

2013 punto apicale del consolidamento

Il 2013 sarà un anno importante per l'austerità di bilancio in Europa. Nella maggior parte dei paesi periferici dell'Area euro il 2013 dovrebbe significare il punto apicale delle politiche di consolidamento; l'unica eccezione è l'Irlanda dove gli sforzi di consolidamento resteranno elevati anche nel biennio 2014-15. Il processo di austerità tuttavia non potrà dirsi concluso prima di aver riportato il debito su dinamiche sostenibili; detto ciò le premesse di tale consolidamento sono e saranno poste nel biennio 2012-2013. Nel breve termine la crescita debole continuerà a indebolire la capacità di contenimento del debito pubblico, su questo fronte i progressi maggiori si otterranno solo dal 2014. Negli Stati Uniti la sostenibilità non è per il momento in discussione e la capacità di controllo del debito appare in miglioramento, ma il lento processo di consolidamento dovrà continuare ben oltre il 2014.

- Il 2013 dovrebbe rappresentare il punto di svolta nella strategia di consolidamento fiscale nella maggior parte dei paesi industrializzati. In termini strutturali gli aggiustamenti già implementati o di prossima attuazione sono particolarmente significativi nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna ed Italia.
- La Grecia avrebbe già adottato misure strutturali per oltre 10 punti percentuali del PIL potenziale nel biennio 2010-11. Il processo di consolidamento dovrebbe trovare ulteriore impulso nel biennio 2012-2013 allorché si prevede verranno adottate misure per oltre 7 punti percentuali.
- L'Irlanda presenta una distribuzione degli sforzi di consolidamento più distribuiti nel tempo, ciò ha probabilmente favorito la performance economica che dopo una decelerazione nel 2012 è prevista in ripresa nel 2013.
- L'Italia secondo le stime del FMI avrebbe sostanzialmente concluso l'aggiustamento strutturale nel 2013. L'intensità del consolidamento dovrebbe continuare ad esercitare un effetto depressivo sulla crescita prima di ritornare in una posizione sostanzialmente neutrale nel 2014.
- A dispetto degli sforzi di consolidamento, il debito pubblico dovrebbe continuare ad aumentare nel biennio 2012-2013 con l'unica eccezione di Norvegia e Svezia. Progressi più evidenti saranno ottenuti nel biennio successivo allorché Grecia, Irlanda,

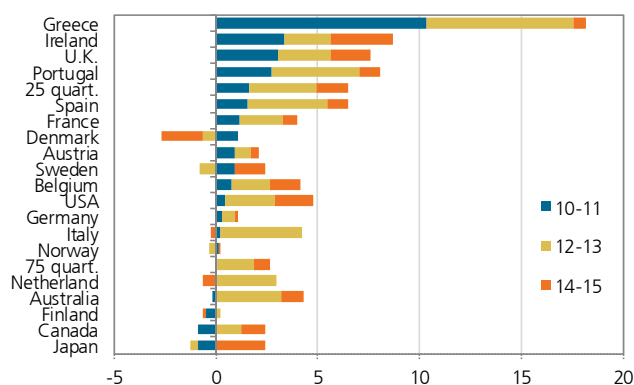
18 dicembre 2012

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

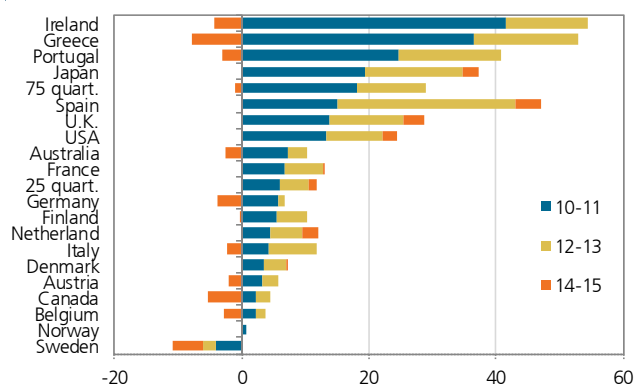
Sergio Capaldi
Fixed Income Strategist

Variazione dell'avanzo al netto del ciclo (% Pil potenziale)



Fonte: IMF, Intesa Sanpaolo

Variazione del debito lordo (% Pil)



Fonte: IMF, Intesa Sanpaolo

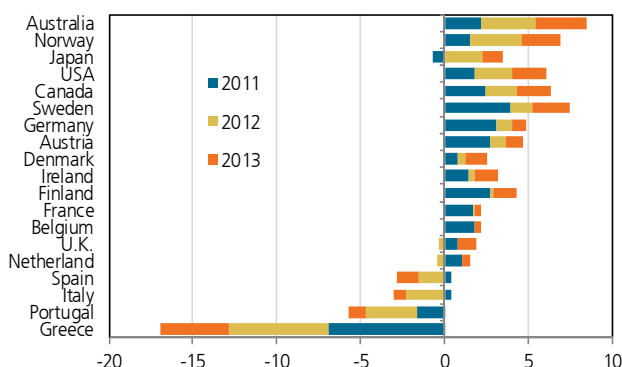
I dati del presente documento sono aggiornati al 17.12.2012

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

Portogallo e Italia segneranno il primo calo del debito lordo.

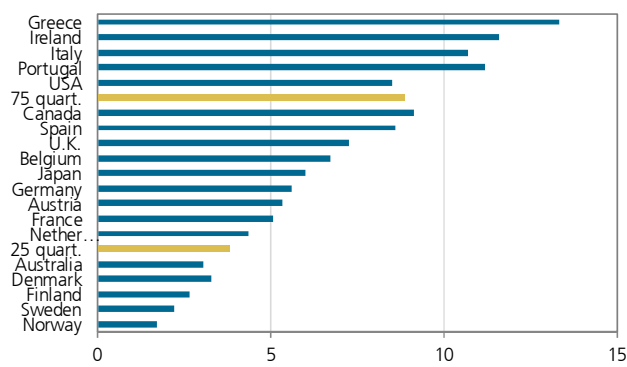
- Secondo il FMI gli avanzi primari sono destinati ad aumentare sensibilmente nel corso del 2013. Se non ancora sufficienti a stabilizzarne la dinamica la capacità di controllo del debito pubblico aumenterà significativamente nel corso del 2013. Dubbi sulla sostenibilità resteranno probabilmente solo su Grecia ed in misura molto minore sul Portogallo.
- Sul fronte crescita Grecia, Spagna, Portogallo ed Italia continueranno a far segnare un calo del PIL nel 2013. La recessione continuerà a favorire tuttavia il riequilibrio dei conti con l'estero in Spagna con il saldo della bilancia dei pagamenti in marginale in attivo.
- La percentuale del debito pubblico detenuta all'estero vede la Spagna poco sopra al 20% del PIL, molto al di sotto della media dei paesi industrializzati e poco lontano dal 1° quartile della distribuzione. Per Irlanda e Portogallo la percentuale già molto elevata di debito fuori dai confini nazionali dovrebbe rappresentare un elemento di rischio che continuerà a gravare sul 2013.
- Il servizio del debito resterà sopra la soglia del 10% delle entrate tributarie in Grecia, Irlanda, Portogallo e Italia. Il rialzo del costo di finanziamento in Italia coniugato con l'elevato volume di debito continueranno ad impegnare una quota superiore al 5% del PIL, una quota maggiore verrà assorbita solo in Grecia ed Irlanda.
- Un elemento strutturale di vulnerabilità fiscale, il PIL pro capite, contribuirà ad esercitare un effetto discriminante tra Portogallo, Grecia, Spagna ed Italia e gli altri paesi *core*. Questa variabile oltre a rappresentare il bacino potenziale di risorse utilizzabile per il pagamento del debito risulta, nell'ambito dei paesi industrializzati, molto correlato al grado di sviluppo sociale e istituzionale.
- Il rischio di contagio della crisi periferica si è notevolmente ridotto negli ultimi mesi grazie soprattutto all'intervento della BCE e al suo OMT. Il calo del prezzo del *default* incorporato dal mercato azionario europeo indica una significativa riduzione dell'avversione al rischio e/o una diminuzione delle probabilità di *default*.

Crescita ancora in territorio negativo in 4 paesi nel 2013



Fonte: IMF, Intesa Sanpaolo

Servizio del debito (% delle entrate fiscali)



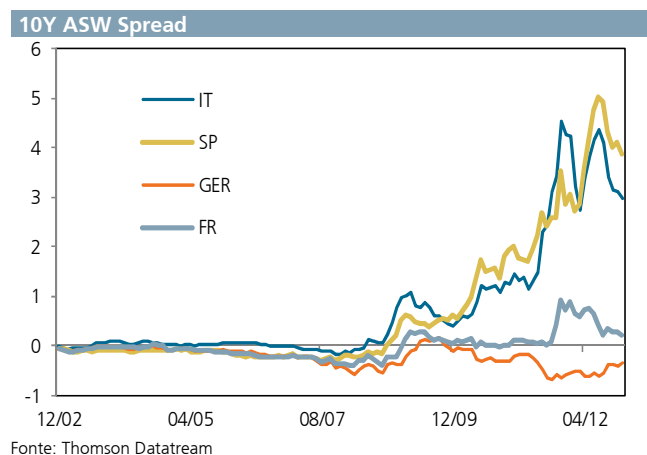
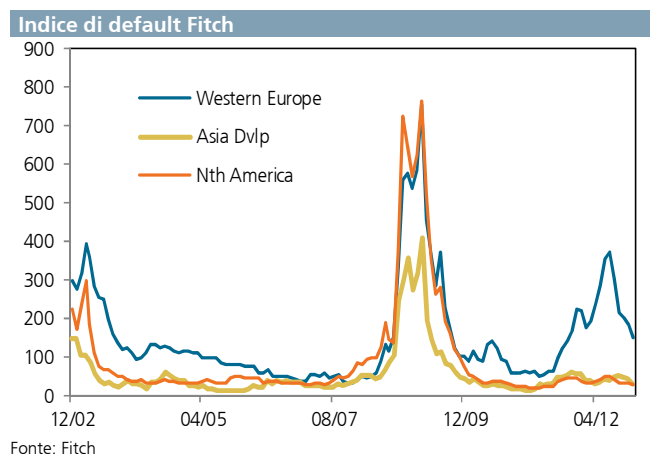
Fonte: OEF, Intesa Sanpaolo

- L'andamento dell'indice VIX ed il calo degli *spread corporate* americani suggeriscono che il calo dell'avversione al rischio ha avuto un ruolo importante nella chiusura degli

spread nell'Area euro. Il comportamento di queste serie storiche rivela che siamo ormai lontani dai picchi del 2008 e poco lontani dalla media storica pre-crisi.

- Il fabbisogno finanziario dei paesi dell'Area euro indica una riduzione delle pressioni di offerta nel corso del 2013. L'opera di consolidamento fiscale e la moderazione delle spinte recessive dovrebbero portare ad un moderato calo del ricorso al mercato.
- Gli sviluppi del caso Grecia continueranno a preoccupare i mercati. Lo spostamento del debito pubblico in mani "ufficiali" non cambia il giudizio sull'insostenibilità del debito pubblico greco. Superate le elezioni in Germania è possibile che l'Europa consideri un approccio più pragmatico che contempra una rinuncia di parte del debito espresso in NPV. Questa ristrutturazione del debito ufficiale (ex quota FMI) dovrebbe prendere la forma di un *redemption fund* e comporterà di fatto un significativo allungamento dei termini di finanziamento.

Lo scenario "fondamentale" dovrebbe alimentare l'attesa di una normalizzazione degli *spread* su di un orizzonte di medio periodo (12 mesi). Nel breve (3 mesi) la recessione e l'incertezza legata agli sviluppi politici in Italia e Spagna freneranno l'ulteriore chiusura degli *spread*. Progressi più evidenti si avranno probabilmente a partire dal secondo trimestre allorquando si attenueranno i timori di una spirale recessiva indotta dall'austerità fiscale. Nel medio termine la riduzione del fabbisogno finanziario, la maggiore sostenibilità del debito, la riduzione della quota detenuta all'estero e la ripresa economica dovrebbero consentire una chiusura degli *spread* periferici. Considerando anche la *performance* macroeconomica dell'Irlanda è più che probabile un ritorno sul mercato nella prima metà del 2013.



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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento

finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ad Investitori Istituzionali Qualificati negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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