dell'economia tedesca, che per l'Olanda è il principale partner commerciale, assieme a Belgio e Regno Unito. La crisi in Europa orientale, avendo impattato sull'economia tedesca nell'estate, ci attendiamo che si ripercuota anche su quella olandese, riducendo il flusso di export complessivo, mentre le importazioni dovrebbero rimbalzare (circa +1,0% t/t) dopo essere calate sensibilmente (-1,1% t/t) a giugno. Le esportazioni nette, quindi, potrebbero contribuire negativamente alla formazione del PIL per circa -0,4% da +1,2% di giugno. Specularmente ci attendiamo un aumento del contributo delle scorte alla formazione del PIL del terzo trimestre dovute al calo degli ordini dalla Germania durante l'estate.

La **produzione industriale** è attesa migliorare gradualmente nel breve periodo e nel terzo trimestre attendiamo un'espansione dell'output di circa 0,7% t/t da -1,9% t/t, mentre nel quarto il ritmo dovrebbe accelerare a 1,3% t/t: in media annua pertanto la variazione dovrebbe essere di -1,6 a/a da +0,5% a/a del 2013, mentre per l'anno prossimo l'incremento dovrebbe essere attorno a 2,5% a/a. La **disoccupazione** è scesa all'8,0% ad agosto, lasciando il dato trimestrale in rotta per un calo a 8,1% t/t da 8,6% t/t. Il miglioramento dal punto di vista puramente numerico è apprezzabile, tuttavia occorre considerare che questo dato è in parte influenzato anche dal calo del tasso di partecipazione, che dimostra come le condizioni del mercato del lavoro non siano ancora tornate alla normalità, a dispetto del livello in sé positivo rispetto al picco annuo di 8,8% di febbraio scorso. Ci aspettiamo tuttavia che il calo della disoccupazione sarà molto graduale: per l'anno in corso prevediamo un livello medio a 8,4% e a 8,3% per il 2015.

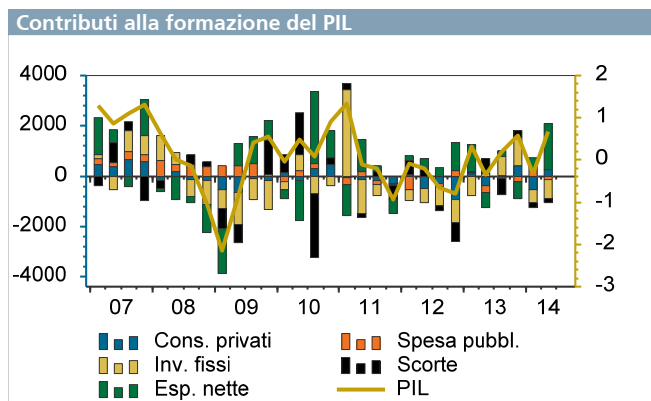
Per quanto riguarda il livello dei prezzi, ad agosto l'**inflazione** è aumentata di un decimo a 1,0% da 0,9% del mese precedente e riteniamo che il livello minimo annuo sia alle spalle. Da qui al prossimo inverno ci aspettiamo un'accelerazione del livello dei prezzi abbastanza rapida, con il CPI che potrebbe tornare sopra il 2% già ad autunno inoltrato, per una media annua però ferma a 1,3% da 2,5% del 2013 per via dei modesti aumenti salariali, della debole domanda interna e del basso costo dell'energia per tutto il primo semestre. La risalita dei prezzi dovrebbe continuare anche l'anno prossimo, a un ritmo più serrato, però, e con una media attesa a 2,5%, tornando quindi sul livello del 2013.

Infine, la situazione dei **conti pubblici**, sebbene negativa rispetto al passato, rimane tutto sommato positiva se paragonata alle difficoltà che devono affrontare paesi come Francia e Italia. Il controllo sui conti pubblici e il contenimento delle spese vengono portati avanti a un buon ritmo e secondo la tabella di marcia; pertanto riteniamo che non dovrebbero essere necessarie nuove misure di austerità. Il **deficit** è atteso attestarsi a 2,7% PIL quest'anno rispetto dal 2,8% precedentemente stimato, da 2,5% del 2013, mentre per l'anno prossimo la Commissione Europea prevede un calo di un punto all'1,8% PIL, con un miglioramento strutturale di 0,5%. L'aumento del deficit tra 2013 e 2014 è dovuto alla vendita delle licenze per gli operatori telefonici mobili a cui si collega la nazionalizzazione della banca SNS Reaal, di cui il Governo ha acquisito una quota di capitale, investendo complessivamente circa 2,2 mld di euro. A seguito di una nota di giugno scorso da parte di Eurostat, la quota ritenuta a carico del Governo Olandese è stata ridotta a 1,13 mld di euro, e pertanto l'impatto sul deficit 2014 dovrebbe essere di un decimo inferiore rispetto alla stima precedente. Il deficit strutturale, al netto di questi effetti una tantum, dovrebbe quindi rimanere invariato quest'anno a 1,3% PIL e calare a 0,8% PIL l'anno prossimo. Per effetto di tali dinamiche il **debito pubblico** dovrebbe crescere leggermente a 73,8% quest'anno e tornare a calare a 73,4% nel 2015 e da lì in poi stabilizzarsi. I rischi alla

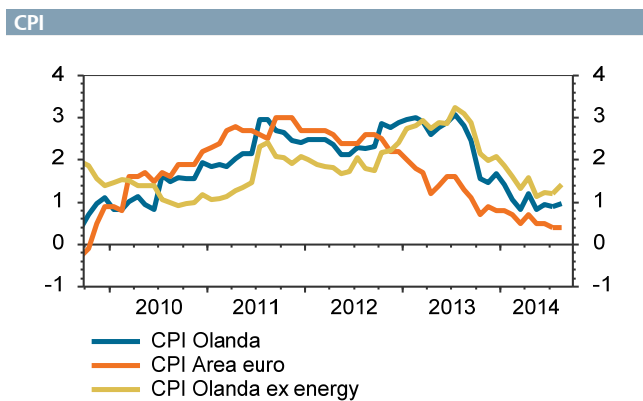
Scenario Macroeconomico

Settembre 2014

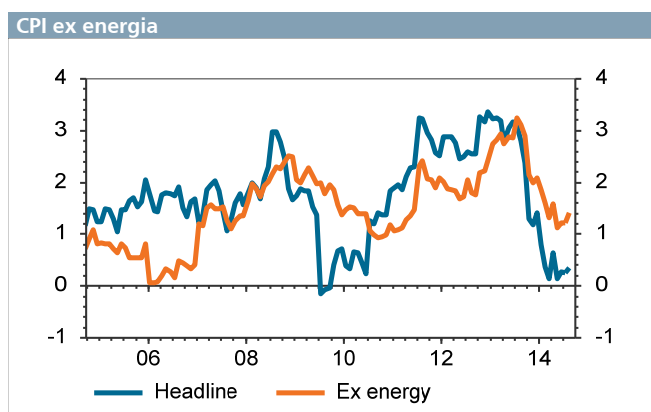
previsione sono bilanciati e in larga misura connessi all'andamento esogeno del contesto macroeconomico globale.



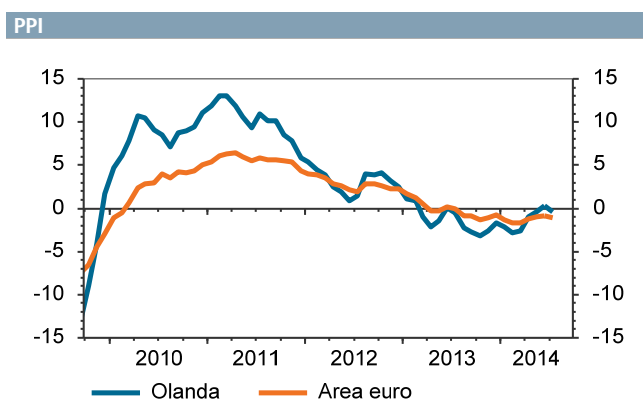
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



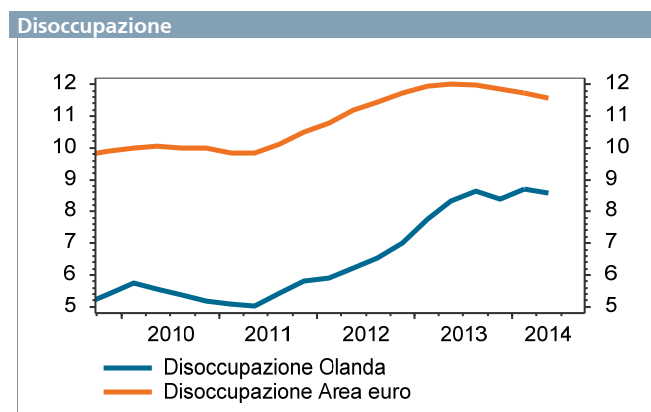
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



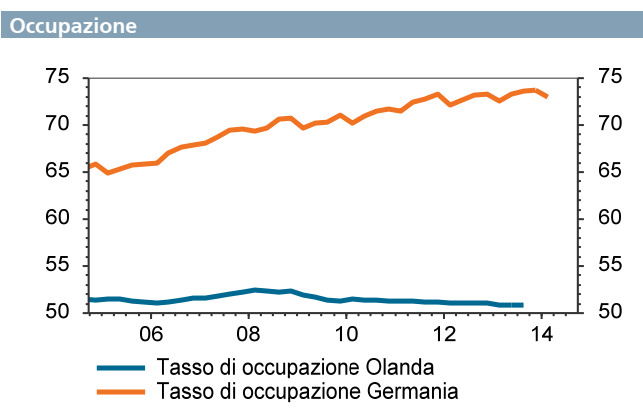
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

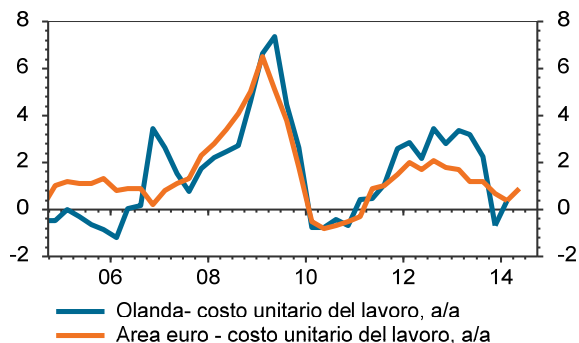


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream



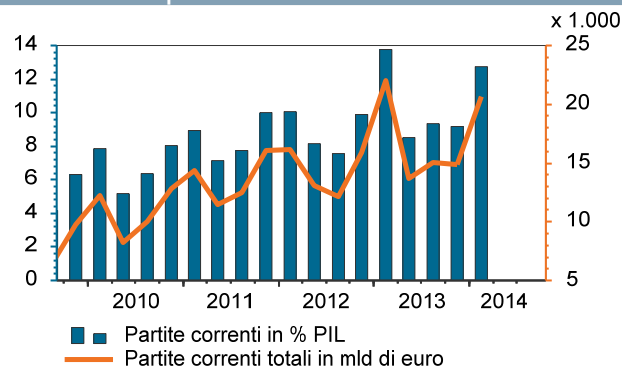
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro



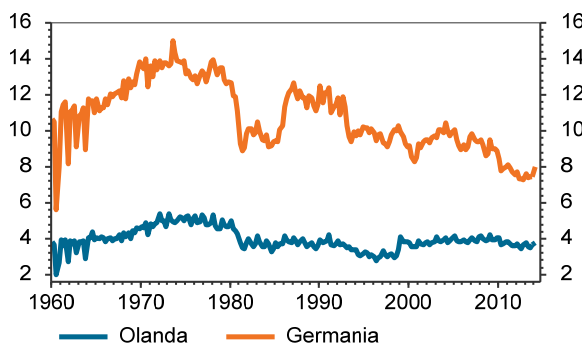
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



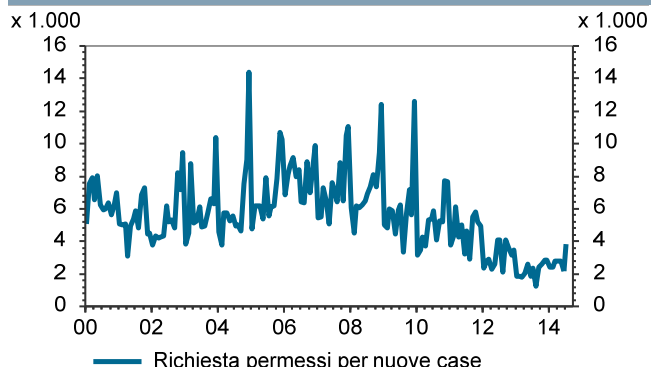
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Quota delle esportazioni globali



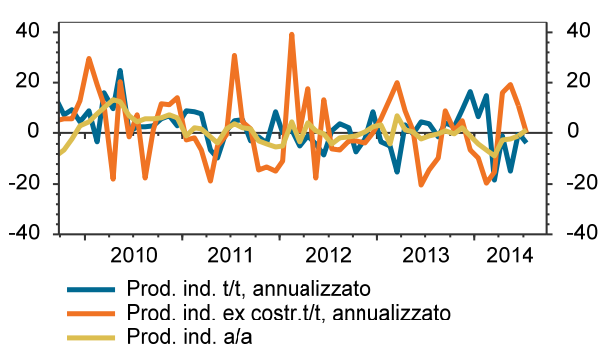
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costruzione di nuove case



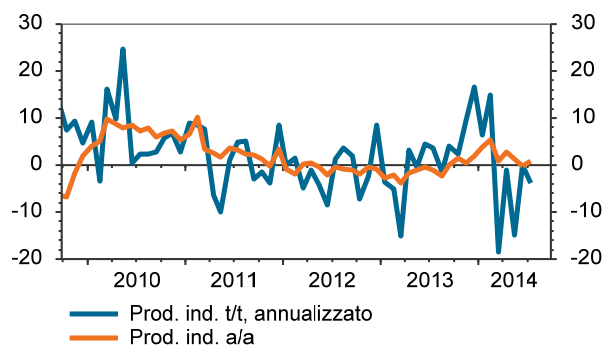
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale (ex costruzioni)



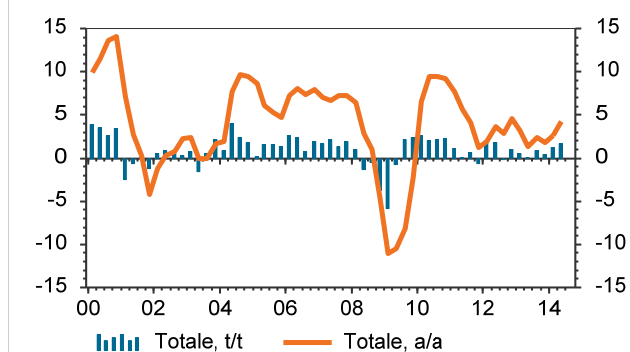
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale (manfatturiero)



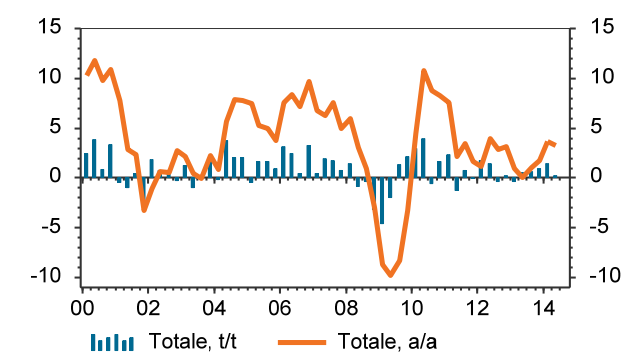
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni di beni e servizi



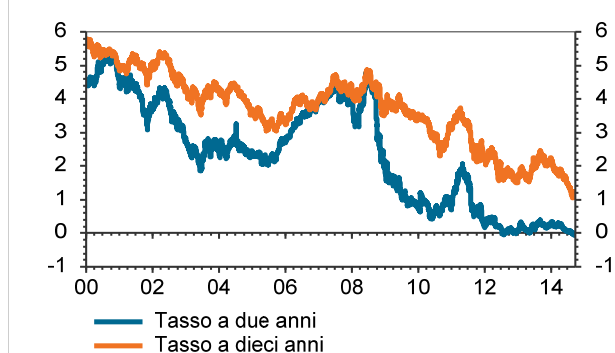
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Importazioni di beni e servizi



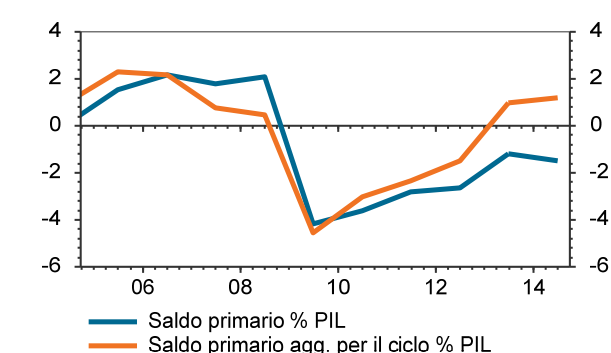
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi governativi a due e a dieci anni



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Saldo primario



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Asia

Giappone: breve pausa prima di un altro giro sull'ottovolante fiscale

Giovanna Mossetti

- L'economia giapponese nel biennio 2014-15 sentirà gli effetti della massiccia restrizione fiscale strutturale dovuta al raddoppio dell'aliquota dell'imposta sui consumi. L'imposta è stata portata dal 5% all'8% ad aprile 2014 e dovrebbe essere ulteriormente alzata al 10% a ottobre 2015.
- Il rialzo dell'imposta ad aprile 2014 ha determinato una forte volatilità, con un massiccio anticipo di spesa fra fine 2013 e inizio 2014, seguito da un'ampia contrazione dei consumi e del PIL nel 2° trimestre. Gli effetti restrittivi dell'aumento delle imposte indirette sono moderati da espansione temporanea degli investimenti pubblici e dall'ampio stimolo monetario. La crescita annua nel 2014-15 dovrebbe essere intorno all'1% (previsione: 1% nel 2014 e 1,3% nel 2015), ancora ampiamente al di sopra della crescita potenziale stimata dalla BoJ fra lo 0% e lo 0,5%.
- A un anno dall'introduzione di "Abenomics", il bilancio è positivo: la ripresa sopravvive alla restrizione fiscale e i prezzi, grazie alla svolta credibile della politica monetaria, sono stabilmente in aumento. L'inflazione al netto del rialzo dell'imposta sui consumi è per ora in linea con le proiezioni della Banca centrale, intorno all'1,3% a/a. L'indebolimento della domanda tuttavia rende probabile che l'obiettivo di inflazione al 2% entro il 2015 non sia raggiunto.
- La politica economica in autunno resterà l'elemento cruciale per l'evoluzione dello scenario. Il Governo a ottobre dovrebbe confermare il programma di rialzo dell'imposta sui consumi per ottobre 2015 e dovrebbe attuare almeno una parte delle riforme strutturali annunciate a giugno e mirate ad aumentare la crescita potenziale. Se la politica fiscale proseguirà sul sentiero del consolidamento e del rafforzamento della crescita di lungo termine, la BoJ potrebbe contribuire con ulteriore stimolo da attuare nel 2015 (e fino a quando necessario, perciò probabilmente almeno il 2016), con un obiettivo più elevato per la base monetaria, da raggiungere attraverso maggiori acquisti di JGB. I tassi di interesse reali resteranno ampiamente negativi e il cambio potrebbe ulteriormente deprezzarsi contro dollaro.

Previsioni macro	2013			2014			2015				
	2013	2014	2015	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	0.9	1.4	2.4	2.7	0.0	0.3	0.9	-0.1	2.3	2.6
- trim/trim annualizzato				-0.5	6.0	-7.1	3.2	1.9	2.0	2.2	4.3
Consumi privati	2.0	-0.4	0.5	1.5	8.4	-19.0	7.4	1.6	1.2	1.2	5.9
IFL - priv. non residenziali	-1.4	5.3	1.8	3.9	34.8	-18.8	0.0	2.0	3.5	4.2	15.6
IFL - priv. residenziali	8.8	0.5	0.0	10.1	8.2	-35.6	15.4	6.0	0.1	-0.1	-0.1
Investim. pubblici	11.5	3.2	-3.5	5.8	-9.8	-2.0	2.0	2.0	-6.4	-6.4	-6.4
Consumi pubblici	2.0	0.6	1.2	0.8	-0.7	0.3	2.0	2.0	1.2	1.2	0.4
Esportazioni	1.5	7.1	5.2	1.1	28.6	-2.0	-0.2	6.5	6.8	6.9	6.4
Importazioni	3.3	6.9	2.3	15.7	28.0	-20.6	2.0	6.0	3.2	3.6	16.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.2	-0.1	-0.7	1.5	-0.4	0.0	0.0	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	0.7	0.0	0.5	0.0	-1.1	0.5	0.3	0.2	0.4	0.6	0.1
Deficit (% PIL)	-9.3	-8.8	-7.1								
Debito/PIL (% PIL)	224.7	228.7	230.8								
CPI (a/a)	0.4	2.9	1.6	1.4	1.5	3.6	3.3	3.0	3.0	0.9	0.6
Produzione Industriale	-0.6	4.1	4.1	7.6	12.5	-14.4	8.8	5.0	5.1	5.2	8.3
Disoccupazione (%)	4.0	3.6	3.3	3.9	3.6	3.6	3.8	3.3	3.3	3.2	3.3
Dollaro/Yen (Yen)	97.6	104.8	112.4	100.4	102.8	102.1	104.0	110.3	111.5	112.3	112.8
Cambio effettivo (1990=100)	145.2	135.0	128.3	139.7	136.3	136.8	135.9	130.9	129.8	128.8	127.7

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

Crescita volatile, ma positiva

Lo scenario economico giapponese è moderatamente positivo. Nonostante la volatilità causata dall'aumento dell'imposta sui consumi e la significativa restrizione fiscale, la ripresa prosegue su ritmi mediamente moderati. Il governo mantiene la priorità del consolidamento fiscale e lascia alla politica monetaria il compito di sostenere la crescita nel breve termine. In autunno dovrebbero essere approvate riforme strutturali per aumentare la crescita potenziale. L'inflazione è stabilmente positiva, ma al di sotto dell'obiettivo della BoJ: prevediamo che la Banca centrale aumenti lo stimolo monetario per il 2015 alla riunione di fine ottobre.

L'economia giapponese nella prima metà dell'anno ha registrato un'ampia volatilità, come atteso, per via del rialzo dell'imposta sui consumi ("*consumption tax*", CT) dal 5% all'8%. Il 2° semestre 2014 e la prima metà del 2015 dovrebbero invece essere caratterizzati da crescita costante e con variazioni modestamente positive della domanda domestica privata, da una possibile moderata ripresa dell'export, grazie al previsto ulteriore deprezzamento dello yen, e da un sostegno degli investimenti pubblici nella parte centrale del 2014 e del 2015 (per controbilanciare gli effetti del rialzo della CT). Nella seconda metà del 2015, si tornerà allo scenario volatile di ampia accelerazione (nel 3° trimestre) e forte contrazione (nel 4° trimestre), per via del rialzo atteso della CT dall'8 al 10% a ottobre 2015.

Lo scenario 2014-15 rimane quindi scandito dalle modifiche tributarie e dal proseguimento del piano di consolidamento fiscale. Pur in presenza di una significativa restrizione fiscale strutturale, l'economia giapponese dovrebbe comunque continuare a crescere al di sopra del potenziale (stimato a 0,5% dalla BoJ), se pure di poco, nel biennio 2014-15. **Prevediamo una crescita dell'1% nel 2014 e dell'1,3% nel 2015.**

L'inflazione è stabilmente in territorio positivo, anche se difficilmente raggiungerà l'obiettivo della BoJ al 2% entro il 2015. La transizione a un'economia "normale", caratterizzata da un'inflazione stabilmente positiva sembra essere ormai avvenuta, al di là della volatilità legata al rialzo delle imposte indirette del 2014-15. Le aspettative di inflazione di famiglie, imprese e mercati sono in territorio positivo e porteranno a ulteriori modifiche di lunga durata nel comportamento degli agenti economici. Per le imprese, il **trend positivo dei prezzi** di vendita determina un miglioramento strutturale delle prospettive degli **utili**, come appare evidente dai dati e dalle indagini, e permette una svolta, finalmente, nel sentiero dei **salari nominali**.

Con gli attuali trend demografici, l'offerta di lavoro rimane debole e potrebbe rafforzarsi solo con un'ulteriore ripresa dei salari nominali e/o con riforme strutturali che modifichino gli incentivi alla partecipazione femminile (proposte dal Governo, ma di attuazione molto incerta). Su un orizzonte di due-tre anni, dovrebbe comunque persistere una situazione di **eccesso di domanda di lavoro**, che dovrebbe contribuire a sostenere la dinamica delle retribuzioni. Dal lato delle famiglie, un mercato del lavoro in espansione, in termini di occupazione e salari, e il ritorno a un'inflazione positiva dovrebbero sostenere una crescita moderata dei consumi, reali e nominali, nonostante la restrizione fiscale. Inoltre, è probabile che, con uno scenario credibile di inflazione positiva, stia per iniziare una fase duratura di radicale **riallocazione dei portafogli delle famiglie**, concentrati finora su depositi e liquidità (il 53% del totale delle attività finanziarie, pari a circa 1.700 tln di yen); il risparmio dovrebbe spostarsi verso attività remunerative, come azioni e obbligazioni, e una diversificazione valutaria degli *asset*.

Fino al 2016, **lo scenario dell'economia giapponese rimarrà quindi dominato dalle decisioni di politica economica**. La nostra previsione di crescita modestamente positiva e di inflazione intorno all'1,5% al netto delle imposte indirette è basata su previsioni di 1) aumento della CT al 10% a ottobre 2015, e di una possibile introduzione di misure di stimolo fiscale transitorie dal lato della spesa per investimenti; 2) estensione al 2015-16 della politica monetaria di stimolo qualitativo e

quantitativo introdotta dalla BoJ a inizio 2013, con un probabile aumento dell'obiettivo per la base monetaria da attuare attraverso acquisti più massicci di JGB a medio-lungo termine.

Domanda privata: la deflazione sostiene consumi e investimenti, nonostante la restrizione fiscale

Investimenti fissi non residenziali - L'attività delle imprese ha segnato un ampio rallentamento nel 2° trimestre, con l'attuazione del rialzo della CT, ma le prospettive per il 2° semestre sono di modesta espansione dell'attività e ripresa degli investimenti fissi. Le indagini sono tornate in territorio espansivo; la produzione industriale sta risalendo, anche se a ritmi piuttosto contenuti (v. fig. 3), gli ordini sono in solido rialzo. Le prospettive per gli investimenti sono di ripresa duratura nei prossimi trimestri per una serie di fattori che si rinforzano a vicenda. Il ritorno di un'inflazione positiva e la ripresa della domanda finale danno alle imprese finalmente *pricing power*, con effetti positivi sulla loro profittabilità, come evidente dalle indagini di settore (valutazione degli utili e delle vendite) e dalle statistiche sugli utili pubblicate dal Ministero delle Finanze. In secondo luogo, i tassi di interesse reali sono in territorio negativo dal 2013 e le condizioni finanziarie sono ampiamente accomodanti. Infine, l'economia si trova in una situazione valutata dalle imprese di pieno utilizzo della capacità produttiva: nell'indagine Tankan di marzo 2014, le imprese giudicano azzerato l'eccesso di capacità produttiva per la prima volta dal 2008. Pertanto prevediamo che l'espansione degli investimenti prosegua nel 2015 a ritmi moderatamente positivi (previsione 2014: 5,3%, 2015: 1,8%).

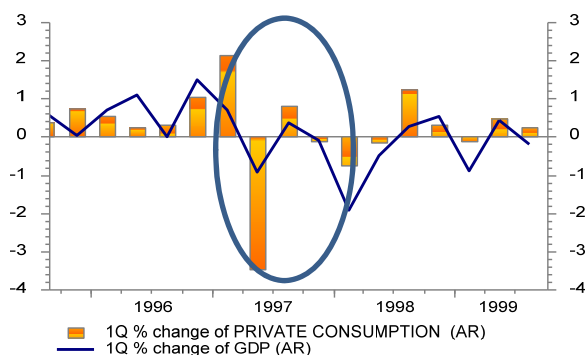
Un elemento di freno all'industria è stato la quasi-stagnazione delle **esportazioni** (v. fig. 5), nonostante il deprezzamento dello yen, in atto da fine 2013 (v. fig. 6). Il rallentamento della crescita in Asia in particolare pesa sulla dinamica dell'export, anche se i dati degli ultimi mesi segnalano un moderato rialzo. Le esportazioni verso l'Asia sono pari al 53% del totale, mentre gli USA pesano per il 18% e l'UE per il 10%. La Cina, da sola, rappresenta il 18% dell'export totale. La probabile accelerazione della ripresa USA, insieme al deprezzamento dello yen contro dollaro, dovrebbe contribuire al rafforzamento delle esportazioni nette giapponesi, anche se il contributo complessivo del canale estero alla crescita rimarrà negativo per il futuro prevedibile.

Consumi e mercato del lavoro - L'economia sta crescendo ampiamente al di sopra del potenziale dal 2012, determinando una riduzione progressiva dell'*output gap* (ormai azzerato secondo le stime della BoJ⁶, v. anche fig. 10) e una situazione di eccesso di domanda sul mercato del lavoro (dal 2013). Nei mesi estivi si è registrato un aumento del tasso di disoccupazione dai minimi recenti di 3,5% (maggio 2014) a 3,8% (v. fig. 7). Il dato va interpretato positivamente perché è il risultato di un aumento della partecipazione (v. fig. 8), a fronte di aumenti degli occupati e delle posizioni aperte (*jobs to occupant ratio* a luglio e agosto a 1,1, massimo da giugno 1992). Prevediamo che fra fine 2014 e fine 2015, il trend del tasso di disoccupazione torni a essere in calo, con una prevalenza della crescita degli occupati sulla dinamica della partecipazione.

L'eccesso di domanda di lavoro e il ritorno a un'inflazione positiva, insieme alla ripresa degli utili delle imprese, hanno contribuito a determinare una svolta del trend dei **salari nominali**, che hanno segnato una moderata accelerazione nella fase di rinnovo contrattuale della primavera e sono ormai in crescita da un anno (v. fig. 9). Il sostegno delle retribuzioni è essenziale per la **dinamica dei consumi** che, per via della restrizione fiscale, sono previsti in calo di -0,4% nel 2014, e in modesto aumento nel 2015 (+0,5%). Anche le **aspettative di inflazione** contribuiscono all'espansione della spesa delle famiglie (v. fig. 11). Fino a gran parte del 2016 il sentiero dell'inflazione effettiva sarà influenzato dai rialzi della CT, ma ormai le famiglie percepiscono che lo scenario dei prezzi è strutturalmente cambiato rispetto al periodo di deflazione.

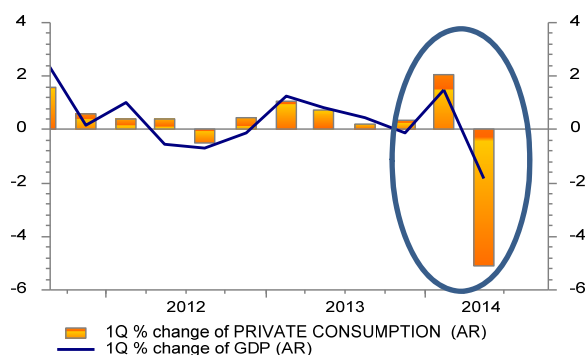
⁶ <http://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor1404b.pdf>

Fig. 1 - PIL e consumi nel 1997-98 ...



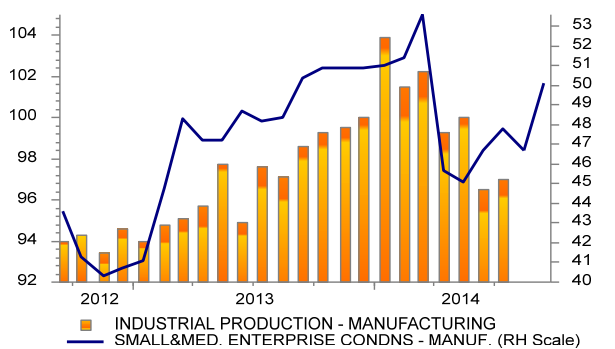
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - ... e nel 2013-14



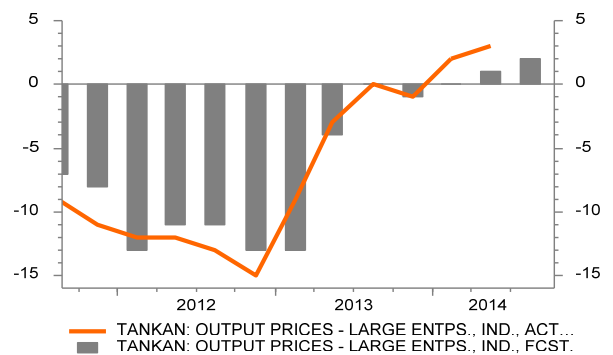
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - Le imprese si riprendono ...



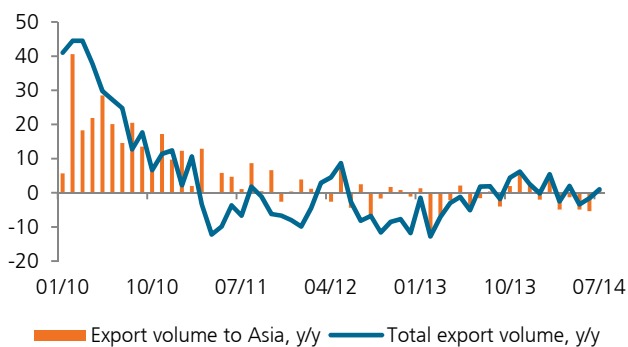
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - ... e fissano prezzi coerenti con uno scenario senza deflazione



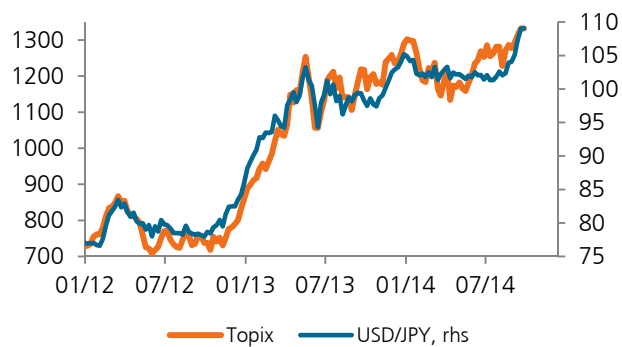
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 5 - Le esportazioni latitano ...



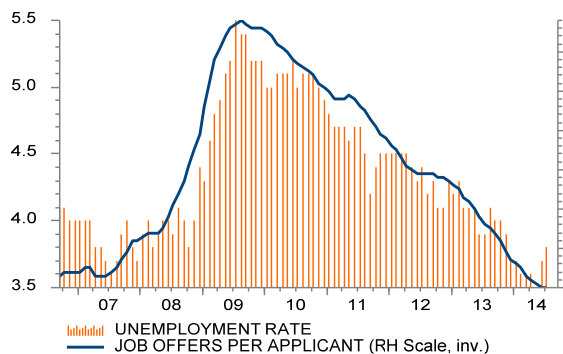
Fonte: Bloomberg

Fig. 6 - ... ma il cambio aiuta il mercato a essere fiducioso



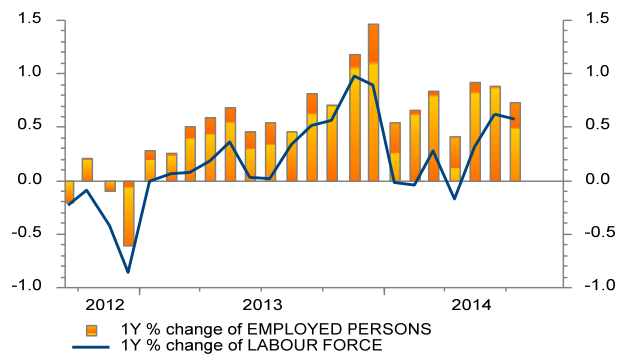
Fonte: Bloomberg

Fig. 7 – Tasso di disoccupazione e *jobs-to-applicant ratio*



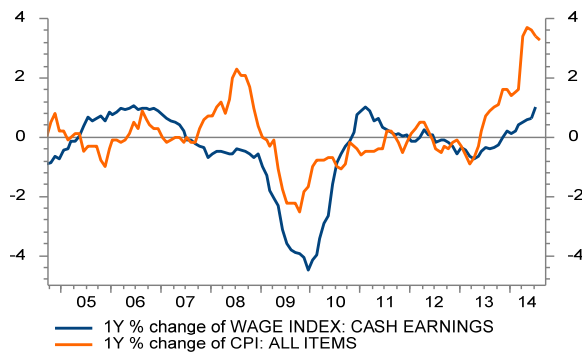
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Occupati e forza lavoro in aumento, anche se in gran parte sono part-time



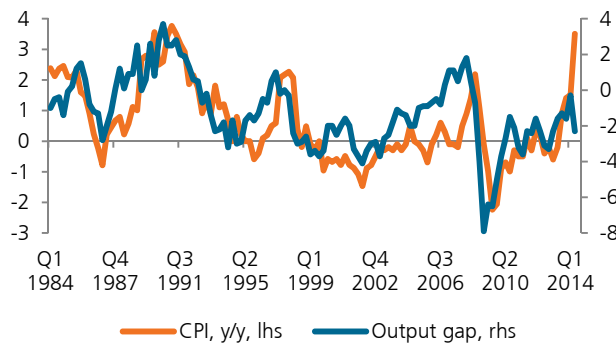
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Salari e inflazione



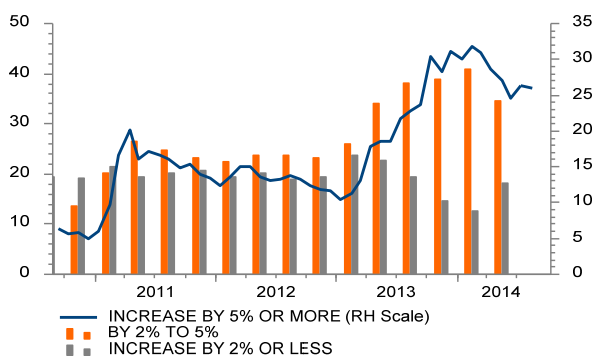
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Output gap e inflazione



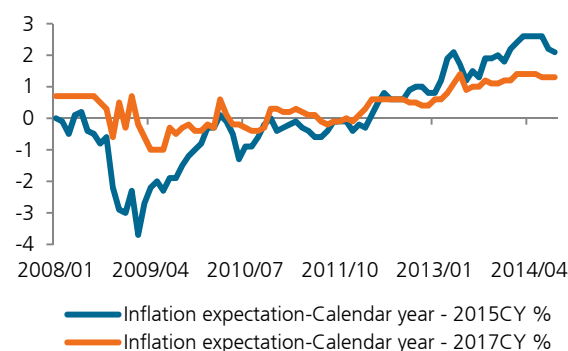
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Aspettative di inflazione delle famiglie: solidamente positive



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Il mercato prevede inflazione positiva, ma inferiore all'obiettivo della BoJ



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Japanmacroadvisors. Aspettative basate sull'inflazione implicita nei JGB indicizzati

Politica fiscale – Un menù di consolidamento dei conti pubblici e riforme strutturali

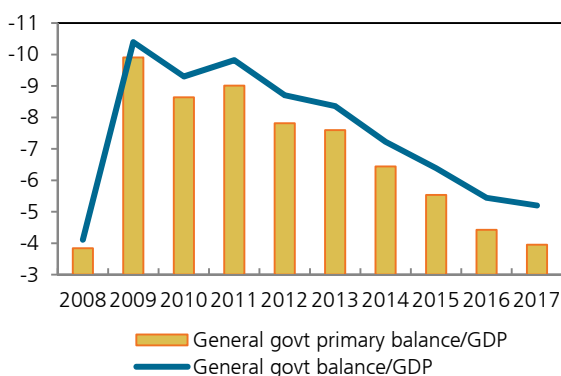
La politica fiscale rimane improntata al consolidamento strutturale dei conti pubblici. Il Ministero delle Finanze definisce la situazione fiscale come "severa" e "in peggioramento per via dell'aumento delle spese", in particolare nel comparto della previdenza. Il secondo obiettivo della politica economica del Governo è l'aumento della crescita potenziale attraverso riforme strutturali. Il piano di medio-lungo termine mantiene l'obiettivo di dimezzare rispetto al livello

del 2010 il deficit primario entro l'a.f. 2015 (dal -6,6% a -3,3% del PIL), e di raggiungere un avanzo primario entro l'a.f. 2020. Gli obiettivi sul deficit primario dovrebbero essere raggiunti attraverso un controllo della spesa primaria e un progressivo aumento delle entrate tributarie, con il supporto di una crescita del PIL nominale positiva e superiore al 3% all'anno. Una parte cruciale degli interventi sulla spesa è concentrata sulla previdenza, con riforme ancora da attuare, mentre per le entrate, la parte del leone è fatta dai rialzi della CT, che dovrebbero concludersi a ottobre 2015. Con il contenimento del saldo primario, la previsione del Governo è una stabilizzazione del rapporto debito/PIL nell'a.f. 2015 e un graduale successivo calo fino al 2020 (187,9% del PIL), seguito però da un trend modestamente verso l'alto sull'orizzonte considerato (2023).

In autunno, il Governo dovrebbe annunciare la decisione definitiva riguardo all'aumento della CT dall'8% al 10% programmato per ottobre 2015. Nelle prime settimane di settembre sono stati sollevati dubbi sulla capacità dell'economia di sopportare un nuovo aumento delle imposte indirette, tuttavia riteniamo che il governo procederà con il secondo rialzo dell'aliquota, accompagnandolo, come avvenuto nel 2014, con un aumento transitorio della spesa pubblica per investimenti. Una manovra aggiuntiva di circa 4-5 tln di yen (circa 1% del PIL) potrebbe essere approvata entro dicembre, insieme al budget per il prossimo anno fiscale. Il Governo ha altri importanti appuntamenti nei prossimi mesi, in particolare l'attuazione delle riforme strutturali che sono state delineate a giugno, fra cui modifiche al funzionamento del mercato del lavoro (liberalizzazione dell'immigrazione e dei vincoli sulla giornata lavorativa, riforma della copertura sanitaria dei dipendenti, incentivi alla partecipazione femminile) e una riforma della tassazione delle imprese. Sulla tassazione delle imprese, l'obiettivo del Governo sarebbe di portare l'aliquota verso il 20% (dall'attuale 39%) su un arco di più anni, con inizio nell'a.f. 2015.

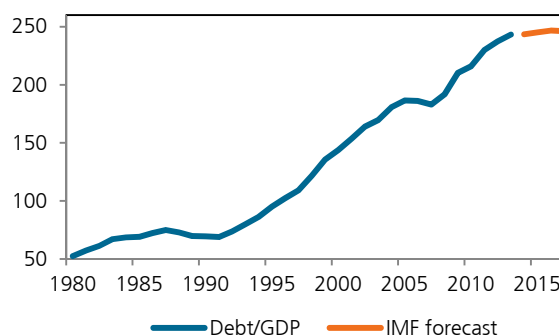
La previsione è che il budget per l'a.f. 2015 confermi il sentiero di consolidamento del deficit, con segnali di probabile stabilizzazione del debito/PIL entro il 2016. Il proseguimento di una politica fiscale virtuosa è anche condizione necessaria perché la BoJ consideri un eventuale aumento di stimolo monetario per il 2015.

Fig. 13 – Il consolidamento dei conti pubblici proseguirà ...



Fonte: FMI

Fig. 14 –... con una probabile stabilizzazione del debito/PIL



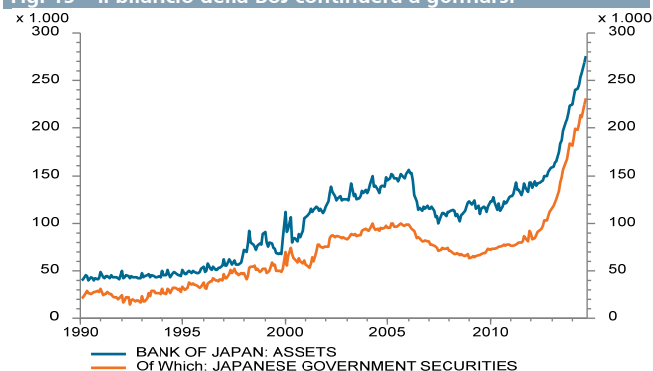
Fonte: FMI

Politica monetaria: Come prima, più di prima ... - La BoJ ha mantenuto lo stimolo invariato dopo l'attuazione del rialzo della CT ad aprile, con l'intenzione di raccogliere informazioni sull'evoluzione dello scenario. A fine ottobre la Banca centrale pubblicherà il rapporto semestrale sull'attività e sui prezzi, con la revisione delle proiezioni per il prossimo triennio. Finora le indicazioni sono state di previsione di inflazione intorno a 1,25% "per un certo tempo" (al netto del rialzo dell'imposta). Nei mesi recenti l'inflazione ha seguito il sentiero atteso dalla BoJ, che riconosce che i prezzi sono circa a metà strada del sentiero verso l'obiettivo del 2% entro il 2015. Nell'ultima valutazione congiunturale, si rilevano la stagnazione delle esportazioni e

l'incertezza per la previsione della domanda finale, nonostante l'ampio deprezzamento del cambio e le condizioni finanziarie super espansive. Le aspettative di inflazione sono in aumento molto contenuto (v. fig. 12) e restano ben al di sotto del 2% per il 2017, quando saranno eliminati gli effetti transitori dei rialzi della CT. **La nostra previsione è che alla riunione di fine ottobre la BoJ possa annunciare un obiettivo di base monetaria in aumento per il 2015, da raggiungere attraverso un nuovo incremento degli acquisti di JGB a medio-lungo termine, sempre che il Governo abbia confermato il programma di rialzo della CT a ottobre 2015.**

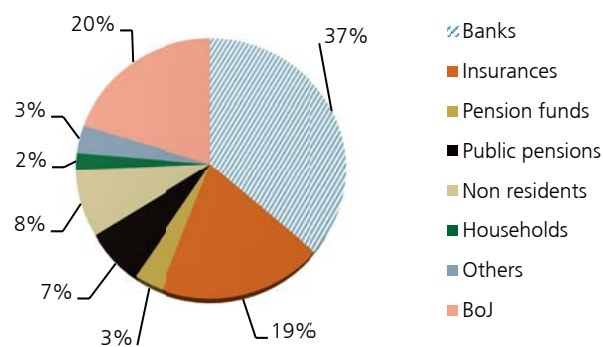
In questo quadro di aumento dello stimolo monetario, si avrebbe ulteriore deprezzamento del cambio che potrebbe stabilizzarsi almeno a 110 contro dollaro e persistente pressione verso il basso sui rendimenti del tratto a lungo termine. Il bilancio della BoJ (pari a circa il 50% del PIL nel 2014) continuerebbe ad aumentare, con una quota crescente di debito pubblico detenuta dalla Banca centrale. Al 2° trimestre 2014, la BoJ deteneva il 20% del totale di JGB e T-bill in circolazione, e il 18,7% dei JGB (a metà 2011 deteneva l'8,5% dei JGB). La monetizzazione di una parte del debito pubblico è un fattore necessario per ridurre i rischi di una crisi del debito giapponese. Prevediamo che anche la compressione dei rendimenti possa essere rafforzata da uno spostamento dei portafogli delle famiglie verso attività diverse dai depositi, che per ora predominano sul totale delle attività finanziarie.

Fig. 15 – Il bilancio della BoJ continuerà a gonfiarsi



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 16 – Detentori di debito pubblico (JGB+T-bills)



Fonte: Ministero delle Finanze. Dati al 2° trimestre 2014

Cina: il settore immobiliare trascina al ribasso gli investimenti

- Il PIL è salito del 7,5% a/a nel 2° trimestre, in marginale accelerazione rispetto al 7,4% del 1° trimestre e in aumento del 2% t/t vs 1,5% del 1° trimestre, grazie alla dinamica positiva del settore agricolo e dei servizi. Dopo il miglioramento del 2° trimestre, gli indicatori ciclici tra giugno e agosto hanno evidenziato un ritorno al trend di rallentamento, guidato soprattutto dalla frenata degli investimenti in edilizia residenziale, mentre consumi ed esportazioni seguitano a tenere.
- Gli investimenti in infrastrutture di trasporto e in edilizia popolare continuano a porre un freno alla decelerazione degli investimenti totali, trainati ancora al ribasso dalla dinamica debole del mercato immobiliare, peggiorata nei mesi estivi. Il calo dei prezzi degli immobili residenziali e la difficoltà delle imprese immobiliari più piccole, nonché il livello di unità invendute, lasciano intatte le prospettive di ulteriore rallentamento del settore immobiliare nei prossimi mesi nonostante l'allentamento delle misure anti-speculative in diverse aree del Paese. Un conseguente impatto negativo sul mercato del lavoro, e frenante sui consumi, è atteso per l'anno prossimo, mentre nell'anno corrente essi continueranno a fornire supporto alla crescita insieme a una contenuta accelerazione delle esportazioni. Manteniamo dunque invariate le nostre previsioni di crescita del PIL per l'anno corrente e per il successivo, sui cui lasciamo i rischi al ribasso.
- L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa fino al 2,0% a/a in agosto dal 2,3% dei due mesi precedenti, grazie al rientro dei prezzi degli alimentari che riteniamo, però, temporaneo. E' probabile un sensibile aumento dei prezzi della carne nei prossimi mesi, a cui potrebbe aggiungersi nel prossimo anno una riforma dei prezzi delle utenze domestiche con un conseguente aumento dell'inflazione totale. Mancando la pressione al rialzo da altri comparti l'aumento dell'inflazione dovrebbe essere comunque contenuto: la media annua per il 2014 è attesa a 2,3%, e in aumento a 2,5% nel 2015.
- Nelle recenti dichiarazioni le Autorità hanno confermato di voler proseguire nella politica di sostegno non generalizzato, ma limitato e mirato, del credito, nonché nell'opera di contenimento e di regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario. Riteniamo che la Banca centrale continuerà a fornire liquidità al mercato attraverso le operazioni di mercato aperto e a impedire rialzi eccessivi e/o duraturi dei tassi monetari. In questo senso leggiamo l'abbassamento del tasso di 20pb nelle operazioni di reverse repo a 14gg di settembre e la scadenza più lunga del prestito attraverso la *Standing Lending Facility (SLF)*. Riteniamo inoltre che la PBOC eviterà ritocchi al coefficiente di riserva obbligatoria o ai tassi a meno di un crollo dei dati macro nei prossimi mesi.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
PIL (prezzi costanti)	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.3	7.1
Consumi privati	10.3	8.2	10.3	9.4	8.5	8.4	8
Consumi pubblici	6	11.4	12	5.5	7.4	7.2	7.4
Investimenti fissi	22.4	11.3	8.7	9.0	9.2	6.8	6.5
Esportazioni	-11.4	26.1	4.1	3.1	5.8	6.6	7.2
Importazioni	2.7	19.4	5.3	4.1	7.8	5.7	6.9
Produzione industriale	9.9	12.3	10.3	7.9	7.8	7.3	7.2
Inflazione (CPI)	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.3	2.5
Tasso di disoccupazione (%)	4.3	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0
Salari medi	10.4	14.1	16.8	14.4	13.4	11.1	10.5
Tasso interbancario a 90gg (media)	1.7	2.7	5.3	4.6	5	5.2	5
Cambio USD/CNY (media)	6.83	6.77	6.46	6.31	6.15	6.14	6.10
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1662	1604	874	1360	1124	1621	1476
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	3.2	3.1	1.7	2.6	2.2	3.1	2.9
Saldo di bilancio* in % del PIL	-3.9	-4.0	-1.8	-2.5	-3.6	-3.6	-3.3

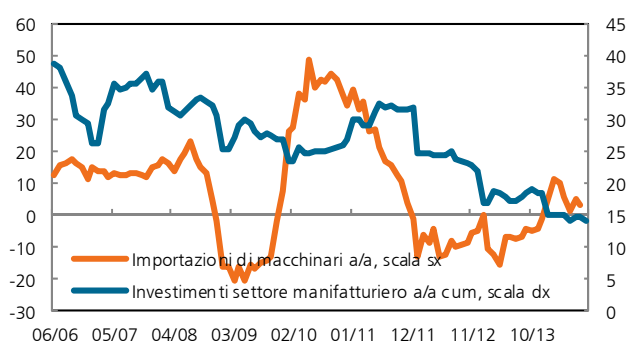
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; *Stime IMF Article IV 2014
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

Il PIL è salito del 7,5% a/a nel 2° trimestre, in marginale accelerazione rispetto al 7,4% del 1° trimestre, e in aumento del 2% t/t vs 1,5% del 1° trimestre, grazie alla dinamica positiva del settore agricolo (+3,9% a/a da 3,5% a/a nel 1° trimestre) ma anche dei servizi, che continuano a crescere di più del settore manifatturiero (+8% a/a vs 7,4%). I dati di luglio e agosto in generale hanno evidenziato un ritorno al trend di rallentamento, dopo il miglioramento registrato nel secondo trimestre, ad eccezione dei consumi e delle esportazioni che continuano a tenere.

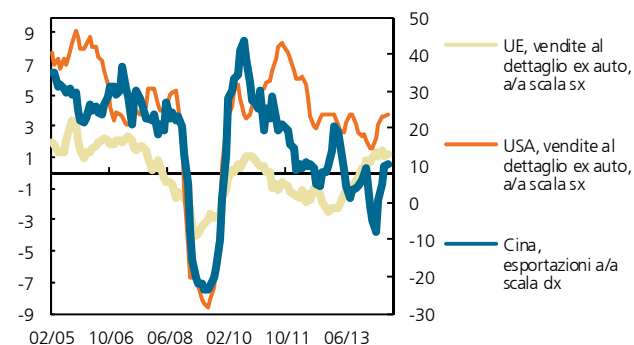
La **produzione industriale** è salita del 6,9% a/a, rispetto al 9,0% di luglio, il minimo dal 2008. Il dato risente del confronto con un forte aumento registrato nello stesso mese del 2013, tuttavia anche la variazione tendenziale cumulata (+8,5%), che non risente di questi effetti, è scesa rispetto all'8,8% registrato a giugno e a luglio e l'incremento mensile (destagionalizzato) è stato di un mero 0,2%, rispetto a variazioni superiori a 0,6% registrate nei sei mesi precedenti. La decelerazione è guidata dal settore della produzione di energia (elettricità e gas) e dal settore manifatturiero, in particolare della produzione di automobili, dei metalli ferrosi e non, ma anche del comparto agroalimentare. Se sul valore aggiunto di quest'ultimo può aver influito il calo dei prezzi degli alimentari, la moderazione degli altri comparti è confermata dai dati in volume. Essa è in linea con il processo di consolidamento dell'industria pesante e con il rallentamento del settore immobiliare, nonché con la dinamica dell'indice PMI. La discesa della componente ordini totali in agosto (a 51,3 da 53,3 di luglio), più marcata di quella degli ordini dall'estero, conferma la debolezza della domanda interna, segnalata anche dalla dinamica degli investimenti e delle importazioni, nonché dai dati sul traffico cargo. La scomposizione dell'indice PMI per tipologia di imprese indica un peggioramento delle prospettive per le medie imprese tra maggio e agosto, mentre restano sostanzialmente invariate e deboli quelle delle piccole imprese, seppur in miglioramento rispetto a inizio anno. L'indagine sulle imprese industriali per il 3° trimestre conferma un indebolimento della **fiducia delle imprese**, con un calo della componente degli ordini totali che tuttavia resta su un livello superiore ai minimi del 1° trimestre del 2014.

Investimenti del settore manifatturiero



Fonte: CEIC

Le esportazioni tengono



Fonte: Bloomberg

Gli **investimenti fissi urbani** nominali hanno registrato un ulteriore rallentamento (16,5% cum a/a in agosto, dal 17,2% a/a di maggio) influenzati dalla dinamica sempre più debole degli investimenti in edilizia residenziale (+10,8% cum a/a in agosto) arrivata sui minimi del 2012, e degli investimenti del settore immobiliare. Gli investimenti in strutture di trasporto continuano a tenere, supportati in particolare dagli investimenti nelle ferrovie (+20,6% a/a) e nelle vie d'acqua, e sono verosimilmente responsabili di gran parte dell'aumento dei nuovi investimenti (24,4% a/a). Gli investimenti del settore manifatturiero sono rimasti sostanzialmente stabili (10,1% a/a in agosto vs 10,2% a/a in maggio) e il contenuto miglioramento delle importazioni di macchinari rispetto ai minimi dell'anno scorso prefigura una stabilità anche nei prossimi mesi.

Le **importazioni** continuano a stagnare (-2,3% a/a in agosto e -1,5% a/a in luglio; +0,4% 3m a/a) riflettendo la debolezza della domanda interna. Rimangono in calo, infatti, le importazioni di beni ordinari (-2,8% 3m a/a in agosto) mentre accelerano lievemente le importazioni di beni da assemblare per prodotti poi destinati alle esportazioni (+5,3% 3m a/a). Le **esportazioni** continuano invece a migliorare (+10,4% 3m a/a in agosto da 0,5% 3m a/a in maggio), sostenute dal miglioramento della domanda negli USA e in Europa, e dalla tenuta dei paesi ASEAN, mentre le esportazioni verso il Giappone continuano a rallentare (-0,2% 3m a/a in agosto). Queste dinamiche hanno favorito un ulteriore allargamento del surplus commerciale a 200 miliardi di dollari nei primi otto mesi dell'anno rispetto ai 154 dello stesso periodo dell'anno scorso. Riteniamo che l'accelerazione delle esportazioni sarà comunque contenuta, date le prospettive deboli dell'area euro e il marginale rallentamento delle economie del Sud Est asiatico.

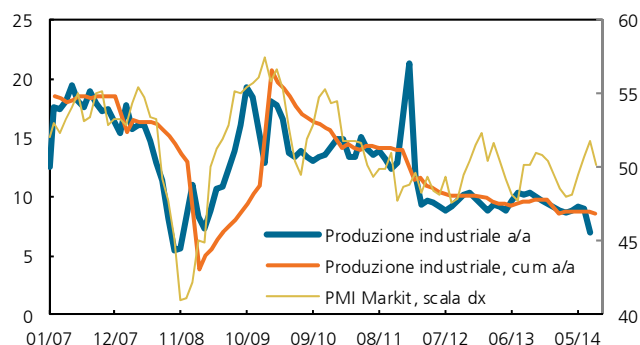
Le **vendite al dettaglio** hanno registrato un marginale rallentamento in agosto in termini tendenziali (+11,9% a/a vs 12,2% a/a in luglio) ma in termini cumulati la crescita è rimasta stabile al 12,1% da maggio e la variazione mensile (+0,9% m/m) è in linea con i mesi precedenti. In termini reali sono invece lievemente salite grazie al calo dell'inflazione. Accelerano le vendite di cosmetici, gioielli, abbigliamento ed elettrodomestici ma rallentano le vendite di auto. L'indice di **fiducia dei consumatori** dell'ufficio statistico, ancora in aumento in termini di media trimestrale e in netto miglioramento rispetto ai minimi dell'estate scorsa, nei mesi estivi ha registrato un marginale calo, mentre l'indice Unionpay è sceso bruscamente. Il **mercato del lavoro** è ancora positivo, il tasso di disoccupazione urbana è fermo al 4,1% e gli occupati sono saliti, tuttavia la crescita dei nuovi occupati sta marginalmente rallentando mentre il numero dei disoccupati urbani è stato in lieve aumento negli ultimi quattro trimestri. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione delle imprese per il 4° trimestre segnala ancora un aumento delle assunzioni ma è ai minimi dal 2010, in particolare per il settore manifatturiero, immobiliare e finanziario. Ribadiamo che la prosecuzione del rallentamento del settore immobiliare non potrà non avere effetti sull'economia, e dunque sul mercato del lavoro, dati anche i legami con molti sotto-settori del manifatturiero, con un impatto frenante sui consumi nel prossimo anno.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo è scesa fino al 2,0% a/a in agosto dal 2,3% dei due mesi precedenti, grazie al calo dell'inflazione nel comparto degli alimentari, scesa da 3,7% a/a in giugno a 3% a/a in agosto, e in quello dei trasporti. Non si evidenziano pressioni su altri comparti; l'inflazione al netto di alimentari ed energia è rimasta sostanzialmente invariata da febbraio scendendo marginalmente in agosto (1,6/ a/a vs 1,7% nei due mesi precedenti). I prezzi alla produzione rimangono in calo (-1,2% a/a in agosto) riflettendo la dinamica dei prezzi delle materie industriali (-1,4% a/a) che dovrebbe rimanere ancora debole nei prossimi mesi. L'andamento degli stock di maiali punta però ad un sensibile aumento dei prezzi della carne nei prossimi mesi, a cui potrebbe aggiungersi nel prossimo anno una riforma dei prezzi delle utenze domestiche con un conseguente aumento dell'inflazione totale. Mancando la pressione al rialzo da altri comparti l'aumento dell'inflazione dovrebbe essere comunque contenuto: la media annua per il 2014 è attesa a 2,3%, e in aumento a 2,5% nel 2015.

Il rallentamento del **mercato immobiliare** si è ulteriormente accentuato, anche se alcuni indicatori risentono parzialmente in termini tendenziali del confronto con un forte aumento nello stesso periodo dell'anno scorso, che tuttavia scema progressivamente in questo secondo semestre. La superficie residenziale venduta è scesa del 10% a/a in agosto e le vendite di immobili residenziali in valore sono calate del 10,9% a/a; del 19,5% quelle degli uffici. Le vendite di edifici ad uso commerciale sono ancora positive ma in netta decelerazione rispetto all'anno scorso (+7,5% a/a in agosto vs +18,3% a/a a fine 2013). Il numero di città in cui sono stati rilevati cali dei prezzi degli immobili residenziali è salito velocemente da 10 in aprile a 69 in agosto sulle 70 in cui viene fatta la rilevazione, e i prezzi sono scesi per il 4° mese consecutivo. Il calo medio del prezzo in agosto è stimato dell'1,1% m/m (1,2% m/m nelle città di prima fascia),

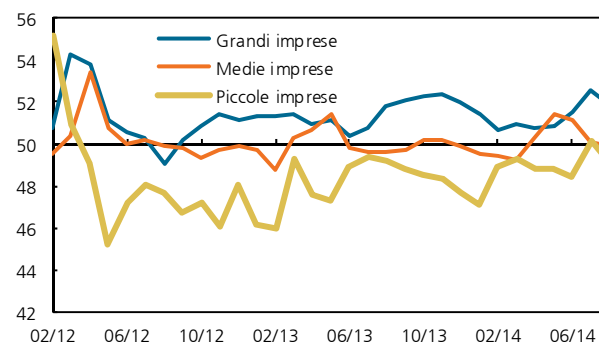
ben più elevato del calo medio registrato durante la fase di rallentamento del 2012 (minimo a -0,3% m/m) e in linea con quello registrato a fine 2008 (-0,8% m/m secondo la vecchia rilevazione). L'indice di fiducia del settore immobiliare è sceso solo marginalmente nei mesi estivi rimanendo poco al di sopra dei minimi del 2012, mentre il sotto indice della borsa di Shanghai relativo al mercato immobiliare è tornato in linea con la dinamica dell'indice generale, positiva da fine agosto. Il tasso di crescita del credito al settore immobiliare, sostenuto almeno fino a giugno (19,2% a/a) potrebbe tuttavia diminuire nei prossimi mesi dato il rallentamento generale del credito sia bancario sia non bancario. Il Governo centrale non si è ancora espresso ufficialmente in merito ad una mitigazione, a livello nazionale, delle restrizioni anti speculative imposte negli ultimi anni soprattutto all'acquisto di seconde case, ma ha auspicato una maggiore concessione di mutui alle famiglie. Le Autorità stanno inoltre vagliando la possibilità di permettere alle società immobiliari quotate, in possesso di requisiti di solidità, di emettere titoli a medio-lungo termine sul mercato interbancario e di utilizzare i proventi solo per la costruzione di immobili non di lusso. Nel frattempo molti governi locali hanno comunque allentato diverse misure anti-speculative introdotte in precedenza. Gli analisti immobiliari ritengono che il contenuto allentamento della politica monetaria, il sostegno del Governo all'edilizia popolare, l'aumento delle transazioni in seguito alle politiche di sconto di alcuni immobilari, nonché il limitato indebitamento delle famiglie, porteranno ad una stabilizzazione del mercato nella parte finale dell'anno. Tuttavia i recenti dati sui prezzi degli immobili residenziali e la difficoltà delle imprese immobiliari più piccole a causa dell'aumento dei costi di finanziamento, nonché il livello di unità invendute, lasciano intatte le prospettive di ulteriore rallentamento del settore immobiliare nei prossimi mesi.

La produzione industriale rallenta ulteriormente



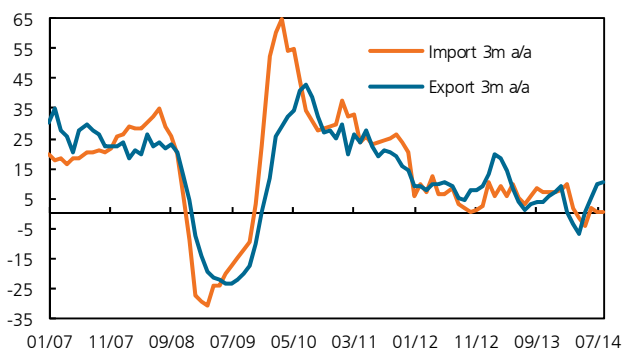
Fonte: CEIC, Markit

Le prospettive delle PMI tornano ad indebolirsi



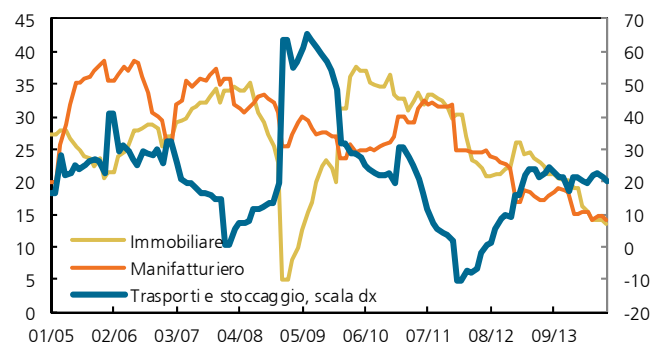
Nota: indice PMI manifatturiero per tipologia di impresa; Fonte: CEIC

Le importazioni continuano a mostrare debolezza

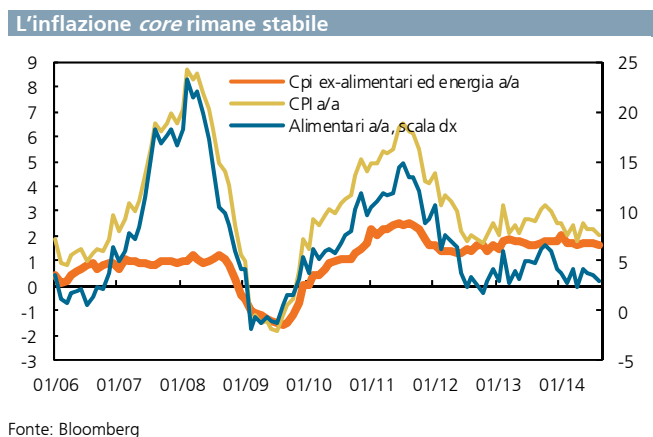
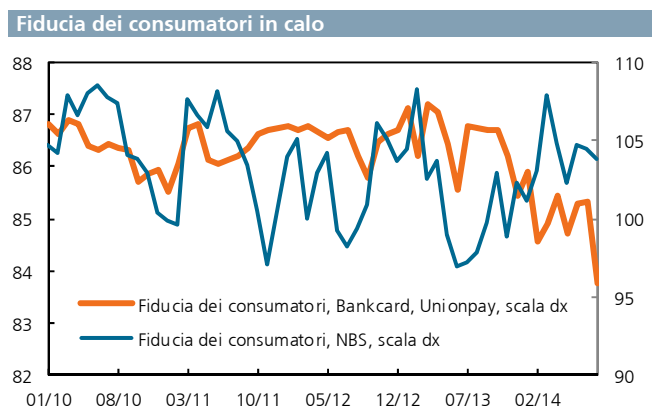


Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg

Tengono gli investimenti in infrastrutture di trasporto (%)



Nota: Investimenti nominali, var a/a. Fonte: CEIC



Politica economica e fiscale

Il Comitato Direttivo del Parlamento (National People Congress Standing Committee) ha approvato a fine agosto la nuova **Legge di Bilancio**, che non veniva rivista dal 1995, e che entrerà in vigore a inizio 2015. La Legge recepisce alcune delle proposte di riforma emerse durante il Terzo Plenum nell'autunno del 2013. Essa prevede che d'ora in poi tutte le entrate e le spese del settore statale siano incluse nel bilancio, comprese le spese effettuate dai veicoli finanziari dei governi locali e le entrate dalla vendita dei diritti sui terreni, tutte voci finora rimaste fuori bilancio. Inoltre accorda il permesso ai governi locali (provinciali e municipali) di emettere titoli nei limiti di una quota fissata dal Consiglio di Stato (e approvata dal Parlamento o dal Comitato Direttivo) per reperire fondi da destinare esclusivamente a spese per investimenti, secondo le modifiche apportate in primavera al Progetto Pilota esistente⁷. Essa contiene poi diversi provvedimenti per assicurare l'accesso pubblico ai documenti del bilancio statale. La nuova Legge di Bilancio va nella direzione della proposta di riforma fiscale delineata nel 3° Plenum anche se non affronta il grande problema della distribuzione della responsabilità di spesa e di autorità e capacità impositiva tra governi locali e governo centrale, a cui probabilmente le Autorità vorranno far fronte in una futura altra legge in materia.

Nel corso dell'estate sono proseguite le politiche volte alla riduzione della capacità produttiva in eccesso nella produzione di alcuni settori nonché di sostegno alle piccole imprese. All'inizio di agosto il Ministero dell'Industria e dell'Informatica ha ordinato che ogni nuovo impianto di produzione di acciaio, cemento, alluminio elettrolitico e lamina di vetro debba prevedere la chiusura di un impianto datato esistente con capacità produttiva almeno equivalente e superiore in alcune regioni specifiche. A breve distanza, e in risposta all'inadempienza di alcuni governi locali, è seguito un decreto che vieta l'apertura di nuovi impianti di produzione di cemento e lamina di vetro. Il governo ha innalzato il livello di fatturato (da 20.000 a 30.000 yuan) al di sotto del quale le piccole imprese saranno esenti dal pagamento dell'IVA e dell'imposta sul reddito dal 1° ottobre fino alla fine del 2015 nonché dai dazi sulle importazioni di macchinari ad alta tecnologia che non siano reperibili in loco.

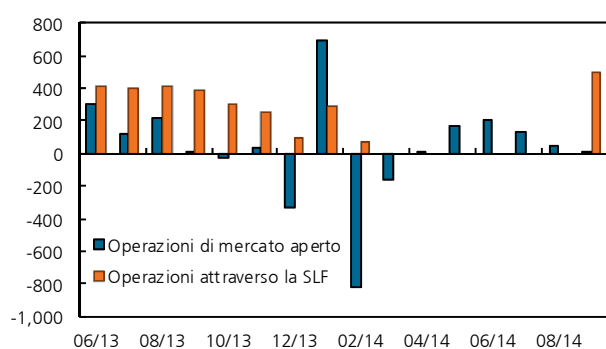
Politica monetaria e cambio

Il minore flusso di nuovo **credito** bancario in luglio e agosto ha portato il tasso di crescita dei primi otto mesi del 2014 al 5,1% a/a dal 13% di giugno. Dinamica ancora peggiore per l'aggregato totale della finanza sociale, sceso del 6,4% a/a nello stesso periodo a causa del calo dei prestiti fiduciari (*Trust loans*) e delle accettazioni bancarie. Lo stock di entrambi gli aggregati continua gradualmente a decelerare. Rallentano in particolare i prestiti bancari a breve termine

⁷ Vedi Scenario Economico Trimestrale di giugno 2014.

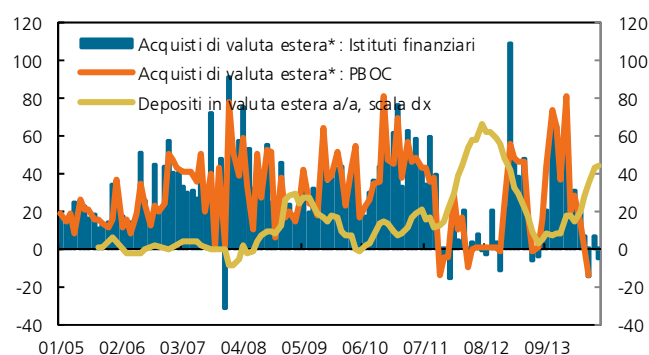
mentre la dinamica dei prestiti a lungo termine rimane migliore e sostanzialmente stabile. L'ulteriore aumento dei crediti incagliati sia in livello (+28,7% a/a nel 2° trimestre 2014) e sia, in misura ancora marginale, in rapporto al totale crediti, continua a prefigurare una decelerazione delle variabili creditizie nei prossimi mesi. Inoltre, la domanda di credito da parte delle aziende è scesa nel 3° trimestre secondo l'indagine sulla fiducia del settore bancario redatta dalla PBOC, arrivando poco al di sotto dei minimi del 2012. La crescita di M2 è di nuovo in rallentamento a 12,8% a/a in agosto da 14,7% a/a in giugno e il tasso di crescita dei depositi in valuta locale (10,1% a/a in agosto) è ai minimi da quando esiste la serie.

Liquidità iniettata dalla PBOC (miliardi di CNY)



Fonte: CEIC

I privati stanno accumulando valuta estera



Fonte: CEIC e stime ISP. * variazione mensile delle riserve in valuta estera e della posizione per gli acquisti di valuta estera delle banche, in miliardi di USD, scala sx

Le emissioni nette di **liquidità** attraverso le operazioni di mercato aperto e di reverse repo ordinarie sono progressivamente scese rispetto al picco di giugno mentre sono proseguite le operazioni di rifinanziamento mirato. Il tasso overnight è sceso di 50pb dai picchi di luglio ma intorno a 2,85% rimane al di sopra dei minimi della primavera. Recenti articoli di stampa riportano inoltre di una concessione di credito di 100 miliardi di CNY a tre mesi verso ciascuna delle cinque grandi banche statali⁸ a settembre - non confermata ufficialmente né dalla PBOC né dai singoli istituti finanziari - attraverso la Short Term Liquidity Facility o Standing Lending Facility (SLF). Questo strumento è stato introdotto nel 2013, insieme alle operazioni di mercato aperto a brevissimo termine (Short-Term Liquidity Operations, SLO), per gestire la forte domanda di liquidità attraverso prestiti a fronte di titoli dati in garanzia. Inizialmente limitato alle grandi banche e per prestiti con scadenza da uno a tre mesi (rinnovabili) è poi stato esteso a tutte le banche a gennaio 2014 e a scadenze a brevissimo termine (overnight, 7 e 14 gg).

A gennaio 2014, prima dell'inizio delle festività per il capodanno cinese, la PBOC ha concesso prestiti per un importo inferiore (290 miliardi di CNY vs i 500 di settembre) attraverso la SLF, però, allo stesso tempo, ha immesso fondi per 700 miliardi di CNY attraverso reverse repo ordinari, anche se di scadenza inferiore. L'immissione di liquidità totale è stata quindi di importo paragonabile a quello recente. Non riteniamo quindi che la PBOC stia cambiando orientamento della politica monetaria ma pensiamo che la manovra abbia in gran parte un carattere preventivo in vista dell'aumento della domanda di liquidità a fine trimestre. Esso, causato dalla necessità degli istituti finanziari di rispettare i requisiti di liquidità, è esacerbato in questo fine trimestre dall'inizio della settimana di festività per la fondazione della Repubblica (dal 1° ottobre, National Day) nonché dalle diverse operazioni di quotazione in borsa attese nelle prossime settimane e comunque nell'ultimo trimestre dell'anno⁹. In questo momento un'ulteriore

⁸ Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank, Agricultural Bank of China, Bank of China e Bank of Communications.

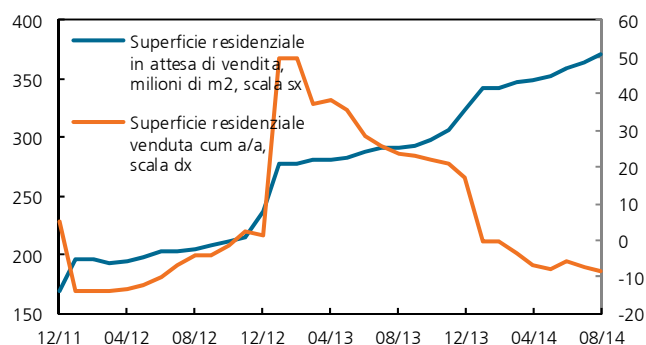
⁹ Le operazioni di quotazione in borsa (*Initial Public Offering*, IPO), sospese da ottobre 2012 a dicembre 2013, sono riprese da gennaio 2014 quando la China Security Regulatory Commission (CSRC) ha

Scenario Macroeconomico

Settembre 2014

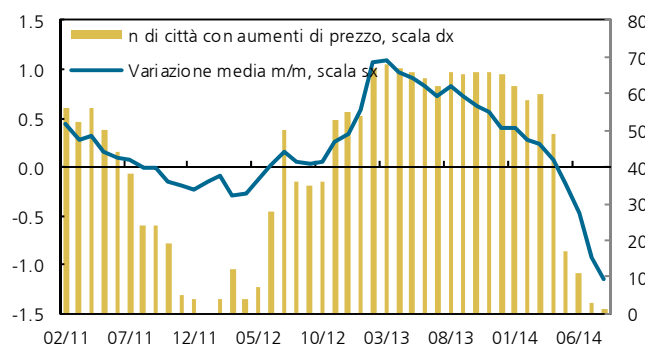
pressione sulla liquidità viene, inoltre, anche dall'accelerazione dei depositi in valuta estera (+43,6% a/a). Essa è sostenuta temporaneamente dalle aspettative di ulteriore apprezzamento del dollaro nei prossimi mesi, che incentivano i privati a non convertirli, nonché dalla possibilità di interventi della PBOC per frenare eccessive attese di apprezzamento dello yuan, come accaduto in primavera. Gli acquisti di valuta estera da parte degli istituti finanziari sono infatti tornati ai minimi nell'estate, come quelli della Banca centrale.

Superficie residenziale: lo stock di invenduto resta elevato



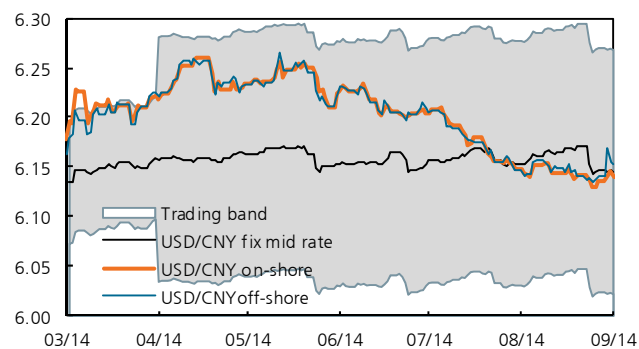
Fonte: Bloomberg, CEIC

I prezzi degli immobili residenziali rallentano sensibilmente



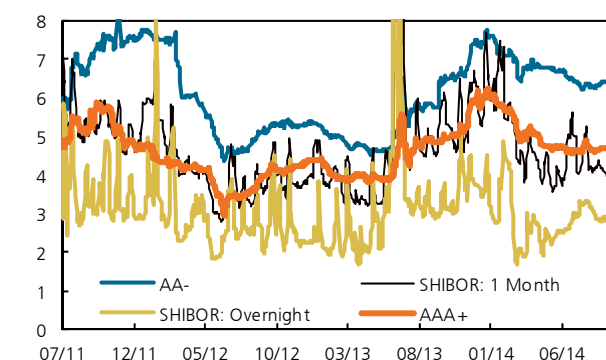
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo yuan si stabilizza



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

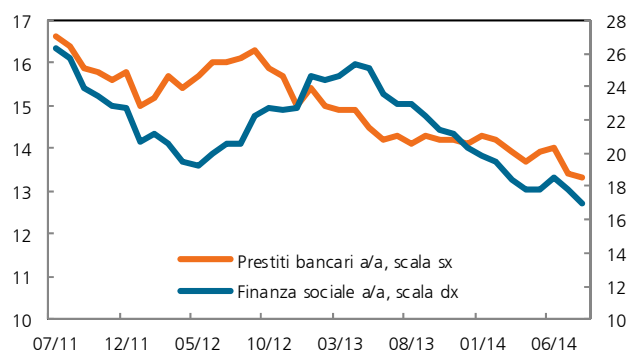
Tassi monetari e tassi corporate a un anno



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo NB: Grafico troncato all' 8%

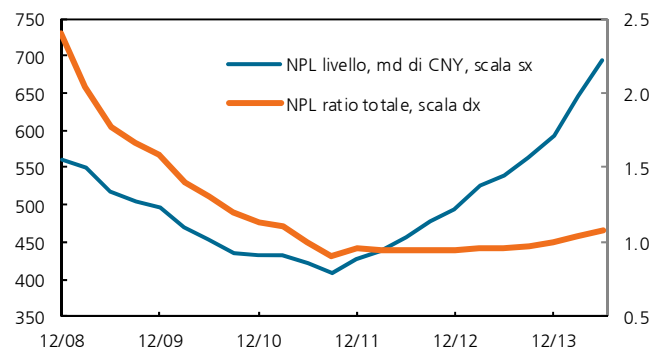
ricominciato a concedere i permessi, seppur inizialmente con lentezza perché ancora nel processo di revisione della regolamentazione, poi pubblicata a maggio. Secondo Bloomberg da giugno sono state concesse 44 approvazioni, 11 annunciate a metà settembre, e ne sono attese altre 56 nel corso del 4° trimestre. Ci sono circa 600 richieste di quotazione in attesa di approvazione presso la CSRC.

Il credito rallenta



Nota: stock, dati mensili cumulati, variazioni % a/a. Fonte: CEIC e stime Intesa Sanpaolo

I crediti incagliati continuano a salire



Nota: Non Performing Loan (NPL) delle banche commerciali. Fonte: CEIC

Nelle recenti dichiarazioni le Autorità hanno confermato di voler proseguire nella politica di sostegno non generalizzato, ma limitato e mirato, del credito, nonché nell'opera di contenimento e di regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario. Riteniamo che la Banca centrale continuerà a fornire liquidità al mercato attraverso le operazioni di mercato aperto e a impedire rialzi eccessivi e/o duraturi dei tassi monetari. In questo senso leggiamo l'abbassamento del tasso repo a 14gg da 3,70% a 3,50% nelle operazioni di reverse repo di settembre, in risposta ai balzi intorno al 4% dello stesso tasso sul mercato interbancario, e la scadenza più lunga (3 mesi vs 14gg) dei prestiti attraverso la SLF. Riteniamo inoltre che la PBOC eviterà ritocchi al coefficiente di riserva obbligatoria o ai tassi ufficiali a meno di un crollo dei dati macro nei prossimi mesi.

Il cambio, dopo essersi apprezzato del 2% vs dollaro tra il massimo di fine maggio (6,26) e il minimo di metà agosto (6,14), si è successivamente stabilizzato scambiando in area 6,13-6,15 con uno picco a 6,17 a metà settembre. L'ampio surplus commerciale continuerà a favorire un trend di contenuto apprezzamento nel medio lungo termine che sarà tuttavia mitigato rispetto al passato sia dal rallentamento della crescita economica sia dalla volontà della PBOC di impedire scommesse unidirezionali di apprezzamento.

India: il miglioramento del clima di fiducia aiuta l'economia

- Il PIL indiano è salito del 5,7% a/a nel 2° trimestre, in sensibile accelerazione rispetto al 4,6% a/a dei due trimestri precedenti, sostenuto dal rimbalzo degli investimenti e dei consumi pubblici, nonché dall'ottima performance delle esportazioni che hanno più che compensato il marginale rallentamento dei consumi privati. Gli indici di fiducia di imprenditori e consumatori sono risaliti e il traffico cargo e passeggeri ha registrato un continuo aumento durante l'estate, insieme con il recupero delle importazioni e con la tenuta delle esportazioni e della produzione industriale, confermando il miglioramento dell'attività economica anche nel corso del 3° trimestre. Questi elementi ci inducono a rivedere al rialzo le previsioni di crescita per il 2014 dal 4,7% al 5,2%.
- Il Bilancio pubblico per l'AF (anno fiscale) 2014-15, oltre a mantenere fermo l'obiettivo di consolidamento dei conti pubblici, contiene misure in vari settori a sostegno di consumi e investimenti. A ciò si affiancano i provvedimenti della Banca centrale per aumentare la liquidità, favorire il credito alle infrastrutture e aumentare l'inclusione finanziaria, mantenendo i tassi ufficiali invariati. Questi fattori, insieme al conseguente miglioramento del clima di fiducia degli investitori, dovrebbero favorire una più sostenuta dinamica degli investimenti nel 2015 e portare la crescita del PIL al 5,5%.
- L'inflazione dei prezzi al consumo, pari al 7,8% a/a in agosto, si è riportata poco al di sopra dei minimi di giugno (7,5% a/a) a causa di un rimbalzo dei prezzi degli alimentari che potrebbe proseguire nel breve termine. L'inflazione è prevista rimanere in media all'8,1% a/a nel 2014 e solo in lieve rallentamento al 7,2% nel 2015, dato lo scenario di ripresa della domanda interna. Riteniamo che in questo contesto la RBI lascerà i tassi invariati per i prossimi mesi e procederà ad un allentamento della politica monetaria nel 2015 solo nel caso in cui il profilo d'inflazione scendesse più velocemente delle attese. Ciò porterebbe, infatti, ulteriori pressioni verso l'alto sui tassi reali che sono già sui livelli pre-crisi del 2008, quando il tasso di crescita dell'economia era ben più elevato.
- Il maggior flusso di capitali in entrata ha permesso un ulteriore aumento delle riserve in valuta estera e il contenimento del movimento di deprezzamento della rupia vs dollaro in area 60-61. Quest'ultimo, innescato dal generale apprezzamento del dollaro per le attese di rialzo dei tassi da parte della Fed, conferma che la rupia rimane esposta a volatilità a dispetto del miglioramento delle prospettive economiche interne e degli indicatori di vulnerabilità esterna.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	6.5	9.3	7.7	4.8	4.7	5.2	5.5
Consumi privati	6.9	7.5	10.1	5.7	4	5.7	5.8
Consumi pubblici	9.2	7.9	6.2	7.6	4.4	4	4.8
Investimenti fissi	-0.7	15.2	11.5	2.4	1	3.3	4.8
Esportazioni	-7.7	13.8	20.8	8.3	5.3	6.1	6.8
Importazioni	-8.3	17.8	18.2	11.6	-1	1.5	5.2
Produzione industriale	0.2	9.7	4.8	0.7	0.6	3.3	6.3
Inflazione (CPI)	9.7	10.3	9.6	9.7	10.1	8.1	7.2
Tasso di disoccupazione (%)	6.5	6.1	5.8	5.6	5.6	5.6	5.7
Salari medi	9.1	17.5	15	16.4	11.2	10.7	10.1
Mibor 3 mesi (media)	5.5	6.3	9.5	9.5	9.3	9.0	8.0
Cambio USD/INR (media)	48.4	45.7	46.7	53.5	58.6	60.7	61.6
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-1249.45736	-2498	-2945	-4893	-2780	-1624	-2882
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.2	-3.6	-3.6	-5.4	-2.7	-1.4	-2.2
Saldo di bilancio in % del PIL	-7.4	-4.0	-7.2	-5.8	-5.9	-4.7	-4.3

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

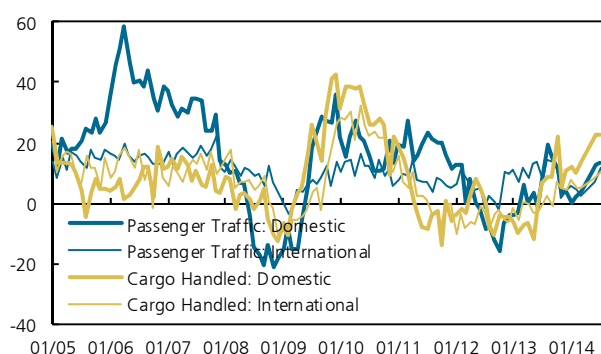
Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

Il PIL indiano è salito del 5,7% a/a nel 2° trimestre, in sensibile accelerazione rispetto al 4,6% a/a dei due trimestri precedenti, sostenuto dal rimbalzo degli investimenti (+7,0% a/a vs -0,9% a/a nel 1° trimestre) e dei consumi pubblici, nonché dall'ottima performance delle esportazioni (+11,5% a/a) che hanno più che compensato il marginale rallentamento dei consumi privati. Dal lato dell'offerta, all'accelerazione del settore dei servizi (+6,6% a/a vs 5,8% del 1° trimestre) si è affiancato un recupero del settore manifatturiero (+4,0% a/a) dopo quattro trimestri di stagnazione. Il traffico cargo e passeggeri ha registrato un continuo aumento durante l'estate insieme con il recupero delle importazioni e con la tenuta delle esportazioni e della produzione industriale, confermando il contenuto miglioramento dell'attività economica anche nel corso del 3° trimestre.

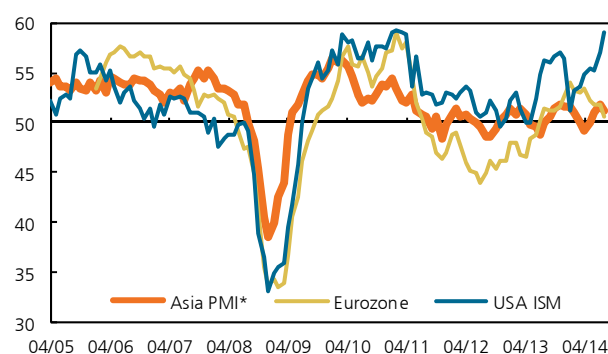
La **produzione industriale** è salita solo dello 0,5% a/a in agosto rispetto al rimbalzo dei mesi precedenti, in parte a causa di un forte effetto base sfavorevole, e in parte perché ancora trascinata al ribasso dalla dinamica negativa dei beni di consumo, in particolare durevoli (-20,9% a/a in agosto). L'andamento della produzione di beni capitali resta volatile (-3,3% a/a in agosto) ma in marginale miglioramento rispetto ai minimi del primo trimestre dell'anno. Resta positivo e in accelerazione quello della produzione di elettricità nonché del settore minerario. Il contenuto incremento della produzione industriale in termini trimestrali (+3,1% 3m a/a) è in linea con la dinamica della componente ordini del PMI manifatturiero che, nonostante il rallentamento di agosto, resta ampiamente sopra la soglia di 50 (54,5 sia per gli ordini totali sia per quelli esteri in agosto). L'indagine di clima sulle **imprese industriali** redatta dalla Reserve Bank of India (RBI) registra un miglioramento delle aspettative per il 3° trimestre, ai massimi degli ultimi sei trimestri e una netta diminuzione del pessimismo riguardo i costi di finanziamento.

L'attività economica interna migliora



Fonte: CEIC

La ripresa della domanda mondiale non è omogenea



Fonte: Markit, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. * India, Cina, Giappone, Corea del Sud, Singapore, Hong Kong, Taiwan pesati per il PIL dell'area

Il miglioramento degli **investimenti** nel 2° trimestre (stima destagionalizzata: +1,6% t/t vs una crescita media di 0,2% t/t nei precedenti 4 trimestri) è dovuto all'accelerazione delle approvazioni dei progetti da parte del Comitato per gli Investimenti e del Gruppo di Monitoraggio sui Progetti su cui anche il nuovo Governo sta spingendo. Ciò dovrebbe continuare a favorire una ripresa degli investimenti anche nella seconda parte dell'anno. Nel bollettino mensile di settembre la RBI stima che gli investimenti con sostegno istituzionale approvati nell'anno fiscale 2013-14 (AF 2013-14) siano stati pari a 2.513 miliardi di rupie, in calo del 18% rispetto all'AF 2012-13. Sulla base delle proposte di investimento dell'AF 2013-14 e dei piani di esborso delle imprese, la RBI stima inoltre che la spesa per gli investimenti già pianificata per l'AF 2014-15 sia pari a 1.242 miliardi di rupie. Sarebbero sufficienti 1.270 miliardi di nuovi investimenti da parte del settore privato nel corso del corrente anno fiscale per superare quelli del precedente. La Banca centrale ritiene questo scenario plausibile dato il miglioramento del

clima di fiducia degli imprenditori e le misure che incoraggiano le banche a concedere prestiti a lungo termine (vedi sezione successiva). Riteniamo che la ripresa degli investimenti sarà comunque inizialmente modesta. La dinamica del **credito** al settore non alimentare, seppure ancora sostenuta (+12,6% a/a in luglio) continua a rallentare guidata dalla decelerazione del credito per le infrastrutture, ma anche dei servizi, mentre rimane stabile l'andamento dei prestiti alle famiglie. Il numero di proposte di investimenti industriali con sostegno istituzionale è ancora in netto calo (-28,7% a/a a luglio), seppur molto più contenuto e in recupero in termini di importo complessivo (-1,2% a/a a luglio) e le importazioni di macchinari, ancora in sensibile contrazione nel 1° trimestre del 2014 (a cui si fermano i dati), sembrano solo in cauto recupero secondo il comunicato di agosto del Ministero del Commercio.

Le vendite di auto sono accelerate, crescendo del 17,5% a/a in agosto da 13,2% a/a in maggio. La **fiducia dei consumatori** è migliorata nel 2° trimestre, salendo leggermente sopra la soglia di 100 nella componente di valutazione della situazione corrente e balzando sopra ai massimi della serie nella componente aspettative, prefigurando una tenuta dei consumi. L'andamento della componente occupazione dell'indice PMI, su un trend discendente dal 2013, continua a situarsi lievemente sopra 50, segnalando condizioni ancora positive del mercato del lavoro seppur meno brillanti che in passato. Al contrario, l'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 4° trimestre, nonostante il lieve calo, si situa ancora vicino ai massimi della serie.

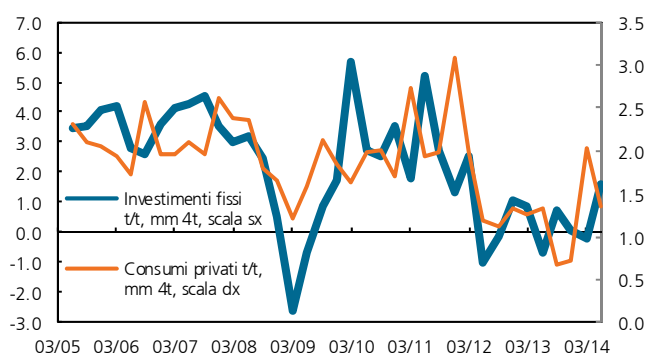
Il PMI del settore dei **servizi** è sceso dal picco di 54,4 a giugno a 50,6 in agosto, guidato soprattutto dal calo dei sotto-indici relativi alle aspettative e agli ordini totali. Ciò è tuttavia contrastato nei dati che registrano tra giugno e agosto un'accelerazione negli arrivi di turisti (+13,1% a/a in agosto) e nelle sottoscrizioni ai telefoni cellulari.

Le **importazioni** (+4,7% 3m a/a in agosto) hanno registrato tre mesi di variazioni tendenziali positive, seppur decrescenti, tra giugno e agosto, dopo quasi un anno di cali, grazie al recupero delle importazioni al netto del petrolio (+7,3% 3m a/a in agosto). Le **esportazioni** hanno continuato a tenere (+6,3% 3m a/a in agosto vs 1,7% 3m a/a in maggio) e il rallentamento in termini tendenziali è in parte causato dal confronto con un forte aumento nello stesso periodo dell'anno scorso. Il deficit commerciale nei primi otto mesi dell'anno continua ad essere sensibilmente inferiore a quello dello stesso periodo dell'anno scorso (84,4 miliardi di USD vs 115,4 miliardi), in particolare al netto del petrolio. La dinamica della componente ordini dall'estero del PMI manifatturiero prefigura una tenuta delle esportazioni tuttavia il miglioramento del saldo commerciale verrà progressivamente eroso con l'aumento della domanda interna in assenza di una forte accelerazione della domanda mondiale. Al miglioramento della domanda negli USA e in Giappone, si affianca infatti uno scenario più precario nell'area euro e solo un contenuto aumento della domanda degli altri paesi del Sud-Est asiatico. Il deficit delle partite correnti è atteso in lieve peggioramento a 2,2% del PIL nel 2015 dal minimo dell'1,4% nel 2014 per poi riprendere un sentiero di riduzione.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo, pari al 7,8% a/a in agosto, è scesa marginalmente rispetto all'8% a/a di luglio, ma si è portata al di sopra dei minimi di giugno (7,5% a/a), a causa di un rimbalzo dei prezzi degli alimentari (+9,2% a/a in agosto da 8,0% a/a in giugno). Esso è stato sostenuto dall'aumento dei prezzi di legumi, frutta e verdura, e solo parzialmente compensato dall'inatteso rallentamento dei prezzi di carburanti ed elettricità. Il calo del prezzo del petrolio, di quasi 12 dollari al barile tra fine giugno e metà settembre, ha provocato infatti tre riaggiustamenti al ribasso dei prezzi di benzina. L'inflazione al netto degli alimentari sta continuando a scendere (6,4% a/a in agosto vs 7,3% a/a a maggio), con un rallentamento graduale ma diffuso a tutte le categorie. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è calata sensibilmente da 6,2% in maggio a 3,7% in agosto, guidata dalle stesse dinamiche prefigurando un contenimento dell'inflazione dei prezzi al consumo sui livelli attuali. Le precipitazioni del monzone estivo (sud-occidentale) sono state, nel periodo dal 1° giugno a al 21

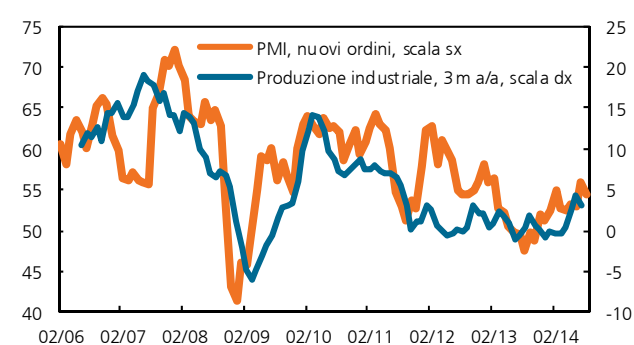
settembre, inferiori alla media storica di lungo periodo dell'11% secondo l'Istituto Meteorologico Indiano, con punte del 21% nelle regioni nord-occidentali. Questa deviazione è comunque minore di quanto temuto inizialmente. Qualche rischio al rialzo sulla dinamica dei prezzi degli alimentari rimane nei prossimi mesi, anche se potrà essere controbilanciato dalle diverse misure prese dal governo per superare i colli di bottiglia nel processo di distribuzione dei prodotti agricoli e alimentari e per disincentivare le speculazioni. L'inflazione è prevista rimanere in media all'8,1% a/a nel 2014 per scendere al 7,2% nel 2015.

Gli investimenti migliorano marginalmente



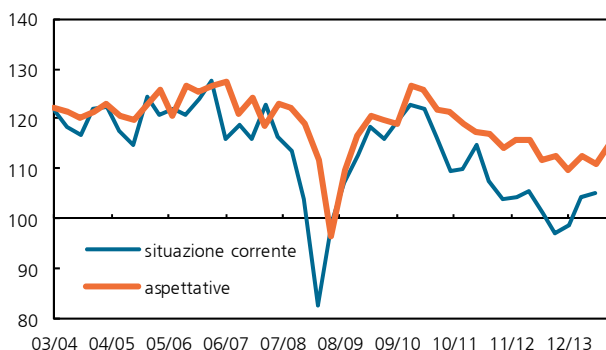
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale in timido miglioramento



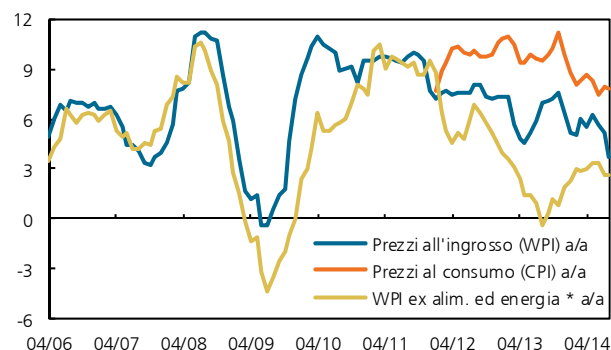
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Migliora ulteriormente la fiducia degli imprenditori*



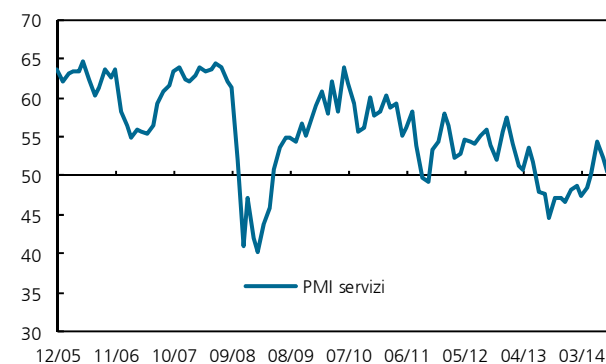
*Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

L'inflazione rallenta grazie agli alimentari e all'energia



*Stima ISP. Fonte: CEIC

Prospettive del settore dei servizi in rallentamento



Fonte: Markit

Le importazioni mostrano segni di miglioramento



Fonte: CEIC, Markit

Politica economica e monetaria

Il 10 luglio il Governo ha presentato il **bilancio** per l'anno fiscale 2014-15 confermando l'obiettivo di riduzione del deficit al 4,1% contenuto nel bilancio provvisorio presentato in primavera, e di progressivo contenimento fino al 3% per l' AF 2016-17. La prevista riduzione si basa principalmente su un atteso aumento delle entrate non generate da debito (emissione di titoli di stato), in particolare delle entrate fiscali e di quelle dal disinvestimento delle partecipazioni statali. I proventi da quest'ultima voce, che in passato sono stati spesso inferiori alle attese, saranno destinati in parte alla ricapitalizzazione delle banche pubbliche e in parte ad investimenti nelle ferrovie. Il bilancio prevede inoltre un calo dei sussidi totali, dal 2,3% dell'AF 2013-14 al 2% nell'AF 2014-15 per la riduzione dei sussidi sui carburanti controbilanciata dall'aumento di quelli per gli alimentari e i fertilizzanti. Le spese in conto capitale sono in aumento marginale all'1,8% del PIL, anche se rimangono al di sotto del picco del 2% nell'AF 2010-11. Oltre all'obiettivo di contenimento del deficit, il Bilancio ha presentato diverse misure a sostegno della crescita, ad esempio innalzando alcuni limiti di esenzione fiscale sia per il reddito delle persone fisiche sia per quello delle imprese e di contenimento dell'inflazione. A queste misure si aggiungono gli impegni a introdurre l'imposta sul valore aggiunto di beni e servizi (*Good and Service Tax, GST*), da qualche anno sempre rimandata, entro il 2015, e a incentivare maggiormente gli investimenti esteri in entrata¹⁰.

Il Governo ha agito per ora nella direzione delle promesse elettorali su vari fronti, tuttavia, l'approvazione dei provvedimenti potrebbe non essere così scontata e veloce. Alla storica maggioranza ottenuta nella camera bassa (Lok Sabha) dalla coalizione di governo (National Democratic Alliance, NDA) guidata dal partito del primo ministro Modi (BJP), si accompagna infatti una posizione di minoranza nella camera alta (Rajya Sabha) sia rispetto alla coalizione di opposizione (United Progressive Alliance, UPA, guidata dal partito del Congresso) sia rispetto ai partiti regionali. La camera alta è a rappresentanza regionale, eletta dai parlamenti dei singoli stati¹¹ e deve votare i provvedimenti già approvati alla camera bassa, anche se un rigetto non è vincolante e sulla legge di bilancio può solo proporre modifiche. Nonostante ciò potrebbe comunque rallentare l'iter dei lavori. Inoltre, per alcuni provvedimenti, quali l'introduzione della GST, occorre una modifica costituzionale approvata da due terzi delle camere e da metà dei singoli stati.

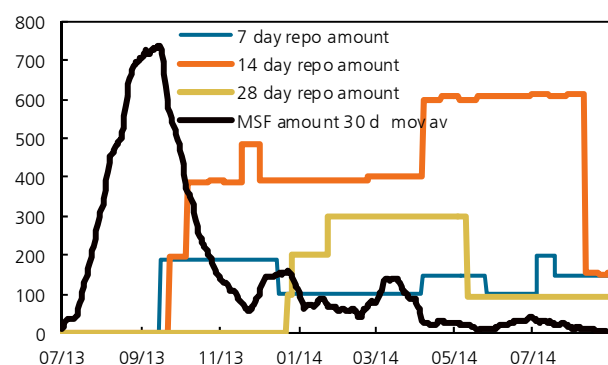
A queste difficoltà di carattere politico si aggiungono quelle create dalle recenti sentenze della Corte Suprema che, a fine settembre, ha cancellato, dopo averne dichiarato l'illegalità durante l'estate, 214 dei 218 permessi di estrazione del carbone concessi a diverse imprese a partire dal 1993. La Corte ha concesso l'operatività temporanea fino al 31 marzo 2015 per le imprese già operative che dovranno pagare un'imposta di 295 rupie alla tonnellata per il carbone estratto in attesa che i permessi vengano ridistribuiti attraverso un'asta pubblica. Le imprese saranno costrette in gran parte ad importare il carbone a un prezzo superiore a quello interno, con possibili impatti negativi sia sul profilo d'inflazione sia sulla bilancia commerciale.

¹⁰ Proposta di innalzamento del limite di partecipazione degli investitori esteri dal 26% al 49% del capitale nei settori della difesa e delle assicurazioni e permesso di partecipazione al 100% nelle infrastrutture ferroviarie.

¹¹ E' composta da 245 membri eletti con il sistema proporzionale dai parlamenti dei singoli stati a cui si aggiungono 10 membri nominati dal Presidente della Repubblica.

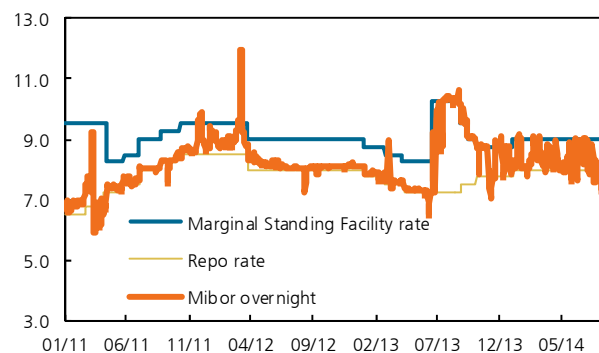
La Banca centrale ha allentato la regolamentazione riguardante i prestiti bancari a lungo termine per il finanziamento di progetti infrastrutturali¹² e annunciato un programma per favorire una maggiore inclusione finanziaria che prevede agevolazioni all'apertura di conti bancari per le famiglie più povere nonché progetti per la diffusione dei servizi bancari via cellulare. Essa ha contemporaneamente mantenuto fermi i tassi ufficiali ma, alla riunione di agosto, ha abbassato di altri 50pb il coefficiente di liquidità obbligatoria (*statutory liquidity ratio*, SLR) portandolo al 22% delle passività nette a vista e a risparmio (*net demand and time liabilities*, NDTL). La RBI sta progressivamente riducendo la liquidità fornita attraverso le operazioni di repo overnight e aumentando quella attraverso operazioni di repo a 7 e 14gg reintrodotte a fine 2013 e possibili ora fino allo 0,75% delle NDTL. La volatilità del tasso overnight è però notevolmente salita costringendo la RBI ad aumentare la frequenza delle operazioni.

Aumentano le operazioni di repo a breve (miliardi di INR)



Fonte: Bloomberg

Il tasso overnight è più volatile



Fonte: Bloomberg

La banca centrale ha affermato che i rischi sul profilo d'inflazione sono più bilanciati rispetto a giugno per quanto riguarda l'obiettivo dell'8% a/a a gennaio 2015 ma permangono al rialzo sull'obiettivo di più lungo termine del 6% a/a per gennaio 2016. Essa pertanto è pronta a rispondere in maniera adeguata se si dovessero materializzare. I prezzi del petrolio, contrariamente alle aspettative e all'aumento del rischio geopolitico, sono scesi durante l'estate e la rupia si è stabilizzata grazie a forti flussi di capitale in entrata. Questi fattori, che hanno favorito il contenimento dell'inflazione, potrebbero però facilmente invertirsi. Riteniamo plausibile che in questo contesto la RBI lasci i tassi invariati per i prossimi mesi e possa procedere ad un contenuto allentamento della politica monetaria nel 2015 solo nel caso il profilo d'inflazione scendesse più velocemente delle attese. Ciò porterebbe, infatti, ulteriori pressioni verso l'alto sui tassi reali che sono già sui livelli pre-crisi del 2008, quando il tasso di crescita dell'economia era ben più elevato.

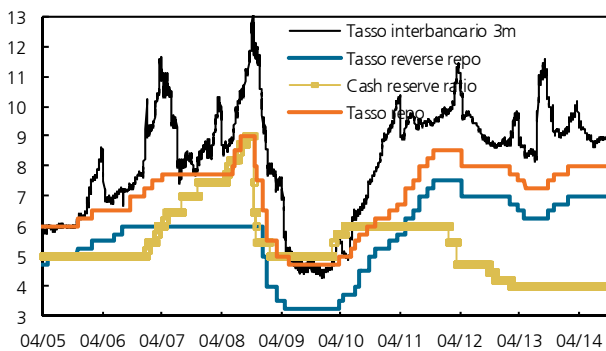
Vulnerabilità esterna e cambio

Nonostante il miglioramento complessivo del **saldo delle partite correnti** nel 1° semestre del 2014 (-1,0% del PIL vs -2,8% nell'intero 2013), i dati del 2° trimestre del 2014 registrano un marginale peggioramento del saldo rispetto al 1° trimestre (-1,8% del PIL vs -0,3%) a causa di un aumento del deficit commerciale e di una diminuzione del surplus dei servizi. Al contrario è

¹² Ha esentato (15 luglio) le emissioni di titoli a lungo termine per il finanziamento di progetti infrastrutturali e di edilizia popolare dal calcolo del SLR e del CRR e permesso periodi di ammortamento più lunghi (fino a 25 anni dai 10 attuali) per i prestiti che finanziano progetti infrastrutturali o nei settori di produzione delle materie prime energetiche (*Core Industries*). Ha allentato la regolamentazione sul calcolo del CRR e SLR per gli investimenti in titoli tenuti fino alla scadenza (SLR holdings under the Held to Maturity category) (5 agosto).

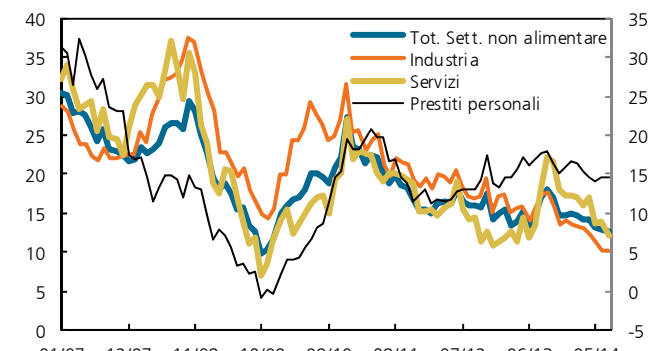
sensibilmente migliorato il saldo del conto dei capitali grazie al balzo sia degli investimenti diretti sia degli investimenti di portafoglio. Il trend dovrebbe essere proseguito anche nel 3° trimestre vista la dinamica mensile sostenuta dei flussi degli investimenti di portafoglio degli investitori esteri istituzionali. Ciò ha permesso un aumento delle riserve in valuta estera, salite a 292 miliardi di dollari in agosto dai 285 miliardi di fine maggio, e il contenimento del movimento di deprezzamento della rupia vs dollaro in area 60-61. Il movimento è stato innescato dal generale apprezzamento del dollaro per le attese di rialzo anticipato dei tassi da parte della Fed, confermando che il cambio rimane esposto a volatilità nonostante il miglioramento delle prospettive economiche interne e degli indicatori di vulnerabilità esterna.

La RBI lascia i tassi fermi



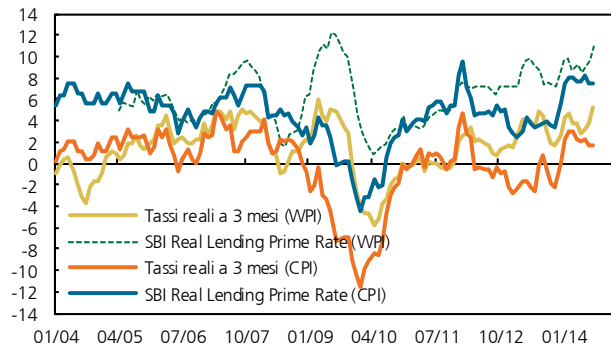
Fonte: Bloomberg

La dinamica del credito rallenta



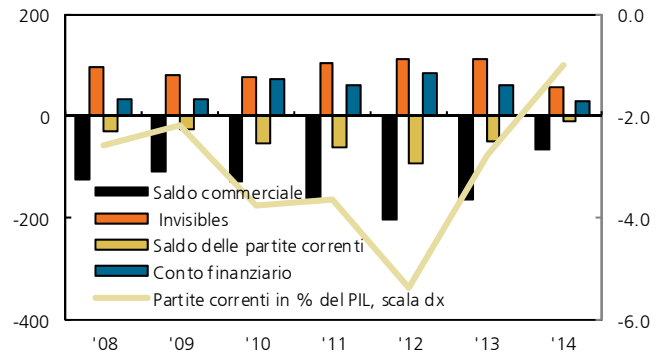
Fonte: Bloomberg

Tassi reali in aumento



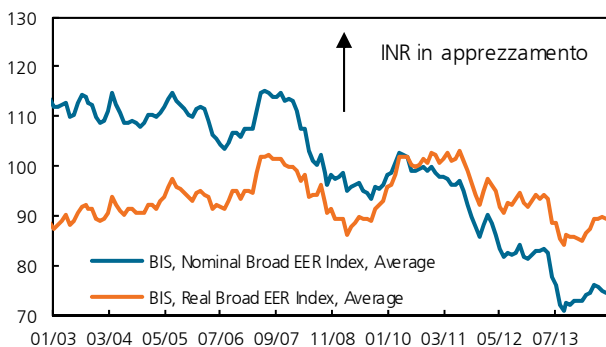
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari)



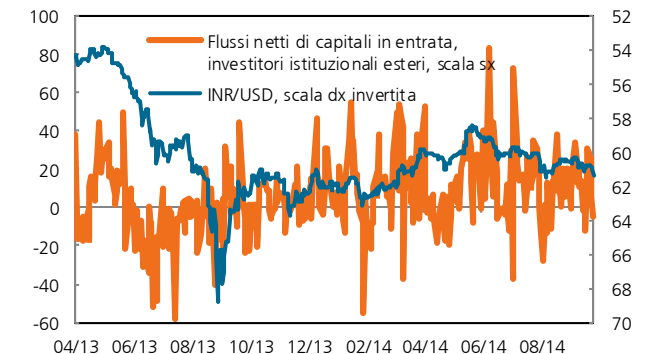
Nota: 2014 primo semestre. Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

Il ritorno dei capitali finanziari stabilizza la rupia



Nota: scala sx in miliardi di rupie. Fonte: CEIC

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		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@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 - 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.