

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Dicembre 2014

Indice

Dal mercato petrolifero, un aiuto insperato all'Eurozona	2
Materie prime: il petrolio trascina il comparto al ribasso	6
Petrolio: un target invariato ha cambiato tutto il resto	9
Stati Uniti: l'economia è normalizzata, ora è il turno della Fed	12
Il consumatore americano è tornato, e andrà a tutto gas!	13
Area euro: 2015? Ancora l'anno della tartaruga	18
Greggio e cambio compensano le sorprese negative sul ciclo	19
Come uscire dalla disinflazione?	22
Alla BCE non resta altro che un QE sui governativi	24
Focus: come cambierà il sistema di voto a Francoforte dal 2015	27
Germania: 2015 adagio	30
Francia: problemi strutturali e crisi di fiducia frenano ancora l'economia	34
Italia: la ripresa si fa ancora attendere	38
Spagna: è di nuovo festa, il principale rischio per il 2015 è politico	42
Asia	48
Giappone: più stimolo su tutti i fronti: BoJ, politica fiscale, petrolio	48
Cina: esperimenti di politica monetaria	53
India: miglioramento lento	57
 Mercati valutari: divergere o non divergere, questo è il tema	60

Dicembre 2014

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Dal mercato petrolifero, un aiuto insperato all'Eurozona

Uno dei temi centrali dello scenario congiunturale è il differenziale di crescita fra gli Stati Uniti e gli altri paesi avanzati, da cui derivano l'orientamento opposto delle politiche monetarie e la propensione al rafforzamento del dollaro.

Questo è lo sfondo sul quale si innesta il crollo delle quotazioni petrolifere. Il più basso prezzo del petrolio produrrà un aumento della crescita nei paesi importatori di 0,3-0,4% nel 2015, con possibili ma incerti effetti secondari che potrebbero protrarsi fino al 2016. Contestualmente, lo shock porta a una drastica revisione al ribasso delle stime di inflazione 2015. Basterà tutto questo a far partire una crescita sostenibile in Europa e Giappone?

L'altro lato della medaglia è un maggior rischio di instabilità finanziaria nei paesi più dipendenti dall'export di petrolio, che si aggiunge a tanti altri fattori di rischio.

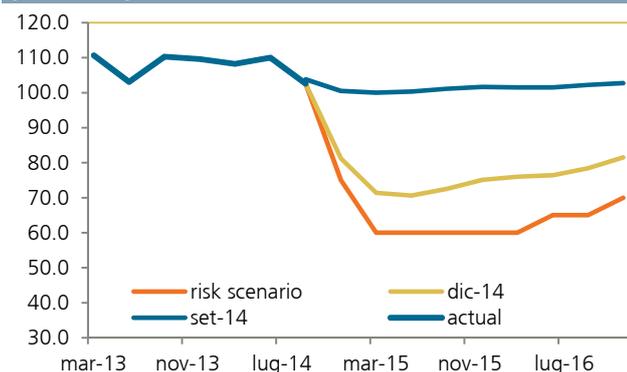
Luca Mezzomo

L'andamento dei dati macroeconomici degli ultimi mesi è stato caratterizzato da una diffusa prevalenza di sorprese negative nella gran parte dei paesi avanzati e in alcuni grandi paesi emergenti. Tranne che negli Stati Uniti, i ritmi di crescita sono stati blandi rispetto al trend storico e la crescita del commercio mondiale è rimasta bloccata su livelli deludenti. I molteplici focolai internazionali di crisi sono tutti ancora attivi, e continuano a generare incertezza.

L'accentuarsi delle divergenze regionali ha rafforzato le aspettative che la stessa tendenza caratterizzi nei prossimi mesi anche l'orientamento delle politiche monetarie, ed ha accentuato la volatilità dei mercati valutari. La forza relativa dell'economia americana ha portato il dollaro a massimi pluriennali come cambio effettivo, mentre l'accelerazione dello stimolo monetario in Giappone e nell'Eurozona ha accelerato il deprezzamento dello yen e dell'euro.

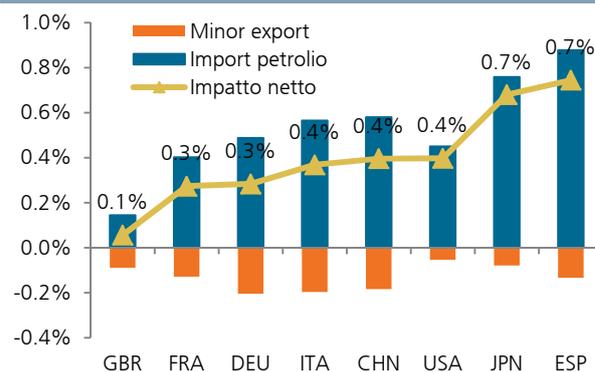
Questo è il quadro nel quale si colloca il grande shock globale dell'autunno 2014, cioè il calo ampio e violento delle quotazioni petrolifere, che si prospetta come uno dei maggiori fattori guida dello scenario 2015.

Fig. 1 - Modifiche allo scenario previsionale del petrolio (USD/barile)



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Ribasso del petrolio: stima dell'impatto sul PIL



Nota: il calcolo include due componenti: (1) il risparmio sulle importazioni nette di petrolio, calcolato sulla base dei volumi 2013; (2) una stima delle minori importazioni di beni dei paesi produttori, calcolata sulla base dei dati DOTS del FMI e ipotizzando un'elasticità delle importazioni all'export pari a quella del 2009.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'impatto diretto sulla bolletta energetica

Il fenomeno è iniziato a luglio, ma ha acquistato velocità nel 4° trimestre. La "sorpresa" rispetto allo scenario di settembre, quando si scontava una sostanziale stabilità dei prezzi sui livelli del 2014, è pari al 28,3% per la media 2015. Considerando il livello delle importazioni nette di greggio del 2013, tale variazione di prezzo comporta un alleggerimento delle importazioni a

prezzi correnti pari allo 0,4-0,6% del PIL per i principali paesi avanzati. L'impatto effettivo sul PIL risulterà minore a motivo della probabile contrazione delle esportazioni verso i paesi produttori, stimabile cautelativamente in 0,1-0,2% del PIL. L'effetto netto dovuto al solo calo delle quotazioni petrolifere (senza cioè considerare gli effetti ritardati che potrebbero verificarsi sul gas naturale), è perciò pari allo 0,3-0,4% per le tre maggiori economie, Eurozona, Stati Uniti e Cina, mentre potrebbe essere marginalmente più ampio per Spagna e Giappone. Il beneficio è invece marginale per il Regno Unito, a motivo delle basse importazioni nette di petrolio.

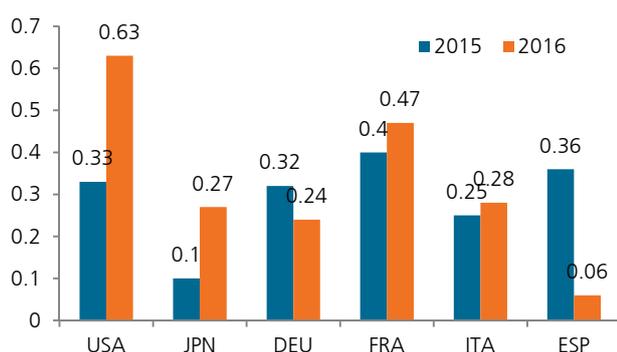
Gli effetti secondari sulla domanda interna

La contropartita interna delle minori importazioni energetiche è inizialmente costituita quasi esclusivamente da un aumento del risparmio da parte delle famiglie (minori spese in carburanti) e imprese (minori costi intermedi, maggiori margini di profitto). Il calo delle importazioni si rifletterà in parte in un incremento del PIL nominale e in parte in un calo dei consumi a prezzi correnti.

Assieme al miglioramento dei margini di profitto delle imprese, tuttavia, **la liberazione di potere d'acquisto potrebbe attivare effetti secondari positivi sulla domanda interna, in particolare consumi e investimenti.** Ovviamente, per effetto dell'imposizione fiscale che grava sui carburanti, il calo dei prezzi arriva smorzato ai prezzi finali: nel 2009, per esempio il trasferimento fu pari al 30-40%. Relativamente ai consumi, assumendo che questa volta la trasmissione sia analoga e considerando il peso dei carburanti nel paniere dei consumi, il guadagno di potere d'acquisto per le famiglie potrebbe comunque essere pari allo 0,3-0,5% del reddito disponibile, cioè allo 0,2-0,3% del PIL.

Una stima di tali effetti secondari può essere ottenuta mediante l'uso di modelli econometrici strutturali. Nel modello Oxford Economics, per esempio, la revisione delle proiezioni per i prezzi petroliferi produce un impatto di 0,3-0,4% nel 2015, seguito però da una coda di significativi effetti positivi secondari che si estende al 2016 e particolarmente marcata per alcuni paesi (per esempio, gli Stati Uniti).

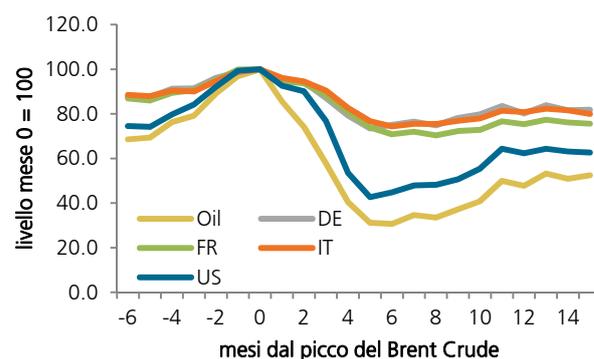
Fig. 3 - Stima degli effetti sulla crescita del PIL mediante il modello OE



Differenza della proiezione sul tasso di crescita del PIL dovuta alla revisione delle proiezioni per il prezzo del petrolio (USD -28,3 per la media 2015 e -23 per la media 2016).

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo mediante il modello OE

Fig. 4 - Trasferimento dello shock del 2008-09 ai prezzi dei carburanti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonti statistiche nazionali

L'effettivo manifestarsi di un incremento della domanda interna come conseguenza indiretta dello shock petrolifero dipende però dal contesto (clima di fiducia di famiglie e imprese, la necessità di ridurre un indebitamento eccessivo ecc.). La scarsa efficacia fin qui mostrata dalla politica monetaria nello stimolare gli investimenti delle imprese consiglia di non attendersi effetti particolarmente positivi sulla spesa in conto capitale: il risparmio potrebbe essere indirizzato al

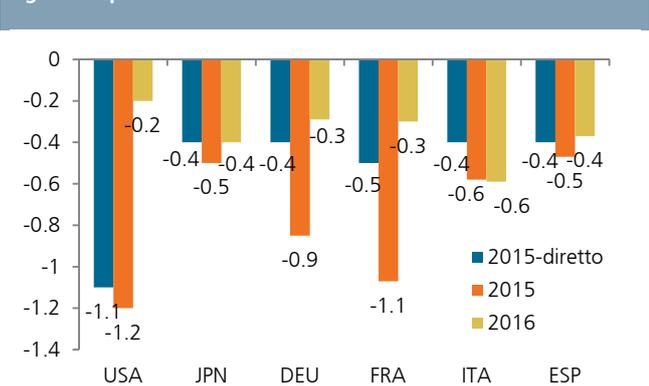
rafforzamento patrimoniale delle imprese. Il trasferimento sui consumi dovrebbe invece essere significativo.

Petrolio, prezzi al consumo e politiche monetarie

L’attivazione degli effetti secondari sulla domanda interna è strettamente legata agli impatti sugli indici dei prezzi energetici, che può attivare cali successivi anche dei prezzi di manufatti e servizi non energetici attraverso il trasferimento del risparmio realizzato sui costi di produzione. L’impatto diretto sugli indici dei prezzi al consumo riferibile alla sola componente dei carburanti è pari allo 0,4-0,5% in Germania, Francia e Italia, all’1,1% negli Stati Uniti, dove l’incidenza delle imposte è più bassa. La simulazione mediante il modello Oxford Economics, che cerca di stimare anche gli effetti secondari, produce una riduzione dell’inflazione complessiva variabile fra lo 0,5% e l’1,2% nel 2015, con una coda nel 2016 e un successivo rimbalzo nel 2017. La nostra stima dell’inflazione media nell’Eurozona è così scesa allo 0,5% nel 2015; la stima per gli Stati Uniti, dove la crescita dei prezzi al consumo potrebbe frenare allo 0,5% nel 2° trimestre 2015, ha subito una revisione ancor più ampia.

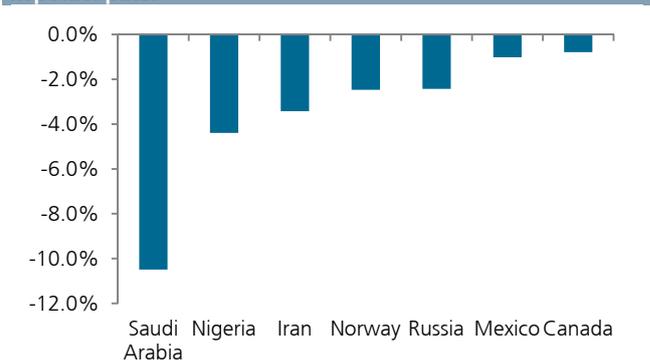
In generale, ciò si configura come uno shock positivo di offerta: l’eventuale calo dell’indice generale dei prezzi che ne deriva non dovrebbe essere contrastato dalla politica monetaria. Inoltre, gli effetti sull’inflazione tendono a essere transitori e facilmente reversibili, il che sconsiglia pronte risposte di politica monetaria. Il calo dei prezzi petroliferi, perciò, non giustificerebbe il rinvio di una restrizione monetaria motivata dal riassorbimento delle risorse produttive inutilizzate. Per questo motivo, continua a essere probabile un aumento dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve nel corso del 2015. Nell’Eurozona, tuttavia, il calo dei prezzi petroliferi può accelerare la discesa delle aspettative di inflazione, che in questo momento rappresentano la principale preoccupazione della BCE. Per questo motivo, nonostante il sostegno alla domanda aggregata fornito dal calo della bolletta energetica, il calo del prezzo del petrolio potrebbe indurre la BCE ad adottare nuove misure di stimolo monetario nei prossimi mesi.

Fig. 5 – Impatto stimato sull’inflazione



Nota: l’impatto diretto è stimato sulla base della quota dei carburanti nell’indice dei prezzi al consumo, considerando il trasferimento dello shock del 2008-09. Le altre stime derivano da simulazioni con il modello Oxford Economics e non riflettono necessariamente la variazione delle nostre stime. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Calo delle esportazioni di greggio in % del PIL dei rispettivi paesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC e FMI

Rischi di instabilità finanziaria?

L’altra faccia della medaglia è costituita dal violento peggioramento delle ragioni di scambio per gli esportatori di petrolio, spesso poco diversificati e dipendenti dagli introiti dell’export petrolifero per quote molto elevate delle proprie importazioni di beni e servizi, nonché del bilancio pubblico. La figura 6 riassume l’incidenza sui maggiori paesi esportatori in percentuale del PIL. L’impatto è superiore al 10% del PIL per altri paesi non inclusi nel grafico, come Congo,

Angola, Gabon, Libia, Azerbaijan, Oman, Kuwait, Qatar e Venezuela. In alcuni paesi, la riduzione della rendita petrolifera potrebbe causare problemi nel mantenere la coesione sociale, o costringere il Governo ad accettare vuoti una crescita dell'indebitamento o una riduzione delle riserve valutarie accumulate negli anni precedenti (dove sono disponibili). In alcuni casi potrebbe aumentare la fragilità finanziaria del Paese.

Basterà l'aiuto dei produttori di petrolio?

Grazie ai più bassi prezzi del petrolio, lo scenario 2015 potrebbe effettivamente vedere quella modesta accelerazione della crescita globale dal 3,2% al 3,6% che il peggioramento dei dati congiunturali stava per cancellare. Il ruolo trainante continuerà a essere svolto dagli Stati Uniti e dall'Asia, anche se quest'ultima è prevista in ulteriore rallentamento. Anche per il deprezzamento di euro e yen, la crescita dovrebbe rafforzarsi sia nell'Eurozona, sia in Giappone. Tuttavia, il ritmo di espansione rimarrà modesto in entrambe le aree.

I potenziali rischi rimangono numerosi ed elevati: la mancata soluzione della crisi ucraina, le difficoltà crescenti dell'economia cinese, le implicazioni del dollaro forte sui paesi emergenti, i problemi del processo di riduzione del debito nell'Eurozona – visto il contesto di bassa crescita nominale e di profondo disaccordo sulle strategie di politica economica. Presto o tardi, qualcuno di questi rischi si potrebbe concretizzare. Perciò, in Europa e in Giappone, l'aiuto arrivato dal mercato dell'energia e dai riallineamenti valutari sarà vano se nei prossimi trimestri non si rafforzerà la domanda interna. In Giappone, il Governo sembra orientato a utilizzare ancora la leva fiscale per rilanciare la domanda interna. Nell'Eurozona, la ripresa dovrà partire dal settore privato: l'orientamento della politica fiscale è previsto pressoché neutrale e non sono all'orizzonte novità significative da parte dell'unico paese che avrebbe spazio e motivi per attuare uno stimolo fiscale, cioè la Germania.

La crescita economica per area geografica					
	2011	2012	2013	2014E	2015E
Stati Uniti	1.6	2.3	2.2	2.2	3.2
Giappone	-0.4	1.5	1.5	0.3	0.8
Area Euro	1.7	-0.7	-0.4	0.8	1.1
Europa Orientale	4.0	2.4	1.5	1.4	1.0
America Latina	2.8	2.7	2.4	1.3	2.2
OPEC	4.0	4.9	2.6	2.4	1.0
Asia orientale	7.4	5.9	6.6	6.0	5.8
Africa	3.4	3.1	3.7	3.2	4.1
Crescita mondiale	4.1	3.4	3.3	3.2	3.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Materie prime: il petrolio trascina il comparto al ribasso

Le basse quotazioni del petrolio esercitano pressioni negative su gran parte del comparto energetico, ma anche su metalli industriali e agricoli, per il minor costo degli input energetici, e preziosi, per l'ulteriore calo delle stime di inflazione e il rafforzamento del dollaro. Nel prossimo anno, per buona parte delle principali materie prime soltanto un bilancio di mercato significativamente più teso potrebbe innescare importanti rialzi delle quotazioni.

Daniela Corsini

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



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il calo dei prezzi del petrolio, iniziato nei mesi estivi e motivato dai timori di un eccesso di offerta, è sfociato in un crollo delle quotazioni ai minimi da quattro anni quando l'OPEC ha annunciato di mantenere invariato il proprio target di produzione, rifiutando di assumersi la responsabilità di riequilibrare il mercato tagliando la propria offerta cumulata.

Al momento in cui scriviamo, le ultime stime indicano che nella prima metà dell'anno si registrerà un surplus sul mercato del petrolio di circa 1,5-2,0 milioni di barili al giorno (Mb/g), corrispondente all'incirca al 2% della domanda mondiale. Di per sé, non è una quantità troppo elevata, dato che l'economia globale è in ripresa e i principali Paesi emergenti asiatici vorrebbero aumentare le proprie riserve strategiche di petrolio e prodotti derivati.

Tuttavia, oggi i mercati sono particolarmente preoccupati che i bassi prezzi porteranno a un'intensificazione della competizione fra i paesi produttori di petrolio, alimentando un persistente eccesso di offerta. Infatti, assente una strategia condivisa di tagli coordinati, nessun produttore vorrebbe ridurre per primo la propria produzione e perdere quote di mercato a beneficio dei concorrenti.

Di conseguenza, ci attendiamo che saranno necessari vari trimestri di bassi prezzi perché le forze di mercato portino al riassorbimento dell'eccesso di produzione e alla revisione al ribasso delle stime di crescita dell'offerta. Nei prossimi mesi, le quotazioni dovrebbero stabilizzarsi su livelli ritenuti vicini ai costi marginali della componente più dinamica dell'offerta: *shale oil* e petroli derivanti da fonti non convenzionali. Sottolineiamo che ogni stima di costo marginale nella produzione di *shale oil* è necessariamente un'approssimazione: ogni formazione di *shale* è geologicamente diversa dalle altre e ogni pozzo ha le sue specificità, che portano a un ampio ventaglio di costi marginali di produzione. Inoltre, in Nord America i costi di produzione da fonti non convenzionali si stanno spostando lentamente, ma continuamente, verso il basso grazie a progressi della tecnologia, nuove tecniche come il *pad drilling* (che permette di perforare più pozzi contemporaneamente da un'unica piattaforma in superficie), e ricontrattazione delle tariffe con le società di servizi.

Ci attendiamo che dalla seconda metà del 2015, nonostante una progressiva contrazione dei costi marginali, il petrolio possa trovare supporto dall'accelerazione della domanda mondiale e dall'attesa di una più lenta espansione dell'offerta per cancellazioni o rinvii di progetti di ampliamento e sviluppo di nuova capacità produttiva.

Pressioni al ribasso per rafforzamento del dollaro e debolezza del petrolio, rischi geopolitici neutrali

Complessivamente, nel prossimo trimestre ci attendiamo ancora importanti pressioni al ribasso sul comparto derivanti da: rafforzamento del dollaro per la solida ripresa dell'economia americana e l'attesa di un prossimo rialzo dei tassi; rischio di una crescita inferiore al potenziale in Europa e Cina; negativo *sentiment* di mercato e bassi prezzi del petrolio.

In particolare, basse quotazioni del petrolio trascineranno al ribasso gran parte del comparto energetico, soprattutto prodotti petroliferi e gas naturale. In particolare, il gas naturale liquefatto (GNL) subirà la concorrenza del petrolio e diversi progetti di sviluppo di nuove infrastrutture potrebbero essere rimandati. Continueremo anche ad assistere a pressioni negative sul gas naturale in Europa, dove buona parte del gas scambiato è indicizzato al petrolio e le prospettive di domanda restano decisamente negative. Escludiamo invece l'ipotesi di prossime interruzioni al flusso di gas russo in transito attraverso l'Ucraina, data la recente risoluzione della disputa commerciale fra i due paesi.

Al contrario, l'impatto dei bassi prezzi del petrolio sul gas naturale americano è meno chiaro perché l'effetto finale dipenderà dalla risposta dei singoli produttori alla contrazione dei propri margini. Infatti, vari pozzi con i più elevati costi marginali producono sia gas che liquidi e quindi nei prossimi mesi potremmo assistere a una riduzione dell'offerta sia di petrolio che di gas naturale associato. A fronte della forte domanda stagionale, il gas americano potrebbe subire pressioni al rialzo.

L'impatto sui prezzi dei metalli dovrebbe essere univocamente negativo nel breve periodo. I prezzi dei metalli industriali dovrebbero subire pressioni al ribasso per il minor costo degli input energetici al processo produttivo, rilevanti soprattutto per le attività di raffinazione e lavorazione dei metalli e la produzione di alluminio. I metalli preziosi dovrebbero soffrire per l'assenza di pressioni inflazionistiche, negativa soprattutto per oro e argento.

Fra gli agricoli, tutti i principali prodotti vedranno una contrazione dei costi degli input produttivi energetici. Mais e oli vegetali subiranno ulteriori spinte ribassiste anche per la maggiore competitività dei derivati petroliferi sul mercato dei combustibili.

Al momento, riteniamo che nel breve periodo i rischi geopolitici dovrebbero avere un impatto circa neutrale sul bilancio di mercato delle principali materie prime: ci attendiamo un'offerta di commodity circa stabile da Russia (per energetici e metalli industriali) e Iraq (per il petrolio venduto da governo centrale e governo regionale del Kurdistan), mentre l'offerta di materie prime energetiche dovrebbe rimanere volatile in Libia, seppur stabilmente inferiore a 1 Mb/g, e in Nigeria, dove le tensioni potrebbero peggiorare in occasione delle elezioni presidenziali di febbraio. Ci attendiamo una progressiva normalizzazione dell'offerta di metalli preziosi in Sud Africa, dopo i prolungati scioperi di quest'anno.

Le nostre previsioni per l'universo *commodity*

Per quanto riguarda il petrolio, nel nostro scenario di base vediamo prezzi stabili attorno a un livello di 70 dollari per il Brent e 65 dollari per il WTI nella prima metà dell'anno, e successivamente in moderato recupero sino a un target di 80 dollari per il Brent e 75 dollari per il WTI a fine 2016.

Sottolineiamo come principali rischi al ribasso sul nostro scenario di base per il petrolio: ulteriori revisioni negative alle stime di crescita mondiale; un dollaro più forte delle attese (attualmente vediamo il minimo a 1,18 contro euro) e un ambiente finanziario meno favorevole agli investimenti in commodity; fondamentali di domanda e offerta più deboli delle attese; minori rischi geopolitici percepiti. Nel peggiore scenario che abbiamo formulato, vediamo sino al 2° trimestre del 2016 il Brent stabile attorno ai 60 dollari e il WTI attorno ai 58 dollari.

Attualmente, riteniamo che per il nostro scenario di base siano ben più significativi i rischi al rialzo di quelli al ribasso. In particolare, prevediamo un buon recupero dei consumi di petrolio grazie all'attesa di un'elevata elasticità della domanda ai prezzi. Inoltre, molte tensioni geopolitiche restano irrisolte e potrebbero portare a profondi cambiamenti all'offerta mondiale. Le aree da monitorare restano Medio Oriente (programma nucleare iraniano, ISIS in Iraq e Siria, guerra civile in Libia), Nigeria (per i sabotaggi e furti agli oleodotti nella regione del Delta del Niger e per le tensioni sociali) e Russia (per il conflitto con l'Ucraina e la risposta politica ai bassi prezzi del petrolio).

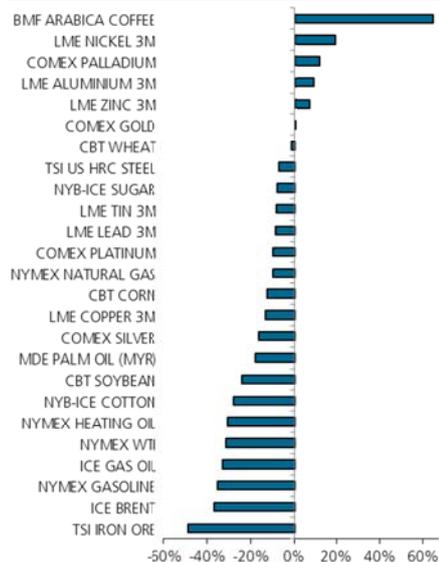
Nel lungo periodo, rischi geopolitici e bassi prezzi porteranno a una riduzione degli investimenti in nuova capacità produttiva per il comparto energetico e, di conseguenza, alla revisione al ribasso delle stime di produzione futura. Per questo motivo, in ogni scenario ci attendiamo un graduale rialzo delle quotazioni nel corso dell'orizzonte di previsione.

Per quanto riguarda i preziosi, ci attendiamo che la perdurante debolezza della domanda di investimento e il rafforzamento del dollaro continuino a pesare negativamente sull'oro, che dovrebbe scendere ai minimi da quasi cinque anni nella prima metà dell'anno. Indichiamo un target di 1.100 dollari per metà 2015. Al contrario, le quotazioni dell'argento dovrebbero consolidare attorno ai 17 dollari nei prossimi mesi e successivamente risalire per la ripresa della domanda mondiale. Restiamo positivi su platino e palladio, che dovrebbero beneficiare del recupero della domanda nel comparto automobilistico e industriale.

Per i metalli industriali, prevediamo quotazioni complessivamente stabili nel prossimo trimestre e in moderato recupero nel corso del 2015. Infatti, nel breve periodo ci attendiamo che i metalli continuino a scambiare vicino alle basse quotazioni attuali a causa dei minori prezzi degli input energetici, della forza del dollaro e dell'incertezza che grava sulle principali economie emergenti. In particolare, il comparto sarà soprattutto influenzato dai dati macroeconomici che saranno pubblicati dalla Cina nei prossimi mesi. La previsione di quotazioni in complessivo recupero nel corso dell'anno è basata sull'attesa che l'economia cinese possa sorprendere al rialzo.

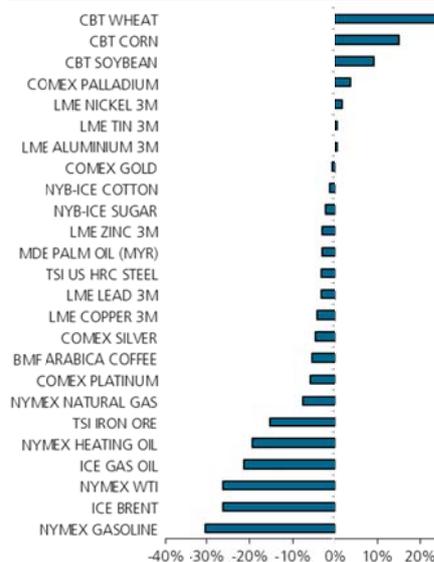
Per quanto riguarda gli agricoli, le condizioni metereologiche saranno determinanti nel guidare le quotazioni, dato che i fondamentali di domanda e offerta restano particolarmente deboli per molti beni agricoli, soprattutto per i cereali, e ulteriori pressioni negative potrebbero derivare dal calo dei prezzi dell'energia, che graverà soprattutto sul mercato degli oli vegetali.

Performance da inizio anno al 03.12.2014 (prezzi spot)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 4° trimestre (dal 30.09 al 03.12.2014)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio: un target invariato ha cambiato tutto il resto

Saranno necessari vari trimestri di bassi prezzi perché le forze di mercato portino al riassorbimento dell'attuale eccesso di produzione e alla revisione al ribasso delle stime di offerta. Nel breve periodo preoccupano la debolezza della crescita mondiale e la forza del dollaro. Almeno nel primo semestre 2015, i prezzi oscilleranno intorno ai \$70.

Dal comunicato del 166° meeting OPEC e dalla successiva conferenza stampa sono emersi alcuni punti chiave:

- siamo di fronte a "mercati estremamente ben forniti", data la debolezza dell'attuale scenario macroeconomico e l'attesa di un surplus in espansione nei prossimi trimestri;
- la mano invisibile del mercato dovrebbe fissare il nuovo prezzo di equilibrio. Infatti, la decisione dell'OPEC di mantenere invariato il proprio target produttivo a 30 Mb/g "è la risposta" del gruppo al boom della produzione non-OPEC. Secondo l'OPEC, l'attuale surplus sul mercato petrolifero è stato originato dai produttori non-OPEC, che dovrebbero quindi partecipare allo sforzo necessario per ribilanciare domanda e offerta;
- il gruppo non ha un target di prezzo, e qualunque livello è considerato adeguato purché "non danneggi la crescita economica", ma allo stesso tempo permetta ai produttori di "ricevere una remunerazione adeguata e investire per soddisfare la domanda futura".

Le implicazioni per il bilancio di mercato sono chiare: il mercato sarà caratterizzato da un eccesso di offerta perché il target di produzione OPEC è superiore alla quantità di petrolio che il gruppo dovrebbe fornire per bilanciare i mercati ("call on OPEC crude"). Infatti, secondo le stesse stime dell'OPEC pubblicate nel Monthly Oil Market Report di novembre, la "call on OPEC crude" dovrebbe ammontare a 28,4 Mb/g nel 1° trimestre 2015 e a 28,5 Mb/g nel 2° trimestre, ben 1,5 Mb/g inferiore al target di 30 Mb/g. Inoltre, il target non è vincolante e non sono previste sanzioni in caso di produzione eccessiva. Di conseguenza, l'offerta OPEC è spesso superiore al target ufficiale (ad esempio, è stata stimata a 30,25 Mb/g in ottobre e a 30,48 Mb/g in settembre).

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2014

Nello Short Term Energy Outlook di novembre, l'U.S. Energy Information Administration (EIA) stima che la capacità produttiva in eccesso dell'OPEC (*spare capacity*), concentrata principalmente in Arabia Saudita, dovrebbe ampliarsi a una media di 2,7 Mb/g nel 2015 da 2,1 Mb/g in media nel 2014 e nel 2013. Inoltre, queste stime non includono la capacità addizionale che potrebbe essere disponibile in Iran, ma che al momento non è accessibile per effetto delle sanzioni internazionali che limitano le esportazioni iraniane.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2014				
Stime a novembre 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	92.4	56.4	6.4	29.6
vs. 2013	0.7	1.8	0.1	-1.3
EIA	91.4	56.0	6.1	29.8
vs. 2013	0.9	1.9	0.0	-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)

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2015				
Stime a novembre 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. 2014	1.2	1.2	0.2	-0.3
IEA	93.6	57.7	6.7	29.2
vs. 2014	1.3	1.3	0.3	-0.4
EIA	92.5	57.0	6.3	29.7
vs. 2014	1.1	-0.1	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)

Data l'attesa di un ampio eccesso di offerta, e l'assenza di annunci riguardo prossimi tagli alla produzione, sarà il mercato a fissare i nuovi prezzi di equilibrio, ben inferiori ai livelli medi registrati negli ultimi tre anni. Infatti, serviranno vari trimestri di bassi prezzi per portare all'uscita dal mercato delle produzioni a maggior costo marginale e all'annuncio di cancellazioni di investimenti pianificati, portando alla revisione al ribasso delle stime di crescita dell'offerta. Inoltre, un gran numero di produttori non risponderà immediatamente ai bassi prezzi per svariate motivazioni, come ad esempio bassi costi operativi, capacità di sostenere perdite nel breve periodo, obblighi contrattuali, speranza che altri produttori taglino per primi, migliorando il bilancio di mercato.

L'International Energy Agency (IEA) stima che circa 2,6 Mb/g di petrolio derivino attualmente da produzioni con un prezzo di *break-even* superiore agli 80 dollari al barile. In particolare, poco più del 4% della produzione americana di *light, tight oil* e circa l'8% della produzione *deepwater* non sarebbero economicamente convenienti. Tuttavia, anche l'IEA sottolinea che la partecipazione dei governi in alcuni progetti a maggiore costo marginale di produzione diminuisce l'elasticità ai prezzi di questa componente di offerta.

Previsioni

Nel nostro scenario di base, ci attendiamo che le quotazioni del petrolio rimarranno deboli molto a lungo. Tale attesa è giustificata dal deterioramento dei fondamentali di mercato e dal timore che i fattori macroeconomici (debole crescita economica mondiale e forte dollaro) eserciteranno nuove pressioni negative sui prezzi. Rispetto al precedente scenario trimestrale, abbiamo rivisto in ribasso le nostre stime per il cambiamento di strategia commerciale di importanti membri OPEC, guidati dall'Arabia Saudita, e i deludenti dati pubblicati in Europa e Cina. Prevediamo per il petrolio Brent un prezzo medio di 70,2 dollari per il 1° trimestre 2015 e di 71,7 dollari per l'intero 2015. Ci attendiamo che il Brent ritornerà stabilmente al di sopra del livello di 75 dollari

al barile solo quando appariranno i primi segnali evidenti di una riduzione dell'offerta sul mercato fisico. Prevediamo per il petrolio WTI un prezzo medio di 65,0 dollari per il 1° trimestre 2015 e di 66,3 dollari per il 2015. Il differenziale fra Brent e WTI dovrebbe assestarsi in media sui 5,5 dollari per il 2015, ma lo spread rimarrà volatile e tenderà a contrarsi in occasione di rinnovate pressioni al ribasso sui prezzi.

Attualmente, incorporiamo nelle nostre stime per il 2015 un bassissimo premio al rischio geopolitico poiché nel breve periodo i conflitti in corso in Ucraina e in Medio Oriente non dovrebbero portare a riduzioni significative dell'offerta. In Libia, riteniamo che la produzione resterà molto volatile. Al contrario, iniziamo a prezzare il rischio che nella seconda metà dell'anno possa aumentare l'offerta dall'Iran, nell'ipotesi di un graduale allentamento delle sanzioni che gravano sui settori energetico e finanziario se le trattative con le potenze P5+1 (Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Russia, Cina e Germania) porteranno a un accordo almeno parziale sul programma di sviluppo nucleare. Date le nostre stime ottimistiche, sottolineiamo fra i principali rischi al rialzo l'eventualità di un inatteso inasprimento delle tensioni geopolitiche.

Per quanto riguarda le nostre previsioni di lungo periodo, riteniamo che la crisi in Iraq e i bassi prezzi del petrolio abbiano compromesso irrimediabilmente le potenzialità di sviluppo della produzione di idrocarburi irachena, portando a una marcata revisione al ribasso delle stime di produzione futura. Per questo motivo, manteniamo l'indicazione di un livello di *fair value* per le scadenze più lunghe della curva *forward* attorno ai 95 dollari al barile per il Brent.

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



Fonte: stime formulate da Intesa Sanpaolo, elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio Brent

al 03.12.2014	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15	2015	2016	2017
Stima	78.0	70.2	69.9	71.8	74.9	71.7	77.7	85.3
Mediana Bloomberg	87.0	90.0	90.0	94.0	95.0	91.0	97.5	96.0
Contratti Forward	79.5	71.4	73.2	74.6	75.7	73.8	78.5	81.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

al 03.12.2014	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15	2015	2016	2017
Stima	75.0	65.0	64.0	67.0	69.0	66.3	72.5	80.2
Mediana Bloomberg	82.0	83.5	84.5	89.0	91.0	86.0	91.8	95.0
Contratti Forward	76.0	67.7	68.2	68.6	69.3	68.5	71.1	73.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: l'economia è normalizzata, ora è il turno della Fed

Giovanna Mossetti

- La ripresa appare consolidata, grazie a una domanda domestica privata finalmente in espansione "sostenibile". Prevediamo una **crescita del 3,2% nel 2015 e del 3,1% nel 2016**, con rischi bilanciati.
- I **consumi** sono il pilastro della crescita nel 2015-16. L'accelerazione dei consumi prevista (al 3% nel 2015 dal 2,3% nel 2013-14) è dovuta in gran parte a fattori che riflettono il lungo aggiustamento post-crisi: bilanci delle famiglie risanati, mercato del lavoro in miglioramento, reddito in crescita, costo degli interessi su minimi storici in percentuale del reddito disponibile. Il mercato del lavoro si sta riportando in equilibrio: a metà 2015 prevediamo un tasso di disoccupazione al 5,3%, all'interno dell'intervallo di stima del FOMC per il tasso di disoccupazione di più lungo termine. L'*output gap* dovrebbe chiudersi entro il 2016.
- Sulla crescita del 2015 incidono due fattori importanti: l'apprezzamento del **cambio** e il calo del **prezzo del petrolio**. Il rafforzamento del dollaro visto da metà 2014 in poi frena la crescita di circa 0,4pp nel 2015. La stabilizzazione del prezzo del petrolio intorno a 70 USD/b dovrebbe invece avere un effetto espansivo di circa 0,4pp, con uno stimolo particolarmente marcato sui consumi fra fine 2014 e inizio 2015. In caso di prezzo del petrolio al di sotto di 70 USD/b, la spinta sui consumi sarebbe più ampia, in accelerazione nel 2° semestre.
- Il calo di circa 20 USD/b del prezzo del petrolio rispetto al 1° semestre 2014 e il rafforzamento del dollaro esercitano un freno sull'**inflazione**, che nella prima metà del 2015 potrebbe essere intorno allo 0,5% a/a.
- Il 2015 dovrebbe essere l'anno della **svolta della Fed**. Prevediamo che il primo rialzo dei tassi avvenga a metà 2015. La previsione è soggetta a rischi. La Fed muoverà i tassi sulla base dell'evoluzione dei dati: le previsioni nel 2015 segnalano un possibile conflitto fra i due obiettivi della Banca centrale. Il mercato del lavoro sarà molto vicino all'equilibrio, mentre l'inflazione potrebbe essere piuttosto lontana dall'obiettivo del 2% soprattutto nella parte iniziale dell'anno. La Fed ha detto che in caso di conflitto fra gli obiettivi, adotterà un "approccio bilanciato". Questo implica un ampio grado di incertezza man mano che il momento della svolta si avvicina, con possibile significativa volatilità sui mercati. La politica monetaria rimarrà comunque ampiamente espansiva nel 2015-16.

Previsioni	2013	2014	2015	2014				2015			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996, a/a)	2.2	2.2	3.2	1.9	2.6	2.4	2.1	3.5	3.1	2.9	3.2
- trim./trim. annualizzato				-2.1	4.6	3.9	2.0	3.4	3.2	3.1	3.0
Consumi privati	2.4	2.3	3.0	1.2	2.5	2.2	2.8	3.5	3.1	2.9	2.9
IFL - privati non residenziali	3.0	6.1	6.4	1.6	9.7	7.1	5.1	6.5	6.4	6.2	6.0
IFL - privati residenziali	11.9	1.7	6.3	-5.3	8.8	2.7	6.5	5.5	7.0	8.0	8.5
Consumi e inv. pubblici	-2.0	-0.2	0.3	-0.8	1.7	4.2	-2.2	0.1	0.3	0.3	0.4
Esportazioni	3.0	3.2	5.2	-9.2	11.0	4.9	3.8	5.1	4.9	5.3	5.0
Importazioni	1.1	3.5	3.8	2.2	11.3	-0.7	2.1	5.1	4.0	4.3	4.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.3	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.1	-1.4	-2.4	-2.3	-2.2	-1.7	-1.5	-1.4	-1.3	-1.4
Deficit Federale (% PIL)	-4.2	-3.7	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	122.1	122.1	120.7								
CPI (a/a)	1.5	1.7	1.1	1.4	2.1	1.8	1.4	0.8	0.5	1.2	1.8
Produzione Industriale (a/a)	2.9	4.0	4.0	3.9	5.6	3.1	3.1	4.0	4.7	4.6	3.9
Disoccupazione (%)	7.4	6.2	5.5	6.7	6.2	6.1	5.8	5.7	5.6	5.5	5.3
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.48	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.58	0.83
Cambio effettivo (1973=100)	75.9	78.3	84.3	76.9	76.4	77.8	82.3	84.3	85.2	84.4	83.1

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

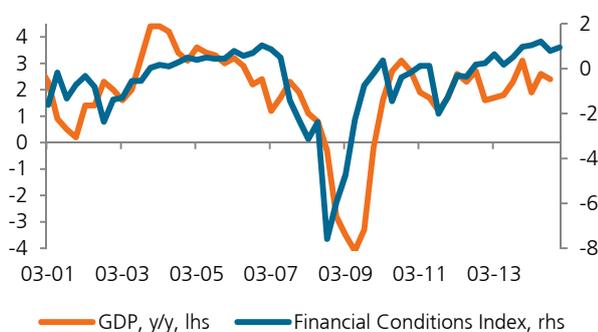
Il consumatore americano è tornato, e andrà a tutto gas!

Il 2014 si è aperto con una sorpresa negativa (contrazione del PIL nel 1° trimestre, -1,9% t/t ann.), ma si dovrebbe chiudere con un risultato positivo, la normalizzazione dell'economia, in crescita stabilmente sopra il 3% e sostenuta da fondamentali solidi. La **domanda domestica** è in espansione, senza eccessi, con bilanci delle famiglie risanati e prospettive di politica fiscale circa neutrale nel prossimo biennio. Il mercato del lavoro sta riassorbendo le risorse inutilizzate e gradualmente anche i salari torneranno ad accelerare. La **previsione è di crescita del 3,2% nel 2015 e del 3,1% nel 2016**, sostenuta da consumi in espansione vicino al 3% e da una dinamica soddisfacente degli investimenti fissi non residenziali. Nonostante la chiusura attesa dell'*output gap* e la ripresa della dinamica salariale, l'**inflazione** rimarrà contenuta, grazie a prezzi dell'import (dollaro forte) e del petrolio in calo. Il nuovo scenario di prezzi del WTI intorno a 67 USD/b implica un **contributo netto dell'energia alla crescita del 2015 vicino a 0,4pp**.

La **politica fiscale** dovrebbe essere marginalmente espansiva, con un contributo positivo a livello statale e locale. Il limite del debito tornerà a essere vincolante in primavera ma, nonostante i conflitti fra Amministrazione e Congresso, il clima pre-elettorale dovrebbe evitare crisi. Le **condizioni finanziarie** sono straordinariamente espansive, e lo resteranno a lungo. Il 2015 dovrebbe essere l'**anno della svolta della politica monetaria**. Anche se la Fed sarà molto cauta, ci saranno fasi di aumento della volatilità, causate dall'incertezza sui tempi del primo rialzo e sull'entità di quelli successivi. La previsione di inflazione contenuta (per via di dollaro e petrolio) darà alla Fed margini di manovra per un sentiero di rialzi prudente, nonostante la progressiva riduzione delle risorse inutilizzate nel mercato del lavoro.

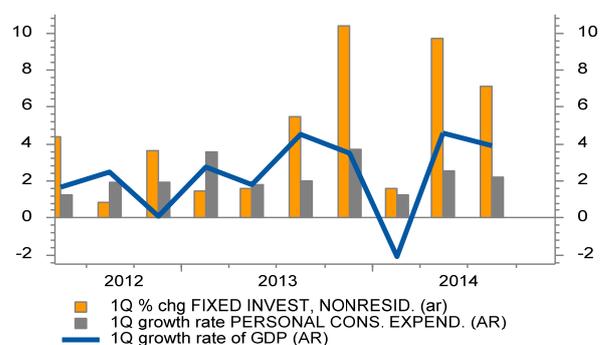
I **rischi per lo scenario sono**, a nostro avviso, **bilanciati**. I principali **rischi verso il basso** sono la **svolta sui tassi USA** e la debolezza del ciclo mondiale. Entrambi questi fattori hanno implicazioni omogeneamente forti per il dollaro. Il **rafforzamento del cambio**, iniziato a metà 2014, **frena la crescita 2015 di circa 0,3-0,4pp** (incorporati nella previsione). Ulteriori apprezzamenti potrebbero rallentare la ripresa. A questo, si aggiunge il rischio di crescita internazionale più debole delle attese. D'altro canto, ci sono **rischi verso l'alto**. La crescita dei **consumi** che ipotizziamo è piuttosto moderata, e potrebbe essere più solida, visti i molti fattori positivi per la spesa delle famiglie e l'ampio contributo atteso del calo del prezzo della benzina. La correzione dei prezzi energetici dovrebbe avere un effetto netto positivo sulla crescita, con spinta ai consumi maggiore del freno sugli investimenti nel settore energetico. Un sentiero più lento delle attese sull'**inflazione** (per cambio e, soprattutto, **petrolio**) potrebbe ritardare il primo rialzo della Fed e/o rallentare i rialzi più di quanto atteso. I rendimenti a lungo termine potrebbero tardare a svoltare, lasciando le condizioni finanziarie più accomodanti di quanto prevediamo ora. Nell'insieme, quindi, **la previsione di crescita intorno al 3% nel 2015-16 appare bilanciata**.

Fig. 1 - Condizioni finanziarie sempre super-espansive



Fonte: Bloomberg

Fig. 2 - La domanda domestica privata sostiene la ripresa



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Mercato del lavoro – L’aggiustamento del mercato del lavoro è la chiave per le previsioni. **Tutti gli indicatori sono positivi**: livello e durata della disoccupazione, occupazione e flussi di lavoro. Nel 2015 prevediamo una creazione di circa 230 mila posti al mese. Con una media di 230 mila nuovi posti al mese (media 2014) e la partecipazione stabile al 62,8%, il tasso di disoccupazione toccherebbe il 5,3% (centro dell’intervallo di equilibrio stimato dal FOMC) a maggio 2015. Solo i salari sono in ritardo nel cruscotto del mercato del lavoro monitorato dalla Fed, ma ci sono indicazioni di accelerazione in arrivo (v. figg. 3-5). **La dinamica sostenuta del reddito da lavoro e il calo del prezzo della benzina sono i principali fattori di spinta sui consumi nel 2015.**

Consumi privati – I consumi sono il pilastro della ripresa nel 2015-16, in accelerazione da fine 2014 in poi. I fattori a sostegno del potere d’acquisto dei consumatori nel 2015 sono molti e puntano a un’espansione dei consumi ben oltre il 2,3% medio del 2013-14. L’**occupazione** è in rapida crescita, intorno al 2% a/a, il **reddito da lavoro** è in aumento vicino al 5% a/a, il **costo degli interessi** in percentuale del reddito disponibile è sui minimi storici, la ricchezza netta è in continuo aumento, il debito è tornato a salire indicando la fine del *deleveraging*, il **calo del prezzo della benzina** equivale a un gigantesco trasferimento. Anche prima della correzione del petrolio, la previsione era di consumi in aumento tra il 2,5 e il 3%. La liberazione di potere d’acquisto collegata a un prezzo della benzina stabilmente intorno a 3 USD/gallone (come previsto dallo IEA, v. fig. 11) potrebbe dare un contributo ai consumi di almeno 0,4pp nel 4° trimestre e nel 2015. **La crescita dei consumi prevista è del 3% t/t ann. (con rischi verso l’alto).**

Investimenti fissi – La dinamica degli investimenti delle imprese ha accelerato nel 2014, con l’aumento dell’utilizzo della capacità produttiva. Un’indagine della Philadelphia Fed mostra che il 62,6% delle imprese ha un utilizzo degli impianti superiore al 75-80% e il 29% delle imprese prevede un aumento di investimenti in software e macchinari nel 2015. La riduzione del prezzo del petrolio porterà a un calo degli investimenti in strutture nel comparto più dinamico del settore energia (*shale oil*). Prevediamo prudenzialmente **un’espansione moderata per gli investimenti non residenziali, in linea con il 2014** (prev. 2015 +6,4%).

Investimenti residenziali – Le costruzioni residenziali dovrebbero accelerare nel 2015, sostenute dal miglioramento del mercato del lavoro, dal risanamento dei bilanci delle famiglie, dalla crescita robusta del numero di unità familiari e dal calo delle unità immobiliari disponibili. **Gli investimenti residenziali sono previsti in aumento del 6,3% nel 2015**, dopo l’1,7% nel 2014.

Canale estero – Il rafforzamento del dollaro e l’aumento della produzione di petrolio hanno effetti contrastanti sul saldo commerciale. Nonostante il dollaro forte, l’aumento di export e di produzione di prodotti petroliferi sostiene le esportazioni e riduce le importazioni. A fine 2014, le importazioni nette di prodotti petroliferi (incluso il greggio) dovrebbero ammontare a 4,8 Mb/g (la metà rispetto a 9,4 Mb/g nel 2010). **La crescita prevista è del 5,2% per l’export e del 4,3% per l’import.**

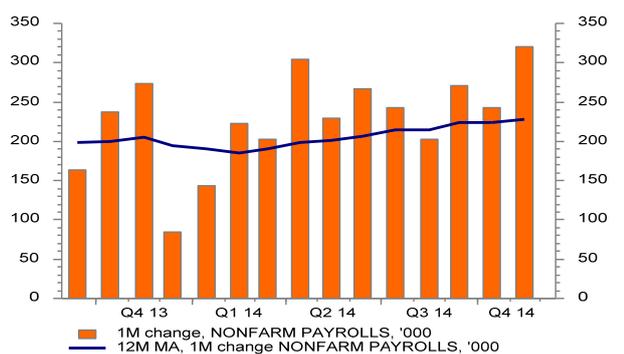
Inflazione – Il trend dei prezzi al consumo è calmierato dall’apprezzamento del cambio e dal calo del prezzo del petrolio. Il **dollaro** forte dovrebbe frenare l’inflazione di circa 2 decimi nel 2015. Per i **prezzi energetici**, il Dept of Energy stima per il 2015 in media il WTI a 77,7 USD/b (da 95 USD/b del 2014); la benzina a 2,94 USD/g nel 2015 (da 3,4 USD/g del 2014), e il gasolio da riscaldamento a 3,25 USD/g (da 3,72 USD/g del 2014). Il **sentiero dell’inflazione headline sarà in netto calo fra fine 2014 e il 1° semestre 2015**, con una stabilizzazione dei prezzi energetici sui livelli attuali. A dicembre, il CPI dovrebbe essere in aumento dell’1% a/a, e in ulteriore correzione fino a un minimo di 0,4% a/a a metà 2015 (media 2015 a 1,3% da 1,7%). L’inflazione misurata con il **deflatore dei consumi** sarebbe **appena sopra lo zero a metà 2015**. Il sentiero del CPI *core* è previsto molto più stabile, in calo a 1,6% a/a a metà 2015 e in rialzo a 1,8% a/a a fine 2015. Il **deflatore core** è in media 2 decimi sotto il CPI *core*. Due punti cruciali per la **politica monetaria**: 1) con i prezzi energetici circa stabili nel 2015, il rialzo dell’inflazione sarebbe temporaneamente interrotto, e riprenderebbe da metà 2015 in poi; 2) le aspettative di inflazione a medio termine potrebbero calare, non solo nelle misure di mercato, ma anche nelle

indagini. Questo aumenta l'incertezza sulla tempistica del primo rialzo, aprendo un conflitto fra l'obiettivo di stabilità dei prezzi e quello di piena occupazione.

Politica monetaria: l'anno della svolta – Il 2015 sarà caratterizzato dalla svolta sui tassi della Fed. La crescita sostenibile e la progressiva chiusura di *output* e *unemployment gap* dovrebbero portare la Fed all'uscita dalla politica di tassi a zero, nonostante la probabile riduzione dell'inflazione. La Fed sta indicando che il calo del prezzo del petrolio è uno shock positivo all'offerta, con effetti transitori sull'inflazione. Un aggiornamento del modello di controllo ottimo della Fed segnala che il tasso sui fed funds a fine 2014 dovrebbe essere già in rialzo a 0,3%¹. Il "vero" tasso di policy è negativo da luglio 2009, in continuo calo fino a un minimo stimato di -3% a maggio 2014, e in via di stabilizzazione intorno a -2,8% nel 4° trimestre². Il FOMC ha evidenziato che la svolta sui tassi è dipendente dai dati e che in caso di conflitto fra i due obiettivi su prezzi e occupazione si userà un "approccio bilanciato". Il progresso sul fronte del mercato del lavoro dovrebbe, a nostro avviso, prevalere sul temporaneo calo dell'inflazione.

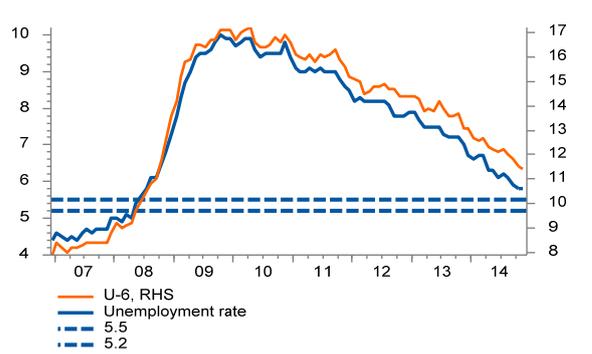
Manteniamo la previsione di primo rialzo a giugno 2015, con tassi fra l'1% e l'1,25% a fine 2015, fra il 2,5% e il 3% a fine 2016 e intorno al 3,75% a fine 2017. L'incertezza sui tempi e l'entità dei rialzi causerà volatilità.

Fig. 3 – La crescita degli occupati accelera



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Tasso di disoccupazione molto vicino all'equilibrio



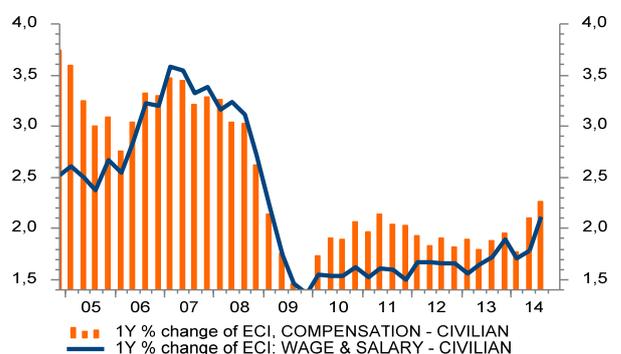
U6=tasso di disoccupazione allargato a scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro e occupati part-time per motivi economici. 5,2-5,5%: stima del tasso di disoccupazione di equilibrio, FOMC. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Fed.

Fig. 5 - Posizioni aperte, dimissioni volontarie e assunzioni



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – L'Employment Cost Index finalmente in rialzo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

¹ F. Brayton et al., Optimal control monetary policy in the FRB/US model, Feds Notes, 21 novembre 2014.

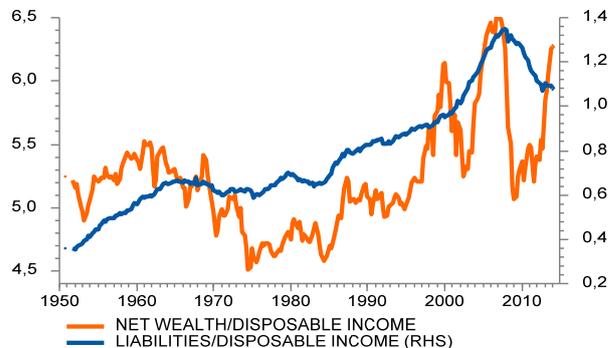
² V. Wu-Xia Shadow Federal Funds Rate, Atlanta Fed, https://www.frbatlanta.org/cqer/researchcq/shadow_rate.aspx

Fig. 7 - Reddito personale, reddito da lavoro e consumi



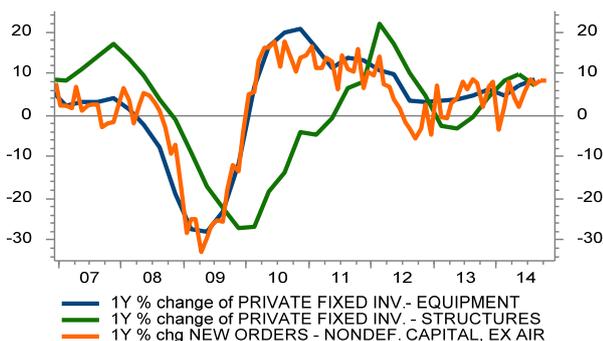
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - Bilanci delle famiglie in ordine



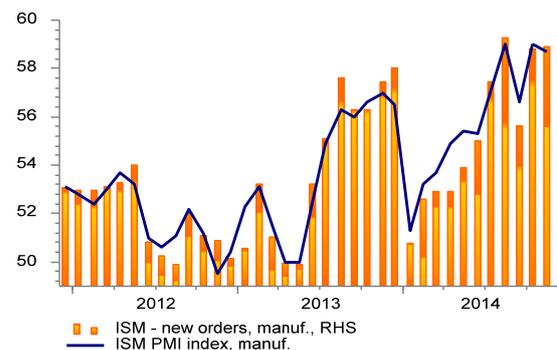
Dati in migliaia di unità ann. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 - Investimenti fissi delle imprese su un trend positivo



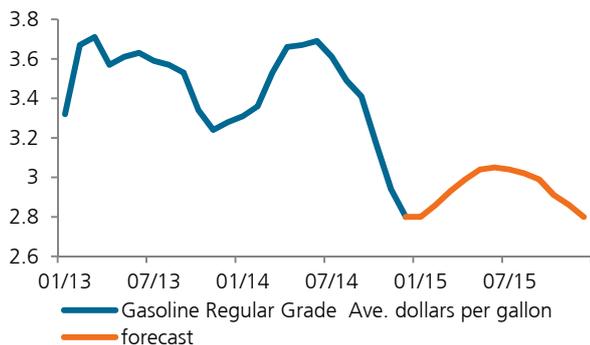
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - ISM manifatturiero e nuovi ordini puntano a una crescita solida



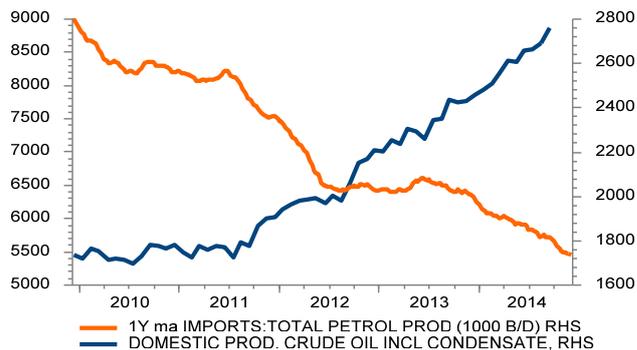
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 - Prezzo della benzina: correzione persistente?



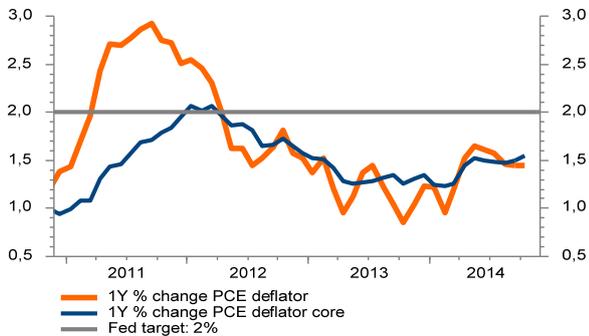
Fonte: Energy Information Administration. Previsioni da novembre 2014 a dicembre 2015. Previsioni aggiornate al 12 novembre 2014

Fig. 12 - Il boom energetico riduce il deficit commerciale



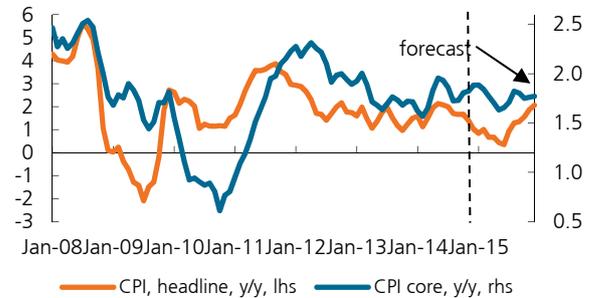
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Deflator dei consumi



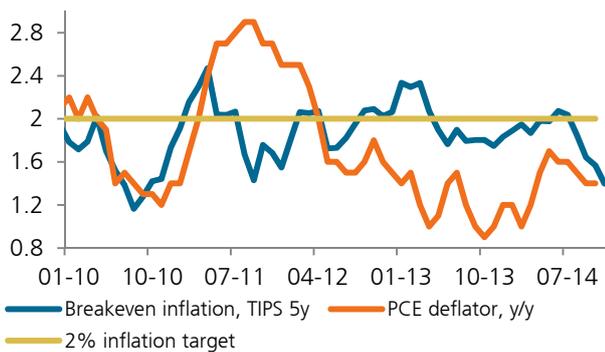
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Il calo dell'energia spingerà l'inflazione verso lo zero a metà 2015



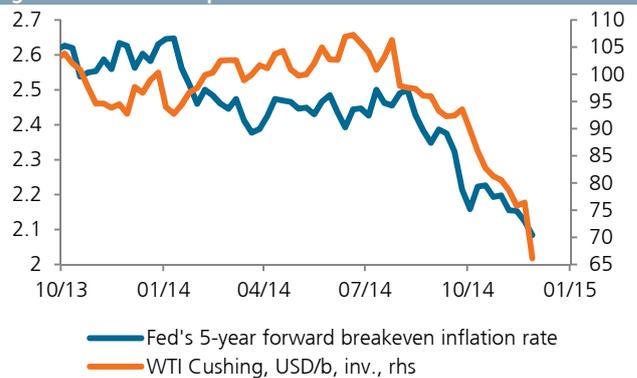
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Previsioni: Intesa Sanpaolo, per l'energia: Department of Energy

Fig. 15 – L'inflazione ancora sotto il 2%



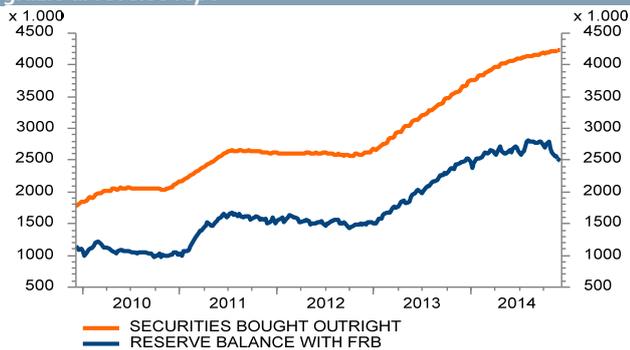
Fonte: Bloomberg

Fig. 16 – Petrolio e aspettative di inflazione



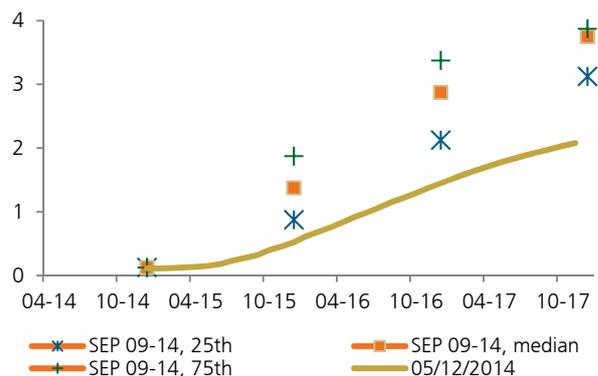
Fonte: Bloomberg

Fig. 17 - Un mare di liquidità, ma le riserve cominciano a calare grazie ai *reverse repo*



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

Fig. 18 – Il mercato sottostima gli aumenti futuri dei tassi?



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

Area euro: 2015? Ancora l'anno della tartaruga

Anna Maria Grimaldi
Paolo Mameli

- La zona euro è inceppata in una trappola di modesta crescita e bassa inflazione. Non ci aspettiamo un'accelerazione significativa rispetto al 2014, quando le stime si sono rivelate troppo ottimistiche in particolare per la Germania e per l'Italia. **Confermiamo la nostra stima di crescita all'1,1% per il 2015**, che tre mesi fa era significativamente inferiore alle stime di consenso e ora risulta circa in linea.
- Il **deprezzamento del cambio** nel 1° semestre 2015 era in larga misura (fino a 1,24) già incluso nelle nostre stime di settembre. Il **calo del prezzo del petrolio** potrebbe spingere la crescita del PIL di 0,3-0,4% per fine 2015-inizio 2016, ma il suo effetto sulla stima 2015 è compensato da una tendenza di fondo a fine 2014 chiaramente più debole di quanto atteso in precedenza.
- La performance di crescita rimarrà assai variegata all'interno dell'area. Ci aspettiamo una **rotazione a favore dei Paesi periferici** (Spagna, Portogallo e Irlanda), che beneficiano del processo di svalutazione interna degli ultimi anni. La Germania crescerà circa in linea col trend (1,1%) e Francia e Italia viaggeranno al di sotto della media (0,7% e 0,4%), frenate da problemi strutturali domestici.
- Pensiamo che i **rischi per la crescita siano circa bilanciati**: le quotazioni del cambio e delle materie prime dovrebbero fare da supporto, mentre i fattori geopolitici continuano a rappresentare un elemento di incertezza. Il 2015 sarà un anno elettorale in Portogallo, Spagna e (forse) Grecia: la deriva verso posizioni populiste è un fattore di rischio non trascurabile.
- L'**inflazione area euro è attesa stabile a 0,5% nel 2015** per effetto del calo del petrolio a 70 dollari; potrebbe risalire fino all'1,0% a fine 2016, se il Brent risalirà a 83 dollari come nel nostro scenario di riferimento, ma rimarrebbe al di sotto dell'1,0% fino a fine 2016 in uno scenario alternativo di petrolio a 60 dollari. I rischi per la dinamica inflazionistica sono ancora verso il basso dal momento che le attese di medio periodo cominciano a muoversi innescando effetti di seconda battuta anche sulla dinamica sottostante.
- Il **2015 sarà l'anno del QE europeo**. Quello di un'estensione degli acquisti di asset ai titoli governativi è ormai lo scenario più probabile. Riguardo ai tempi, pensiamo che la riunione di marzo rimanga la più probabile, ma non escludiamo un preavviso formale già a gennaio. La decisione dipenderà, in ogni caso, dai dati. La vera domanda è come evolverà il dibattito sulle politiche economiche all'interno della zona euro in corso d'anno.

Previsioni	2013	2014	2015	2014				2015			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.4	0.8	1.1	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6	0.9	1.2	1.6
- t/t				0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
Consumi privati	-0.6	0.9	1.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	-2.4	0.7	1.1	0.3	-0.6	-0.2	0.0	0.4	0.5	0.8	0.7
Consumi pubblici	0.2	0.9	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	2.1	3.5	4.2	0.4	1.4	0.8	1.2	0.9	1.1	1.1	1.1
Importazioni	1.2	3.5	4.3	0.4	1.3	1.2	1.2	1.0	1.2	0.6	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	2.0	2.2	2.7	2.2	2.4	2.2	2.1	2.7	3.0	2.7	2.4
Deficit pubblico (% PIL)	-2.9	-2.5	-2.3								
Debito pubblico (% PIL)	93.1	94.4	94.6								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.4	0.5	0.5	0.7	0.6	0.4	0.3	0.1	0.5	0.5	0.9
Produzione industriale (a/a)	-1.0	0.8	1.1	0.4	-0.3	-0.3	0.2	0.3	0.6	0.6	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	12.0	11.6	11.3	11.8	11.6	11.5	11.5	11.4	11.3	11.3	11.2
Euribor 3 mesi	0.22	0.21	0.07	0.29	0.30	0.16	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07
EUR/USD	1.33	1.33	1.21	1.37	1.37	1.33	1.25	1.21	1.19	1.21	1.24

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

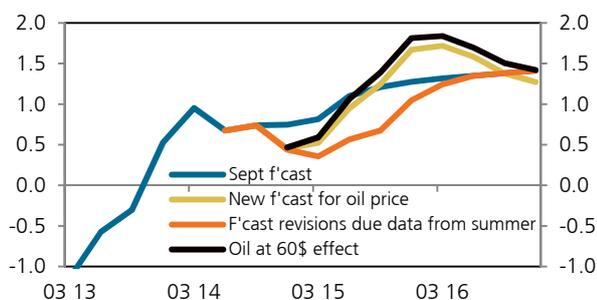
Greggio e cambio compensano le sorprese negative sul ciclo

- Il 2014 chiuderà con una crescita di appena 0,8% nella media area euro, peggio di quanto il consenso si aspettava un anno fa, in larga misura per effetto di un andamento più deludente del previsto in Germania e Italia. Le tensioni geopolitiche hanno avuto un ruolo non trascurabile nelle dinamiche cicliche più recenti, non solo tramite l'export ma anche in via indiretta, dal momento che la maggiore incertezza ha pesato e continua a pesare sulle decisioni di consumo ed in particolare di investimento.
- **Le indagini di fiducia nazionali e il PMI composito si sono mosse, dall'estate, su un trend coerente con una revisione al ribasso di circa tre decimi della stima 2015** per effetto dell'ormai quasi certa stagnazione del PIL a cavallo del nuovo anno in Germania, della possibile ricaduta recessiva della Francia e del protrarsi della debolezza in Italia.
- **Non vi sono novità significative sul fronte della politica fiscale** che è attesa circa neutrale nel 2015 in media stando alle previsioni sul saldo primario corretto per il ciclo della Commissione Europea, mentre in primavera ci si attendeva ancora una marginale stretta per il prossimo anno. La politica monetaria dovrebbe divenire più accomodante nel corso del 2015. La conclusione dell'AQR e le misure BCE dovrebbero sostenere la dinamica del credito. Rimane in ogni caso difficile valutare l'impatto delle misure BCE sulla dinamica della domanda interna.
- **Il deprezzamento del cambio era in larga misura** (fino a 1,24 nella prima metà del 2015) **già incluso nelle nostre stime di settembre**; ci aspettiamo ora un calo a 1,21, che implica un deprezzamento del cambio effettivo di poco inferiore al 2%.
- A seguito della decisione OPEC di non tagliare la produzione per preservare le quote di mercato, abbiamo rivisto significativamente al ribasso la stima del prezzo del petrolio (-28% nel 2015, -23% nel 2016) rispetto a settembre. Considerando il livello delle importazioni nette di greggio del 2013, tale variazione di prezzo comporta un alleggerimento delle importazioni pari allo 0,4-0,6% del PIL per i principali paesi dell'area euro. L'impatto sul PIL risulta minore a causa della probabile contrazione delle esportazioni verso i paesi produttori, stimabile cautelativamente in 0,1-0,2% del PIL. **L'effetto netto dovuto al solo calo delle quotazioni petrolifere** (senza cioè considerare gli effetti ritardati che dovrebbero verificarsi sul gas naturale), è perciò pari allo **0,3-0,4% per le tre maggiori economie dell'Eurozona**, e potrebbe essere marginalmente più ampio per la Spagna. La potenziale significatività dello shock può essere accresciuta dalla liberazione di potere di acquisto che si verifica nel settore delle famiglie. Soprattutto per effetto dell'imposizione fiscale che grava sui carburanti, il calo del 2009 arrivò smorzato ai prezzi finali: il trasferimento fu pari al 30-40%. Assumendo che la trasmissione sia analoga e considerando il peso dei carburanti nel paniere dei consumi (v. fig. 2), il guadagno di potere d'acquisto per le famiglie potrebbe comunque essere pari allo 0,3-0,5% del reddito disponibile, cioè **allo 0,2-0,3% del PIL**. Assieme al miglioramento dei margini di profitto delle imprese, ciò potrebbe attivare effetti secondari positivi sulla domanda interna estesi fino al 2016 – anche se ciò non può essere dato per scontato nell'attuale clima di incertezza. Nello scenario più prudente, la contropartita interna delle minori importazioni energetiche sarebbe costituita quasi esclusivamente da un aumento del risparmio da parte di famiglie e consumatori.
- Nel 2015, i **consumi** sono visti in accelerazione modesta, a 1,3% dopo lo 0,9% del 2014, grazie a una tenuta della dinamica dei salari reali (0,5%) e alla crescita dell'occupazione (stimiamo un +0,4%, in linea con il 2014). L'effetto ricchezza dovrebbe essere positivo, ma è meno significativo che negli Stati Uniti.

Anna Maria Grimaldi
Paolo Mameli

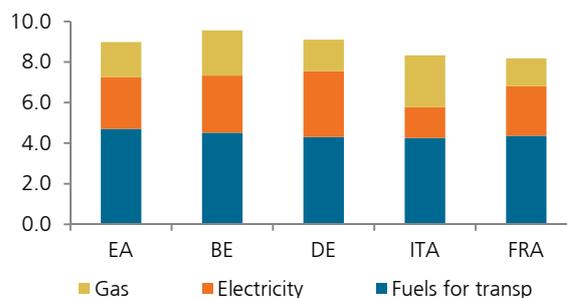
- Il vero nodo dello scenario congiunturale sta nella debolezza degli **investimenti**. Infatti, rispetto alle analoghe fasi di ripresa ciclica del passato, la spesa in conto capitale delle aziende risulta debole, il che lascia gli investimenti sia in macchinari che in costruzioni ai minimi storici in rapporto al PIL. Nel 2015, dopo il rimbalzo del 2014 (+3,2%), gli investimenti in macchinari e attrezzature potrebbero frenare crescendo di appena il 2,7%. Pesano la bassa redditività, il basso grado di utilizzo della capacità produttiva e la persistente incertezza sullo scenario congiunturale e fiscale. Per quanto riguarda gli altri investimenti (principalmente costruzioni), ci aspettiamo una stagnazione (dopo ben 7 anni di calo): il settore immobiliare non solo è ancora in recessione in Francia e Italia, ma è atteso in rallentamento anche in Germania.
- Infine, anche nel 2015 gli **scambi con l'estero** daranno un contributo positivo alla crescita, in forza sia del cambio debole che della accelerazione della domanda mondiale (stimiamo una crescita del 5,1% dell'indice di domanda dai principali partner commerciali rivolta verso l'Eurozona). Stimiamo una accelerazione al 4,1% sia per l'export che per l'import: in entrambi i casi sarebbe un massimo dal 2011.

Fig. 1 – Supporto alla crescita dovrebbe venire dalla dinamica di cambio e petrolio



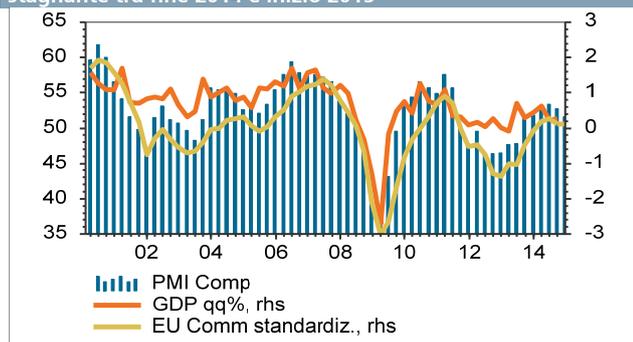
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo con Oxford Economic Forecasting

Fig. 2 – Peso di elettricità, carburanti e gas nei consumi delle famiglie (media 2010-14)



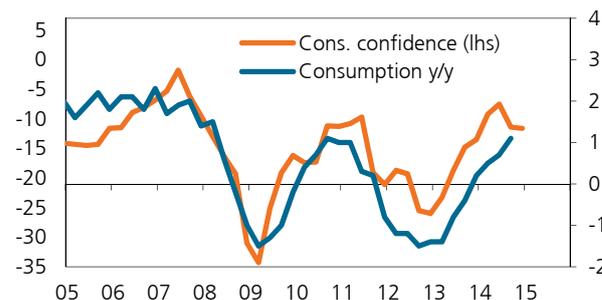
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Le indagini di fiducia sono coerenti con un PIL stagnante tra fine 2014 e inizio 2015



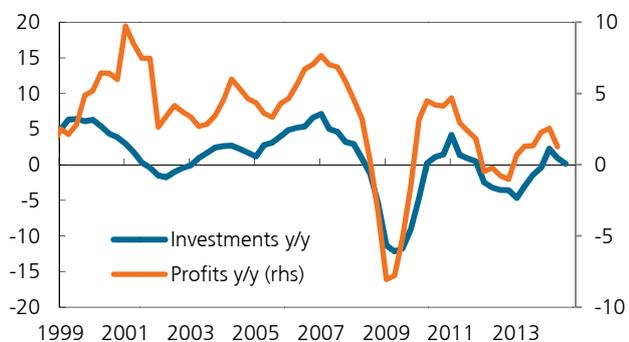
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La fiducia dei consumatori non segnala una significativa accelerazione per la spesa delle famiglie



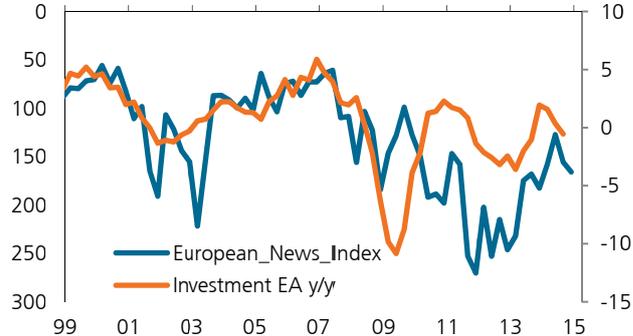
Fonte: Eurostat

Fig. 5 – Sugli investimenti pesa la bassa redditività...



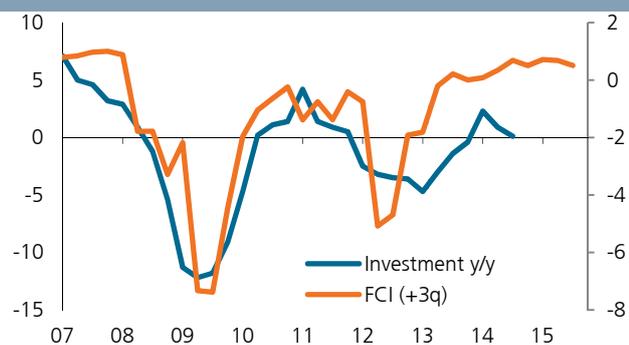
Fonte: Eurostat

Fig. 6 – ... ma anche l'incertezza sullo scenario di policy



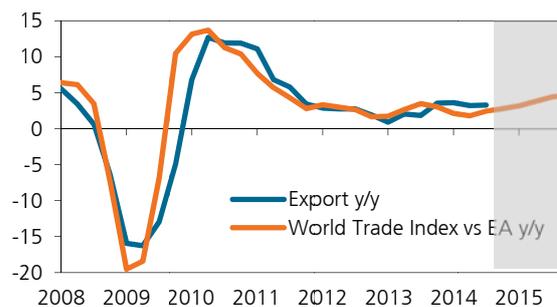
Fonte: Eurostat, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 7 – Gli investimenti non hanno ancora beneficiato del miglioramento delle condizioni finanziarie



Fonte: Eurostat, Bloomberg Financial Conditions Index

Fig. 8 – L'export sarà aiutato non solo dal cambio debole ma anche dall'accelerazione della domanda mondiale rivolta verso l'Eurozona



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

Come uscire dalla disinflazione?

Anna Maria Grimaldi

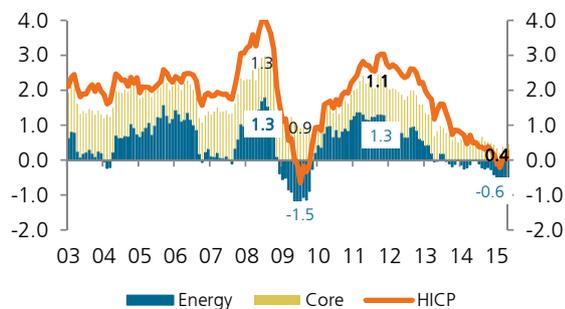
- Nell'Eurozona, l'inflazione è calata ancora a novembre fino allo 0,3% a/a, tornando sul livello di settembre. L'inflazione *core* si è fermata allo 0,7%, nuovo minimo dal 1998. Il calo dell'inflazione da giugno (0,5% a/a) è spiegato quasi interamente dalla dinamica dell'energia e solo per un decimo dall'inflazione *core*. È ormai evidente che l'inflazione si manterrà su livelli significativamente più bassi rispetto a quelli da noi stimati fino a due mesi fa, quando ci aspettavamo una chiusura d'anno intorno allo 0,6%, e significativamente al di sotto dello 0,7% ipotizzato dalla BCE. La tendenza più recente dell'inflazione è spiegata dal calo repentino del prezzo delle materie prime energetiche, che si è innescato da luglio ad oggi e solo in misura marginale dal calo dei prezzi domestici. Il calo dell'inflazione *core* è spiegato ancora in misura prevalente dalla dinamica dei prezzi dei beni non energetici che risentono dei fattori esterni, più di quella dei servizi. La percentuale di beni con variazione dei prezzi inferiore a zero a ottobre era tornata sui massimi dal 2009. Per i servizi, la percentuale con variazione dei prezzi inferiore a 0 è stabile, ma è salita su nuovi massimi la percentuale con variazione dei prezzi inferiore a 1 (v. fig. 2).
- A seguito della decisione OPEC di non tagliare la produzione per preservare le quote di mercato, **abbiamo rivisto significativamente al ribasso la stima del prezzo del petrolio nel 2015-16 da 100 dollari al barile a 72 nel 2015 e 78 dollari al barile da 101 nel 2016, con un target di 82 dollari al barile a fine 2016, da 70 a metà 2015.** Abbiamo, inoltre, limato le stime per il cambio euro/dollaro a 1,20-1,21 nella prima metà del 2015 da un precedente 1,25-1,26. A differenza dello shock del 2009 vi sono ragioni per ritenere che il calo del prezzo del greggio possa essere più persistente ed estendersi almeno fino a fine 2016.
- I modelli BCE e OECD Interlink suggeriscono che l'impatto di un calo del prezzo del petrolio del 10% genera un effetto sulla dinamica annua dei prezzi al consumo tra 0,2% e 0,3% dopo 4 trimestri, mentre un deprezzamento del cambio effettivo del 5% dovrebbe spingere verso l'alto l'inflazione area euro di due/tre decimi dopo un anno. **I modelli suggerirebbero, quindi, un'inflazione area euro più bassa di circa un punto dopo un anno per effetto del calo del 30% del prezzo del greggio e del deprezzamento del cambio effettivo.** Le simulazioni con il modello di previsione *Oxford Economic Forecasting* suggeriscono un impatto simile. **Rivediamo, quindi, l'inflazione area euro in media 2015 a 0,5% da una precedente stima di 0,9% e all'1,0% nel 2016 da 1,3%.** L'inflazione a dicembre 2016 resterebbe all'1,2% (v. fig. 3). **La dinamica sottostante non dovrebbe muoversi significativamente dai livelli attuali (0,7-0,8%)** sull'orizzonte di previsione, dal momento che non ci aspettiamo una chiusura significativa dell'*output gap* prima di metà 2016. I rischi per la dinamica sottostante sono tuttavia ancora verso il basso, dal momento che un calo duraturo del prezzo del petrolio potrebbe innescare una revisione al ribasso delle attese di inflazione con ripercussioni di seconda battuta (v. figg. 4-6).
- **In uno scenario di rischio con il petrolio a 60 dollari a barile, l'area euro andrebbe in deflazione nel 2015 e l'inflazione resterebbe sotto l'1,0% anche nel 2016.**

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

	NLD	EST	ITA	ESP	BEL	IRL	DEU	FRA	EA	FIN	PRT	MLT
2013	2.6	3.2	1.3	1.5	1.2	0.3	1.6	1.0	1.4	2.2	0.4	1.0
2014	0.3	0.6	0.2	-0.1	0.6	0.2	0.8	0.6	0.5	1.2	-0.1	0.7
2015	1.2	1.6	0.2	-0.2	1.0	0.4	0.9	0.4	0.5	0.9	0.3	-0.1
2016	1.9	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8	-0.3	0.8

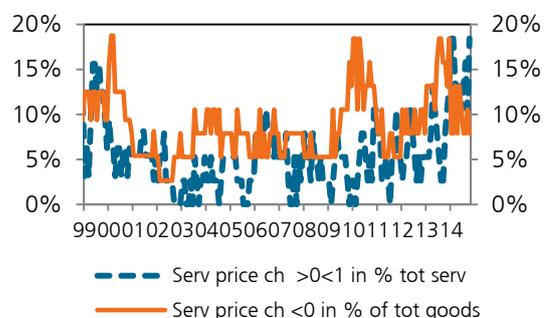
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Inflazione abbattuta soprattutto dalla componente energia, ma anche la dinamica *core* farà da freno



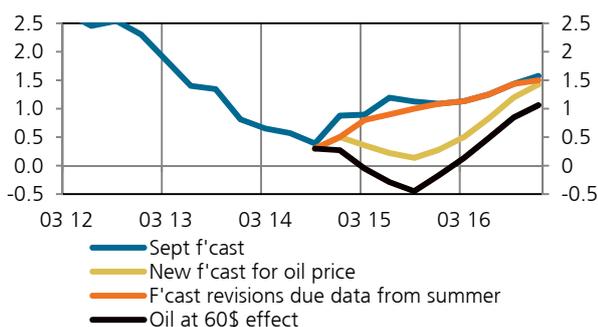
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Sale su nuovi massimi la % di servizi con variazione dei prezzi inferiore a 1, per effetto della domanda interna debole



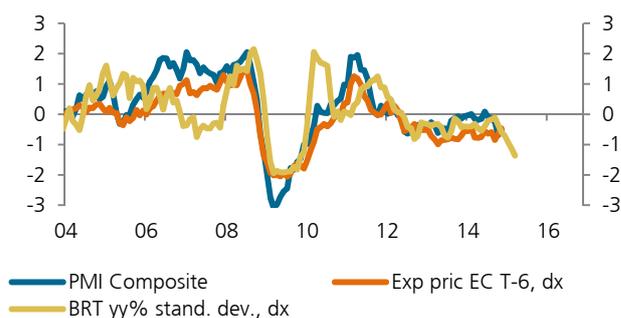
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Con il nuovo profilo di petrolio, l'inflazione ritornerebbe all'1,3% a fine 2016. In caso di petrolio a 60 dollari l'inflazione a fine 2016 resterebbe all'1,0%



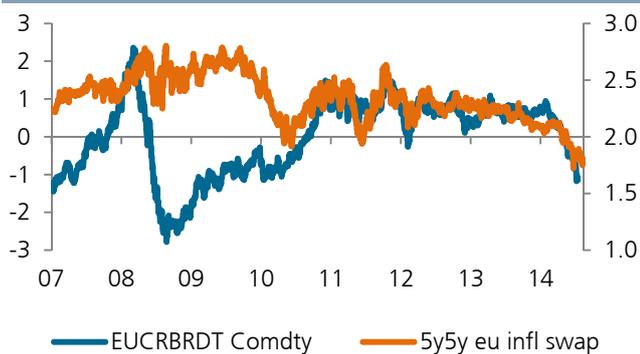
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo con Oxford Economic Forecasting

Fig. 4 – Rischi da un calo accentuato del greggio (più di una deviazione standard) per la stabilità delle attese di inflazione, come misurate dalle indagini e ...



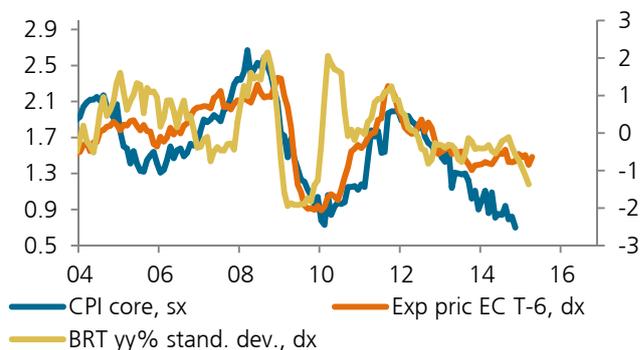
Fonte: Eurostat, Markit, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – ... dal mercato



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Inflazione *core* influenzata dalla dinamica delle attese di prezzo



Fonte: Eurostat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Alla BCE non resta altro che un QE sui governativi

Anna Maria Grimaldi

La BCE ha esaurito le misure disponibili per constatare il calo dell'inflazione delle attese di medio periodo ed arrestare il rialzo dei tassi reali nella zona euro. In linea con le nostre attese di marzo scorso la BCE ha 1) tagliato il refi a zero; 2) portato in negativo il tasso sui depositi; 3) annunciato nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine TLTRO, condizionate all'erogazione di nuovi prestiti alle famiglie e imprese; 4) avviato (a ottobre) un nuovo programma di acquisto di covered bond CBPP3 e a fine novembre acquisti di ABS. Ma nonostante le misure, giudicate aggressive, la crescita e inflazione area euro continuano a sorprendere verso il basso.

L'“intenzione” della BCE è riportare il bilancio sui livelli di inizio 2012. Ma è difficile che le misure in essere possano bastare

La BCE, con il comunicato di dicembre ha indicato che con le misure di giugno e settembre “intende” e non più “si aspetta” raggiungere un'espansione del bilancio di un trilione di euro: quest'ultima diventa **qualcosa di più vicino ad un vero obiettivo**, tanto che il cambiamento terminologico è stato deciso a maggioranza e non vi è stata l'unanimità neanche nel Board. Stimiamo che con le misure già annunciate e con ipotesi assai ottimistiche sia sulle TLTRO che sugli acquisti di covered e ABS la BCE possa raggiungere un'espansione di bilancio al più di 450 miliardi di euro (v. tab. 1).

Tab. 1 – Espansione da un trilione di euro aspettativa realistica o *mission impossible*?
Una valutazione sulla base delle misure in essere

	Nov. 2014	In % attivo	Fine 2016	In % attivo
Variazione di bilancio a fine 2016 attesa in base a misure in essere			454	
Totale attività	2028		2482	
Totale misure non convenzionali	567	29	1021	34
Creazione netta di liquidità tramite LTRO			195	
LTRO	368	20	563	13
LTRO del 2012	285		0	
TLTRO I	83		83	
TLTRO2 prev ISP			180	
TLTRO Mar 15 – Giu 16 prev ISP: + 50 mld a ciascun asta			300	
Creazione netta di liquidità tramite acquisti titoli			259	
Titoli in portafoglio da programmi di acquisto	199	10	458	21
SMP *	144		29	
CBPP1 *	29		6	
CBPP2 *	13		3	
CBPP3 prev ISP: +2 mld in media a settim. per 2 anni	12		212	
ABS prev ISP: +2 mld in media a settim. per 2 anni	0		208	

Nota: la nostra ipotesi è che l'80% del portafoglio SMP e CBPP1 e CBPP2 viene a scadenza entro fine 2016. Nel febbraio 2013, quando la BCE rese noto il dettaglio degli acquisti di titoli governativi tramite il SMP si indicava che la vita media residua del portafoglio era di 4,5 anni. Fonte: BCE e previsioni Intesa Sanpaolo

La decisione di estendere gli acquisti ai governativi dipenderà dal ciclo e non solo dal greggio

È evidente che, nel caso di ulteriori sorprese negative su crescita e inflazione, alla BCE non resterebbe che passare ad acquisti di titoli governativi. A dicembre ha introdotto revisioni significative per la crescita del PIL: da 0,9 a 0,8% nel 2014, da 1,6% a 1,0% nel 2015 e da 1,9% a 1,5% nel 2016. La stima di inflazione 2015 è stata rivista a 0,7% da un precedente 0,9%; la stima per il 2016, invece, è stata tagliata di un solo decimo all'1,4%. **L'impatto del recente calo del prezzo del petrolio**, che è seguito alla decisione dell'OPEC di non tagliare la

produzione, **non è stato incluso nelle proiezioni di dicembre**. La BCE dovrà, quindi, valutare l'impatto diretto e indiretto del calo del prezzo del petrolio sull'inflazione e la crescita del PIL nei prossimi mesi. Le ipotesi tecniche alla base dello scenario di dicembre, sono di un prezzo del petrolio a 88,5 dollari al barile nel 2015-16, contro ipotesi precedenti di 105 e 102,7 rispettivamente nel 2015 e nel 2016. Il cambio euro/dollaro incorporato nelle nuove stime è di 1,25, nove figure sotto il livello utilizzato a settembre. Draghi ha sottolineato che l'impatto del calo del prezzo del petrolio (-16%), sinora incluso nelle stime, è stato dell'ordine di -0,4% sull'inflazione nel 2015 e di -0,1% nel 2016. Quindi, se il prezzo del petrolio dovesse rimanere sui livelli attuali, a marzo la BCE potrebbe tagliare le stime di inflazione 2015 vicino a zero e quelle 2016 a 1,0-1,1%. Draghi, pur riconoscendo fuggacemente l'effetto positivo sulla crescita dello shock petrolifero, ne ha enfatizzato soprattutto gli effetti "a più ampio raggio" sull'inflazione di medio termine e le possibili indesiderate ripercussioni sui prezzi sottostanti, sulle aspettative di inflazione e sulla dinamica salariale. *La BCE non tollererà deviazioni significative e troppo estese dell'inflazione dall'obiettivo del 2%, nella misura in cui questo potrebbe generare un calo delle attese di medio termine, che, in un contesto di tassi a zero, si tradurrebbe in un aumento di pari misura dei tassi di interesse reali.*

La decisione se estendere o meno gli acquisti anche ai governativi dipenderà, in ogni caso, dalle nuove informazioni sul ciclo e non solo dalla dinamica del petrolio ed in particolare dalla tendenza di fondo di consumi e investimenti. Draghi, alla riunione di dicembre, ha sottolineato che la debolezza della domanda interna sta avendo un effetto sulla dinamica inflazionistica

La decisione potrebbe essere presa anche a maggioranza, forse a marzo

Draghi ha chiarito che sta cercando di forgiare un consenso ma che "un'eventuale decisione di estendere gli acquisti ad altre classi di titoli, inclusi i governativi, potrebbe essere presa a maggioranza". Nel frattempo, lo staff sta accelerando i lavori preparatori per l'introduzione di nuove misure non convenzionali.

Per quanto riguarda la tempistica, pensiamo che marzo rimanga la data più probabile per un annuncio. La BCE potrà valutare l'effetto delle misure adottate sul proprio bilancio e le prospettive per la dinamica dei prezzi al consumo soltanto a inizio 2015. Inoltre, avrà bisogno di rivedere le stime di crescita e inflazione, e le informazioni sulle dinamiche di inizio anno saranno disponibili dopo la riunione di gennaio. Inoltre, sembra che i lavori preparatori richiederanno ancora tempo.

Gli acquisti di governativi potrebbero accompagnarsi ad acquisti di titoli corporate e/o sovranazionali (v. tab. 2 e 3)

Pensiamo che se la BCE dovesse estendere gli acquisti di titoli comprenderebbe anche titoli corporate, che stando ai dati BCE ammontavano a 900 miliardi di euro a luglio 2014, nonché titoli EFSF/ESM (194 miliardi di euro) e BEI (441 miliardi di euro). Questa è la quantità di titoli di Stato da acquistare per conseguire l'espansione di bilancio. Ipotizzando che acquisti il 10% di ogni categoria, per esempio, la BCE potrebbe acquistare tra aprile 2015 e giugno 2016:

- 1) 70 miliardi di titoli corporate (10% del totale in circolazione);
- 2) 20 miliardi di titoli EFSF e 40 miliardi di titoli BEI.

In tale scenario, per raggiungere un trilione di euro di espansione di bilancio servirebbero **acquisti di governativi tra 300 e 350 miliardi**. Si noti che i titoli del portafoglio SMP scadranno in **grossa parte per fine 2016**; dunque acquisti di obbligazioni governative di tale ordine di grandezza manterrebbero l'incidenza dei titoli sovrani sul totale delle attività su livelli ancora limitati. Se la BCE volesse mantenere invariata la quota di titoli di Stato per facilitare la decisione interna al Consiglio, dovrebbe muoversi molto aggressivamente sulle altre categorie di

obbligazioni, in modo da ridurre gli acquisti di titoli di Stato a circa 210 miliardi di euro. Tuttavia, le percentuali di obbligazioni BEI, EFSF, ESM da acquistare diverrebbero, in tal caso, molto elevate e forse non plausibili.

Covered Bonds (bln euros) 2014	483
Issued in euros	1741
Issued in euros & regulated in the EA	690
70% ISIN	483
Supranational	443
Titoli EFSF	194
70% ISIN	135
Titoli BEI	440
70% ISIN	308
Titoli governativi (esclusi Bills)	5789

Fonte: Banche centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

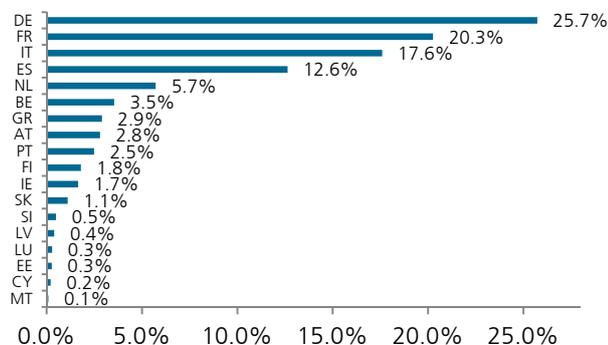
Misure già in essere	450
Corporate bonds	70
Titoli EFSF	20
Titoli BEI	40
Titoli governativi (esclusi Bills)	350
Totale nuovi interventi 2015	480
Totale misure non convenzionali	930

Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In più di un'occasione Constancio ha indicato che se la BCE dovesse acquistare titoli governativi lo farebbe in base alle quote nel capitale BCE: una regola di questo genere favorirebbe i paesi con un'elevata quota nel capitale BCE, ma con un basso debito e migliore rating, sicché la composizione del portafoglio da questo punto di vista potrebbe essere considerata meno rischiosa rispetto al portafoglio SMP. Presumibilmente, però, l'applicazione della ripartizione in base al capitale sarebbe soggetta a correttivi per evitare il prosciugamento della liquidità sui mercati più piccoli e contenere gli effetti distorsivi. Nel caso di un programma da 200 miliardi di euro senza correttivi, infatti, la BCE acquisterebbe solo il 4% del debito italiano in circolazione e il 5% di quello spagnolo, ma dovrebbe rastrellare percentuali irragionevoli del debito di piccoli Stati come Estonia, Lettonia, Cipro e Lussemburgo (v. figg. 1 e 2).

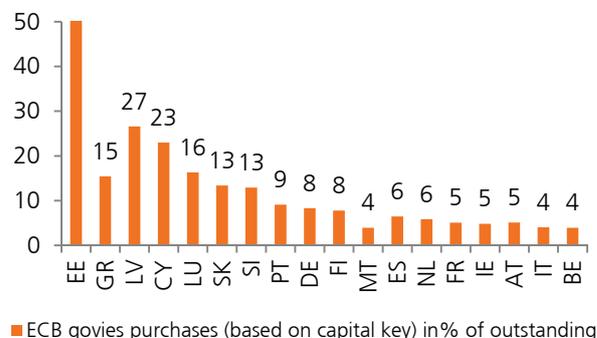
Altra questione è se i mercati riterranno sufficiente un pacchetto di misure in cui gli acquisti di governativi ammontano a 340 miliardi di euro. Ragionevolmente la BCE vorrà indicare che il ritmo degli acquisti potrebbe essere intensificato in caso di necessità ovvero dell'evoluzione delle attese di inflazione e dello scenario macroeconomico. Un'altra possibilità è che **la BCE indichi che gli acquisti si estenderanno su un orizzonte temporale di almeno due anni e che comunichi solo ex post quanto ha acquistato di ciascun asset class nella settimana precedente**, come fa per CBPP3 e ABSPP, e come fece per il SMP.

Fig. 1 – Quota rettificata del capitale BCE



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Ipotesi di QE per 340 miliardi di euro in base alle quote paese nel capitale BCE



Fonte: BCE, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus: come cambierà il sistema di voto a Francoforte dal 2015

Da gennaio 2015, le riunioni in cui si decide di politica monetaria si terranno ogni sei settimane. Inoltre, con l'entrata della Lituania il sistema di voto cambierà, inserendo un meccanismo di rotazione. I membri del Consiglio Esecutivo della BCE manterranno un voto a testa. I Governatori delle Banche centrali dei principali paesi (Germania, Francia, Italia, Spagna e Olanda) avranno diritto a 4 voti, con 1 escluso ogni mese. Il Presidente della Bundesbank voterà a tutte le riunioni in cui si decide di politica monetaria nel 2015, fatta eccezione per quella di ottobre.

Anna Maria Grimaldi

L'entrata della Lituania nell'Unione Monetaria all'inizio del 2015 farà salire il numero di Paesi membri della zona euro a 18. Con l'ingresso dello stato baltico crescerà ulteriormente la dimensione del Consiglio BCE ed è previsto che cambi anche il sistema di voto. Finora ogni membro del Consiglio ha avuto una voce ed un voto nelle riunioni mensili. Da gennaio prossimo scatterà un sistema a rotazione. I paesi membri saranno divisi in gruppi.

Il sistema di voto a rotazione è stato approvato nel 2002 e sarebbe dovuto entrare in vigore nel 2008 con 16 paesi membri, ma nel 2008 il Consiglio decise di rimandare l'introduzione del nuovo sistema fino a quando il numero di Paesi non fosse arrivato a 18. I Trattati non prevedono la possibilità di rimandare ulteriormente il cambio di regime.

Il numero totale di voti è fissato a 21, di cui 6 per i membri del Consiglio esecutivo e 15 per i paesi membri. I **sei membri del Comitato esecutivo BCE**: il presidente Draghi, il vice presidente Constancio, il capo economista Praet, Coeure, Sabine Lautenschlaeger e Mersch manterranno il diritto di voto. Invece, per gli altri **Paesi membri il nuovo sistema prevede una divisione in gruppi** in base al peso relativo delle singole economie sul totale area euro e del grado di sviluppo del sistema finanziario (peso relativo del sistema bancario del singolo paese rispetto all'euro sistema). Il passaggio al nuovo sistema di voto a rotazione prevede due fasi:

Fase 1: fino a 21 paesi membri vi saranno due sotto gruppi con un totale di 15 voti

- Il **1° gruppo** sarà formato dai governatori delle Banche Centrali dei **primi cinque paesi**, attualmente Germania, Francia, Italia, Spagna e Olanda, che avranno diritto a **4 voti**.
- I rimanenti paesi (14 quando sarà entrata la Lituania) faranno parte del **2° gruppo** e avranno diritto a **11 voti**.

La rotazione dei voti è mensile sia nel 1° sia nel 2° gruppo. I Governatori delle Banche centrali dei paesi che non votano nel mese potranno comunque partecipare alle riunioni e alle discussioni interne al Consiglio.

Le decisioni che hanno un impatto sul capitale e sulle riserve della BCE e/o distribuzione degli utili verranno prese comunque a maggioranza ponderata in base alla quota capitale di ogni singolo votante.

Fase 2: da 22 paesi membri in su saranno formati tre gruppi

Nel momento in cui il numero di paesi membri sarà uguale o superiore a 22, il regolamento prevede che andrà formato un 3° gruppo.

- I membri del 1° gruppo, ovvero i paesi più grandi, manterranno 4 voti su 5.
- I membri del **2° gruppo avranno solo 8 voti, dal momento che dovranno cedere 3 voti al 3° gruppo**, che comprenderà anche i paesi più piccoli.

Ricordiamo inoltre che lo scorso 3 luglio il Consiglio direttivo ha deciso che, da gennaio 2015, sarà modificata la frequenza delle riunioni dedicate alla politica monetaria con l'introduzione di

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2014

un ciclo di sei settimane. I periodi di mantenimento delle riserve saranno estesi a sei settimane in conformità con il nuovo calendario. Da gennaio 2015, il Consiglio direttivo pubblicherà i resoconti regolari delle riunioni di politica monetaria.

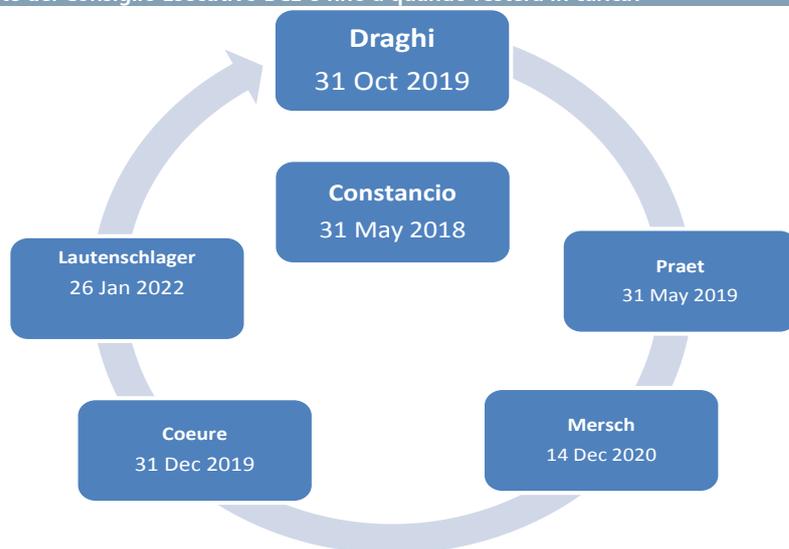
Il 16 luglio il Consiglio direttivo ha approvato un calendario riveduto delle riunioni per l'anno 2015. Nella tabella a seguire sono evidenziati i mesi e le date in cui le riunioni BCE prevedono decisioni di politica monetaria e quale Governatore vota in ciascuna riunione.

Tab. 1 - Chi vota quando nel 2015?

Governing Council Members - Group 1		22 Jan	Feb	5 Mar	15 Apr	May	3 Jun	16 Jul	Aug	3 Sept	22 Oct	Nov	3 Dec
President, Deutsche Bundesbank	Jens Weidmann	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Governor, Banco de España	Luis María Linde	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Governor, Banque de France	Christian Noyer	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Governor, Banca d'Italia	Ignazio Visco	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
President, De Nederlandsche Bank	Klaas Knot	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
Governing Council Members - Group 2													
Governor, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	Luc Coene	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Governor, Eesti Pank	Ardo Hansson	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Governor, Central Bank of Ireland	Patrick Honohan	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Governor, Bank of Greece	Yannis Stournaras	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Governor, Central Bank of Cyprus	Chrystalla Georghadjji	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Chairman of the Board, Lietuvos bankas	Vitas Vasiliauskas	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Governor, Latvijas Banka	Ilmārs Rimšēvičs	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Governor, Banque centrale du Luxembourg	Gaston Reinesch	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓
Governor, Central Bank of Malta	Josef Bonnici	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓
Governor, Oesterreichische Nationalbank	Ewald Nowotny	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓
Governor, Banco de Portugal	Carlos Costa	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓
Governor, Banka Slovenije	Boštjan Jazbec	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓
Governor, Národná banka Slovenska	Jozef Makúch	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Governor, Suomen Pankki - Finlands Bank	Erkki Liikanen	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗

Nota: in arancio sono evidenziate le riunioni in cui si decide sulla politica monetaria
Fonte: BCE

Chi fa parte del Consiglio Esecutivo BCE e fino a quando resterà in carica?



Fonte: BCE

Germania: 2015 adagio

Rivediamo significativamente al ribasso le nostre stime per il 2015. La crescita ha sorpreso verso il basso nel 2014, più che in altri paesi. Dopo una folgorante apertura d'anno (+0,8% t/t), spiegata in parte dal clima eccezionalmente mite³, il PIL è calato di -0,1% t/t nel 2° trimestre ed è cresciuto di un anemico +0,1% t/t in estate. Le indagini congiunturali indicano che la fase di debolezza, in particolare del comparto manifatturiero, potrebbe proseguire a ridosso di fine anno. L'IFO è calato costantemente tra giugno e ottobre per recuperare marginalmente a novembre a 104,7, livello inferiore alla media di lungo termine, e in brusca frenata rispetto ai 6 mesi precedenti (109). Il PMI composito in media a 52,8 tra ottobre e novembre, dal 54,5 dei sei mesi precedenti. L'economia tedesca ha risentito più di quello che ci si aspettava della crisi russo-ucraina a partire dall'estate, non solo tramite il canale dell'export ma anche in via indiretta. L'incertezza sull'evoluzione della crisi ha contribuito a frenare gli investimenti nel trimestre estivo (-1,4% t/t). Gli sviluppi ciclici recenti ridurrebbero la nostra stima di crescita del PIL 2015 all'1,1%, da un precedente 1,5%. Tuttavia, il forte delle previsioni sul prezzo del petrolio (-28% nel 2015 e -23% nel 2016) sosterrà la crescita dalla primavera e dovrebbe alzare il PIL di 0,2% nel biennio 2015-2016. Rivediamo, quindi, la nostra stima di crescita 2015 di due decimi all'1,3% da un precedente 1,5%. Il Paese crescerà dunque poco sopra il potenziale (1,1% per la Bundesbank⁴). Per il 2016, ci aspettiamo un'accelerazione all'1,9% nell'ipotesi che la domanda mondiale, e in particolare il resto dell'Eurozona, (il più importante partner commerciale, che assorbe il 28% dell'export tedesco) accelerino.

Supporto alla crescita dovrebbe venire anche dalla dinamica della **domanda interna**, che ci aspettiamo avanzi dell'1,4%, grazie a un'accelerazione dei consumi (+1,6% da un precedente 1,2%), e un recupero, sia pur ancora blando rispetto ai cicli precedenti, degli investimenti aziendali. Il commercio estero dovrebbero offrire un **contributo solo marginalmente positivo** (+0,2%), dal momento che l'import è atteso accelerare al 5,3% da un precedente 3,6%, trainato dai consumi e investimenti, e dall'elevato contenuto importato dell'export e produzione industriale. Un'accelerazione dei flussi commerciali dovrebbe vedersi già a inizio anno, stando alle indicazioni dal PMI globale extra-Eurozona, e sarà sostenuta nel corso del 2015 dal deprezzamento del cambio. I **consumi privati**, dopo la stagnazione del 2° trimestre, sono balzati di 0,7% t/t nei mesi estivi e le indicazioni dalle vendite al dettaglio suggeriscono solo un lieve rallentamento a fine anno. Nel corso del 2015, la spesa per consumi sarà sostenuta dalla dinamica del reddito disponibile reale che dovrebbe mantenersi intorno al 2,0% grazie a una crescita dei **salari** nominali vicina al 2,6% (in rallentamento dal 3,3% associato agli aumenti di inizio anno). L'indice IFO suggerisce un calo delle intenzioni ad assumere e un probabile lieve calo dell'**occupazione** a inizio 2015, nel complesso la crescita degli occupati potrebbe frenare a 0,4%, da 0,8% di quest'anno. La disoccupazione è calata al 6,6% a ottobre ma non ci aspettiamo movimenti significativi nel prossimo anno dal momento che il tasso di disoccupazione è già sul livello strutturale. È possibile che si veda un lieve aumento della disoccupazione nella prima metà del 2015 per effetto dell'introduzione del salario minimo⁵. Il tasso di risparmio è atteso risalire marginalmente dal recente 9,3% del 3° trimestre fino al 9,6% a fine 2015.

Anna Maria Grimaldi

... consumi +1,7% nel 2015,
sostenuti dalla dinamica del
reddito disponibile

³ La Bundesbank stima che uno 0,3% t/t di crescita del PIL nel 1° trimestre è da attribuirsi a condizioni meteorologiche eccezionalmente miti.

⁴ La Bundesbank ha di recente riviste le stime di crescita potenziale all'1,1% da una precedente stima dell'1,4%, per tenere conto degli effetti sul fattore lavoro e in particolare sulla partecipazione della riduzione dell'età pensionabile. Si veda a riguardo *Outlook for the German economy – macroeconomic projections for 2015 and 2016*, pp. 12-14.

⁵ Secondo uno studio del CESIFO, il salario minimo potrebbe generare una distruzione di circa 900 mila posti di lavoro e in particolare dei cosiddetti *mini jobs*.

La fase di espansione delle **costruzioni residenziali** potrebbe vedere una battuta d'arresto tra fine 2014 e inizio 2015, dopo il recupero dei mesi estivi, stando alle indicazioni da ordini e produzione. Tuttavia, le prospettive per il comparto rimangono positive: i permessi edilizi sono ancora su trend crescente, e la domanda di nuove abitazioni è attesa ancora in espansione sostenuta dai flussi migratori e da condizioni finanziarie ancora ampiamente favorevoli. In media 2015, vediamo una crescita di 0,4% degli investimenti in costruzioni, dal 3,1% del 2014 in parte per un effetto base sfavorevole e un'entrata debole nell'anno. Gli **investimenti in macchinari** sono attesi rimanere deboli anche a cavallo del nuovo anno, stando alle indicazioni di ordini e produzione. Inoltre, l'aumento nell'utilizzo della capacità produttiva è rallentato nei trimestri centrali dell'anno, pur essendo ancora in linea con la norma storica. Il calo dei tassi reali a medio e lungo termine dovrebbe essere, tuttavia l'incertezza potrebbe continuare a fare da freno. Ci aspettiamo una modesta accelerazione al 3,7% a/a a fine 2015.

Rallentamento delle costruzioni residenziali

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

L'**inflazione** è calata più delle attese nel corso del 2014 fino allo 0,5% a novembre dall'1,6% di un anno prima, per effetto del minor contributo dalla componente energia, ma anche del rallentamento dei prezzi dei servizi a 0,1% da 1,1% di un anno prima. L'inflazione tedesca potrebbe continuare a scendere frenata dalla componente energia, toccando il minimo a 0,3-0,4% a febbraio-marzo 2015. Le revisioni alle nostre stime del prezzo del petrolio abbattano la stima media 2015 a 0,7% da un precedente 1,1%.

Finanze pubbliche. Confermiamo la nostra stima di bilancio in pareggio nel 2014 e 2015. La politica fiscale è attesa neutrale sia nel 2015 sia nel 2016, nonostante vi sarebbero i margini di manovra per allentare le tasse su reddito e profitto. La dinamica dei saldi di finanza pubblica sull'orizzonte di previsione continuerà a beneficiare di un calo della spesa per interessi, che andrà a controbilanciare l'aumento di spesa pensionistica associato alla recente riforma. Il debito è atteso calare fino al 72,2% il prossimo anno.

Politica fiscale neutrale

I **rischi per lo scenario sono ancora verso il basso** e potrebbero derivare sia dal perdurare dell'incertezza geopolitica, con riflessi negativi sulla dinamica dell'export, sia dal mancato recupero ciclico del resto della zona euro dalla primavera di quest'anno. L'altro elemento di rischio nel breve periodo è il mancato decollo della domanda interna. Nonostante i fondamentali solidi e l'effetto di stimolo dal calo del prezzo del petrolio non è escluso che famiglie e imprese mantengano un atteggiamento cauto riguardo ai piani di spesa.

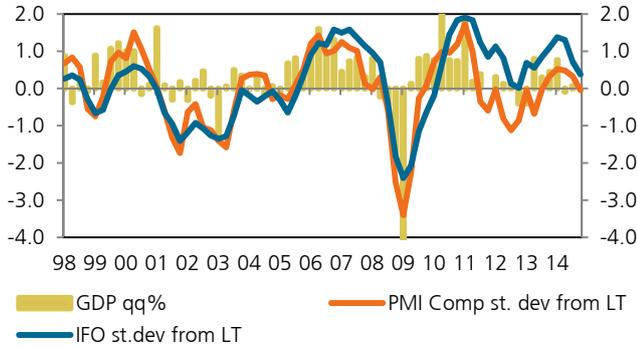
Previsioni	2013			2014				2015			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.2	1.4	1.3	2.3	1.4	1.2	0.8	0.3	0.8	1.4	2.0
t/t				0.8	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.7
Consumi privati	0.9	1.1	1.4	0.5	0.1	0.7	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4
Investimenti fissi lordi	-0.5	2.9	0.7	2.8	-1.8	-0.9	0.2	0.4	0.4	0.9	0.8
Consumi pubblici	0.7	1.2	1.4	0.2	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	1.7	4.1	4.7	-0.2	1.2	1.9	1.6	0.4	1.1	1.4	1.0
Importazioni	3.2	3.8	5.4	-0.1	1.1	1.7	1.9	1.4	1.2	0.0	1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.3	0.0	-0.1	0.0	-0.5	-0.1	0.3	0.1	-0.5	0.5
Partite correnti (% PIL)	6.9	7.5	8.4	7.2	7.1	7.6	8.2	8.2	8.4	8.9	8.5
Deficit (% PIL)	0.1	0.2	0.3								
Debito (% PIL)	76.9	74.5	72.1								
CPI (a/a)	1.5	0.9	0.8	1.2	1.1	0.8	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0
Produzione Industriale	0.1	1.2	1.5	1.1	-1.1	-0.3	0.2	0.6	1.0	1.0	0.1
Disoccupazione (%)	6.9	6.7	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	7.0	7.0
Tasso a 10 anni (%)	1.61	1.25	1.00	1.72	1.42	1.06	0.81	0.85	0.94	1.02	1.20
Cambio effett. (2005=100)	99.6	100.0	98.3	100.8	100.5	99.7	99.0	98.3	97.7	98.2	99.1

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

Scenario Macroeconomico

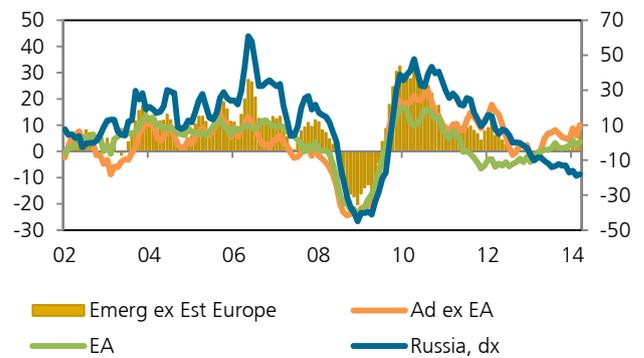
Dicembre 2014

Le indagini di fiducia IFO e PMI sono coerenti con una stagnazione del PIL in Germania anche a cavallo di fine anno



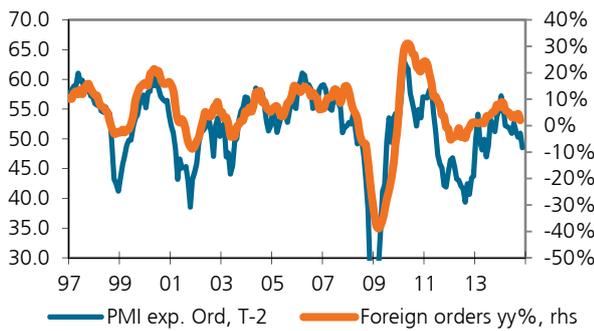
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rallentamento della Russia ha avuto un peso assai significativo sulle dinamiche cicliche in Germania



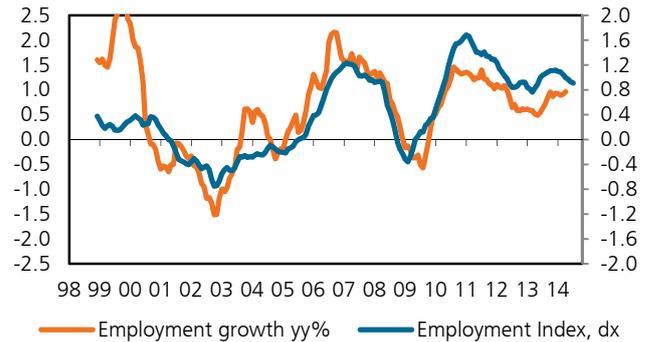
Fonte: Markit, IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il PMI manifatturiero segnala un ulteriore calo di domanda estera a cavallo di fine anno



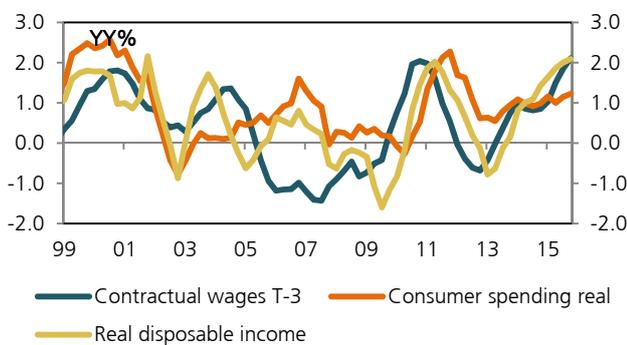
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Occupazione e indagini di fiducia



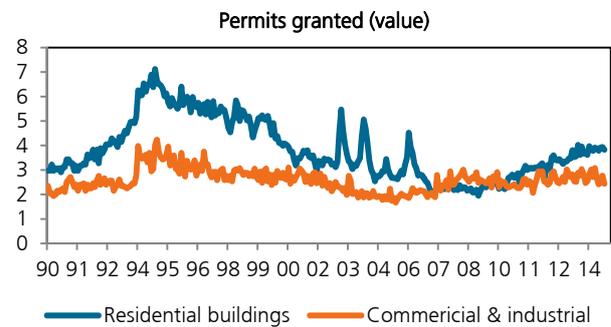
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Salari nominali in crescita del 27% nel 2015 con inflazione a 0,7% il reddito disponibile si aggira intorno al 2%



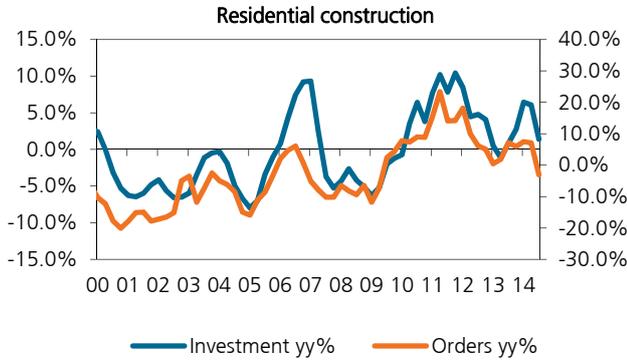
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I permessi sono ancora su di un trend crescente e suggeriscono che il rallentamento delle costruzioni residenziali potrebbe essere un fenomeno temporaneo



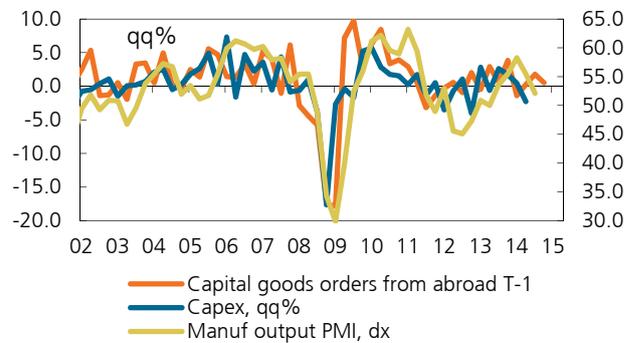
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Costruzioni residenziali - probabile rallentamento in atto stando ai dati sugli ordini e ...



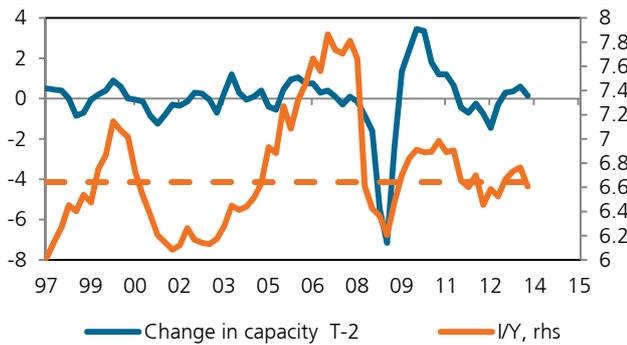
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ordini e PMI non segnalano una svolta degli investimenti in macchinari a cavallo del nuovo anno



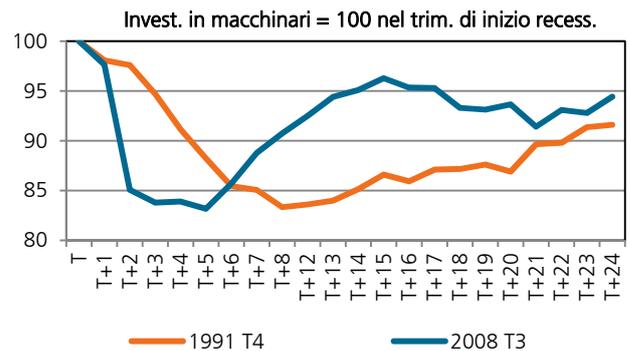
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'utilizzo della capacità produttiva sembra avere invertito



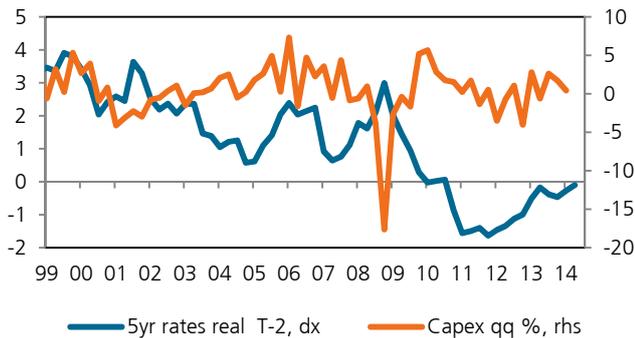
Fonte: FSO, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti in macchinari recessioni a confronto. Questo ciclo non è poi così anomalo



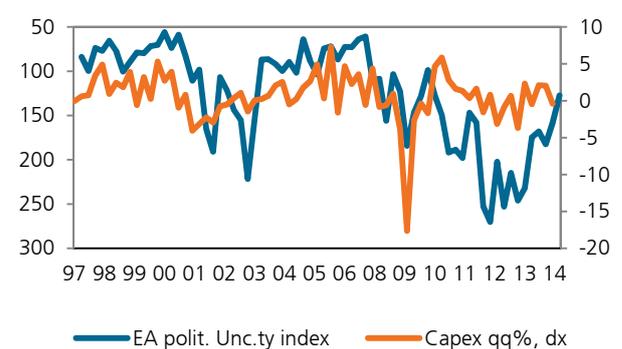
Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le condizioni finanziarie rimangono estremamente favorevoli



Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'incertezza potrebbe pesare sugli investimenti aziendali



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia: problemi strutturali e crisi di fiducia frenano ancora l'economia

Luca Mezzomo

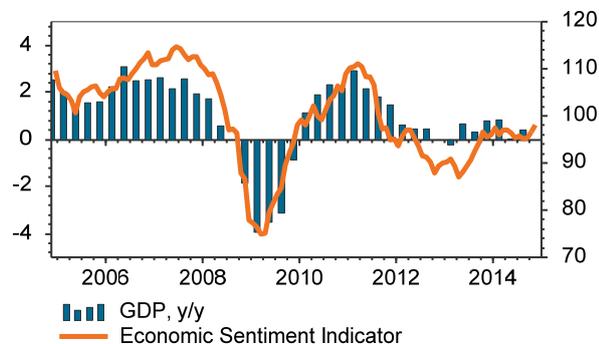
- L'economia francese sta chiudendo il 2014 in tono dimesso, le sue prospettive non appaiono brillanti neppure per il 2015. La crescita del PIL è stata migliore del previsto nel terzo trimestre (+0,3% t/t e 0,4% a/a); tuttavia, le indagini di fiducia, peggiorate fra aprile e agosto, hanno recuperato soltanto in parte il terreno perduto. I livelli dei PMI (inferiori a 50 sia per il manifatturiero, sia per i servizi) e degli indici di fiducia Insee e Banque de France rimangono coerenti con uno scenario di stagnazione o marginale crescita. La fiducia nelle costruzioni rimane su livelli molto depressi, perfino peggiori rispetto al primo semestre 2014, e l'attività edile nel settore residenziale continua a contrarsi, sebbene a ritmi ridotti rispetto alla primavera. L'attività economica risulta sostenuta dai consumi privati e pubblici, mentre la crescita delle importazioni più che compensa quella delle esportazioni.
- Per quanto riguarda i fattori trainanti dello scenario 2015, la Francia beneficerà di un **significativo impulso** (0,3-0,4% del PIL) **derivante dalla riduzione dei prezzi petroliferi** e di **condizioni finanziarie accomodanti**. Riguardo a queste ultime, si sta verificando un marginale allentamento delle condizioni creditizie applicate a famiglie e imprese, mentre i dati sui flussi netti di erogazioni mostrano miglioramenti del credito alle imprese (v. fig. 12). La variazione del saldo strutturale del **bilancio pubblico** è stimata in un marginale 0,1% del PIL, ma l'impulso fiscale diventerebbe di freno alla domanda interna se la Francia adempisse alle richieste di effettuare una correzione complessiva pari allo 0,8% del PIL, come sollecitato dall'Eurogruppo l'8 dicembre scorso. In ogni caso, la dinamica dei consumi pubblici degli ultimi trimestri appare insostenibile e la sua normalizzazione inciderà sulla crescita della domanda interna.
- Per quanto riguarda la domanda privata, si attende un **rafforzamento dei consumi** delle famiglie, già in marginale crescita nel 2014, che saranno sostenuti dall'aumento dei redditi reali e da un lieve calo della propensione al risparmio. **Le prospettive per la spesa in conto capitale rimangono negative**: la contrazione degli investimenti in macchinari dovrebbe arrestarsi nel 2015, ma la spesa in costruzioni continuerà a calare. In generale, le imprese francesi rimangono molto caute sulle prospettive della domanda, e ciò riduce la possibilità che l'aumento dei margini di profitto derivante dal calo dei prezzi energetici si traduca in maggiori investimenti.
- Sul fronte esterno, il rafforzamento della ripresa economica nel resto dell'Eurozona dovrebbe contribuire positivamente allo scenario 2015. L'andamento delle **esportazioni** si è rafforzato negli ultimi mesi, anche se finora la forte elasticità delle importazioni alla domanda totale ha impedito qualsiasi miglioramento dell'ampio deficit commerciale (4,6 miliardi di euro al mese). L'andamento dei flussi commerciali con l'estero dipende da fattori strutturali, oltre che congiunturali, che sono stati appena intaccati dagli interventi del governo Hollande sul cuneo fiscale.
- In sintesi, **prevediamo che il PIL cresca dello 0,4% nel 2014 e dello 0,7% nel 2015**. Tali stime sono in linea con quelle della Commissione Europea e con la media del consenso. La crescita farà salire i livelli occupazionali, ma rimarrà troppo modesta per ridurre la **disoccupazione**, che dovrebbe rimanere sui livelli attuali anche nel 2015.
- **L'inflazione** è progressivamente scesa dall'1,1% di febbraio allo 0,4-0,5% del periodo settembre-ottobre. Il crollo delle quotazioni petrolifere sta ora sviluppando i suoi primi effetti, che a regime si tradurranno in un calo cumulato dello 0,5% dell'indice generale dei prezzi soltanto per i movimenti della componente energia. L'impatto totale sarà in realtà maggiore, a causa delle ricadute sui costi di produzione e sulle tariffe nei trasporti. Si prevede che l'inflazione tocchi il **minimo nel primo trimestre 2015**, quando potrebbe arrivare temporaneamente a zero, e che poi risalga verso lo **0,7% a fine 2015**. L'inflazione sottostante dovrebbe decelerare nuovamente, per una media annua di 0,6% nel 2015 (2014: 0,8%).

- Il **deficit pubblico** della Francia è tornato ad allargarsi nel 2014 al 4,4% del PIL, tre decimi in più rispetto al 2013. La Commissione Europea stimava in novembre che il deficit **potrebbe salire ulteriormente nei prossimi anni**, rispettivamente al 4,5 e al 5,7% del PIL nel 2015 e nel 2016, e si attende un rapido aumento del rapporto debito/PIL fino al 99,8% nel 2016. Il peggioramento sarebbe esclusivamente legato a fattori ciclici nel 2015, mentre nel 2016 si verificherebbe un notevole peggioramento strutturale (-0,5%), in assenza delle misure discrezionali previste dal programma fiscale francese ma non ancora specificate. Il 27 ottobre, il governo ha annunciato misure per un ulteriore 0,2% strutturale che, assieme alla sterilizzazione degli effetti della revisione dei conti nazionali, hanno innalzato la correzione totale a 0,3-0,4%. Lo scorso 8 dicembre l'Eurogruppo ha richiamato la Francia ad adottare misure correttive strutturali per migliorare tale dinamica, pur senza spingersi fino a bocciare il budget 2015. La situazione è delicata, in quanto la Francia avrebbe dovuto correggere il deficit eccessivo entro il 2015. Il governo socialista è però alle prese con una **grave crisi di consensi**, che ha condotto alla *débaîcle* delle elezioni europee di maggio e una serie di pesanti sconfitte elettorali a livello locale. Le elezioni presidenziali sono ancora lontane (2017), ma ciò non toglie che il Governo difficilmente accetterà di restringere la politica fiscale prima del rafforzamento dell'attività economica.
- Il focus dell'azione politica rimarrà quindi sulle **riforme strutturali**. Recentemente è stata approvata dall'assemblea nazionale una profonda riforma degli enti locali, mentre continua lo sforzo di ridurre la pressione fiscale sul lavoro. Non sono in programma ulteriori interventi sul sistema previdenziale dopo la riforma del 2013, che ha dimezzato ma non eliminato il deficit atteso per il sistema nel 2020, e la Commissione Europea lamenta che non sono stati definiti i meccanismi per garantire la sostenibilità del sistema sanitario.

Previsioni	2013			2014				2015			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.4	0.4	0.7	0.8	0.0	0.4	0.2	0.3	0.7	0.7	1.1
Consumi privati	0.3	0.4	1.2	-0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
Investimenti fissi lordi	-0.8	-1.7	0.3	-0.7	-0.8	-0.6	-0.3	0.2	0.6	0.6	0.6
Consumi pubblici	2.0	2.0	0.9	0.4	0.5	0.8	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1
Esportazioni	2.4	2.0	2.5	0.5	-0.1	0.5	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0
Importazioni	1.9	2.9	2.8	0.7	0.3	1.1	0.4	0.6	0.8	0.8	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.3	-0.1	0.4	-0.1	0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.3	-1.2	-1.1	-0.9	-1.4	-1.3	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.0
Deficit (% PIL)	-4.1	-4.6	-5.1								
Debito (% PIL)	92.2	95.7	98.9								
CPI (a/a)	0.9	0.5	0.3	0.7	0.6	0.4	0.3	0.0	0.2	0.3	0.6
Produzione Industriale	-0.6	-0.8	1.0	-0.5	-0.5	0.5	-0.1	0.2	0.3	0.6	0.7
Disoccupazione (%)	9.9	9.7	9.8	9.7	9.7	9.8	9.8	9.9	9.8	9.8	9.7
Cambio effett. (1990=100)	99.7	99.6	97.2	100.7	100.3	99.3	98.0	97.1	96.5	97.1	98.0

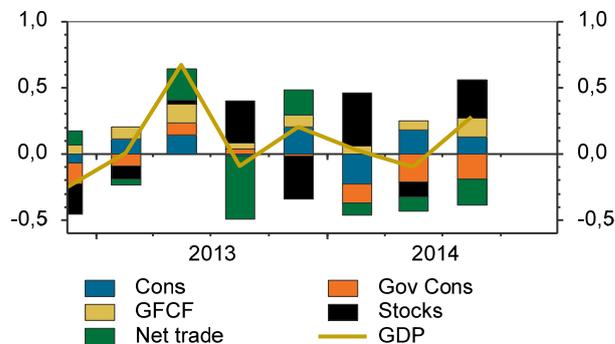
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-EcoWin, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Sentiment economico e crescita del PIL



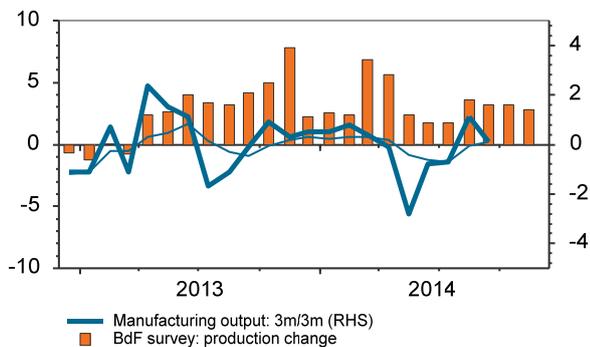
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Contributi alla crescita del PIL



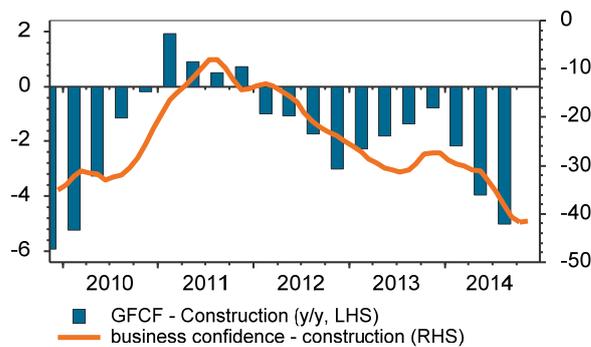
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



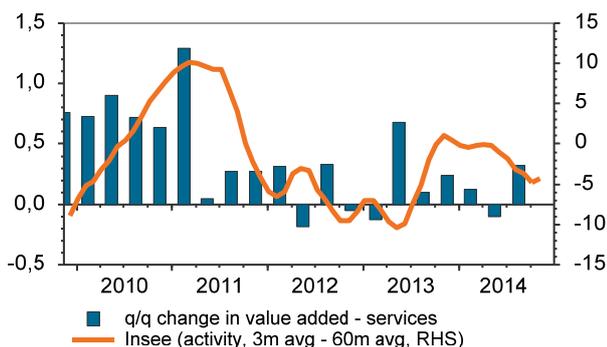
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Investimenti in costruzioni e fiducia delle imprese



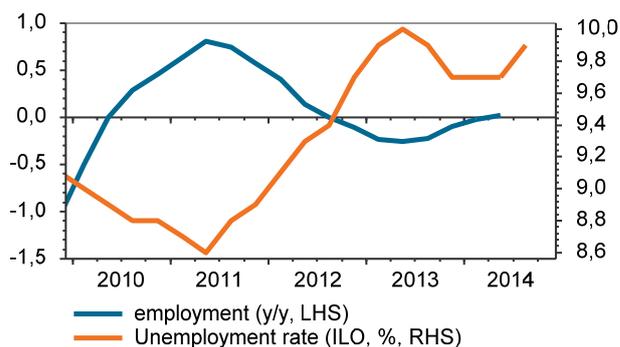
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



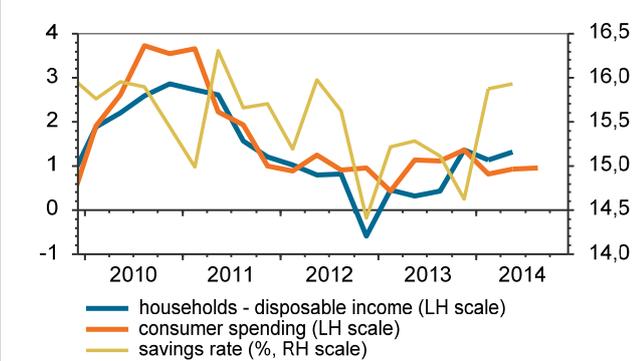
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Occupazione e disoccupazione



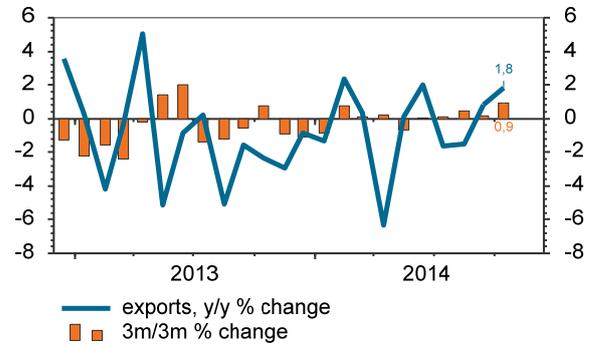
Fonte: Thomson Reuters-Datastream.

Fig. 7 – Redditi, consumi e propensione al risparmio



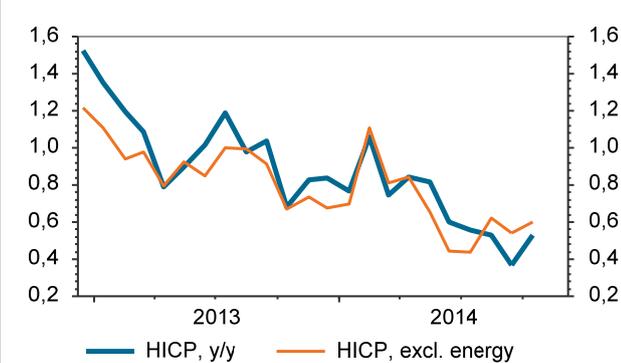
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Andamento delle esportazioni francesi



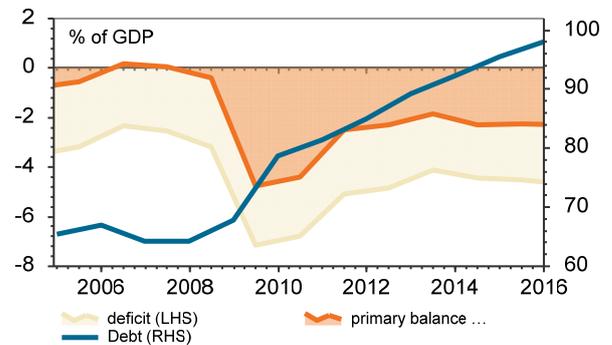
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento dei prezzi al consumo



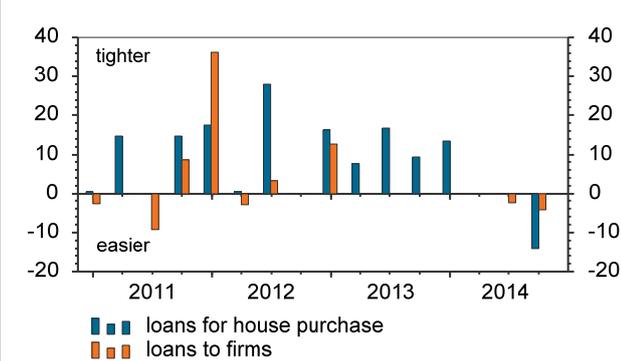
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



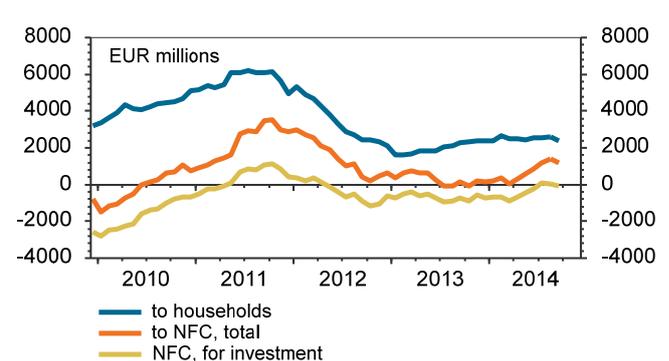
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Nota: media mobile di 12 mesi.

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Italia: la ripresa si fa ancora attendere

Paolo Mameli

- Rispetto allo scenario di settembre, **rivediamo al ribasso di due decimi la stima sul PIL italiano nel 2015**, da +0,6% a +0,4%. La maggiore cautela dipende tutta dall'effetto di **trascinamento da un 2014 più deludente delle attese** (PIL in calo di -0,4% anziché di -0,2% come precedentemente stimato): la modifica peggiorativa di due decimi della nostra stima dipende per metà dalla revisione sui dati passati di contabilità nazionale 2013-14 comunicata dall'Istat, per un decimo dal nostro minor ottimismo sull'ultimo trimestre del 2014, per il quale ci attendevamo un ritorno in territorio positivo dell'attività economica su base congiunturale, che invece è rimandato (nella migliore delle ipotesi) a inizio 2015.
- **Per l'anno prossimo, abbiamo mantenuto inalterato il profilo atteso sulla crescita trimestrale**, con un ritorno in territorio marginalmente positivo a inizio anno e un graduale rafforzamento della ripresa in corso d'anno. **Da un lato, l'evoluzione dei dati congiunturali recenti di per sé segnala rischi verso il basso** su tale scenario, in quanto l'andamento sia dei dati reali che degli indici di fiducia non è ancora coerente con una ripresa e, anzi, avrebbe giustificato una revisione verso il basso di tale profilo atteso per il 2015. **D'altra parte però, alcuni fattori esogeni intervenuti negli ultimi mesi di per sé indicherebbero rischi al rialzo sulla stima per il 2015**. In particolare, il nuovo profilo del tasso di cambio EUR/USD e del prezzo del petrolio ha *ceteris paribus* un impatto positivo di 0,3% sulla crescita italiana nel 2015; tale effetto potrebbe essere più ampio nel 2015, ed estendersi anche al 2016, nel caso in cui il recente calo delle quotazioni dell'euro e delle materie prime si accentuasse ulteriormente: uno shock simultaneo del 10% sul tasso di cambio e sul Brent avrebbe nelle nostre stime un impatto di 0,5% sulla crescita media del PIL dopo un anno (tale impatto rientrerebbe però quasi interamente nell'anno successivo).
- Oltre a cambio debole e materie prime meno care, l'altro fattore "potenziale" di ripresa, dal quale però ci attendiamo un contributo solo modesto, è **l'espansività delle politiche economiche**:
 1. **la BCE ha reso ancora più accomodante la politica monetaria**: dopo aver portato a settembre i tassi a zero, l'Istituto di Francoforte ha intrapreso un piano di acquisto di titoli, che per ora riguarda *covered bond* e ABS; è cresciuta la possibilità (che stimiamo ora superiore al 50%) che nel 1° trimestre del 2015 gli acquisti possano essere estesi ai corporate bond e/o ai titoli governativi. Tuttavia riteniamo che: a) è dubbio che la Banca centrale raggiunga l'obiettivo dichiarato di espansione del bilancio (1000 mld; riteniamo più probabile si arrivi a circa 350 mld); b) non è affatto detto che le misure annunciate siano efficaci nello "sbloccare" il meccanismo di trasmissione della politica monetaria (il livello dei rendimenti sui titoli sia governativi che societari è già molto basso ma non si è tradotto sinora in un miglioramento decisivo nel costo e nelle condizioni di credito applicate alle imprese);
 2. **nel 2015 la politica fiscale, così come già nel 2014, sarà lievemente espansiva**, grazie ai tagli di imposte inseriti nella Legge di Stabilità (variazione del saldo primario corretto per il ciclo: -0,2% l'anno prossimo dopo il -0,3% di quest'anno); il punto è che si tratta di un allentamento solo modesto dopo anni di forte stretta; stimiamo un impatto "teorico" sul PIL di due decimi; l'incertezza sull'evoluzione futura della politica fiscale potrebbe tuttavia dimezzare l'impatto a +0,1%.
- Tale impatto potrebbe essere amplificato dagli effetti delle riforme strutturali ma soprattutto dal prosieguo del **pagamento dei debiti arretrati della PA**: il processo si era interrotto nella parte centrale del 2014 ma dovrebbe essere ripreso negli ultimi mesi del 2014; si potrebbe arrivare a pagare ai creditori 40 miliardi di debiti a fine 2014 (il 2,5% del PIL) e 57 miliardi (il 3,5% del PIL) entro la metà del 2015. Nel complesso, potrebbero dunque essere pagati 17 mld nel 2013, 24 nel 2014 e 17 nel 2015. Nell'ipotesi prudenziale della Banca d'Italia che le risorse aggiuntive destinate al finanziamento di nuovi investimenti fossero il 12% del totale (e che la quota residua fosse ripartita in parti uguali tra finanziamento del capitale circolante e

accantonamenti per finalità precauzionali), ne deriverebbe un impatto complessivo sul ciclo, nella più prudente delle ipotesi, di 0,7% (da "spalmare" sul triennio 2013-15). Di questi, l'impatto sul 2015 sarebbe di 0,2%. Tuttavia, questa stima è ottimistica visto che l'incertezza che sembra pesare sulle decisioni di investimento delle imprese potrebbe ridurre la quota parte destinata al *capital spending*; una stima più realistica a nostro avviso si ferma a +0,1%.

- Nel 2015, **la ripresa sarà**, a nostro avviso, **ancora una volta molto dipendente dall'estero**. Infatti le esportazioni nette potrebbero aggiungere lo 0,3% al PIL, dopo lo 0,5% del 2014 (sarebbe il quinto anno consecutivo in cui gli scambi con l'estero danno un contributo positivo al ciclo). L'export è atteso accelerare al 3,3% dopo l'1,9% di quest'anno, a fronte di un import anch'esso in ripresa (+2,5% da +0,4%). Come detto, tale dinamismo dell'export potrebbe essere accentuato dal movimento del cambio: nelle nostre stime un deprezzamento del 10% del tasso di cambio EUR/USD rispetto al nostro scenario base ha un effetto positivo dell'1,5% sull'export e dello 0,4% sul PIL (tenendo conto dell'effetto di retroazione dell'export sulle importazioni). Come già nel 2014, ci aspettiamo che le vendite all'estero siano premianti in particolare verso i Paesi anglosassoni, mentre non è attesa una significativa accelerazione verso il resto dell'area euro; alcuni Paesi emergenti, tra cui Est Europa e Medio Oriente, potrebbero essere ancora frenati da tensioni geopolitiche e dall'effetto di minor domanda indotto dal calo delle quotazioni delle *commodity*. In generale, potrebbe essere più premiante l'export verso i Paesi sviluppati, anziché emergenti, e verso le aree valutarie in dollari rispetto alle altre valute.
- Quanto alla domanda interna, **dovrebbe proseguire la modesta ripresa dei consumi**, che già nel 2014 sono stati l'unica componente domestica in territorio positivo (0,3% nelle nostre stime, atteso accelerare a 0,8% nel 2015). La spesa delle famiglie ha ripreso a crescere, sia pure ad un ritmo modestissimo (0,1% t/t), già da oltre un anno (3° trimestre 2013), e potrebbe essere favorita dal recupero di reddito disponibile reale (stimiamo un +0,6% nel 2015 dopo 7 anni di contrazione). **Gioverà la stabilizzazione del bonus Irpef**, anche se l'incertezza sulla futura evoluzione della pressione fiscale (vedi clausola di salvaguardia sull'IVA e rischio di aumento dell'imposizione sulla casa con la riforma del catasto) potrebbe attenuarne l'impatto. **Il principale rischio viene dalla persistente debolezza del mercato del lavoro**: i segnali di ripresa dell'occupazione (quasi interamente temporanea, anche a seguito della maggior flessibilità introdotta dal decreto Poletti dello scorso marzo) sono in parte rientrati di recente e in parte vanificati, quanto agli effetti sulla disoccupazione, dal calo degli inattivi, che ha portato il tasso dei senza-lavoro a un nuovo massimo storico oltre il 13%. Ci attendiamo una stabilizzazione e non un calo nel 2015.
- La nota più dolente dello scenario viene dalla **mancata ripresa degli investimenti**, attesi contrarsi per il settimo anno consecutivo l'anno prossimo (di -0,3%). Le costruzioni sono ancora in recessione e gli indici anticipatori nel settore segnalano che una ripresa è rimandata, nella migliore delle ipotesi, al 2016. Ci aspettiamo invece un recupero già dall'anno prossimo per gli investimenti in macchinari e attrezzature (+1%), anche se per la maggior parte dovrebbe trattarsi di investimenti di sostituzione visto il grado di obsolescenza degli impianti dopo anni di contrazione della spesa in conto capitale delle aziende. Sarà di aiuto il taglio del cuneo fiscale a carico dei datori di lavoro inserito nella Legge di Stabilità, così come gli incentivi previsti in numerose misure legislative. Tuttavia, pesano la bassa redditività, che vanifica l'effetto potenzialmente favorevole del calo dei tassi di interesse (sebbene su questo fronte la situazione stia migliorando dal 2013), l'eccesso aggregato di capacità produttiva e l'incertezza ancora gravante sullo scenario congiunturale e di policy; inoltre, la proiezione più internazionale delle imprese potrebbe aver allentato il legame storico fra crescita dell'export e investimenti delle imprese.
- In sintesi, quella che ci attendiamo per il 2015 è, più che una "vera" ripresa, una **stabilizzazione dell'attività economica** dopo anni di calo (gli ultimi tre, e cinque degli ultimi sette). Per un recupero congiunturale maggiormente degno di questo nome (dell'ordine dell'1%) occorrerà attendere almeno il 2016.
- **Stimiamo un'inflazione, nella media 2015, molto vicina a quella dell'anno precedente ovvero**

Scenario Macroeconomico

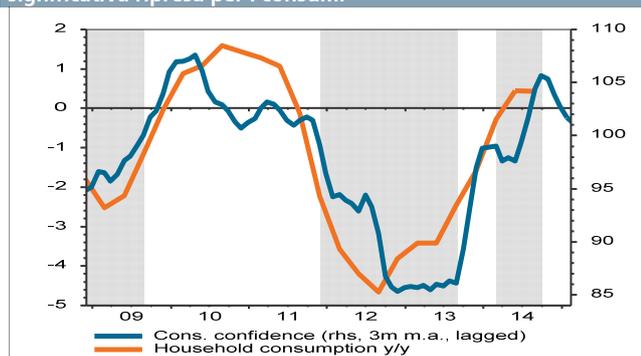
Dicembre 2014

solo di poco superiore allo zero (stimiamo 0,3% da 0,2% di quest'anno). Cambio debole e calo dei prezzi delle materie prime agiranno in senso opposto. La dinamica sottostante delle componenti *core* è appena superiore a zero, coerente con l'ampio *output gap* accumulato negli ultimi sette anni. In tale scenario, non è escluso che il CPI possa episodicamente tornare in territorio negativo nel corso della prima metà dell'anno. Tuttavia, continuiamo ad attribuire una ridotta probabilità a uno scenario di deflazione vera e propria, ovvero di persistenza in territorio significativamente negativo del CPI.

Previsioni	2013	2014	2015	2014				2015			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-1.9	-0.4	0.4	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.3	0.1	0.6	1.1
Consumi delle famiglie	-2.7	0.3	0.8	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	-5.4	-2.5	-0.3	-1.1	-0.8	-1.0	-0.4	0.1	0.3	0.6	0.5
Consumi collettivi	-0.7	-0.3	-0.2	-0.3	0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	0.9	1.9	3.3	0.2	1.3	0.2	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
Importazioni	-2.6	0.4	2.5	-0.7	0.9	-0.3	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.0	1.6	2.1	-0.2	1.5	1.7	3.2	0.0	2.3	2.3	3.8
Deficit (% PIL)	-2.8	-3.0	-2.9								
Debito (% PIL)	127.9	132.8	135.8								
CPI (a/a)	1.2	0.2	0.3	0.5	0.4	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.7
Produzione Industriale	-3.1	-0.9	0.0	-0.1	-0.6	-1.1	-0.4	0.0	0.9	0.6	0.2
Disoccupazione (%)	12.2	12.8	13.1	12.6	12.6	12.8	13.2	13.2	13.2	13.1	13.0
Tasso a 10 anni	4.31	2.90	1.93	3.64	3.10	2.61	2.24	1.97	1.85	1.85	2.03
Cambio effett. (2010=100)	99.7	99.9	98.6	100.5	100.3	99.7	99.1	98.6	98.1	98.5	99.2

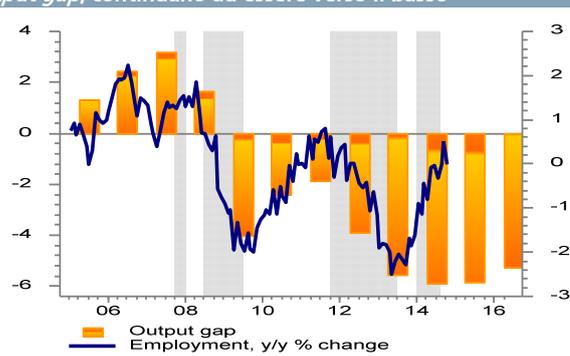
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-EcoWin, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La fiducia dei consumatori ancora non segnala una significativa ripresa per i consumi



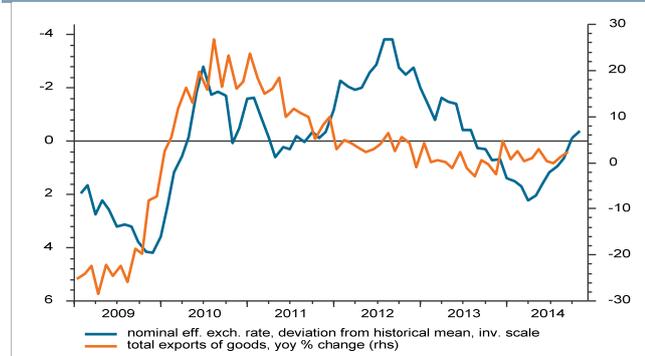
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – I rischi sull'occupazione, visto il persistere di un ampio output gap, continuano ad essere verso il basso



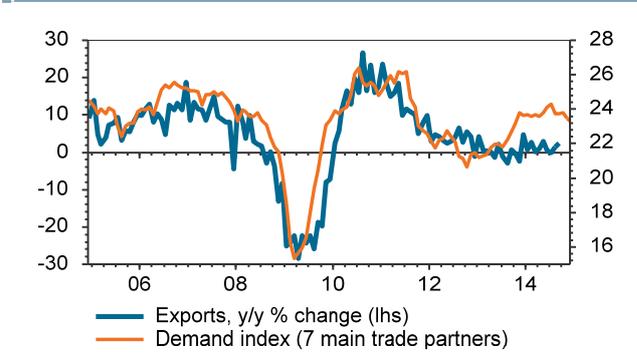
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – L'export sarà aiutato non solo dal deprezzamento del cambio...



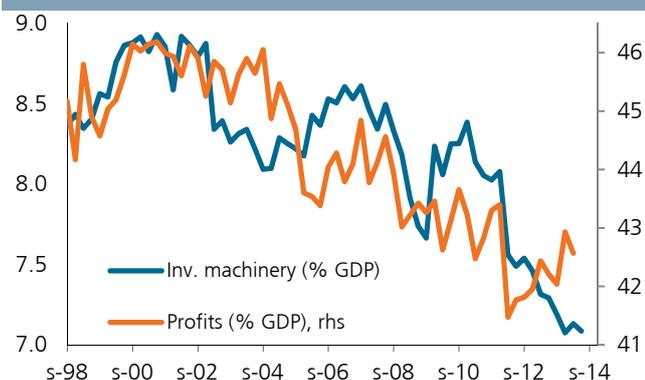
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ...ma anche dalla domanda sostenuta dai maggiori partner commerciali



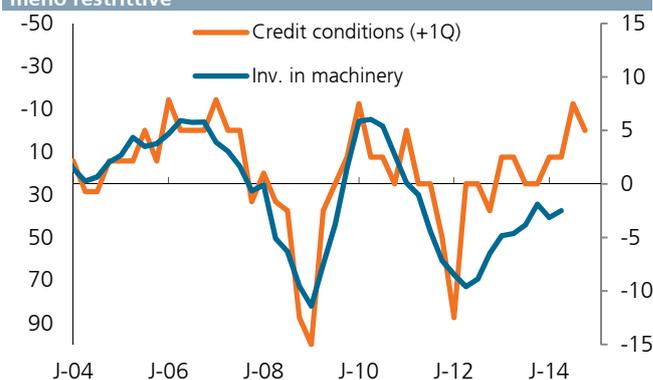
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Gli investimenti soffrono della bassa redditività...



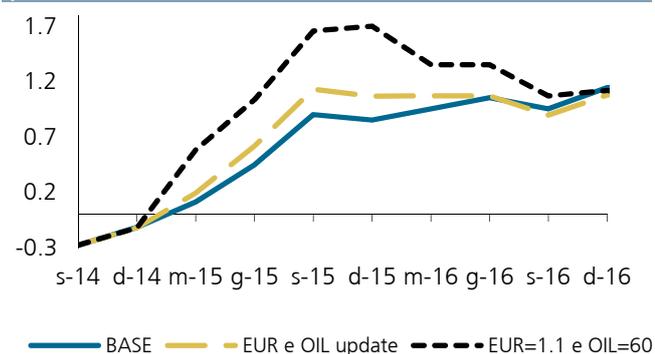
Fonte: ISTAT, elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ...ma potranno avvantaggiarsi di condizioni finanziarie meno restrittive



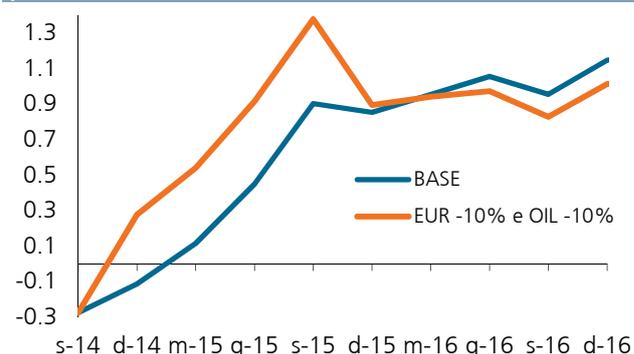
Fonte: ISTAT, elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – L'effetto sul PIL del mutato profilo del prezzo del petrolio e del tasso di cambio EUR/USD



Nota: Shock rispetto allo scenario base di settembre 2014.
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – L'effetto sul PIL di un calo del 10% del prezzo del petrolio e del tasso di cambio EUR/USD



Nota: Shock rispetto allo scenario base di settembre 2014.
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Spagna: è di nuovo festa, il principale rischio per il 2015 è politico

Lo scenario in sintesi. La Spagna ha continuato a sorprendere nei mesi estivi e ancora in autunno. Dopo il +0,6% t/t del 2° trimestre, il PIL è cresciuto di 0,5% t/t in estate mentre il PIL stagnava nella media area euro nello stesso periodo (v. Fig. 2). Il Paese sta chiaramente raccogliendo i frutti delle riforme degli ultimi anni (v. Fig. 1). Su base annua, il PIL è cresciuto di 1,7% a/a in estate, dal -1,1% a/a di un anno prima. La crescita è trainata, non più dalle esportazioni nette come nel 2013, dalla domanda interna. Le indagini congiunturali segnalano una tenuta del ciclo anche a ridosso di fine anno. Il PMI composito si aggirato in media a 54,7 a ottobre e novembre dal 56 dei mesi estivi e segnala pertanto un rallentamento del ciclo meno marcato che in Germania, Francia e Italia. Il livello del PMI composito è ancora coerente con una crescita del PIL di 0,4-0,5% t/t tra fine 2014 – inizio 2015 (v. Fig. 3). Negli ultimi due trimestri la crescita del valore aggiunto in Spagna è stata trainata soprattutto dai servizi per effetto dell'accelerazione della domanda interna, più che dal manifatturiero (v. Fig. 4). Ma tra ottobre e novembre il PMI servizi ha frenato e il PMI manifatturiero ha guadagnato quota, rispetto al 3° trimestre. La tendenza è anche più sorprendente se si considera che il manifatturiero nel resto della zona euro è quasi in recessione. C'è da domandarsi cosa sta spingendo l'industria spagnola e se la tendenza è sostenibile. In primo luogo notiamo che il manifatturiero è stato sostenuto da una decisa accelerazione dell'export verso le economie dinamiche dell'Asia e altri paesi avanzati, in primis Stati Uniti (v. Fig. 7). E', quindi, possibile che il sostegno al manifatturiero spagnolo non venga meno del tutto se la zona euro continua a frenare. Gli ordini all'export dal PMI suggeriscono una dinamica più vivace delle esportazioni nei prossimi mesi (v. Fig. 6). E' possibile quindi che si veda solo un rallentamento parziale dell'industria (v. Fig. 5). Va però notato che nonostante la svolta del trend del manifatturiero (in particolare nei beni capitali e di consumo, v. Fig. 9) il Paese è ancora molto indietro rispetto alla media area euro e la produzione rimane ben al di sotto dei livelli pre-crisi (v. Fig. 10). Le sorprese nei mesi centrali del 2014 e la tenuta prospettica della crescita a cavallo del nuovo anno ci inducono a rivedere al rialzo la nostra stima di crescita della Spagna di 0,1-0,2% decimiall'1,8% stimato a settembre. L'impatto del calo del prezzo del petrolio aggiungerà un paio di decimi alla crescita del PIL spagnolo entro fine estate. Di riflesso la Spagna è l'unico dei principali paesi dell'Eurozona per cui rivediamo al rialzo le stime per il prossimo anno. La crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna +2,0%, mentre le esportazioni nette offriranno un contributo negativo di -0,3%. I consumi privati dovrebbero continuare a crescere a un ritmo sostenuto nei prossimi trimestri, anche se meno che nei mesi estivi quando sono balzati di +0,8% t/t. Ci aspettiamo una moderazione della spesa delle famiglie verso 0,4% t/t a trimestre e una crescita media annua dell'1,9% **nel 2015**. Il supporto dovrebbe venire dal recupero di potere d'acquisto per effetto del calo dell'inflazione e della spesa per benzina e trasporti nonché dalla politica fiscale (gli sgravi previsti per il 2015 dovrebbero offrire un sostegno contenuto nell'ordine di due-tre decimi 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 crescita degli **investimenti industriali** del 3,1% nel 2015 dall'1,5% quest'anno, grazie al supporto sia della domanda interna ed esterna che della politica fiscale. Le sorprese potrebbero essere verso l'alto dal momento nel caso in cui le condizioni finanziarie dovessero divenire più accomodanti in corso d'anno. Del resto già negli ultimi due trimestri la crescita degli investimenti aziendali è stata superiore a quanto suggerivano gli indici per il comparto e l'andamento della capacità produttiva (v. Fig. 11 e 12). 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.

Le esportazioni sono viste in crescita del 5,4%, dal 4,5% del 2014, e dato l'elevato contenuto all'import da parte sia dell'export sia della domanda interna spagnola anche le importazioni sono

Anna Maria Grimaldi

Ciclo positivo grazie alla diversificazione dell'export e recupero della domanda interna

Impatto dal petrolio di +0,2%. La stima di crescita 2015 sale al 2,0% da 1,7%, unico dei Paesi più grandi della zona euro

La domanda interna farà da volano

Il saldo di parte corrente è di nuovo in deficit e vi è il rischio che si allarghi sensibilmente

viste in aumento del +6,7% t/t. Il saldo di parte corrente è tornato in deficit nel 2014 e il *gap* potrebbe allargarsi da -0,4% di settembre al -1,0% per fine 2015, dal momento che vi è il rischio che il surplus di bilancia commerciale (+1,0% si chiuda) si chiuda se al peggioramento del saldo dei servizi (dovuto al turismo) si associ anche un più ampio deficit del saldo beni.

La ripresa si è estesa al **mercato del lavoro**: il settore privato ha creato 386 mila posti di lavoro (si tratta per lo più di lavori a termine) (v. Fig. 13). Per i prossimi mesi, le indicazioni dalle indagini congiunturali sono per una crescita dell'occupazione più modesta rispetto ai mesi estivi e di solo 0,3-0,4% (v. Fig. 14). Il tasso di disoccupazione è sceso più rapidamente di quello che ci aspettavamo fino al 23,7% nel 3° trimestre dal picco del 27% a marzo 2013. Tuttavia il calo è in parte dovuto alla discesa del tasso di partecipazione fino al 59,5% dal 60,2% per effetto di un aumento degli inattivi. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo un calo contenuto della disoccupazione fino al 22,5% a fine 2015. Il tasso di disoccupazione in Spagna rimane sui massimi assoluti e quel che più preoccupa, per la coesione sociale (vedi sotto), è che non è lontano dal tasso di disoccupazione strutturale (21,5% secondo le stime OCSE). Gli accordi collettivi per il 2014 hanno comportato aumenti salariali di 0,4-0,5% a/a nei primi nove mesi dell'anno, 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. 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 si aggirerà in territorio negativo nel 2015 per effetto del calo del prezzo del greggio -0,2% sulla misura armonizzata. L'inflazione *core* rimarrà in territorio positivo 0,5%, invariata rispetto all'anno in corso. Se la ripresa ciclica sarà confermata l'inflazione spagnola potrà tornare in territorio marginalmente positivo da inizio 2016. Una ricaduta recessiva rischia di spingere anche la dinamica *core* in territorio negativo.

La politica fiscale farà da supporto in vista delle elezioni di fine anno

Il deficit spagnolo dovrebbe chiudere al 5,4% del PIL. La nostra previsione è che il deficit cali al meglio al 4,8% del PIL nel 2015 anno elettorale in cui il Governo sicuramente cercherà di riguadagnare consensi. In questo contesto, il debito è atteso salire fino al 102% del PIL e fino al 104% nel 2016, per poi iniziare a calare dal 2017. Del resto la Commissione sembra aver accettato una pausa nel processo di correzione dei saldi in Spagna. La variazione del saldo primario corretto per il ciclo nel 2015 sarà, secondo le stime recenti della Commissione, circa nulla. Il saldo corretto per il ciclo è atteso risalire al -2,8% del PIL nel 2016 per il venir a scadenza di alcune misure dal lato delle entrate. Il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine richiederà uno sforzo residuale di circa 2,5 punti di PIL tra il 2016 e il 2018.

Rischi per lo scenario. Per quanto positivi sul Paese, rimaniamo cauti; il processo di *deleveraging* deve proseguire, i guadagni di competitività degli ultimi anni si sono in parte fermati. Il rischio è che dopo la spinta recente la domanda torni a crescere meno di quanto incorporato nelle nostre stime (2,0%) 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. Inoltre saranno necessari ulteriori sforzi di riforma (training, politiche e agenzie per l'occupazione) per abbattere il tasso di disoccupazione strutturale che rimane tra i più elevati all'interno della zona euro. L'elevato debito pubblico (102% nel 2015) è un potenziale elemento di vulnerabilità in caso di svolta dei mercati, ma il principale rischio per il 2015 è indubbiamente politico. Le elezioni parlamentari di fine 2015 si prospettano assai pericolose per la credibilità internazionale del Paese. Gli ultimi sondaggi elettorali (v. Fig. 16) mostrano un'avanzata allarmante del partito di protesta anti-euro *Podemos* fino al 25%, solo due punti al di sotto del PSOE. Il rischio è che le elezioni 2015 non generino una maggioranza in grado di governare e di avanzare ancora con le riforme. La situazione in Catalogna rimane a rischio non di uscita nel breve o medio periodo quanto piuttosto evidenza una rottura, che potrebbe acuirsi, tra Governo Centrale e Regioni.

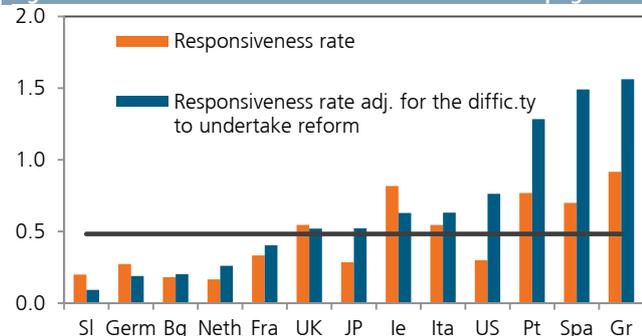
Il calo del tasso di disoccupazione riflette, in parte, una minore partecipazione. Abbattere il tasso strutturale rimane la principale sfida

Temporaneo calo in deflazione nel 2015 per il greggio. Al di sotto del 2% per il futuro prevedibile

La correzione sui saldi è rimandata al 2016

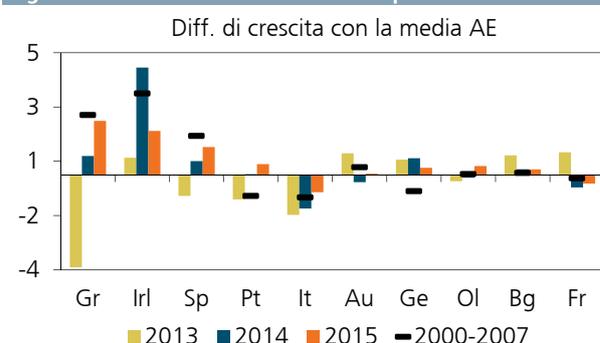
Il principale rischio per il 2015 è politico

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



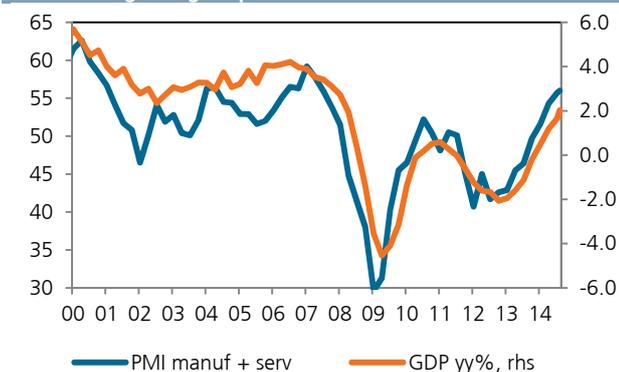
Fonte: OECD ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



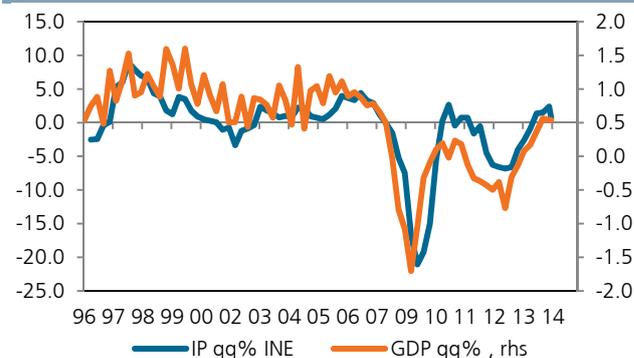
Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Mentre i paesi core rallentano, la ripresa in Spagna per ora tiene e guadagna quota



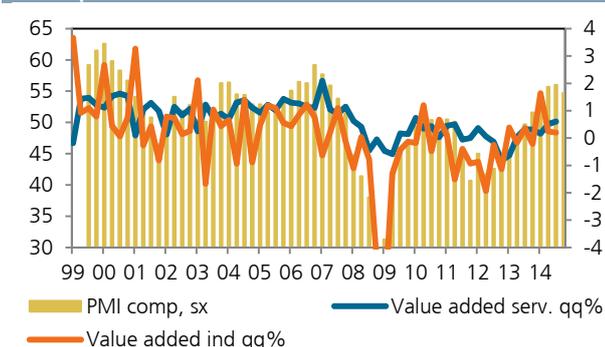
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - I dati di produzione suggeriscono un lieve rallentamento del PIL a fine anno



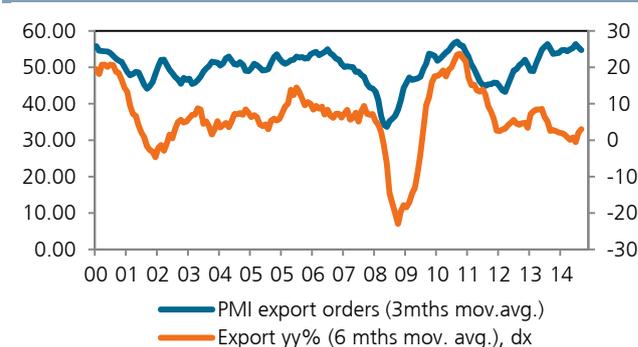
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - In questa fase la creazione di valore aggiunto sembra venire più dai servizi



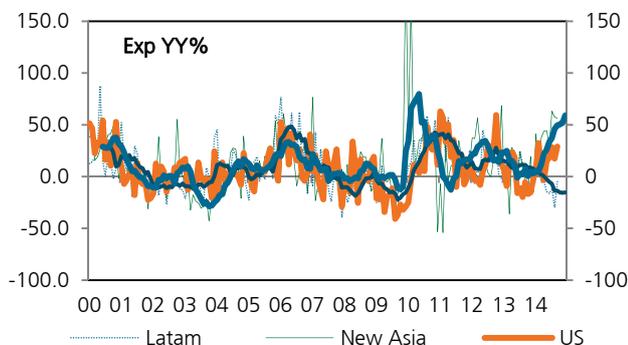
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Il PMI Markit indicava un'accelerazione dell'export che non si è verificata



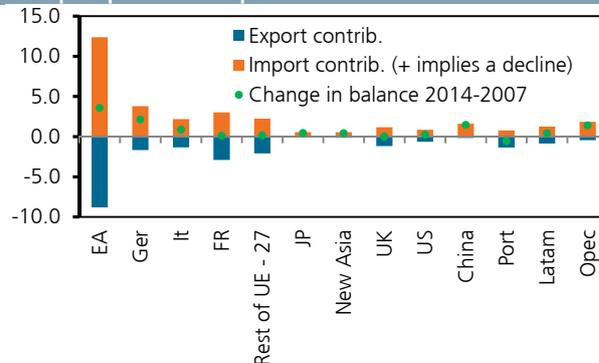
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Accelera l'export al di fuori della zona euro in particolare verso Asia e US



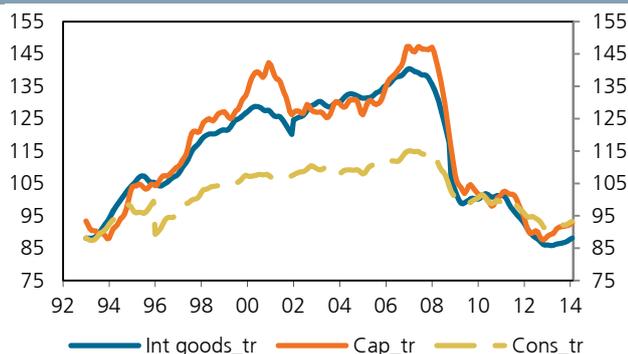
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Il miglioramento del saldo beni è dovuto quasi ovunque all'import più che all'export



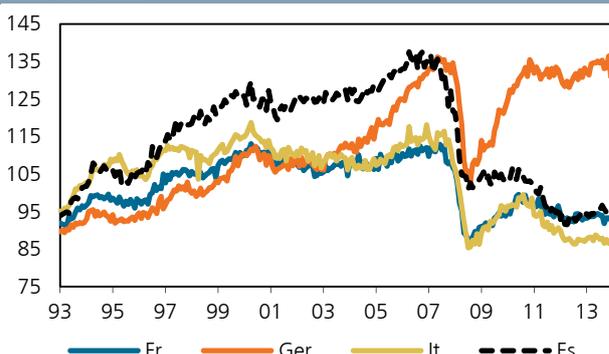
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Il trend ha svoltato sia nell'industria di beni capitali che nei beni di consumo



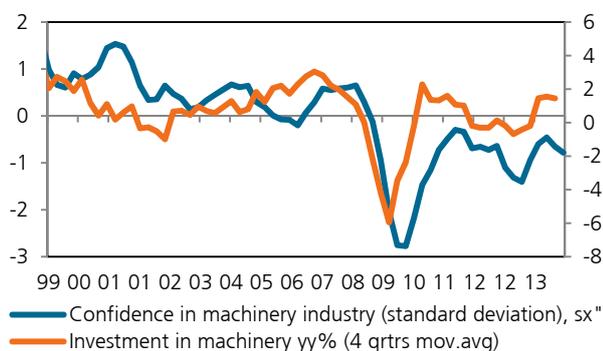
Fonte: INE, Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Nonostante il recupero, la produzione rimane ben al di sotto dei livelli pre-crisi, anche se la Spagna sembra far meglio di Italia e Francia



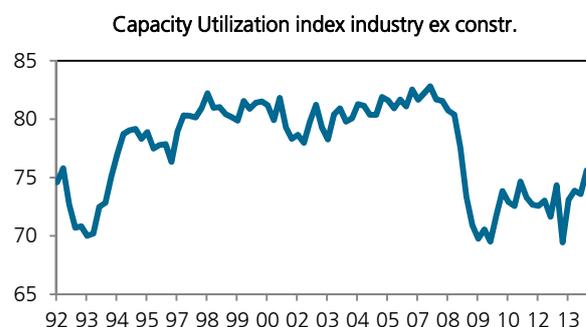
Fonte: Eurostat (indici di produzione industriale), ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Gli investimenti in macchinari sono cresciuti più di quanto avrebbe suggerito la dinamica della fiducia e...



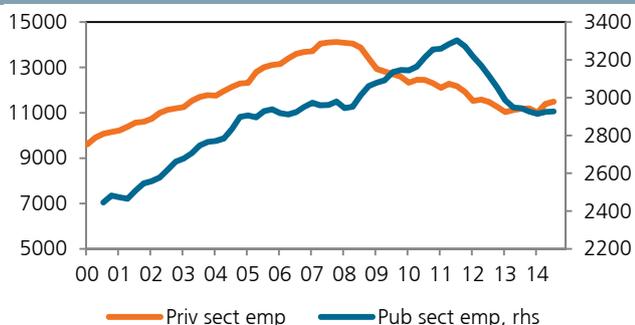
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – ... della capacità produttiva



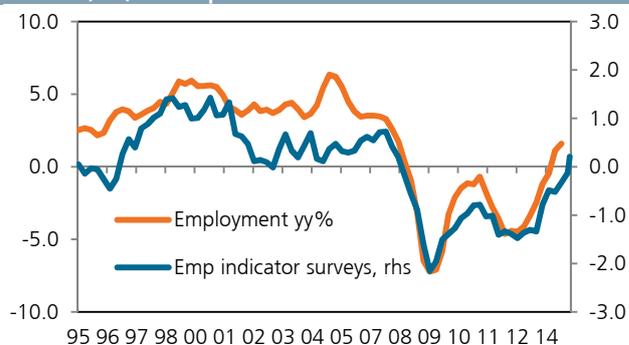
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



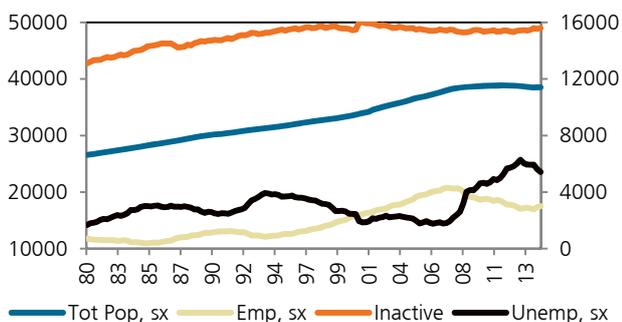
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Ma le indagini di fiducia suggeriscono una crescita più blanda 0,3-0,4% nei prossimi trimestri



Fonte: Commissione UE, INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Il calo del tasso di disoccupazione sarà contenuto. Per ora continuano ad aumentare gli inattivi



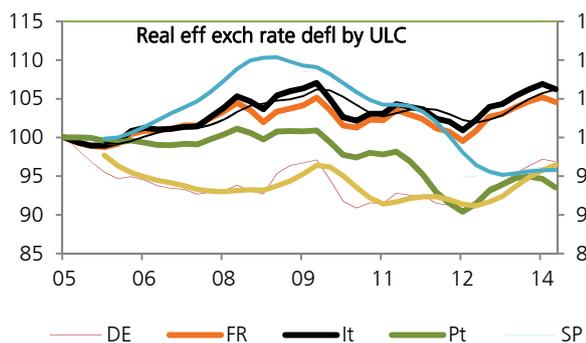
Fonte: INE, OCSE (tasso di disoccupazione strutturale) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – Prosegue la moderazione salariale



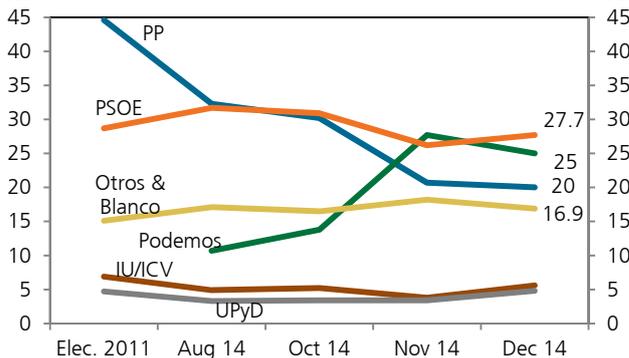
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 – Ma i guadagni di competitività di costo si sono fermati



Fonte: Commissione UE (tasso di cambio effettivo deflaz. per il costo del lavoro) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 – Nel breve periodo, il principale rischio è politico



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni	2013	2014	2015	2014				2015			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-1.2	1.3	2.0	0.5	1.2	1.7	2.0	2.2	2.1	1.9	1.8
Consumi delle famiglie	-2.1	1.9	1.6	0.5	0.7	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
Investimenti fissi lordi	-5.1	1.0	2.8	-0.7	0.6	1.9	0.0	0.4	0.8	0.9	1.0
Deficit (% PIL)	-6.8	-5.6	-4.4								
Debito (% PIL)	92.2	96.1	101.2								
CPI (a/a)	1.4	-0.1	-0.2	0.0	0.2	-0.3	-0.4	-0.9	-0.4	-0.3	0.7
Disoccupazione (%)	25.8	24.1	23.5	25.2	24.7	24.1	24.1	23.9	23.8	23.7	23.5
Cambio effett. (2005=100)	99.7	99.5	98.4	100.1	99.8	99.3	98.9	98.4	98.0	98.3	98.9

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

Asia

Giappone: più stimolo su tutti i fronti: BoJ, politica fiscale, petrolio

Giovanna Mossetti

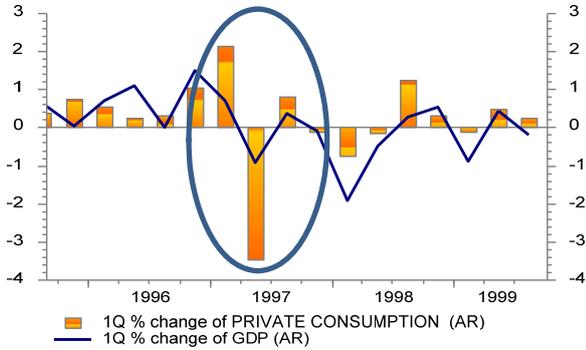
- La crescita in Giappone, dopo il rialzo dell'imposta sui consumi di aprile, è stata molto al di sotto delle previsioni ed ha indotto una risposta aggressiva da parte delle Autorità di politica monetaria e fiscale. Rivediamo verso il basso le previsioni per il 2014, più modestamente quelle per il 2015, e verso l'alto quelle del 2016, grazie all'effetto combinato dello stimolo aggiuntivo che verrà fornito da BoJ, Governo e petrolio. La crescita è prevista a **0,3% nel 2014, in accelerazione a 0,8% nel 2015 e all'1,9% nel 2016**. Il 2017 dovrebbe vedere un nuovo ampio rallentamento, per via dell'atteso rialzo dell'imposta sui consumi dall'8% a al 10% ad aprile 2017. Sul biennio 2015-16, il calo del prezzo del **petrolio** e il deprezzamento del **cambio** esercitano un'ulteriore spinta alla reflazione, cruciale per il controllo dei rischi sul fronte della finanza pubblica. Il calo del prezzo del **petrolio dovrebbe contribuire per circa 0,3-0,4pp alla crescita del 2015**, con rischi verso l'alto in caso di ulteriori correzioni del Brent.
- Gli eventi dell'autunno hanno modificato radicalmente lo scenario economico giapponese. Con la pubblicazione dei dati preliminari del PIL del 3° trimestre molto deboli, il Primo Ministro Abe ha annunciato il **rinvio del secondo rialzo dell'imposta sui consumi** (inizialmente programmato per ottobre 2015) e indetto **elezioni anticipate**, fissate per il 14 dicembre. L'obiettivo di Abe è avere una conferma del mandato per proseguire nella strategia di reflazione attuando 1) riforme strutturali al mercato del lavoro e al sistema previdenziale, 2) una politica fiscale espansiva nel 2015-16, e 3) un ulteriore consolidamento dei conti pubblici nel 2017, con un secondo rialzo dell'imposta sui consumi. Abe ha indicato che, se rieleto, nel 2015-16 attuerebbe uno **stimolo fiscale temporaneo** mirato soprattutto a sostenere il reddito delle famiglie ed ha incaricato il Governo di approntare un pacchetto lungo tali linee. La dimensione e le misure del pacchetto sono ancora incerte; **l'intervento dovrebbe essere compreso fra 3 e 5 tln di yen (fra lo 0,8 e l'1% del PIL) nel 2015**.
- La **domanda domestica** nella parte centrale dell'anno ha deluso più sul fronte degli investimenti che su quello dei consumi, nonostante l'ampia restrizione fiscale applicata sul reddito disponibile delle famiglie da un lato, e il contributo positivo agli utili delle imprese derivante dal deprezzamento dello yen dall'altro.
- I **consumi**, dopo l'ampia volatilità del 1° semestre, sono in crescita dall'estate e dovrebbero accelerare nel 2015. Le famiglie hanno risposto al rialzo dell'imposta sui consumi con un trasferimento intertemporale dei consumi, in rialzo "forzato" fra fine 2013 e inizio 2014, seguito da un'ampia correzione nel 2° trimestre. Il 3° trimestre tuttavia ha segnato una crescita positiva della spesa reale, che dovrebbe accelerare da fine 2014 in poi. Il rinvio del secondo rialzo dell'imposta sui consumi dovrebbe contribuire a un aumento della fiducia delle famiglie, spinta dall'aspettativa di espansione fiscale nel 2015. Le previsioni per i consumi sono rese particolarmente incerte dal fatto che non è ancora nota né l'entità né la composizione del pacchetto di stimolo fiscale per il 2015.
- Un elemento centrale per lo scenario della spesa delle famiglie è il **mercato del lavoro che**, pur in presenza di eccesso di domanda, per ora non registra un adeguamento dei salari al nuovo contesto di inflazione stabilmente positivo. Il **tasso di disoccupazione, al 3,5%**, è sui minimi da fine anni '90. Le **retribuzioni reali** sono in calo di -2,8% a/a, dopo un breve periodo in territorio positivo nella prima metà del 2013. Difficilmente si vedrà un cambiamento di passo prima dei negoziati sui salari contrattuali della primavera 2015. La previsione è che le grandi imprese siano disposte a migliorare le condizioni contrattuali, alla luce dell'andamento molto positivo degli utili, grazie a yen e petrolio in calo, ma le piccole imprese probabilmente resteranno molto caute. Anche con salari in moderata espansione, il rinvio del rialzo delle imposte nel 2015 e il calo del prezzo della benzina e dell'inflazione dovrebbero determinare un **ritorno in territorio positivo dei consumi, attesi in crescita dell'1% nel 2015** dopo la contrazione di -0,8% prevista per il 2014.

- Gli **investimenti fissi** delle imprese, estremamente volatili nel 1° semestre, dovrebbero riprendersi stabilmente grazie al deprezzamento del cambio, alla moderata crescita dell'export e al calo dei costi dell'energia. Il rinvio della restrizione fiscale e il nuovo stimolo monetario contribuiranno a una crescita degli investimenti dell'1% nel 2015, e del 2,5% nel 2016.
- Il **canale estero** nel 2015 ha deluso, con la debole congiuntura internazionale e la bolletta energetica in aumento nel 1° semestre, per via del deprezzamento dello yen. Nel 2015, una ripresa dell'export e un ampio contenimento delle importazioni, sulla scia del calo del prezzo del petrolio, dovrebbero determinare un contributo positivo alla crescita intorno allo 0,3pp.
- La **politica monetaria** ha sorpreso positivamente a fine ottobre, con l'annuncio di un ampio aumento di stimolo monetario e l'impegno "incrollabile" della BoJ a raggiungere il *target* di inflazione del 2% nel più breve tempo possibile. La Banca centrale ha aumentato l'obiettivo di variazione della base monetaria (a **80 tln** di yen da 70 tln di yen all'anno), con incrementi di acquisti per tutte le tipologie di titoli, inclusi quelli più rischiosi. **Per i JGB, l'obiettivo è di aumentare lo stock in portafoglio di circa 80 tln di yen all'anno**; inoltre, si intende allungare anche la durata media dei titoli acquistati a 7-10 anni. Gli acquisti di JGB saranno così pari a circa il doppio delle emissioni nette del 2015: la quota di JGB detenuta dalla Banca centrale continuerà a salire (20% a novembre 2014), liberando i bilanci bancari che potranno spostare l'attivo verso prestiti e attività più rischiose. La dimensione delle misure di stimolo decise a ottobre è tale da stabilizzare le aspettative per nuovi interventi della BoJ per il 2015, vista anche la decisione del Governo di rinviare il rialzo dell'imposta prevista per il 2015. **L'inflazione al netto degli alimentari freschi e dell'imposta sui consumi dovrebbe calare ancora** per via della componente energia, per poi **stabilizzarsi intorno allo 0,9% a/a a fine 2015**.
- La **politica fiscale**, con il rinvio dell'imposta sui consumi del 2015 e l'introduzione di un pacchetto di stimolo (ancora da definire), darà un contributo positivo alla crescita nel 2015, contro aspettative precedenti di restrizione di circa 0,4pp. Il Primo Ministro Abe ha affermato che il programma di consolidamento fiscale è solo rinviato e mantiene l'obiettivo (difficilmente raggiungibile, a nostro avviso) di azzeramento del saldo primario nel 2020. Il coordinamento di politica fiscale e monetaria per reflazionare l'economia è cruciale e limita i rischi di crisi del debito, nonostante un rapporto debito/PIL a 243% nel 2014 (stime FMI).

Previsioni	2013			2014				2015			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	0.3	0.8	2.6	-0.1	-1.1	-0.1	-1.3	1.0	1.8	1.7
- trim/trim annualizzato				6.7	-7.3	-1.6	2.4	1.6	1.7	1.7	1.7
Consumi privati	2.0	-0.8	1.0	9.1	-18.6	1.5	5.6	1.7	1.7	1.7	1.7
IFL - priv. non residenziali	-1.4	5.1	1.0	33.8	-17.9	-0.9	2.5	3.2	3.3	2.5	2.5
IFL - priv. residenziali	8.8	-3.3	2.4	9.7	-34.3	-24.1	21.6	21.7	0.2	0.2	0.1
Investim. pubblici	11.4	4.3	-4.4	-7.7	1.2	8.9	-8.1	-6.4	-6.4	-6.4	-6.0
Consumi pubblici	2.0	0.3	0.5	-0.9	-0.2	1.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.0
Esportazioni	1.5	7.1	2.8	28.2	-1.9	5.3	-3.7	4.6	4.9	4.9	4.7
Importazioni	3.3	6.9	2.7	27.3	-19.9	3.1	4.1	4.7	4.9	5.1	4.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.1	0.1	-0.7	1.3	-0.7	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	0.7	0.0	0.4	-1.1	0.6	0.5	0.2	0.2	0.4	0.5	0.4
Deficit (% PIL)	-9.3	-7.7	-5.5								
Debito/PIL (% PIL)	224.7	229.1	230.4								
CPI (a/a)	0.4	2.8	1.4	1.5	3.6	3.3	2.9	3.0	1.0	0.7	1.0
Produzione Industriale	-0.6	2.3	1.9	12.5	-14.4	-7.5	10.4	3.2	3.3	3.3	3.3
Disoccupazione (%)	4.0	3.6	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7
Dollaro/Yen (Yen)	97.6	105.9	123.5	102.8	102.1	104.0	114.6	121.0	124.2	124.6	124.1
Cambio effettivo (1990=100)	145.2	133.9	118.4	136.3	136.8	136.1	126.5	121.1	118.4	117.3	116.7

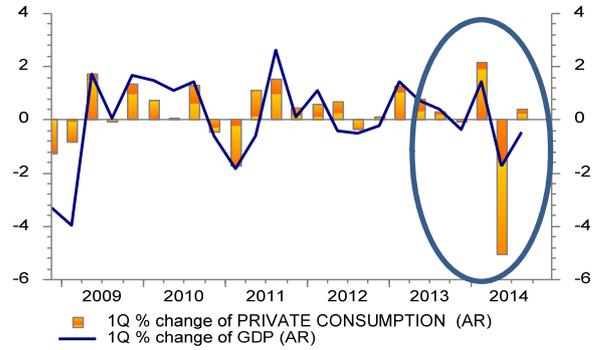
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



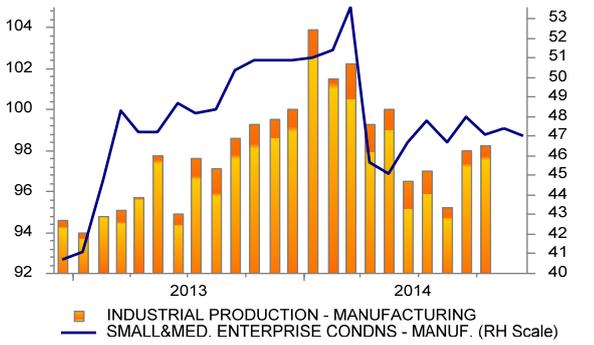
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



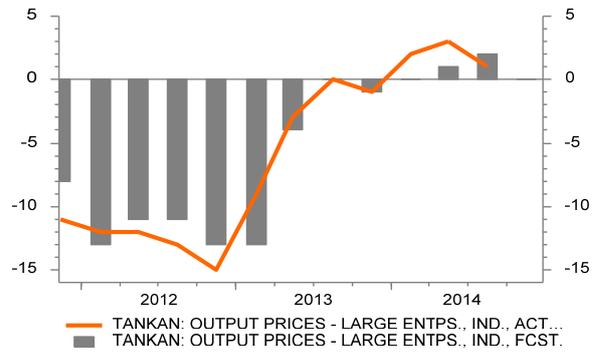
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - Le imprese si riprendono ...



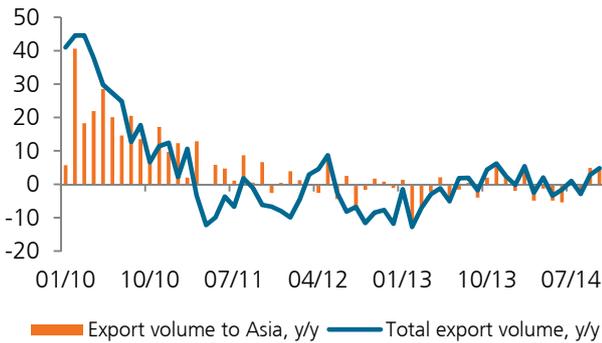
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



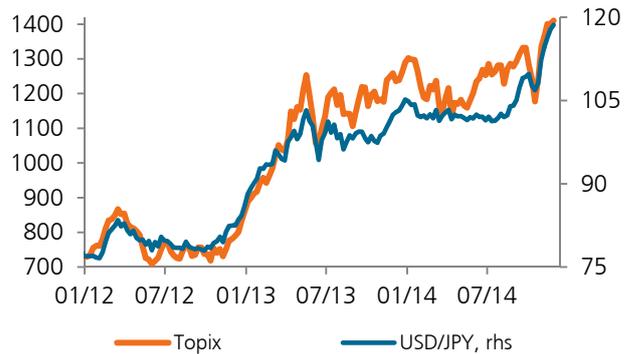
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - Le esportazioni latitano ...



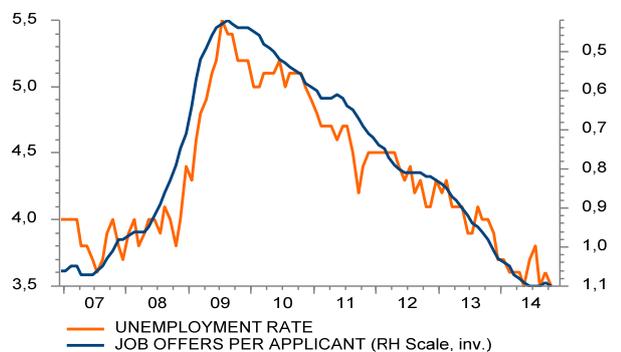
Fonte: Bloomberg

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



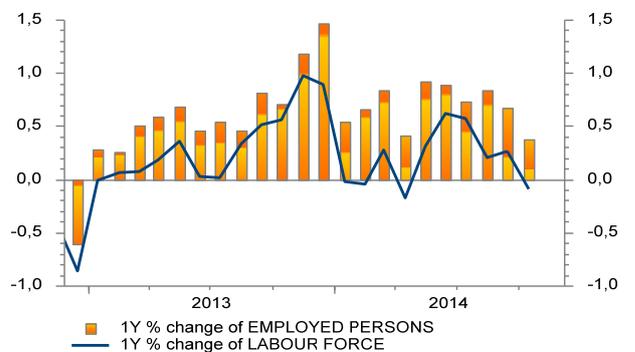
Fonte: Bloomberg

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



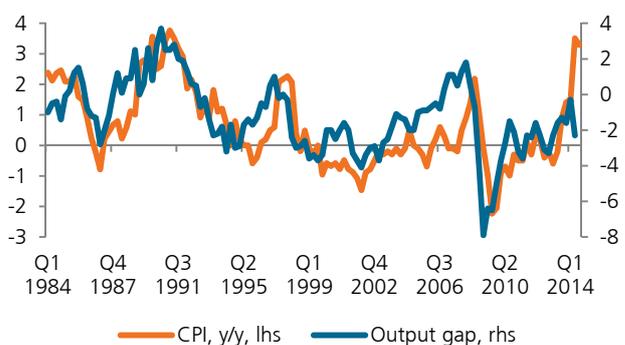
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Salari e inflazione



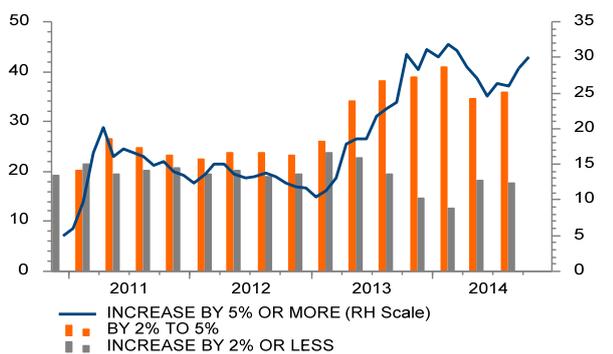
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Output gap e inflazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



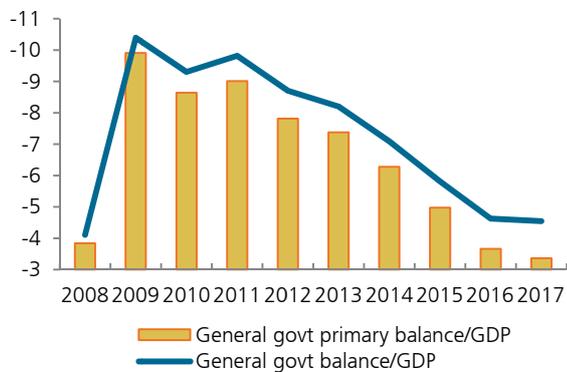
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



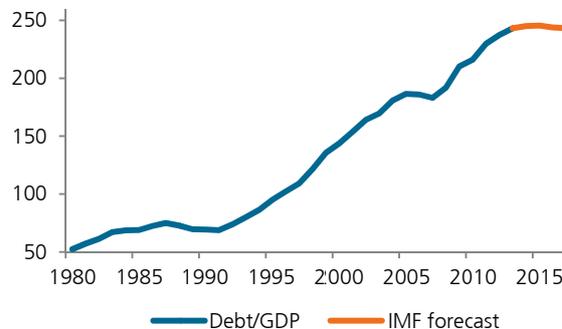
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Japanmacroadvisors. Aspettative basate sull'inflazione implicita nei JGB indicizzati

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



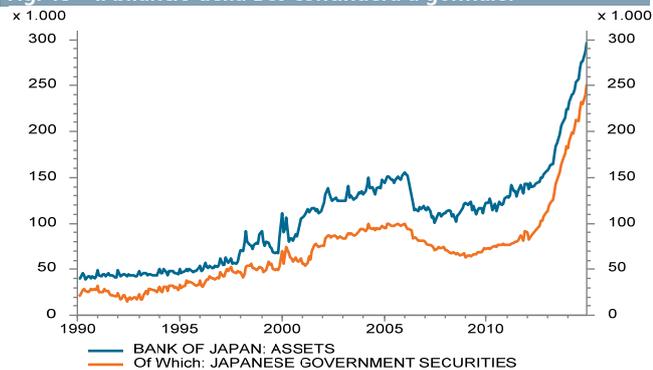
Fonte: FMI

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



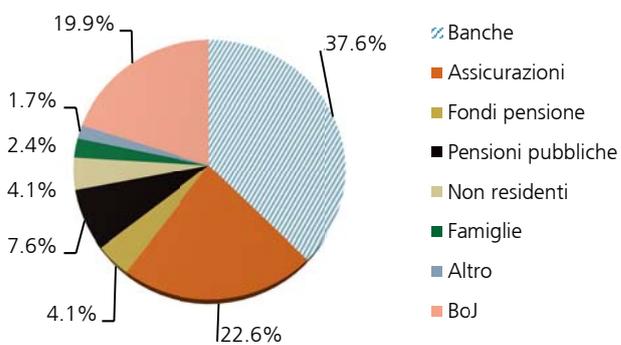
Fonte: FMI

Fig. 15 – Il bilancio della BoJ continuerà a gonfiarsi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 16 – Detentori di JGB



Fonte: Ministero delle Finanze, dicembre 2014

Cina: esperimenti di politica monetaria

Silvia Guizzo

- La crescita del **PIL** è ulteriormente decelerata a 7,3% a/a nel 3° trimestre (1,9% t/t) dal 7,5% nel 2° trimestre (2,0% t/t), portando il tasso cumulato dei primi tre trimestri a 7,4%, in linea con l'obiettivo del Governo di *circa* il 7,5%. La debolezza del mercato immobiliare continua a pesare negativamente sull'andamento degli investimenti totali riducendone il contributo alla crescita. Mentre le esportazioni nette sono salite grazie alla tenuta della domanda internazionale, i consumi privati sono decelerati (+8,2% a/a vs 8,5% nel 2° trimestre). Il rallentamento della produzione industriale e degli investimenti in ottobre, il marginale calo dell'indice PMI anche nella componente ordini, e la stabilità delle vendite al dettaglio reali puntano a dinamiche simili anche nel 4° trimestre. Manteniamo perciò invariata la nostra stima di una crescita annua del PIL del 7,3% nel 2014.
- Pur tenendo conto dei problemi di sovrapproduzione delle esportazioni (Fig.4) su cui le Autorità cinesi stanno ancora investigando, i dati di commercio estero di settembre ed ottobre confermano il buon andamento della domanda estera e la dinamica stabile ma ancora debole della domanda interna. Le **esportazioni** sono salite del 12% 3m a/a in ottobre, in marginale rallentamento rispetto a settembre. Le esportazioni verso il Giappone restano ancora in calo in termini tendenziali e quelle verso l'Europa rallentano, mentre accelera la domanda dagli USA e dal Sudest asiatico. Il miglioramento delle **importazioni** totali (+3,2% 3m a/a) trae origine dalle importazioni di beni da assemblare in prodotti poi destinati alle esportazioni (+19,1% 3m a/a, Fig. 3), mentre le importazioni di beni ordinari sono ancora in calo in termini tendenziali. Su queste ultime ha comunque pesato anche il calo dei prezzi alle importazioni (-1,0% a/a a settembre) ma soprattutto il calo dei prezzi di alcuni minerali quali il ferro (ca -15% tra fine giugno e fine ottobre) e del petrolio (-24% nello stesso periodo) a cui si somma il deprezzamento rispetto al dollaro di quasi tutte le valute asiatiche in particolare di paesi da cui la Cina importa maggiormente (Giappone, Corea, Australia). Le importazioni in volume di alcuni minerali e metalli, nonché di petrolio, sono invece accelerate negli ultimi mesi, in linea con la tenuta degli investimenti in infrastrutture e la ricostituzione delle scorte. Le importazioni di macchinari e di prodotti elettronici restano in marginale miglioramento.
- Gli **investimenti fissi urbani nominali** hanno continuato a decelerare registrando un tasso di crescita del 15,9% cumulato a/a in ottobre, il minimo della serie. Mentre si è registrata una accelerazione degli investimenti nel settore agricolo (+26,5% cum. a/a in ottobre vs 23,8% in agosto), gli investimenti del settore industriale hanno continuato a rallentare trainati al ribasso dal settore minerario e metallifero ma anche dal manifatturiero. La crescita degli investimenti nel settore dei servizi è rimasta stabile a 17,4% cum. a/a tra settembre ed ottobre, ancora sostenuta dagli investimenti nel settore dei trasporti, in particolare di ferrovie e strade, e dalla conseguente ripresa degli investimenti nel settore costruzioni.
- La decelerazione degli investimenti del **settore immobiliare** è stata marginale tra settembre e ottobre (12,4% cum a/a vs 12,5%) rispetto ai mesi estivi. Prosegue il rallentamento degli investimenti in edilizia residenziale (11,1% cum a/a in vs 11,3%) mentre la dinamica degli investimenti in edilizia commerciale e uffici è in accelerazione. In ottobre i prezzi degli immobili residenziali hanno continuato a scendere in tutte le 70 città in cui è effettuata la rilevazione anche se la diminuzione mensile è stata meno pronunciata rispetto ad agosto (Fig. 6). Le vendite di immobili residenziali a livello nazionale continuano ad essere in calo (-9,9% a/a in valore) ma in marginale miglioramento rispetto al minimo di -10,9% a/a in agosto. Dopo che diversi governi locali avevano cominciato ad allentare già dalla primavera le misure anti-speculative introdotte negli ultimi anni per raffreddare il mercato immobiliare, la PBOC a fine settembre ha deciso di attenuare anche alcune misure a livello nazionale. Nello specifico ha equiparato le condizioni degli acquirenti di seconda casa a quelli di prima casa a patto che abbiano ripagato tutto il primo mutuo: la caparra passa quindi da 60% a 30% (in vigore per la prima casa) del valore dell'immobile e il tasso minimo applicabile sul mutuo può scendere fino al 30% del benchmark rispetto a una maggiorazione del tasso del 10% applicata precedentemente per l'acquisto della seconda casa.

- La Banca centrale ha confermato solo all'inizio di novembre di aver istituito una nuova finestra (Medium-term Lending Facility, MLF) per le operazioni di finanziamento con scadenza superiore a tre mesi, avvalorando le voci prima mai confermate sulle operazioni di settembre (500 miliardi di CNY) e ottobre (289 miliardi). Tali prestiti sono disponibili per le banche in regola con i requisiti di gestione macro-prudenziale e i rispettivi tassi applicati serviranno da tasso di riferimento di lungo termine. Dopo qualche tensione sul mercato monetario a metà novembre, generata da indiscrezioni sulla possibilità che la PBOC introducesse una riserva obbligatoria anche per le istituzioni finanziarie non bancarie, il 21 novembre la Banca centrale ha tagliato di 40pb il tasso benchmark sui prestiti fino a un anno e di 25pb il tasso benchmark sui depositi di corrispondente scadenza. Il **taglio dei tassi** è stato applicato a tutte le scadenze della curva con qualche differenza su quelle a 2 e 3 anni ma il limite superiore del tasso sui depositi è stato aumentato da 110% del benchmark a 120%. La manovra, nell'ipotesi che le banche applichino il limite massimo sul benchmark – plausibile vista la concorrenza dei prodotti di gestione monetaria e on-line –, lascia di fatto il tasso sui depositi invariato ad eccezione delle scadenze a brevissimo termine (fino a 7gg) e di quelle superiori a tre anni sulle quali addirittura aumenta rispettivamente fino a 12 e 14pb. La pendenza della curva dei tassi sui depositi sale e il margine per le banche scende al massimo di 40pb sulla scadenza a un anno. La misura è in linea con l'obiettivo di liberalizzazione graduale dei tassi prima dell'introduzione dell'assicurazione sui depositi, che sembra approssimarsi. E' stata infatti recentemente pubblicata una bozza di regolamento (si prevede una compensazione per i depositi fino a 500.000 CNY) per la consultazione pubblica possibile fino a fine dicembre.
- La PBOC ha spiegato che il recente taglio dei tassi non implica un cambiamento di *stance* della **politica monetaria**, che rimane prudenziale. E' invece un'operazione di aggiustamento per guidare i tassi al ribasso e riallineare i tassi reali a un livello adeguato alle condizioni dell'economia e a quelle di finanziamento per le imprese, che continuano ad essere difficili (Fig. 7) in particolare per le piccole e medie imprese. Il tasso medio applicato ai prestiti commerciali è rimasto sostanzialmente stabile rispetto a inizio anno (7,33% nel 3° trimestre) ma in aumento di 19pb rispetto al 4° trimestre 2013. Il tasso medio sui mutui (6,96% nel 3° trim) è invece salito di oltre 40pb nello stesso periodo nonostante la *moral suasion* della PBOC nella primavera. Le condizioni di finanziamento rimangono comunque molto polarizzate in particolare per le imprese immobiliari, tra le quali le più grandi e solide riescono ad accedere al mercato obbligazionario a tassi elevati seppur ragionevoli mentre, secondo S&P's, per le più piccole, nella categoria di rating da B- a B+, il costo del finanziamento si aggira intorno al 12-13%. Un solo taglio dei tassi, anche se di sollievo per le imprese, difficilmente si potrà tradurre in una significativa riduzione del costo di finanziamento, anche perché in ogni caso il 71% dei prestiti viene prezzata a tassi superiori al benchmark (Fig. 8), a maggior ragione dopo la liberalizzazione dei tassi e in un momento di peggioramento del merito di credito delle imprese e dei margini per le banche. Riteniamo che l'allentamento delle misure anti-speculative e il taglio dei tassi, pur favorendo temporaneamente l'entrata di potenziali acquirenti nel **mercato immobiliare**, non riusciranno ad evitarne un ulteriore rallentamento. La domanda di abitazioni rimane strutturalmente solida per ragioni demografiche e il costo di mantenere le proprietà invendute non è così elevato data la mancanza di un'imposta sulla proprietà. Questi fattori ne dovrebbero impedire un crollo, come suggerito dalla stabilità della fiducia degli imprenditori immobiliari e dall'ottima dinamica della componente immobiliare dell'indice Shanghai Composite. Tuttavia, la superficie residenziale disponibile sul mercato si aggirerà intorno ai 5,5 miliardi di m² a fine anno (superficie completata più quella in costruzione) mentre all'anno la superficie residenziale venduta è di circa 1 miliardo di m². Il rapporto tra offerta e domanda rimane quindi ancora troppo ampio.
- Lo stock di **credito** bancario sta continuando a rallentare, insieme a quello dell'aggregato più ampio della finanza sociale, in linea con l'obiettivo delle Autorità di sostegno non generalizzato, ma limitato e mirato, del credito, e di contenimento e di regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario. Data la discesa dell'inflazione dei prezzi al consumo e la deflazione dei prezzi alla produzione, riteniamo che PBOC effettuerà altri due tagli dei tassi nella prima metà del 2015 mantenendo per ora invariato il tasso di riserva obbligatoria.

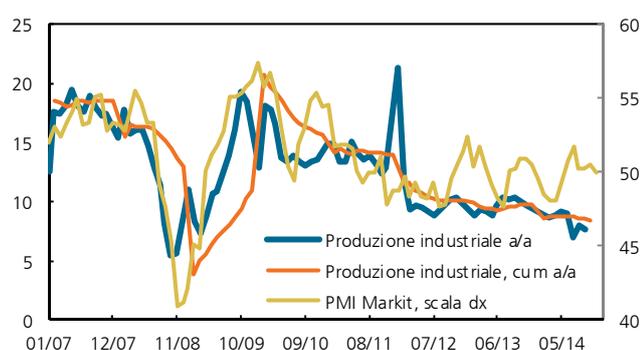
L'aumento dei crediti deteriorati (+36% a/a nel 3° trimestre; il livello vs il totale crediti sale all'1,16% dall'1% a fine 2013) continuerà a frenare la dinamica del credito anche in caso di ulteriori tagli dei tassi. Ribadiamo le nostre **previsioni** di rallentamento dell'economia al 7,1% nel 2015, con un ulteriore calo al 6,7% nel 2016, a causa della debolezza degli investimenti e della decelerazione dei consumi privati. I rischi al ribasso sullo scenario rimangono invariati.

- Il **cambio** vs dollaro, dopo essersi apprezzato di uno 0,4% nel mese di ottobre è tornato a deprezzarsi riportandosi in area 6,14 a fine novembre. La relativa stabilità del cambio vs dollaro e il contemporaneo apprezzamento del dollaro verso le altre valute hanno portato lo yuan ad apprezzarsi tra fine agosto e fine novembre sia verso euro (5,6%) ma soprattutto verso yen (12,3%) e won coreano (9,8%) e in misura minore verso tutte le valute asiatiche. L'apprezzamento del cambio effettivo è stato del 4,1% in termini reali e 4,8% in termini nominali nello stesso arco di tempo. Questo da un lato aumenta il trend di disinflazione interna e dall'altro rischia di pesare negativamente sulle esportazioni, diventando fonte di nervosismo per le Autorità. Gli acquisti di valuta estera da parte degli istituti finanziari sono tornati positivi in ottobre a 10,8 miliardi di dollari, suggerendo che essi o la Banca centrale stiano riprendendo a vendere renminbi, in linea con quanto emerge anche dal calo dei depositi in valuta estera da agosto. Riteniamo plausibile che, anche alla luce della ripresa dei flussi speculativi di capitali in entrata suggerita dai casi di sovrapproduzione delle esportazioni verso Hong Kong, la PBOC torni a intervenire frenando il trend di apprezzamento del cambio.

Previsioni	2010	2011	2012	2013	2014S	2015P	2016P
PIL (prezzi costanti)	10.4	9.3	7.7	7.7	7.3	7.1	6.7
Consumi privati	8.2	10.3	9.4	8.5	8.3	7.7	7
Consumi pubblici	11.4	12	5.5	7.4	7.1	6.8	6.9
Investimenti fissi	11.3	8.7	9	9.2	6.7	5.4	6.4
Esportazioni	26.1	4.1	3.1	5.8	8.3	7.6	7.7
Importazioni	19.4	5.3	4.1	7.8	6.2	8.7	7.7
Produzione industriale	12.3	10.3	7.9	7.8	7.4	6.9	6.7
Inflazione (CPI)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.1	2.5	3.2
Tasso di disoccupazione (%)	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	3.9
Salari medi	14.1	16.8	14.4	12.2	10.4	9.3	9.1
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	2.7	5.3	4.6	5	5.1	3.9	3.3
Cambio USD/CNY (media)	6.77	6.46	6.31	6.15	6.18	6.22	6.16
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1604	874	1360	1124	1621	1476	1323
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	3.1	1.7	2.6	2.0	2.6	2.2	1.8
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-4.0	-1.8	-2.5	-3.6	-3.6	-3.3	-3.2

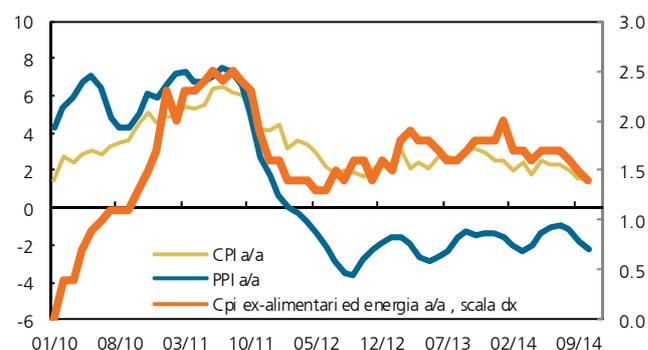
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; *Stime IMF Article IV 2014
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La produzione industriale rallenta ulteriormente



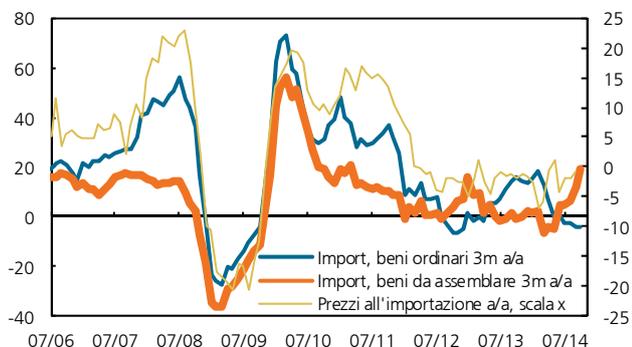
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - Inflazione in discesa



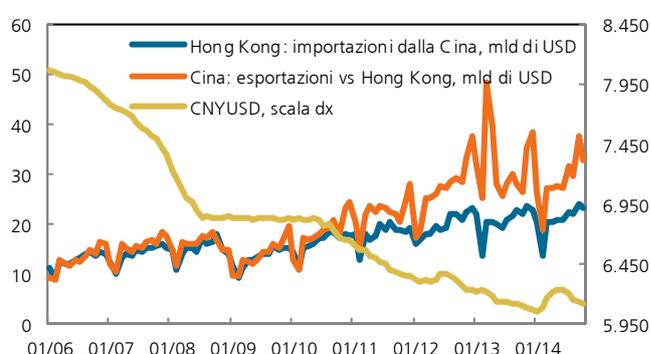
Fonte: CEIC

Fig. 3 - Migliorano solo le importazioni di beni da riesportare



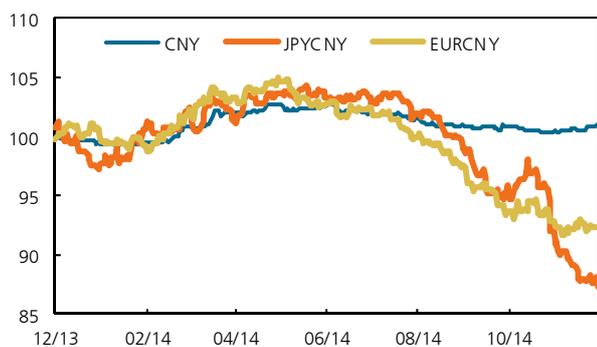
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Markit

Fig. 4 - Problemi di sovrapproduzione per l'export vs Hong Kong



Fonte: CEIC

Fig. 5 - Lo yuan si apprezza sensibilmente vs euro e yen



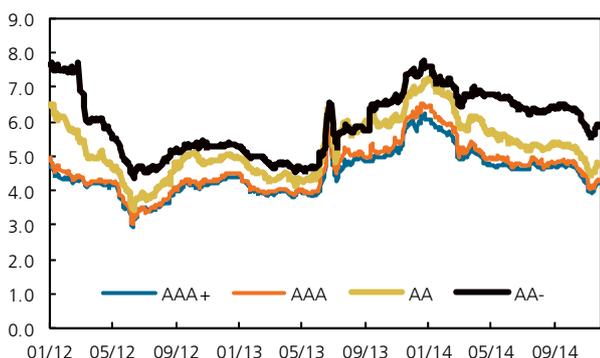
Nota: cambi ribasati a 01/12/2013= 100. Fonte: Bloomberg

Fig. 6 - Calano ancora i prezzi degli immobili residenziali



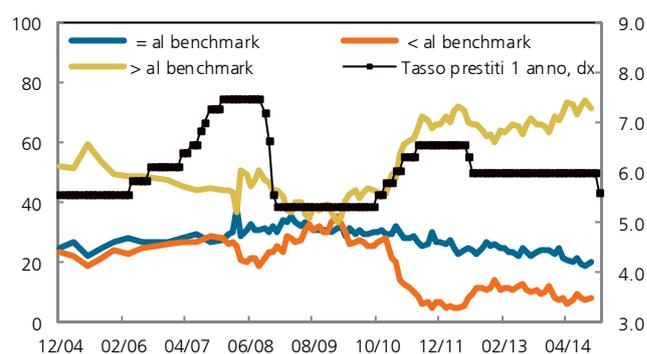
Nota: medie delle variazioni % di prezzo m/m. Fonte: CEIC

Fig. 7 - Il costo di finanziamento per le imprese resta elevato



Nota: rendimento emissioni a un anno. Fonte: CEIC

Fig. 8 - Prezzo dei prestiti rispetto al tasso benchmark



Fonte: CEIC

India: miglioramento lento

- La crescita del PIL è stata del 5,3% a/a nel 3° trimestre, in rallentamento dal 5,7% del 2° trimestre ma in linea con le nostre attese. Il rallentamento è in parte dovuto ad un effetto base sfavorevole e, dal lato dell'offerta, alla decelerazione del settore agricolo e di quello manifatturiero, mentre il settore dei servizi ha accelerato continuando ad apportare il maggior contributo alla crescita. Dal lato della domanda, alla marginale accelerazione dei consumi si è contrapposta una dinamica piatta degli investimenti e un contributo negativo del canale estero a causa del calo delle esportazioni.
- I dati di ottobre risentono negativamente della presenza di tre giorni di festività in più rispetto all'anno scorso, che ne rendono difficile la lettura. Le esportazioni sono rallentate (-0,7% 3m a/a in ottobre) principalmente a causa del calo del prezzo del petrolio. Restano in marginale miglioramento quelle al netto del petrolio in linea con l'aumento della componente ordini dall'estero del PMI, salita a 55,3 a ottobre, e del traffico cargo internazionale. Contemporaneamente, si registra un aumento delle importazioni (fig. 5), in particolare al netto del petrolio (+23,6% 3m a/a in ottobre), guidate dall'aumento delle importazioni di oro, minerali e metalli industriali, nonché di parti di macchinari. Ciò potrebbe prefigurare un miglioramento della dinamica degli investimenti nel corso del 4° trimestre che riteniamo tuttavia ancora marginale. Nonostante l'aumento delle approvazioni governative dei progetti d'investimento il numero di proposte presentate si è rivelato infatti ancora in netto calo (-24,9% a/a a ottobre) anche in termini di importo complessivo (-20,3% a/a).
- L'aumento della componente ordini dell'indice PMI, in particolare gli ordini totali a ottobre e novembre, riscontrato anche nell'indagine della Reserve Bank of India (RBI) sulle imprese industriali, punta ad un miglioramento della produzione industriale nei prossimi mesi. La fiducia delle imprese secondo l'Indagine trimestrale della Banca centrale è stata in ulteriore aumento nel 3° trimestre e nelle aspettative per il 4° trimestre (fig. 3), in contrasto con quanto emerge invece dall'indagine *Dan&Bradstreet*.
- Gli arrivi di turisti continuano a crescere supportando i ricavi del settore turistico. Contemporaneamente prosegue l'aumento delle sottoscrizioni di cellulari che, insieme al miglioramento dell'indice PMI dei servizi in novembre, continua a prefigurare una tenuta del settore anche nel 4° trimestre. La pioggia del monsone nord-orientale, caduta in quantità minore rispetto alle attese, ha rallentato le semine invernali (*rabi*). I prossimi raccolti rischiano quindi di non riuscire a compensare il calo di quello autunnale (*khari*), impattando nuovamente sulla produzione agricola e dunque sulla dinamica del PIL nei prossimi trimestri. Sulla scia del risultato delle elezioni e della discesa dell'inflazione, la fiducia dei consumatori è salita anche nel terzo trimestre. La valutazione sul mercato del lavoro rimane positiva, così come quella sulle prospettive dei redditi, ma il miglioramento sulle intenzioni di spesa in beni durevoli rimane marginale. Tutto questo dovrebbe favorire una tenuta dei consumi che rimangono comunque vulnerabili al rallentamento dei salari nelle zone rurali. Manteniamo invariata la nostra stima di crescita del PIL al 5,2% per l'anno 2014.
- L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa più velocemente delle nostre attese portandosi a 5,5% in ottobre da 7,7% in agosto (fig. 4), in parte grazie ad effetti transitori quali un forte effetto base favorevole e una frenata dell'inflazione del comparto alimentari guidata dal calo stagionale dei prezzi di frutta e verdura. A questi si sono aggiunti il calo del prezzo del petrolio e i mancati aumenti nel comparto dei prezzi dell'elettricità. L'abolizione dei sussidi e dei prezzi amministrati al consumo e alla produzione del diesel, introdotta a metà ottobre, nel breve termine non avrà impatti dato il profilo in discesa del prezzo del petrolio, mentre su altri prodotti alimentari (carni, latte) l'inflazione rimane ancora elevata. L'inflazione al netto di alimentari e carburanti è rimasta ferma a 5,9% tra settembre e ottobre, risultando più elevata dell'inflazione totale, guidata dalle pressioni al rialzo su alcuni comparti quali quello dell'abitazione, la cura personale e l'abbigliamento. L'effetto base sarà sfavorevole a partire da dicembre e l'inflazione dovrebbe tornare a salire nei prossimi mesi, pur rimanendo al di sotto della previsione della RBI per marzo 2015 (rivista al ribasso a 6% da un precedente 8%).

Silvia Guizzo

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2014

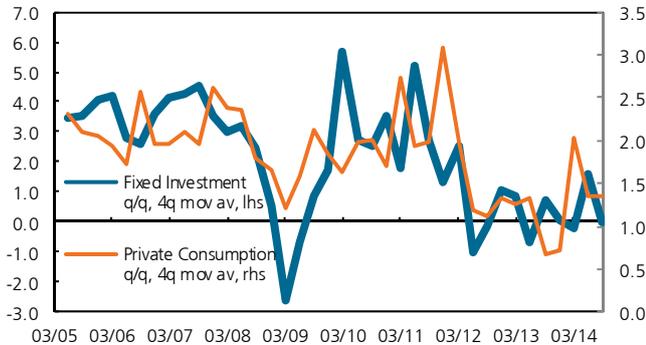
- La previsione per marzo 2016 rimane al 6% con rischi bilanciati. Essa si basa su attese di piovosità del monzone sud-occidentale in linea con la media storica, prezzi del petrolio sostanzialmente stabili rispetto a quelli attuali e nessun aumento dei prezzi amministrati dei carburanti, ad eccezione delle tariffe elettriche. A dicembre, la RBI ha dichiarato che è pronta ad un allentamento della politica monetaria nei primi mesi del 2015, anche intra-meeting, se il profilo d'inflazione si evolverà secondo le attese; ci sarà un calo delle aspettative d'inflazione e la dinamica dei conti pubblici continuerà ad essere in linea con l'obiettivo di consolidamento. In linea con queste ipotesi, la svolta potrebbe essere veloce e sensibile per compensare la lentezza con cui le banche hanno trasferito alla clientela il recente calo dei tassi nel mercato monetario. Riteniamo pertanto che la RBI potrebbe portare il tasso repo al 7% entro l'estate del 2015 se il bilancio per l'anno fiscale 2015-16 sarà in linea con quanto atteso.
- Le recenti riforme nel campo energetico, le semplificazioni approvate nell'ambito delle norme federali sul diritto del lavoro e degli obblighi amministrativi per le imprese, nonché le proposte di maggior apertura degli FDI, sono positive per gli investimenti. Un miglioramento più solido del clima imprenditoriale però richiederà tempo e dipenderà da ulteriori riforme anche a livello dei singoli stati. Tra le più importanti a livello federale troviamo l'allentamento delle norme in materia di diritto del lavoro (attualmente un'impresa con più di 100 addetti non può licenziare senza l'approvazione governativa) in attesa di approvazione in Parlamento entro fine anno, e delle procedure di acquisizione dei terreni. Un forte effetto sulla competitività avrebbe l'introduzione dell'imposta generale su beni e servizi che renderebbe il mercato indiano un mercato unico (attualmente ogni singolo Stato ha le proprie imposte e, dunque, i propri controlli alle frontiere) abbattendo, secondo la Banca Mondiale, i tempi di trasporto del 20-30% e i costi del 30-40%.
- L'approvazione delle riforme sarà in parte frenata dalla presenza di alcuni ostacoli istituzionali (vedi Scenario Macroeconomico Settembre 2014) e dai sindacati; il loro effetto non sarà dunque immediato. A causa di questi fattori la ripresa degli investimenti sarà pertanto lenta e inizialmente contenuta anche dall'andamento del credito. Rivediamo solo lievemente al rialzo la nostra previsione di crescita al 5,6% nel 2015. L'introduzione delle riforme di cui sopra e l'allentamento della politica monetaria peseranno di più sulla dinamica della crescita nel 2016, che vediamo in ulteriore accelerazione al 6,0%.
- Il ritorno dei flussi di capitali in entrata, il miglioramento degli indicatori di vulnerabilità esterna e del saldo delle partite correnti, ulteriormente supportato dal calo del prezzo del petrolio, renderanno il cambio meno esposto agli effetti dei rialzi Fed e dei tagli dei tassi della RBI.

Previsioni	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.3	7.7	4.8	4.7	5.2	5.6	6
Consumi privati	7.5	10.1	5.7	4	6.2	4.9	6.9
Consumi pubblici	7.9	6.2	7.6	4.4	7.3	5.4	6.6
Investimenti fissi	15.2	11.5	2.4	1	1.6	2.9	5.4
Esportazioni	13.8	20.8	8.3	5.3	6.4	6.7	7.1
Importazioni	17.8	18.2	11.6	-1	1.9	5.3	5.5
Produzione industriale	9.7	4.8	0.7	0.6	1.8	4.7	6.9
Inflazione (CPI)	10.3	9.6	9.7	10.1	7.2	5.6	5.8
Tasso di disoccupazione (%)	6.1	5.8	5.6	5.6	5.6	5.7	5.8
Salari medi	17.5	15	16.4	11.2	10.6	9.8	8.9
Mibor 3 mesi (media) (%)	6.3	9.5	9.5	9.3	9	8.1	7.5
Cambio USD/INR (media)	45.74	46.69	53.47	58.57	60.96	62.85	63.00
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-2498	-2945	-4893	-2780	-968	-1268	-867
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-3.6	-3.6	-5.4	-2.7	-0.8	-1.0	-0.6
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.0	-7.2	-5.8	-5.9	-4.7	-4.4	-4.1

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La ripresa degli investimenti è lenta



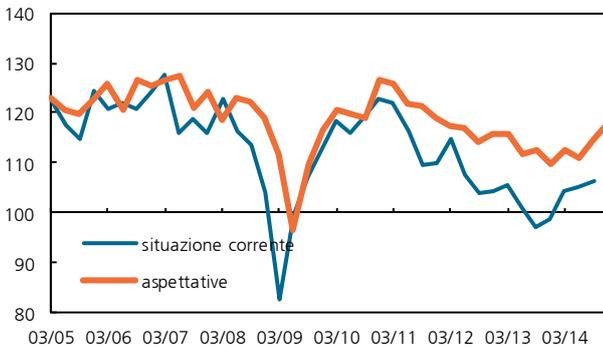
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Produzione industriale in timido miglioramento



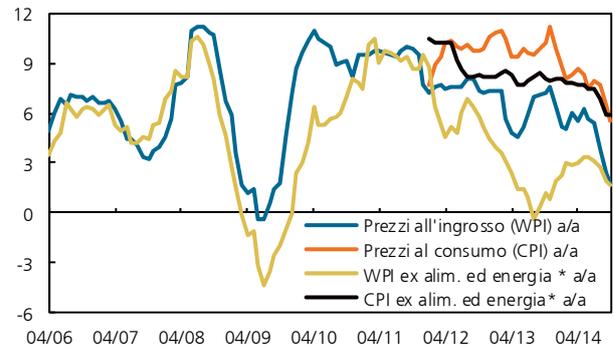
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 - Migliora ulteriormente la fiducia degli imprenditori*



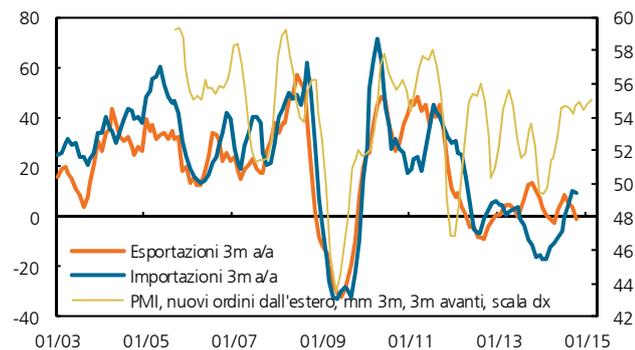
*Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 - L'inflazione scende



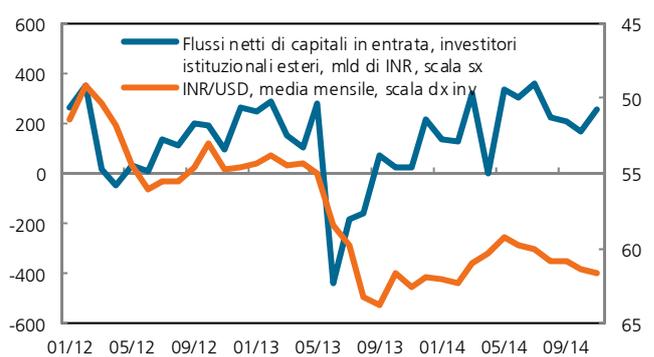
*Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 - L'export rimane contenuto



Fonte: Bloomberg, Markit

Fig. 6 - Il deprezzamento della rupia rimane contenuto



Fonte: CEIC

Mercati valutari: divergere o non divergere, questo è il tema

La divergente azione di policy di BCE e BoJ rispetto alla Fed lascia ancora *downside* per euro e yen. All'opposto la "non-divergenza" della BoE dà alla sterlina un'altra *chance* di ripresa.

Asmara Jamaleh

Euro: la discesa non è ancora conclusa

- **Nel 2014 l'euro ha fatto la correzione che doveva fare (v. Fig. 1):** da un massimo a quasi 1,40 (area 1,39) è sceso infatti fino a quasi 1,20 (minimo in area 1,22 EUR/USD) **muovendosi in linea con i fondamentali**. A guidare il calo sono stati il miglioramento dello scenario economico USA e, contemporaneamente, il peggioramento nell'area euro, sia in termini di crescita che di inflazione. Le attese di rialzo dei Fed Funds sono andate aumentando, mentre la BCE ha dovuto riprendere a tagliare i tassi, azzerandoli, e inaugurando – sei anni dopo la Fed – un proprio QE su scala ridotta.
- Va notato che **il ruolo della BCE si è dimostrato particolarmente rilevante da quando Draghi ha ammesso espressamente che il tasso di cambio, pur non essendo un *target* di policy, è però una variabile molto importante, di cui la banca centrale tiene conto nelle proprie scelte di politica monetaria:** un apprezzamento eccessivo dell'euro in un contesto di crescita pressoché nulla e di inflazione molto bassa può infatti far scendere ulteriormente l'inflazione allontanandola dal *target*. In tal caso la BCE è autorizzata ad espandere la politica monetaria, ed è quello che ha fatto quest'anno.
- **Ad agevolare la correzione dell'euro è stato in particolare il divergere dei cicli di politica monetaria della Fed,** che ha chiuso il QE e si appresta ora ad alzare i tassi. La divergenza rimarrà anche l'anno prossimo, ma l'effetto potrebbe decrescere con il passare del tempo. Possiamo idealmente dividere il 2015 in due parti, approssimativamente corrispondenti al 1° e al 2° semestre. **Nella prima metà dell'anno la divergenza dovrebbe ampliarsi ancora,** perché la BCE aumenterà il QE e poco dopo la Fed inizierà (davvero) ad alzare i tassi. Questa è la fase in cui **le pressioni ribassiste sull'euro saranno maggiori,** in particolare in corrispondenza del primo rialzo dei Fed Funds, dato che – non dimentichiamolo – **(1)** il punto di partenza è lo zero e **(2)** i Fed Funds sono rimasti fermi qui per sei lunghi anni.
- Le nostre stime di *fair value* del cambio (v. Fig. 2) in corrispondenza di tassi BCE a zero e Fed Funds in risalita verso l'1,00% collocherebbero l'EUR/USD **in area 1,23.** Trattandosi di stime ottenute da dati a frequenza mensile calcolati come medie di dati giornalieri il minimo puntuale compatibile con un livello medio di 1,23 è 1,20 EUR/USD. Al momento però i rischi per l'area euro sono complessivamente ancora verso il basso. Contemplando inoltre la possibilità di un temporaneo *undershooting*, l'EUR/USD potrebbe scendere entro il range 1,20-1,15. Collochiamo **intorno a 1,18 EUR/USD il punto di minimo atteso.** Tale livello rappresenta un supporto rilevante perché è il minimo raggiunto nel 2010 durante la crisi greca, quando la sfiducia nell'euro per il rischio di "break-up" era massima. Per trovare un minimo più basso negli ultimi dieci anni bisogna ritornare alla fine del 2005, dove il cambio era sceso a 1,16 EUR/USD. Qui in realtà eravamo ancora nell'epoca precedente il *break* strutturale della crisi economico-finanziaria globale del 2008. Ciononostante, con la **prevalenza di rischi verso il basso** non si può escludere a priori l'eventualità di un *undershooting* più ampio.
- **Nella seconda metà dell'anno invece l'euro potrebbe gradualmente risalire,** verso 1,25 EUR/USD. L'effetto "divergenza" dovrebbe infatti andar decrescendo, soprattutto quando la BCE avrà terminato di ampliare ulteriormente lo stimolo monetario vedendo che la crescita riparte e l'inflazione svolta verso l'alto. **Anche in questo caso comunque i rischi sono verso il basso,** in particolare se lo scenario dell'area dovesse deteriorarsi di nuovo. La probabilità di tale evento non appare però molto elevata: già nei prossimi mesi infatti dovrebbero, tra l'altro, cominciare a vedersi gli effetti positivi della recente accelerazione ribassista del cambio – giudicata "considerevole" anche da Draghi alla riunione BCE di inizio dicembre – sia sulle esportazioni (e quindi sulla crescita) sia sull'inflazione. In tal caso – sembra un gioco di parole ma non lo è – **anche se il tasso di cambio non è un "policy target" per la BCE, le ricadute**

dell'azione di *policy* sul tasso di cambio agevolerebbero il conseguimento del "policy target" (i.e. la risalita dell'inflazione).

Yen: 125 nuovo obiettivo di discesa

- **Il tema della divergenza riguarda anche lo yen.** La battuta d'arresto del PIL provocata dall'aumento dell'imposta sui consumi ha fatto venire a galla le falle strutturali della politica economica giapponese. **La necessità di risanamento dei conti pubblici si scontra infatti con l'obiettivo di innalzare simultaneamente la crescita e l'inflazione. La BoJ si è dunque trovata a dover ampliare ulteriormente il QQE**, dicendosi pronta ad aumentare ancora lo stimolo nei prossimi mesi se necessario. Dal canto proprio il governo ha rinviato al 2017 il secondo aumento dell'imposta sui consumi, programmato per ottobre 2015, e sta predisponendo un nuovo pacchetto di stimolo fiscale. Abe, infine, ha sciolto la Camera Bassa, annunciando elezioni anticipate, nella speranza di trovare nuova legittimazione per il rilancio della versione rivista e corretta di abenomics.
- In tutto questo **lo yen è precipitato contro dollaro del 13% in meno di tre mesi** passando da 105 a 121 USD/JPY, dopo essere rimasto fermo tra 100 e 105 USD/JPY per i primi due terzi dell'anno. il deprezzamento dello yen è coerente con i fondamentali ed esprime linearmente la divergenza fra l'azione di politica monetaria della BoJ e quella della Fed. Il timore delle autorità di politica economica è però quello di un indebolimento eccessivo e troppo rapido che, come tale, potrebbe minare la credibilità dell'azione di *policy*. Si aggiunga che la **riforma (dell'asset allocation) del Fondo Pensione Statale**, che apre significativamente all'investimento in titoli esteri, incrementa la massa critica di deflussi di portafoglio. **Le indicazioni sono quindi perlopiù ribassiste** per lo yen e le pressioni in tal senso andranno verosimilmente aumentando quando la Fed alzerà i tassi, soprattutto considerando che per la BoJ, diversamente dalle altre banche centrali, non vi sono prospettive di rialzo dei tassi sull'orizzonte a due anni. **Limitiamo tuttavia le nostre previsioni di discesa dello yen intorno a quota 125 USD/JPY** nel corso del 2015. Vi sono infatti **alcuni fattori che dovrebbero contribuire a evitare un ulteriore ampio deprezzamento della valuta nipponica:**
 1. **l'atteggiamento più cauto delle autorità di politica economica giapponesi nei confronti del cambio.** Un deprezzamento in questa fase viene considerato favorevole per le esportazioni e le imprese, ma sfavorevole per le famiglie e le piccole e medie imprese – in ragione principalmente dei maggiori costi energetici imputabili a una valuta più debole. Dichiarazioni di non gradimento di un calo eccessivo dello yen da parte delle autorità di politica economica dovrebbero pertanto limitarne il *downside*;
 2. **le implicazioni verso le altre valute asiatiche**, in ragione dell'interscambio commerciale all'interno della regione. La discesa dello yen – che può essere vista come una forma di svalutazione competitiva – ha già provocato un deprezzamento delle altre principali valute asiatiche, ma cali ulteriori, soprattutto se ampi, potrebbero rivelarsi destabilizzanti;
 3. **le difficoltà e i tempi (lungi) di perseguimento dell'obiettivo di inflazione.** Se questa infatti risulta più bassa delle attese i tassi reali si rivelano più elevati e i differenziali rispetto a quelli USA, in salita perché salgono quelli nominali, appaiono più ridotti. Di conseguenza le pressioni ribassiste sullo yen dovrebbero essere più contenute;
 4. **gli effetti di "retro-azione" sul dollaro.** In un contesto dove infatti le principali valute (euro e yen in primis) sono in calo perché la Fed alza i tassi generando una divergenza di politica monetaria, l'effetto rialzista sul dollaro in generale si accentua e questo può indurre la Fed a rallentare il passo dei successivi rialzi. Conseguentemente il biglietto verde potrà correggere parzialmente e le altre valute (tra le quali lo yen) ritracciare verso l'alto nei suoi confronti.

Complessivamente comunque i rischi dello scenario centrale per lo yen restano verso il basso, similmente al caso dell'euro.

Sterlina: quadro complesso, ma ci attendiamo nuovi massimi contro euro

- Per la sterlina invece il tema è quello della “non-divergenza”. La prospettiva che anche la Bank of England inizi ad alzare i tassi nel 2015, a poco distanza dalla Fed, rimane il *driver* principale del rafforzamento atteso della valuta britannica. **Contro dollaro** però questo **dovrebbe limitarsi a rappresentare un recupero – solo parziale** – del calo subito negli ultimi mesi con rientro verso 1,60-1,65 GBP/USD. Pertanto i massimi di luglio in area 1,71 GBP/USD resterebbero alle spalle, perché l’ipotesi sottostante a quei livelli era che la BoE potesse iniziare ad alzare prima della Fed. Ora invece ci si aspetta che la svolta sia pressoché simultanea. A nostro avviso per la BoE potrebbe arrivare nella prima metà dell’anno, più probabilmente nel 2° trimestre, con rischi di rinvio al 3°, non tanto per la scadenza elettorale del 2°, quanto per l’incertezza sullo scenario macro. **Contro euro invece** il rafforzamento atteso della sterlina **dovrebbe prefigurare l’inaugurazione di nuovi massimi** verso quota 0,75 EUR/GBP o poco sotto. In questo caso il tema torna a essere quello della divergenza tra le politiche monetarie di BoE e BCE.
- L’ampia accelerazione del PIL britannico nel 2014, attesa intorno al 3,0% dall’1,7% dell’anno scorso (la stima al 3,5% della BoE ci sembra un po’ ottimistica) può giustificare un miglioramento di performance della sterlina, soprattutto considerando che è più alta degli Stati Uniti. Anche in questo caso però i **rischi sono verso il basso, soprattutto a causa dell’incertezza sui tempi e sull’ampiezza della risalita dell’inflazione** che nel breve (a 3m-6m) potrebbe scendere ulteriormente scivolando sotto il limite inferiore della banda obiettivo, ovvero leggermente sotto l’1%. Questo dovrebbe comunque rappresentare uno sviluppo temporaneo, suscettibile al più di rinviare, ma di poco, il *timing* del primo rialzo dei tassi, che resterebbe però nel 2015. La prospettiva invece di decelerazione della crescita, a partire già dal 2015, con sovra-performance, in questo caso, degli USA rispetto al Regno Unito, spiega le attese di successivo rientro della sterlina verso la parte finale dell’anno prossimo.

Fig. 1 – Nel 2014 l’euro ha fatto la correzione “dovuta”



Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Stime di “fair value” dell’EUR/USD rispetto ai 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: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.