

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche

Dicembre 2019

Questo studio, realizzato da Intesa Sanpaolo, è distribuito da

Scenario Macroeconomico

Indice

Primi segnali di svolta

Aggiornamento sulle guerre commerciali americane

Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Stati Uniti: quo vadis?

Area euro: modesto rallentamento, modesta riaccelerazione

Recessione evitata, ma la riaccelerazione della crescita non c'è ancora

Inflazione

Politica monetaria: wait and see

Germania: i dati continuano a deludere, la ripresa tarda a materializzarsi

La politica fiscale tedesca sarà espansiva anche nel 2020

Francia: l'economia tiene nonostante il contesto di crescente incertezza

Italia: verso una lieve accelerazione nel 2020, il rischio è l'instabilità politica

Spagna: la crescita rallenta anche se trainata dalla domanda interna

Paesi Bassi: il forte ciclo espansivo è ormai esaurito

Asia

Giappone: 2020 - un anno di transizione

Cina: il controllo dei rischi finanziari guida ancora la politica economica

India: la crisi del credito frena la crescita

Materie prime: prevalgono i rischi politici

Petrolio: l'OPEC taglia ancora la produzione

Mercati valutari: lateralità o trend cauti con Banche centrali prudenti

Dicembre 2019

2 Nota Trimestrale

3

5 **Direzione Studi e Ricerche**

7

11 **Macroeconomic and Fixed Income Research**

11

13

14 **Luca Mezzomo**

Responsabile

17

20 **Giovanna Mossetti**

Economista - USA e Giappone

21

25 **Paolo Mameli**

Economista - Italia

32

36 **Guido Valerio Ceoloni**

Economista - Area euro

40

40 **Andrej Arady**

Economista - Area euro

44

44 **Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

48

52 **Daniela Corsini, CFA**

Economista - Materie Prime

54

58 **Asmara Jamaleh**

Economista - Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone

Primi segnali di svolta

Ci sono segnali convincenti che l'attività economica riaccelererà nel primo semestre 2020. Tuttavia, la visibilità sull'orizzonte più lontano è molto scarsa, e lo scenario di ulteriore rafforzamento dell'economia si scontra con la tendenza opposta che riteniamo prevarrà negli Stati Uniti e in Cina.

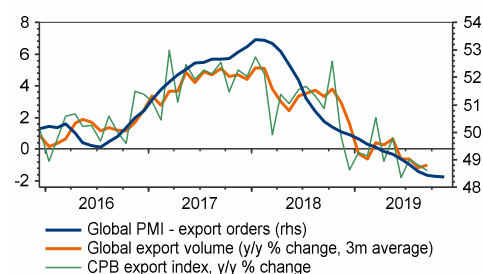
Luca Mezzomo

Dove sarà il punto di arresto del rallentamento globale iniziato nel 2018? Qual è il rischio che il calo della produzione manifatturiera dei paesi avanzati possa evolvere in una recessione globale? La risposta a queste domande dipende da un insieme articolato di fattori: l'inerzia dei movimenti in corso, le misure di politica economica dei governi, l'emergere di nuovi shock imprevedibili (positivi o negativi).

Iniziamo dalle tendenze in corso. Le indagini congiunturali, come i PMI, hanno già mostrato un significativo rimbalzo dell'indice manifatturiero aggregato, tornato a livelli compatibili con variazioni tendenziali positive. Il miglioramento, inizialmente confinato ai soli paesi emergenti, in novembre si è esteso ai paesi avanzati. Anche la discesa dell'indice dei servizi si è arrestata, consentendo al PMI composito di risalire marginalmente dal minimo. Un segnale di possibile minimo è arrivato pure dall'indice anticipatore per la Cina, probabile risposta agli stimoli di politica economica seguiti al rallentamento, e tipicamente tale segnale prelude a una ripresa globale. Il sotto-indice PMI degli ordinativi esteri rimane calante e segnala che la tendenza di breve termine del commercio mondiale è ancora debole, malgrado il tasso di contrazione si sia stabilizzato. Il commercio mondiale tornerà probabilmente a crescere soltanto nella primavera 2020, quando usciranno dal calcolo delle variazioni i mesi in cui i flussi si sono adeguati all'aumento dei dazi americani. Le prospettive, comunque, sono migliorate grazie alla prossima ratifica dello USCMA, all'accordo provvisorio raggiunto fra Cina e Stati Uniti e, infine, al profilarsi di un'uscita ordinata del Regno Unito dall'UE.

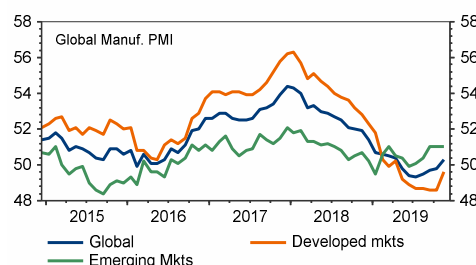
Produzione manifatturiera e commercio internazionale restano deboli. Tuttavia, i segnali di breve termine sono diventati più positivi

Fig. 1 – La contrazione del commercio mondiale si estende a fine 2019



Fonte: IHS Markit e CPB

Fig. 2 – Timidi segnali di stabilizzazione per la produzione industriale



Fonte: IHS Markit

L'andamento delle politiche fiscali e monetarie ha stertato a sostegno della domanda aggregata, sebbene non in modo decisivo. Il Fiscal Monitor del FMI non mostra un significativo calo del saldo primario corretto per il ciclo nel 2020, ma i budget pubblicati dai governi europei implicano un allentamento superiore a quello stimato dal FMI, e sono coerenti con un allentamento marginale fra i paesi avanzati, dopo il -0,4% già osservato nel 2018 e nel 2019. Inoltre, il massiccio allentamento avvenuto fra i paesi emergenti nel 2019 (-0,8% del PIL potenziale secondo il FMI) sosterrà la domanda nel 2020.

La politica fiscale sostiene la domanda sia nei paesi avanzati, sia in quelli emergenti

Le politiche monetarie restano orientate in senso tendenzialmente espansivo: Banca del Giappone e BCE stanno attuando espliciti programmi di espansione quantitativa, che hanno effetti sia sul livello dei tassi, sia su quello dei premi per il rischio. In entrambi i casi, lo stimolo continuerà per tutto il 2020; allo stesso tempo, lo spazio a disposizione delle due Banche centrali per reagire a un peggioramento della situazione sembra molto ridotto. Anche la Federal Reserve

Le Banche centrali mantengono un orientamento accomodante, pur con spazi di manovra diversificati

sta iniettando nuove riserve, sebbene con motivazioni più tecniche, e ha soltanto da poco sospeso la riduzione dei tassi ufficiali. In questo caso, un andamento peggiore del previsto dell'economia sarebbe probabilmente seguito da un nuovo allentamento della politica monetaria.

Nel complesso, quindi, indici anticipatori, indagini congiunturali e informazioni sull'andamento delle politiche fiscali e monetarie sostengono lo scenario di una moderata ma geograficamente diffusa riaccelerazione della crescita nel corso del 2020, sebbene insufficiente a garantire una crescita media annua superiore al 2019. Poiché l'andamento del PIL nei trimestri centrali del 2019 non si è discostato significativamente dalle attese, le previsioni di crescita del PIL per il 2020 non hanno subito revisioni significative per nessuno dei maggiori paesi avanzati e neppure per la Cina. Tagli importanti alla previsione media annua hanno però riguardato India (dove il terzo trimestre è stato particolarmente debole) e America Latina. Per quanto riguarda le stime medie di consenso, esse risultano pressoché immutate rispetto a tre mesi fa per Stati Uniti, Giappone, Eurozona, Canada e Regno Unito; anche in questo caso una netta revisione al ribasso, dal 2,0% all'1,5%, si registra invece per l'America Latina. Le nostre previsioni di crescita attualmente non divergono significativamente dalla media del consenso.

Le previsioni di crescita del PIL reale non hanno subito revisioni significative, e sono molto vicine alla media del consenso di dicembre

Riguardo alla sostenibilità di tale fase, è molto difficile pronunciarsi. L'allungarsi della fase di espansione, *ceteris paribus*, aumenta la probabilità di recessione. Diverse economie avanzate stanno già operando con livelli di disoccupazione molto bassi, e riteniamo probabile che la crescita media annua continui a rallentare negli Stati Uniti e in Cina nel biennio 2020-21. Nel caso dell'Eurozona, la previsione attuale è che la crescita economica possa accelerare nel 2021, in linea con quanto previsto dalla BCE, dalla Commissione Europea e dal FMI. Tuttavia, la visibilità sul 2021 è quasi inesistente e diversi fattori di rischio, se si materializzassero, potrebbero portare a esiti clamorosamente diversi. In particolare, a parte gli usuali imponderabili connessi ai rischi geopolitici:

1. Le guerre commerciali degli Stati Uniti sembrano momentaneamente sospese. Lo scenario sottostante le nostre previsioni è che l'escalation dei dazi con la Cina non riprenda dopo la sigla dell'accordo cosiddetto di "fase 1", e che sia raggiunto un accordo con l'UE che eviti l'aumento delle barriere commerciali. Tuttavia, non vi sono certezze al riguardo (v. box sottostante).
2. In caso di uscita del Regno Unito dall'UE il 31 gennaio, ci sarà tempo fino al 31 dicembre per negoziare un accordo per la relazione a regime: un periodo che appare troppo corto, considerando la complessità del processo. Quindi, persiste il rischio che nel 2021 le barriere commerciali fra UE e Regno Unito si innalzino come in uno scenario di *no deal exit*. Nello scenario ipotizziamo che ciò non si verifichi, o perché l'intesa viene ratificata in tempo (che sembra improbabile), o perché viene concordata una proroga del regime transitorio per consentire la conclusione dei negoziati sulla relazione a regime.

Aggiornamento sulle guerre commerciali americane

A dicembre, **Stati Uniti e Cina hanno raggiunto un accordo per la "fase 1" delle trattative commerciali**. Il rappresentante al commercio Lighthizer ha affermato che dovrebbe siglare l'accordo insieme al vice-premier cinese Liu He a inizio gennaio, con l'entrata in vigore prevista 30 giorni dopo. Entrambe le parti hanno segnalato che i negoziati proseguiranno sui temi non inclusi nella fase 1, ma non hanno dato indicazioni chiare sui tempi riguardo alle trattative per la fase 2. Al momento dell'annuncio del raggiungimento dell'intesa per la fase 1, Trump ha dichiarato che i negoziati per la fase 2 potrebbero essere rinviati a dopo le elezioni presidenziali, mentre la Cina sembra intenzionata a proseguire le trattative in tempi più ravvicinati. Non c'è una posizione ufficiale comune e progressi sulla fase 2 slitteranno almeno a metà 2020.

I **punti principali dell'accordo per la fase 1**, secondo quanto comunicato finora, sono i seguenti:

- Gli USA non attueranno il rialzo dei dazi programmato per il 15 dicembre su 156 mld dollari di importazioni dalla Cina (prevalentemente beni di consumo) e dimezzeranno i dazi imposti a inizio settembre su circa 120 mld di import, dal 15% al 7,5% (con attuazione 30 giorni dopo la sigla dell'accordo).
- La Cina aumenterà gli acquisti di prodotti agricoli di 32 mld di dollari nei prossimi due anni. Secondo il rappresentante al commercio Lighthizer, in questo modo gli acquisti totali di prodotti agricoli da parte della Cina dovrebbero toccare i 40 mld, con l'obiettivo di portarli a 50 mld all'anno. Lighthizer ha indicato che questi acquisti sarebbero parte di un obiettivo di maggiori esportazioni complessive verso la Cina di 200 mld in due anni.

La mancanza di un testo dettagliato dell'accordo lascia aperti molti interrogativi, rafforzati dall'assenza di una comunicazione omogenea dalle due parti. Prima di tutto, riteniamo che l'ammontare degli acquisti di prodotti agricoli indicato dalle fonti americane sarà difficile da raggiungere, dato che sarebbe pari a circa il doppio degli acquisti agricoli precedenti l'inizio della guerra commerciale. Inoltre, la Cina rimane intenzionata a non siglare accordi che violino i vincoli del WTO e su questo fronte non c'è chiarezza. Lighthizer ha indicato che la Cina ha preso impegni su altri temi di rilievo (difesa della proprietà intellettuale, trasferimento di tecnologia). Dal lato cinese, il vice-ministro del commercio ha dichiarato che gli USA hanno concordato di ridurre i dazi in essere in fasi successive, ma il rappresentante USA ha affermato che non ci sono impegni al riguardo.

L'accordo non soltanto metterebbe in pausa la guerra commerciale fra i due paesi nel periodo pre-elettorale, ma porterebbe anche a barriere commerciali inferiori a quanto precedentemente previsto per il 2020. Tuttavia, i dettagli ancora mancanti, le differenti versioni delle due parti riguardo all'accordo, la necessità di una fase 2, sottolineano **la fragilità della tregua attuale**. In termini di effetti sullo scenario economico del 2020, la riduzione dell'incertezza di breve termine è certamente un punto favorevole. Restano dubbie le implicazioni dell'accordo per gli investimenti delle imprese, dato che i negoziati con la Cina sui temi più controversi saranno congelati, senza visibilità in termini di linee generali della politica commerciale. **Eventuali effetti positivi per la crescita sono modesti (0,1pp) e limitati dal persistere dell'incertezza oltre il breve termine.**

In questa ottica, l'accordo fra Congresso e amministrazione sull'**USMCA** (il nuovo NAFTA) raggiunto nei giorni scorsi è diverso e può dare invece indicazioni positive per le decisioni di investimento delle imprese, dato che conclude il processo negoziale con Canada e Messico e chiarisce il quadro normativo che regolerà l'interscambio commerciale nel continente nord-americano. Le modifiche all'accordo sono state approvate dai tre governi (sebbene con alcune incertezze da parte messicana) e ora il trattato è pronto per la ratifica parlamentare.

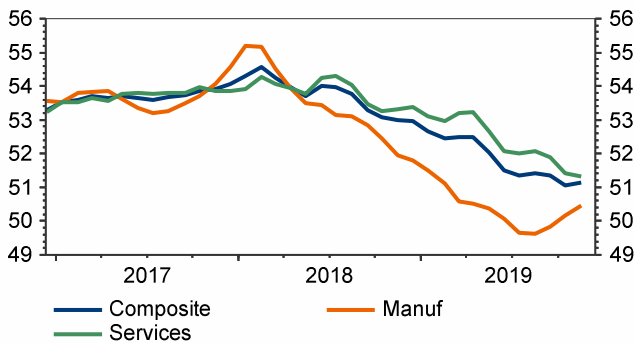
Per quanto riguarda i **rapporti con l'Unione Europea**, gli Stati Uniti hanno lasciato passare la scadenza di metà novembre senza prendere alcuna decisione in merito alle importazioni di auto e componenti. Le controversie in corso (in particolare quelle relative ai sussidi all'industria aeronautica) hanno portato a misure di rappresaglia che hanno colpito circa il 2% dell'interscambio complessivo. I negoziati sono ancora in corso. Le barriere tariffarie medie sono basse (3%), ma ci sono barriere non tariffarie che soprattutto gli Stati Uniti vorrebbero ridurre, oltre a dazi più elevati in alcuni settori merceologici che i negoziatori americani intendono far scendere (per dettagli, si veda il [briefing dello USTR](#)). L'obiettivo di riduzione delle barriere al commercio è condiviso in linea di principio anche dall'Unione Europea, che ha conferito mandato in tal senso alla Commissione Europea nell'aprile 2019.

Un punto rilevante dell'evoluzione della politica commerciale americana è l'attuazione della promessa di Trump di **eliminare il multilateralismo della politica commerciale, spostando tutte le trattative su base bilaterale**. Questo appare evidente dal recente sabotaggio dell'attività del WTO perpetrato dal veto americano alla nomina di nuovi giudici dell'organo di appello del WTO

alla scadenza del mandato di quelli esistenti, a inizio dicembre, con la fine del mandato di due giudici su tre ancora attivi, in pratica il WTO non è più in grado di determinare la risoluzione delle dispute commerciali. Per poter dare pareri su casi sollevati dai paesi membri occorrono almeno tre giudici: al momento, con un solo giudice ancora attivo, non sembra ci siano spiragli per un ritorno all'attività del WTO, che è ormai completamente esaurito. Trump ha rivoluzionato la politica commerciale mondiale, generando un aumento strutturale dell'incertezza per via della sparizione definitiva del WTO.

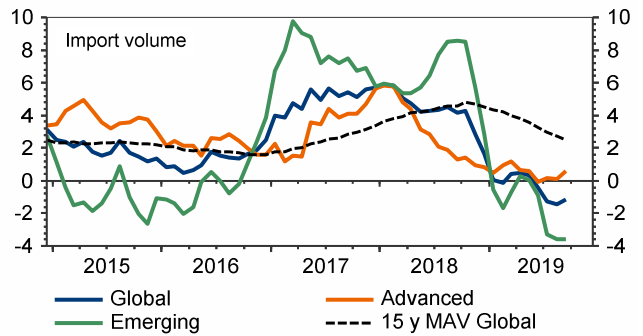
Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



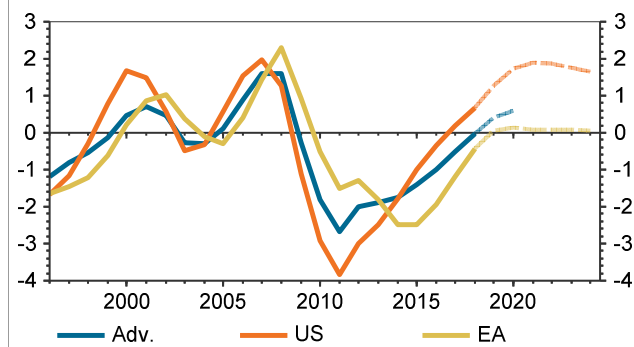
Fonte: Markit Economics, Refinitiv Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



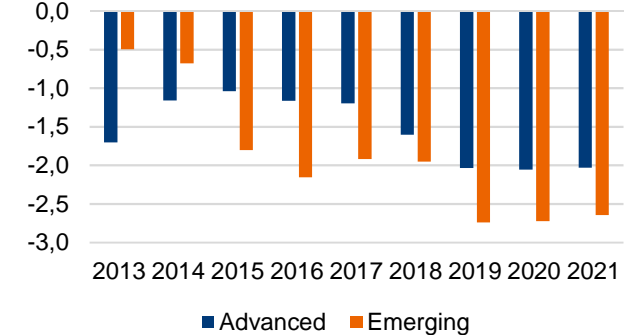
Fonte: CPB World Trade Monitor, Refinitiv-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



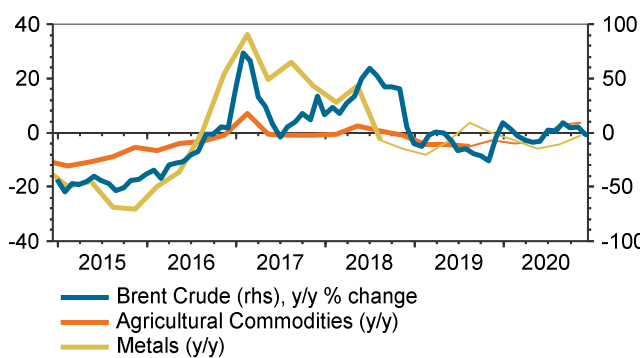
Fonte: FMI

Fig. D – Saldo primario del settore pubblico in % del PIL



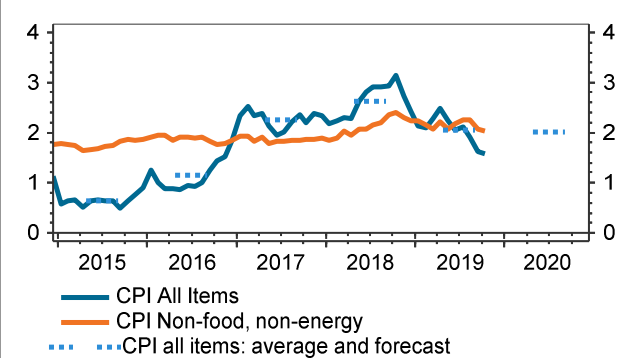
Nota: in percentuale del PIL. Fonte: FMI, Fiscal Monitor, Ottobre 2019

Fig. E – Prezzi delle materie prime



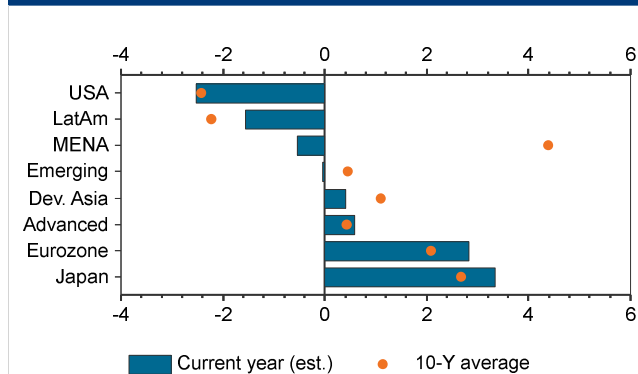
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. F – Indici dei prezzi al consumo per i paesi OCSE



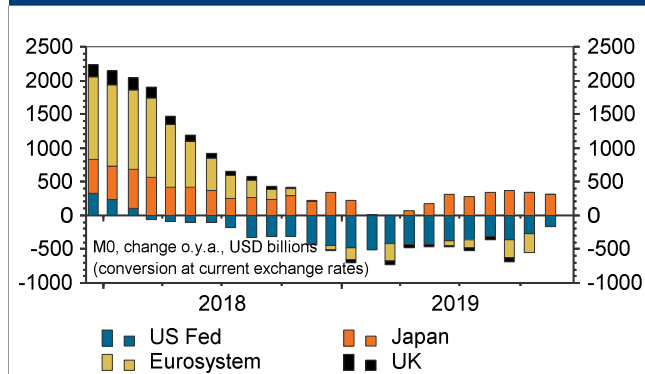
Fonte: OECD, Oxford Economics

Fig. G – Bilancia dei pagamenti: saldi di parte corrente in % del PIL



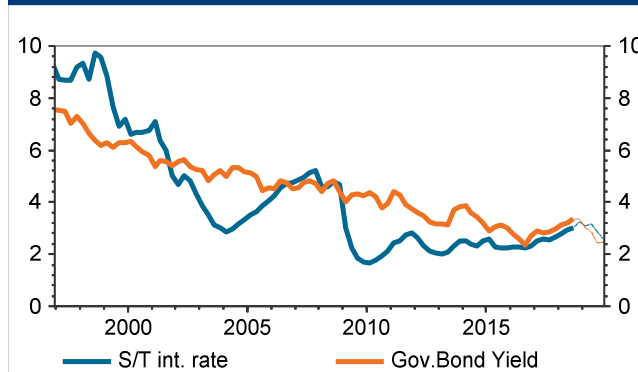
Fonte: dati e stime del FMI, via Refinitiv-Datastream Charting

Fig. H – Base monetaria, G-3 (variazione, miliardi di USD)



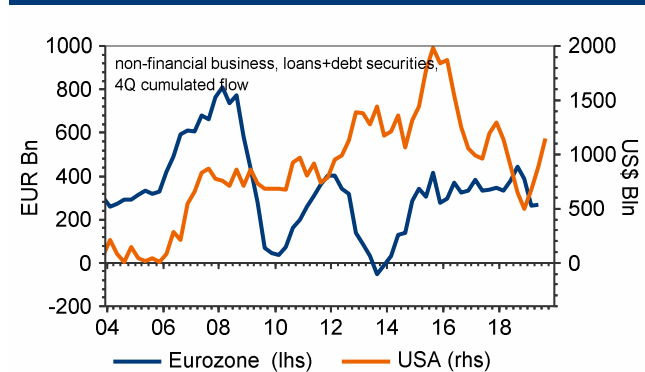
Fonte: Refinitiv-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



Nota: L'aggregato include 44 paesi fra avanzati ed emergenti. Fonte: Refinitiv-Datastream Charting e Oxford Economics

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



Fonte: Refinitiv-Datastream Charting, BCE (integrated sector accounts), Federal Reserve (Flow of Funds)

La crescita economica per area geografica

	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
Stati Uniti	2.9	2.3	1.8	1.7	1.8
Giappone	0.3	1.0	0.3	0.8	0.8
Area euro	1.9	1.2	0.9	1.3	1.2
Europa Orientale	3.4	2.8	2.5	2.4	2.3
America Latina	0.5	0.0	1.3	2.4	2.8
OPEC	0.5	-1.5	1.3	2.8	3.0
Asia Orientale	6.6	6.2	5.8	5.7	5.8
Africa	7.4	5.0	6.2	6.9	6.6
Crescita mondiale	3.6	2.8	2.5	2.8	2.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: quo vadis?

Giovanna Mossetti

Lo **scenario economico americano prevede una crescita moderata (1,8% nel 2020, 1,7% nel 2021), in rallentamento verso il potenziale**. La prosecuzione della ripresa dipenderà dalla tenuta della domanda domestica, e in particolare dei consumi, mentre gli investimenti dovrebbero restare deboli, frenati dai molti fattori di incertezza politica interna e internazionale, nonostante l'accordo per la fase 1 dei negoziati con la Cina. La recessione del manifatturiero nella parte centrale dell'anno sembra stabilizzata, sulla scia di indicazioni di svolta dell'attività nel resto del mondo (Asia ed Europa) e di una fragile fase di tregua nella guerra dei dazi con la Cina.

Anche se il quadro "medio" è moderatamente incoraggiante e tranquillo, a nostro avviso **i rischi per lo scenario nel 2020 sono verso il basso**, e sono di due tipi. I primi, **esogeni al ciclo**, hanno caratterizzato l'ultimo biennio e sono collegati all'incertezza sulla politica domestica e sulla politica commerciale. I **secondi sono invece endogeni, e direttamente dipendenti dall'invecchiamento del ciclo**. Per ora resta vero che "i cicli economici non sono stati aboliti" (A. Greenspan): senza nuovi stimoli esterni, la domanda rallenterà, in linea con i vincoli all'offerta dell'attuale fase matura, il mercato del lavoro si muoverà verso un punto di svolta e il ciclo si indebolirà ulteriormente. La caratteristica tipica delle fasi finali dei cicli, cioè l'aumento dell'inflazione, non appare nel radar di questa ripresa.

Con i rischi esogeni sbilanciati verso il basso, il trend di smorzamento della crescita dovuto alla maturazione del ciclo potrebbe accelerare. Per questo **manteniamo un bias per nuovo stimolo monetario verso fine 2020**, nell'ipotesi che la Fed sia pronta a intervenire di nuovo in modo preventivo in caso di indebolimento, endogeno e/o esogeno, dello scenario.

Lo scenario americano sembra essersi stabilizzato, con una riduzione dei rischi di trasmissione della debolezza del manifatturiero al resto dell'economia. **La risposta della Fed al rallentamento e i minori rischi sul fronte della politica commerciale** hanno contribuito a limitare il trend negativo del manifatturiero a un aggiustamento di metà ciclo. Nell'ipotesi che la tregua sui dazi prosegua, pur in mezzo alla recente ripresa di volatilità nella comunicazione fra USA e Cina, le prospettive per il ciclo americano sono di **stabilizzazione su un ritmo di crescita intorno al potenziale (1,8% nel 2020 e 1,7% nel 2021)**, trainato ancora principalmente dai consumi.

L'andamento del **mercato del lavoro sarà decisivo in questa fase matura del ciclo**. La crescita mensile media degli occupati è rallentata da 223 mila nel 2018 a 180 mila nel 2019 e dovrebbe frenare ulteriormente nel 2020, verso 110-120 mila, su livelli coerenti con una crescita del PIL intorno al potenziale. Dal lato della domanda di lavoro, i posti disponibili hanno toccato il picco a fine 2018, e sono in calo. Dal lato dell'offerta, rimane poco spazio per ulteriori aumenti della componente ciclica della partecipazione. Il tasso di disoccupazione a fine 2020 sarebbe invariato a 3,5% con un aumento mensile medio di occupati di 105 mila unità e la partecipazione sul livello attuale (v. Jobs Calculator dell'Atlanta Fed). La previsione è un graduale rallentamento della dinamica del reddito da lavoro e un conseguente moderato rallentamento della crescita dei consumi, verso una media trimestrale intorno al 2%, suggerita anche dalla correzione degli indici di fiducia. In assenza di shock inattesi, i consumi dovrebbero restare comunque la forza trainante della crescita (fig. 2). L'elevato tasso di risparmio e i livelli record del rapporto ricchezza netta/reddito disponibile sosterebbero la spesa delle famiglie a fronte di shock negativi, ma questo non modifica l'aspettativa di un **trend verso il basso nel prossimo biennio, con una variazione annua del 2,4% nel 2020 e del 2% nel 2021, dal 2,6% del 2019**.

Il **settore manifatturiero nel 2019** ha rappresentato il principale fattore di rischio per la sopravvivenza del ciclo. Con la riduzione dei rischi di guerra commerciale (grazie alla tregua sui dazi con la Cina, e al silenzio riguardo a quelli sul settore auto), la stabilizzazione della domanda globale e lo stimolo della Fed, le indagini e i primi dati dell'autunno segnalano una **stabilizzazione dell'attività**, con una transitoria ripresa della crescita attesa nella prima metà del 2020 (grazie ad auto e aeronautica). Le informazioni dell'autunno, post-sciopero di GM, sono miste, e puntano

a un modesto miglioramento per gli **investimenti fissi non residenziali** nel 4° trimestre, ma di **persistente debolezza** nel 2020 (0,9%, con previsioni di modesta riaccelerazione nel 2021, 2%) per via dei rischi di possibile recrudescenza della guerra dei dazi, di ripresa solo marginale della crescita mondiale, a cui si aggiungerà l'incognita pre-elettorale. L'incertezza sulla politica fiscale dopo il 2020 (per esempio, in caso di nomina di Warren come candidato democratico), dovrebbe frenare ulteriormente le decisioni di investimento. Gli **investimenti residenziali** restano sostenuti dal calo dei tassi sui mutui (1,7% e 1,8%, rispettivamente nel 2020 e 2021). Il **canale estero**, che ha contribuito negativamente alla crescita dal 2014, dovrebbe essere un freno solo marginale nel 2020 (-0,1 pp), non soltanto per via della (prevista) tregua nella guerra dei dazi, ma soprattutto per la chiusura del differenziale di crescita fra gli USA e il resto del mondo.

I fattori da monitorare per convalidare lo scenario saranno il **manifatturiero**, anello di trasmissione di potenziale debolezza estera, la **politica commerciale** e la **politica interna**. Per quanto riguarda l'*impeachment*, la Camera dovrebbe votare gli "articles of impeachment" entro fine anno, mentre lo scenario centrale rimane di un voto in Senato favorevole a Trump, a meno di uno spostamento dei sondaggi fra gli elettori repubblicani nei prossimi mesi. Riteniamo che **i rischi per l'espansione siano verso il basso** prima di tutto per via dell'invecchiamento del ciclo, che implica indebolimento della dinamica occupazionale, e in secondo luogo per la combinazione di fattori potenzialmente negativi di natura politica (guerra commerciale, *impeachment*) e globale (crescita internazionale). Inoltre, l'incertezza pre-elettorale è particolarmente marcata, con una scarsissima visibilità sulle piattaforme dei futuri candidati dei due partiti. Per questo, la maturazione del ciclo insieme a un potenziale esacerbarsi dei conflitti politici interni/esteri lascia lo scenario soggetto a un possibile ulteriore rallentamento nella seconda metà del 2020.

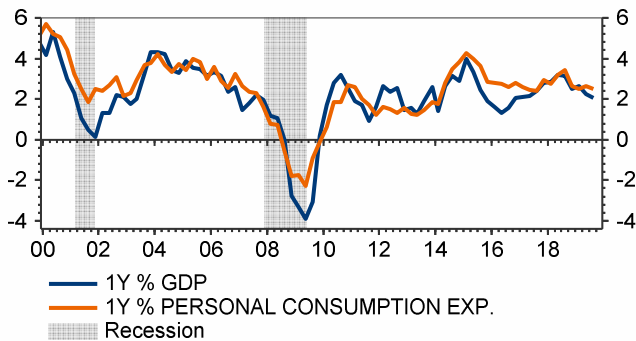
Il **FOMC è ora in una fase di pausa, ma si è impegnato a intervenire in caso di cambiamenti "significativi"** dello scenario. Nonostante il miglioramento dei dati in autunno, in assenza di stimoli esogeni la crescita è in rallentamento, con l'inflazione sempre al di sotto del 2%. senza ripresa inflazionistica. Con i tassi vicini al limite dello zero, la Fed dovrebbe rimanere in modalità "preventiva". La **previsione di tassi fermi** per diversi trimestri confermata a dicembre **allontana ulteriormente i tempi di un eventuale rialzo**. Il requisito di inflazione "persistentemente" al di sopra del 2% per un aumento dei tassi contraddice le proiezioni del FOMC di avvicinamento al tasso neutrale dal 2021. Manteniamo la previsione che la prossima mossa sia verso il basso e non verso l'alto. Intanto, la Fed potrebbe annunciare un nuovo programma di acquisto di titoli, in risposta all'eccesso di domanda di riserve evidente nelle tensioni sulla liquidità.

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2019				2020p				2021p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti ,a/a)	2.9	2.3	1.8	2.7	2.3	2.1	2.2	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7		
- trim./trim. annualizzato				3.1	2.0	2.1	1.5	1.7	1.8	1.7	1.7	1.8	1.6		
Consumi privati	3.0	2.6	2.4	1.1	4.6	2.9	2.2	2.1	2.0	2.2	2.1	2.0	1.9		
IFL - privati non residenziali	6.4	2.2	0.9	4.4	-1.0	-3.0	1.5	1.1	1.8	2.3	2.2	1.7	2.0		
IFL - privati residenziali	-1.5	-1.6	1.7	-1.0	-3.0	5.1	3.5	0.8	1.2	1.0	1.0	2.0	2.3		
Consumi e inv. pubblici	1.7	2.4	1.6	2.9	4.8	2.0	2.6	1.1	1.4	0.3	0.5	0.6	0.6		
Esportazioni	3.0	-0.1	1.1	4.1	-5.7	0.7	0.9	2.2	1.7	1.8	2.2	2.4	2.6		
Importazioni	4.4	1.4	1.3	-1.5	0.0	1.2	-1.2	2.1	2.1	2.3	2.4	2.6	2.8		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.2	-0.1	0.5	-1.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0		
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.4	-2.5												
Deficit Federale (% PIL)	-6.6	-6.9	-6.5												
Debito pubblico (% PIL)	136.7	135.5	137.4												
CPI (a/a)	2.4	1.8	2.0	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	1.7	2.0	2.0	2.1	2.0		
Produzione Industriale (a/a)	3.9	0.7	-0.3	-0.5	-0.6	0.4	-0.8	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5		
Disoccupazione (%)	3.9	3.7	3.5	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6		
Federal Funds (%)	1.9	2.3	1.7	2.5	2.5	2.3	1.8	1.8	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5		

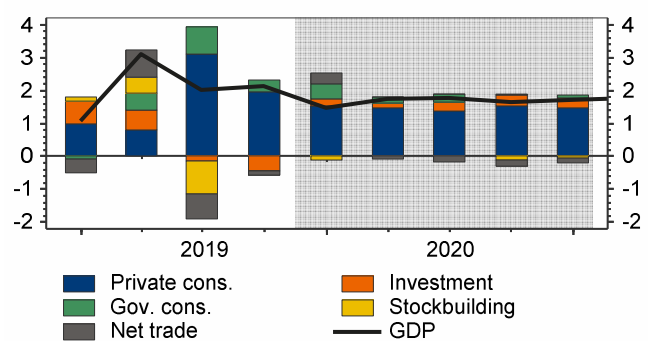
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il ciclo invecchia, la crescita rallenta...



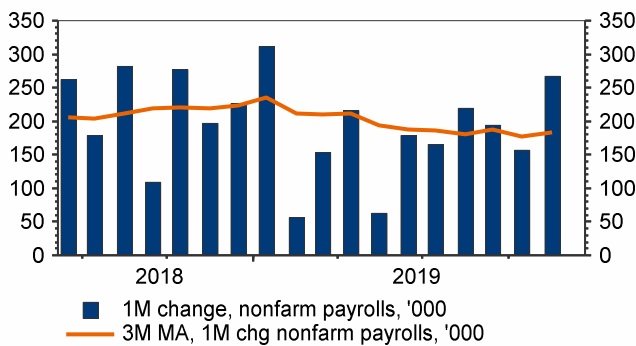
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 - ...e rimarrà sostenuta dai consumi



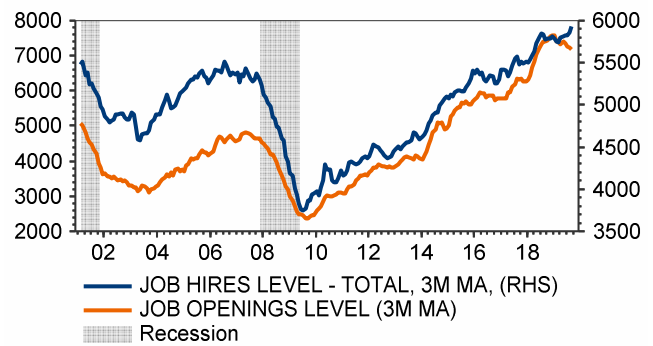
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 3 – Nuovi occupati: trend in calo moderato, distorto dagli effetti dello sciopero di GM in autunno



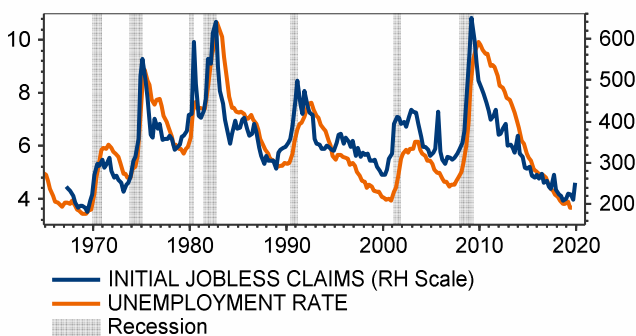
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 4 – Le nuove posizioni aperte hanno svoltato a fine 2018



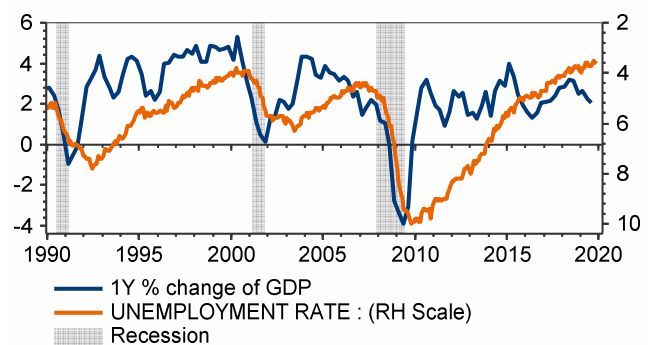
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 5 - Con una ripresa che ha 11 anni, bisogna guardare avanti (e indietro): dopo la stabilizzazione dei nuovi sussidi è sempre arrivato un aumento, seguito, dopo 2 anni, da una svolta del tasso di disoccupazione



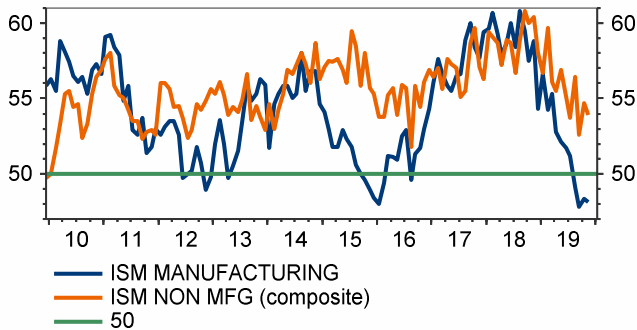
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 6 - La svolta del tasso di disoccupazione è preceduta anche dalla svolta del PIL



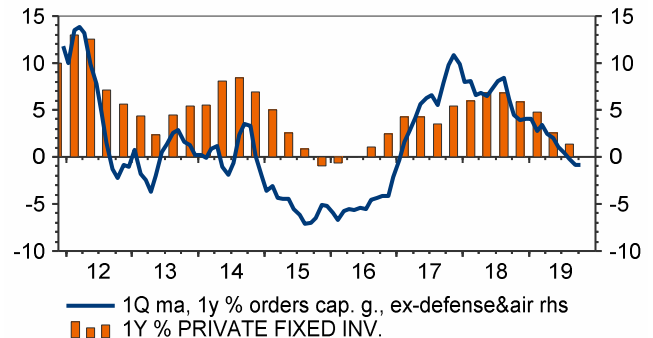
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 7 – Indagini ISM: stabilizzazione in linea con crescita in via di moderazione



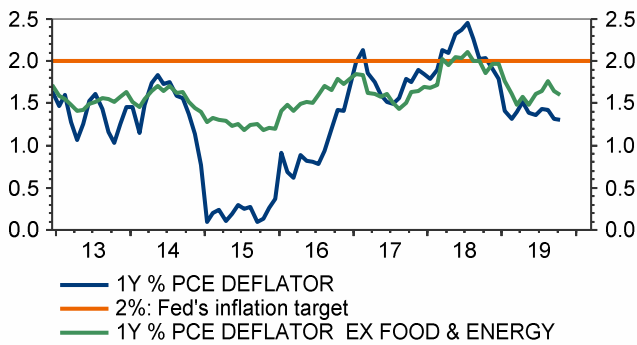
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 8 – Gli investimenti fissi delle imprese restano l'anello debole del ciclo



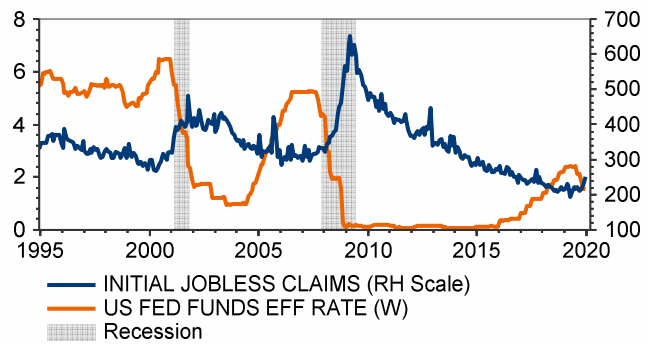
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 9 – L'obiettivo "simmetrico" sull'inflazione resta un miraggio



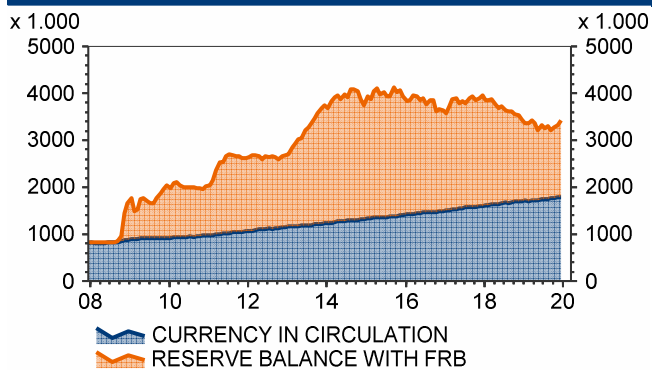
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 10 – La storia suggerisce che la prossima mossa dopo la pausa sarà un altro taglio



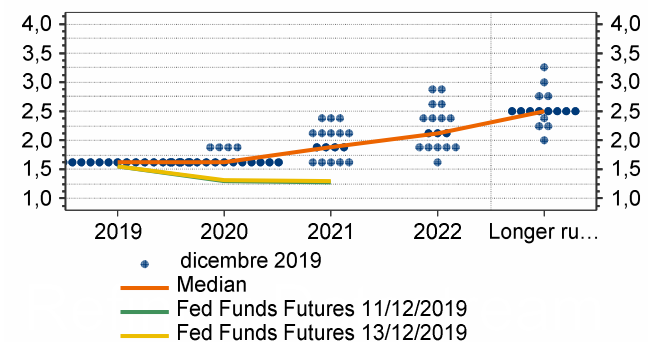
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 11 – Il bilancio della Fed è di nuovo in rialzo



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 12 – Aspettative sui tassi sempre divergenti fra Fed e mercato



Fonte: Refinitiv Datastream

Area euro: modesto rallentamento, modesta riaccelerazione

Le nostre previsioni per l'Eurozona sono sostanzialmente immutate rispetto a settembre. Probabile una moderata accelerazione della crescita reale nel corso del primo semestre 2020, con inflazione pressoché stabile. La Banca Centrale Europea dovrebbe lasciare la politica monetaria ferma, limitandosi all'esecuzione delle misure già annunciate e al completamento della revisione strategica.

Luca Mezzomo

L'andamento dei dati economici degli ultimi mesi è stato abbastanza coerente con lo scenario prospettato tre mesi fa: debolezza prevalente ancora nel secondo semestre 2019, con possibilità di una moderata ripresa soltanto da inizio 2020, assenza di pressioni inflazionistiche, BCE in attesa di osservare gli effetti delle misure espansive e politiche fiscali più accomodanti, ma non tanto da modificare radicalmente le prospettive di crescita. Le previsioni per il 2020 sono state oggetto di revisioni limitatissime. I rischi al ribasso appaiono meno marcati di quanto si potesse temere qualche mese fa. Però, lo scenario oltre il 2020 è caratterizzato ancora da elevatissima incertezza.

Recessione evitata, ma la riaccelerazione della crescita non c'è ancora

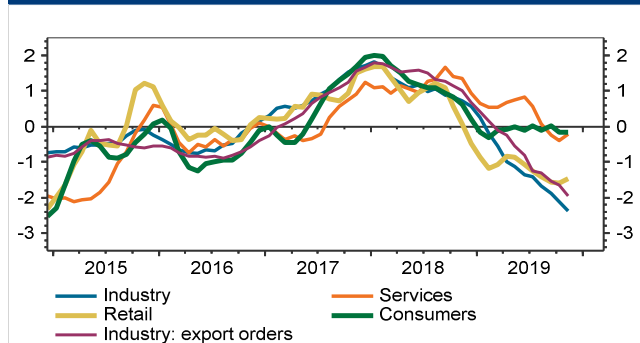
L'economia europea resta condizionata dalla fase di contrazione della produzione manifatturiera iniziata nel 2018, i cui effetti sul PIL sono stati finora compensati dalla resilienza del terziario. Le indagini congiunturali non consentono ancora di prevedere un pronto ritorno alla crescita dell'industria: il livello dell'indice PMI sulla produzione è coerente con una contrazione stabile su base tendenziale (v. fig. 2), e l'andamento della fiducia resta calante. Nel frattempo, il contributo delle costruzioni alla crescita del PIL continuerà a essere modesto: la produzione nel comparto è in rallentamento, con dinamiche particolarmente negative in Francia e Spagna, mentre i dati sui permessi a costruire sono stabili (fig. 3). La crescita trimestrale del PIL resterà positiva grazie al contributo del terziario, dove i segnali di rallentamento che arrivano dalle indagini congiunturali sono ancora modesti. La probabilità di recessione a breve termine è stimata al 20%, in calo rispetto a tre mesi fa. Il nostro indice anticipatore della crescita segnala una moderata riaccelerazione nel 2020, con minimo tendenziale nel primo trimestre. L'aumento delle variazioni trimestrali sarà però troppo basso per garantire una variazione media annua superiore a quella del 2019.

Anche se l'economia è tuttora debole, la prospettiva di vedere una riaccelerazione nel 2020 è fondata

Dal lato della domanda, l'economia europea sta evitando la caduta in recessione grazie a diversi fattori di sostegno. In primo luogo, i consumi sono sostenuti dalla crescita occupazionale (ancora positiva, sebbene in lieve rallentamento), dall'aumento dei salari reali e, infine, da politiche fiscali moderatamente espansive. In alcuni paesi, come Olanda e Germania, l'allentamento delle politiche fiscali si estende agli investimenti fissi del settore pubblico. Ciò nonostante, questi due paesi non stanno sfruttando in pieno i propri spazi di manovra: la convergenza all'obiettivo di medio termine consentirebbe di liberare risorse pari all'1,2% e allo 0,7% del PIL rispettivamente in Germania e in Olanda. Di contro, però, l'Unione Europea sta consentendo ad altri paesi (Francia, Belgio, Italia e Spagna) di non attuare la restrizione che il quadro fiscale imporrebbe. Nel complesso, l'impulso fiscale dovrebbe essere pari allo 0,3% del PIL nel 2020. Per quanto concerne l'occupazione, la più bassa crescita si sta traducendo anche in un minore aumento dell'assorbimento di forza lavoro. Siamo perciò arrivando a uno snodo critico: ulteriori rallentamenti della crescita economica potrebbero tradursi a questo punto anche in un arresto della dinamica occupazionale, finora positiva, accrescendo il rischio di recessione. Non è questo lo scenario centrale, però.

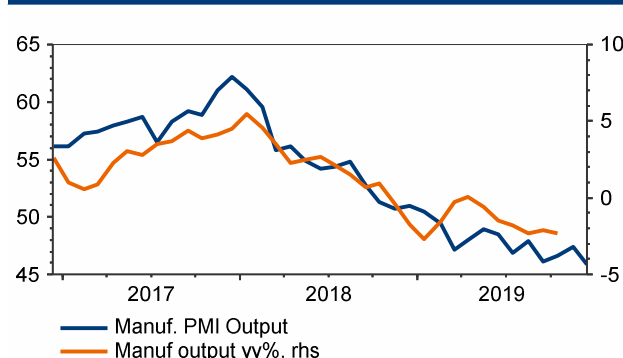
La dinamica della domanda estera dovrebbe normalizzarsi dalla primavera del 2020, uscendo dal calcolo la fase di aggiustamento all'aumento dei dazi americani sulla Cina. Tuttavia, stimiamo che il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL resterà complessivamente negativo: saranno piuttosto consumi, investimenti e scorte a garantire una crescita positiva e superiore rispetto al 2019.

Fig. 1 – Indagine di fiducia: andamento settoriale



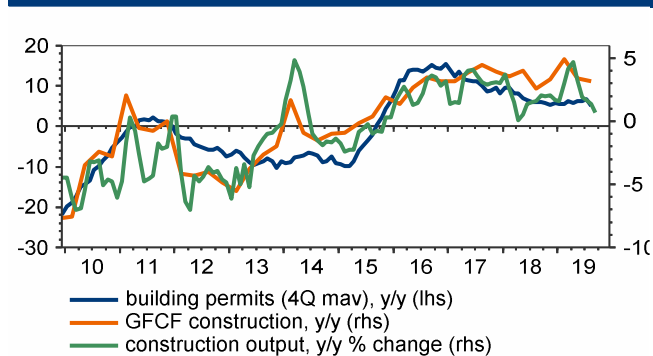
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream.

Fig. 2 – Produzione manifatturiera e PMI



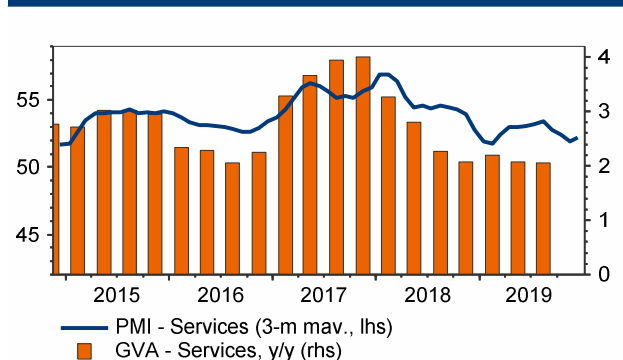
Fonte: IHS Markit, Eurostat, Refinitiv Datastream

Fig. 3 – Produzione nelle costruzioni e licenze edilizie



Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream

Fig. 4 – Servizi: PMI e andamento del valore aggiunto



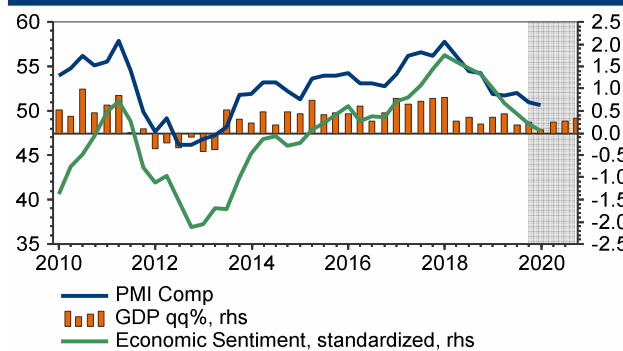
Fonte: IHS Markit, Eurostat, Refinitiv Datastream

Fig. 5 – Export extra-eurozona e domanda mondiale



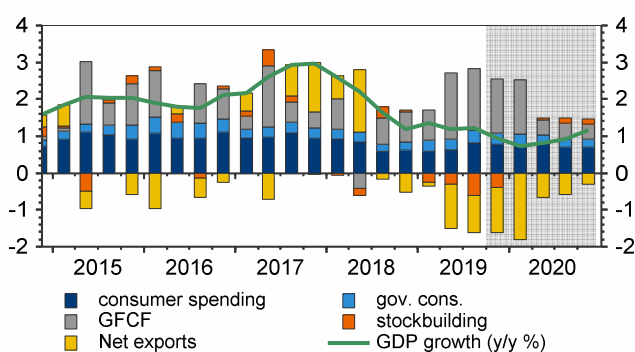
Fonte: CPB, Eurostat, Refinitiv Datastream

Fig. 6 – PIL e indagini di fiducia



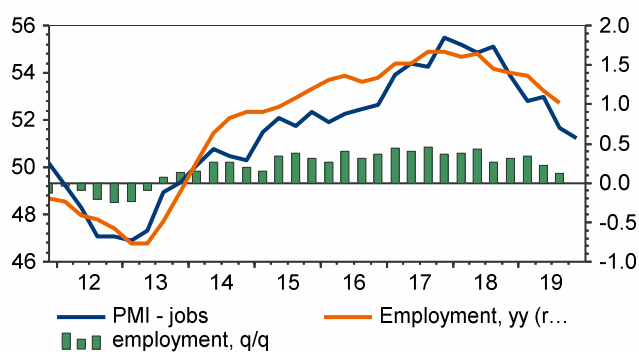
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream

Fig. 7 – Contributi delle componenti di domanda alla crescita del PIL



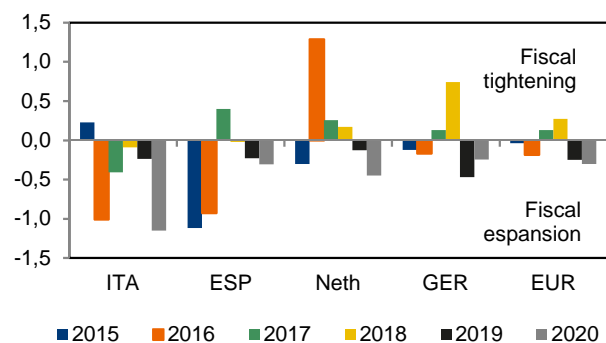
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat. Nostre previsioni

Fig. 8 – Occupazione e aspettative delle imprese sugli organici



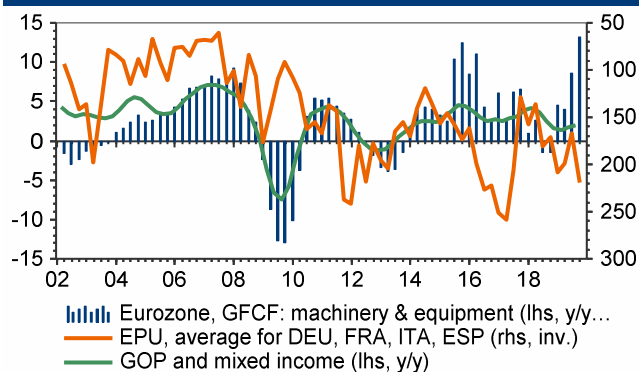
Fonte: Eurostat, IHS Markit

Fig. 9 – Saldo primario del settore pubblico corretto per il ciclo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Investimenti fissi lordi, redditività e incertezza



Fonte: Eurostat, Refinitiv Reuters

Inflazione

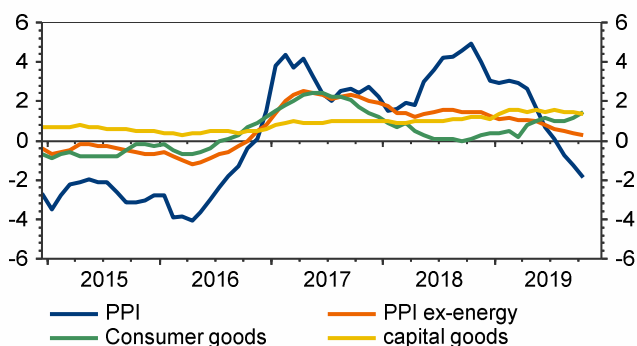
I dati sulla crescita del costo del lavoro mostrano la crescita più sostenuta dal 2012, segnalando che i salari sono ancora reattivi agli andamenti occupazionali. Non così per i prezzi applicati dalle imprese: soltanto i prezzi alla produzione di beni di consumo sono in modesta accelerazione, ma in larga misura per un mero effetto di confronto statistico. Gli indici armonizzati dei prezzi al consumo sono rimbalsati dai minimi di ottobre, ma restano molto lontani dall'obiettivo della BCE.

Lo scenario previsionale non include dinamiche pronunciate del prezzo del petrolio. Le indagini congiunturali non segnalano l'insorgere di alcuna pressione inflazionistica, e le condizioni di domanda ancora deboli fronteggiate dalle imprese europee suggeriscono che il trasferimento delle eventuali pressioni sui costi di produzione ai prezzi di vendita continuerà ad essere limitato. Le indagini PMI hanno evidenziato negli ultimi mesi un calo degli indici di diffusione degli aumenti di prezzo, con ritorno ai livelli del 2017. I prezzi alla produzione di beni di consumo e beni di investimento mostrano tassi di crescita fra l'1 e il 2%, in ripresa nel caso dei beni di consumo. L'inflazione futura stimata dai mercati finanziari è in calo, mentre le aspettative di inflazione dei consumatori sono stabili.

Occorrerebbe un significativo rafforzamento della domanda aggregata perché l'inflazione acceleri. Poiché ci attendiamo un'accelerazione soltanto modesta della crescita reale, prevediamo anche che l'inflazione resti pressoché stabile in media annua nel 2020 all'1,3%. Le nostre previsioni sono molto vicine alla media di consenso e alle stime dello staff BCE.

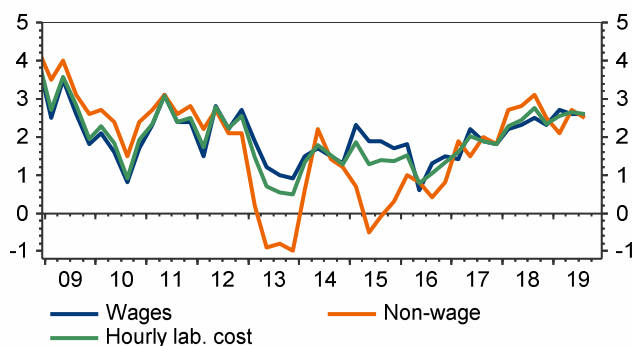
La crescita salariale è più robusta, ma l'inflazione resterà statica su livelli ampiamente inferiori all'obiettivo BCE

Fig. 11 – Prezzi alla produzione



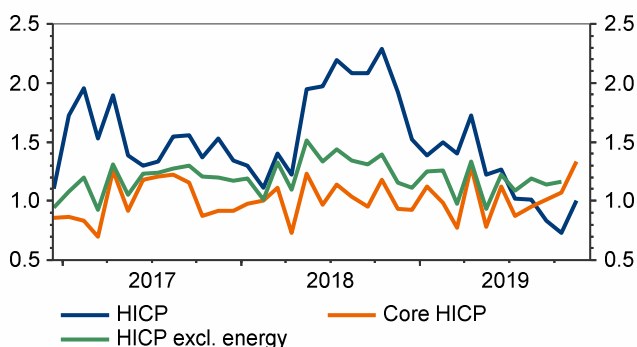
Fonte: Eurostat

Fig. 12 – Crescita salariale



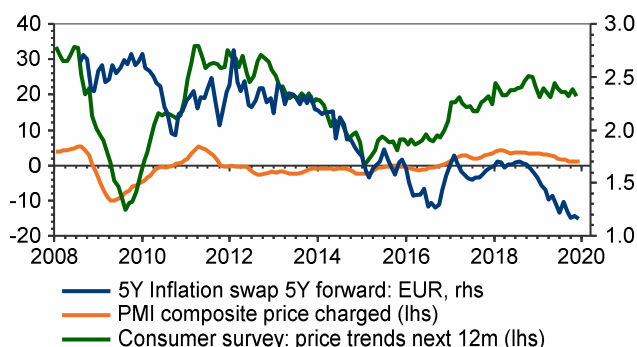
Fonte: Eurostat

Fig. 13 – Andamento dell'inflazione (IPCA)



Fonte: Eurostat

Fig. 14 – Aspettative di inflazione



Fonte: European Commission, IHS Markit, Refinitiv Reuters

Politica monetaria: wait and see

La Banca Centrale Europea è entrata in una fase di osservazione e attesa, dopo che a settembre aveva annunciato un pacchetto tanto controverso quanto corposo di misure di stimolo. Ci sono diversi motivi per cui una fase di attesa è giustificata. In primo luogo, alcune misure sono appena entrate in fase di implementazione:

1. Gli acquisti netti nell'ambito dell'APP sono partiti a novembre, con volumi (24,1 mld) temporaneamente superiori al target ufficiale di 20 miliardi di euro mensili, e con una quota di titoli di Stato di appena il 60%, contro l'82% del biennio 2017-18. Riteniamo che, al fine di garantire la sostenibilità nel tempo dell'APP senza modificare i parametri dello stesso, la BCE cercherà di realizzare i massimi flussi possibili su CSPP e CBPP, utilizzando il PSPP come programma residuale per conseguire gli obiettivi quantitativi.
2. Una seconda TLTRO III si è svolta a dicembre (regolamento il 18/12), dopo che la prima asta, collocata troppo a ridosso della riunione di politica monetaria di settembre, aveva trovato scarso interesse da parte delle banche. Neppure la seconda asta ha avuto un esito brillante, con richieste per soli 97,7 miliardi di euro. Il programma TLTRO III, allungato nella scadenza e reso più conveniente dall'abolizione dello spread rispetto ai tassi di riferimento, dovrebbe avere un buon successo. Tuttavia, i volumi più robusti potrebbero forse manifestarsi più avanti, fra 2020 e 2021.

La BCE manterrà probabilmente fermi i tassi nel 2020, continuando l'esecuzione dei programmi quantitativi in corso

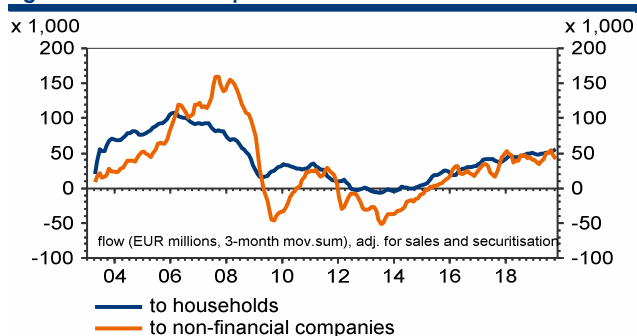
L'effetto dell'APP è legato allo stock, non al flusso. Perciò la BCE ha bisogno di tempo per poterne valutare gli effetti. Lo stesso dicasi per il programma TLTRO III, che potrebbe generare nel prossimo biennio una compressione dei tassi sugli impieghi e/o un maggior incremento dei volumi prestati. I due programmi porteranno nei prossimi mesi a una nuova espansione dell'eccesso di riserve, che, a cascata, si rifletterà in una crescita un po' più robusta degli aggregati monetari. Il taglio dei tassi da -0,4% a -0,5%, invece, è di portata troppo limitata per potersi attendere effetti macroeconomici significativi.

La *forward guidance* della Banca centrale collega la possibilità di un futuro rialzo dei tassi al verificarsi di due condizioni: una retrospettiva, cioè la convergenza dell'inflazione osservata verso l'obiettivo; la seconda prospettica, costituita da una robusta convergenza anche dell'inflazione prevista verso l'obiettivo del 2%. Al momento, non riteniamo che le due condizioni saranno soddisfatte nel 2020. Perciò i tassi saranno mantenuti fermi e gli acquisti netti continueranno almeno fino al 2021. In realtà l'incertezza sullo scenario di lungo termine è tale che non si può escludere l'eventualità che la BCE si ritrovi con l'economia in recessione senza neppure aver dato avvio a un ciclo di rialzo dei tassi ufficiali.

Se un rialzo dei tassi è totalmente escluso, d'altronde anche la possibilità di un taglio dei tassi ufficiali nel 2020 sembra poco compatibile con il nostro scenario centrale. I mercati si attendevano ancora una limatura dei tassi fino a qualche settimana fa, ma ora tale prospettiva sembra essere quasi svanita dai prezzi. L'impressione è che l'asticella per nuove misure di espansione si sia alzata alquanto, dopo la riunione di settembre.

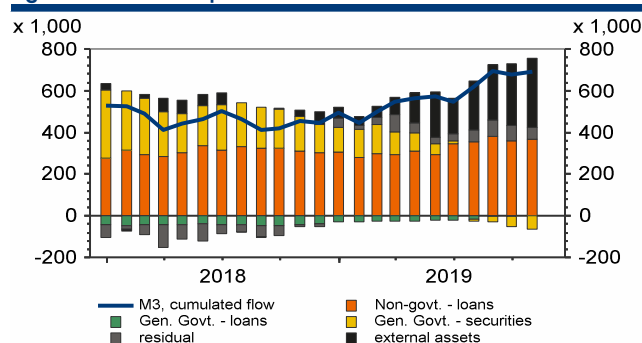
Con la nuova presidente Lagarde, e con i nuovi innesti nel Comitato Esecutivo previsti a inizio 2020 (Panetta al posto di Coeuré, Schnabel al posto di Lautenschlaeger), la BCE si appresta anche ad avviare una revisione strategica del quadro di politica monetaria, la prima dal 2003. Lagarde ha comunicato che l'obiettivo è arrivare a una conclusione entro la fine del prossimo anno, e che la revisione riguarderà sia gli obiettivi, sia gli strumenti. È noto che c'è un dibattito sull'opportunità di modificare la definizione di stabilità dei prezzi, con riguardo sia alla scelta della misura di prezzo preferibile, sia all'indicazione del livello obiettivo. In parallelo, la BCE sta anche valutando la possibilità di emettere moneta elettronica, anche se non ha ancora precisato gli obiettivi di tale passo.

Fig. 15 – Flusso netto di prestiti stabile



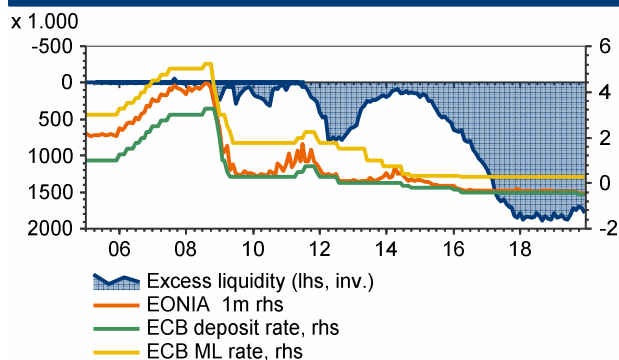
Fonte: elaborazioni su dati BCE

Fig. 16 – M3 e controparti



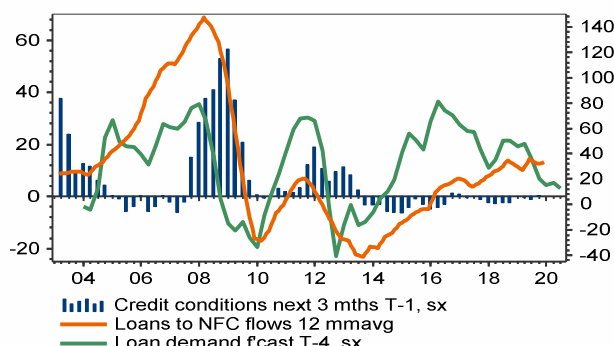
Fonte: elaborazioni su dati BCE

Fig. 17 – Tassi ufficiali ed eccesso di liquidità



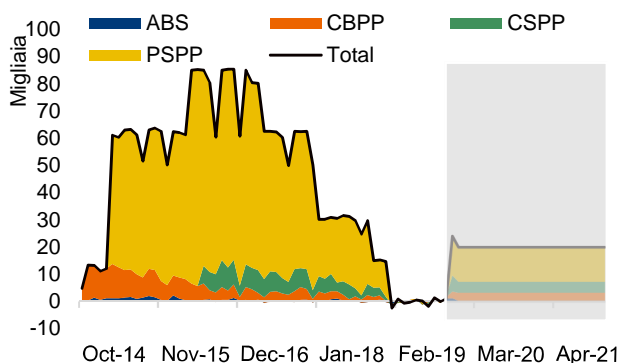
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv Datastream.

Fig. 18 – Condizioni del credito, domanda di credito e nuovi prestiti



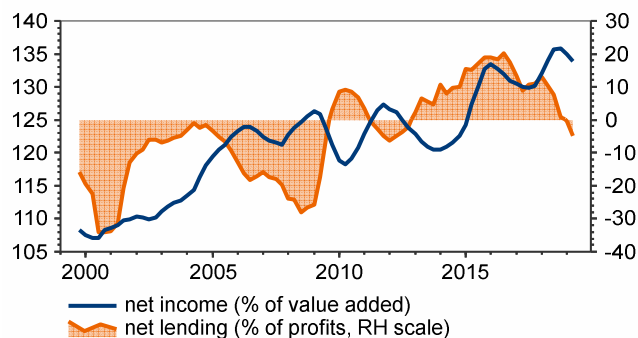
Nota: un valore positivo per le condizioni del credito corrisponde a una prevalenza di banche che si attendono di restringere le condizioni.
Fonte: BCE

Fig. 19 – Acquisti netti nell'ambito dell'APP



Fonte: BCE e proiezioni di trend Intesa Sanpaolo

Fig. 20 – redditività e risparmio netto delle imprese non finanziarie



Nota: la redditività è calcolata come media mobile di 4 trimestri del rapporto fra reddito di impresa netto e valore aggiunto. Fonte: BCE

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2019				2020p				2021p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.2	0.9	1.4	1.2	1.2	0.9	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3
- i/t				0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.4	1.3	1.4	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.4	7.0	3.2	0.4	5.7	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
Consumi pubblici	1.1	1.5	1.2	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	3.3	2.4	1.8	0.9	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
Importazioni	2.7	4.7	3.8	0.3	2.8	0.6	1.0	1.0	0.7	0.7	0.5	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.4	0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.6	3.3	3.2										
Deficit pubblico (% PIL)	-0.5	-0.8	-1.1										
Debito pubblico (% PIL)	87.9	86.4	85.1										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.8	1.2	1.3	1.4	1.4	1.0	1.0	1.4	1.2	1.2	1.4	1.3	1.2
Produzione industriale (a/a)	0.9	-1.3	0.3	-0.5	-1.4	-2.2	-1.1	-1.0	-0.1	1.0	1.4	1.0	0.9
Disoccupazione (ILO, %)	8.2	7.6	7.6	7.8	7.6	7.6	7.5	7.5	7.6	7.6	7.7	7.7	7.7
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
EUR/USD	1.18	1.12	1.14	1.14	1.12	1.11	1.11	1.11	1.14	1.15	1.17	1.17	1.18

Variazioni t/t, salvo ove diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Germania: i dati continuano a deludere, la ripresa tarda a materializzarsi

L'economia tedesca ha sorpreso al rialzo nel 3° trimestre, evitando una recessione tecnica; gli indici di fiducia sembrano aver toccato il fondo nei mesi scorsi, e i rischi appaiono più contenuti rispetto a settembre. Tuttavia, il 4° trimestre si è aperto nel segno della debolezza, a giudicare dai dati economici reali. Confermiamo perciò la nostra previsione di crescita del PIL nel 2019 a 0,5% a/a, rivedendo al rialzo di un decimo, a 0,6% la previsione per il 2020. L'andamento dell'inflazione si sta rivelando più fiacco del previsto. Rivediamo al ribasso la nostra previsione dell'indice armonizzato sia per il 2019 che per il 2020, rispettivamente a 1,3% e 1,2%.

Poco è cambiato da quando, a settembre, abbiamo rivisto fortemente al ribasso le nostre previsioni per la crescita tedesca nel 2019 e nel 2020. I rischi al ribasso sullo scenario di base sono ancora significativi, per quanto inferiori a tre mesi fa. La Germania è particolarmente esposta a rischi globale chiave, quali la politica commerciale degli USA, la trasformazione strutturale del settore auto, ed eventuali shock legati a Brexit. Rispetto a tre mesi fa, una Brexit senza accordo è attualmente molto poco probabile. La politica commerciale degli USA sembra essersi in parte placata, restando tuttavia molto nebulosa. Non esiste alcuna garanzia che le tensioni commerciali non tornino a crescere, o che gli USA non spostino la loro attenzione dalla Cina all'Europa, imponendo dazi sulle importazioni di auto (un fronte che non si è aperto a novembre ma che era stato annunciato in precedenza dall'amministrazione USA). Il settore auto è ancora sofferente e la trasformazione a favore delle vetture elettriche è marcatamente imprevedibile nel medio termine.

Nel corso del 3° trimestre, l'economia è rimbalzata dello 0,1%, superando le attese. I dati del secondo trimestre sono stati rivisti al ribasso da -0,1% t/t a -0,2%, con il dato relativo al primo trimestre rivisto al rialzo di un decimo a 0,5%. L'economia tedesca ha pertanto evitato una recessione tecnica. L'ultimo rimbalzo è stato alimentato da una spesa più sostenuta, sia privata che pubblica. In ripresa anche il commercio estero, soprattutto dal lato delle esportazioni. Nel frattempo, gli investimenti fissi si sono ulteriormente contratti dopo il boom del 1° trimestre (1,6% t/t), benché il tasso di contrazione si sia allentato (a -0,1% nel 3Q da -0,3% nel 2Q). Il tasso di crescita annuo del PIL è pertanto salito da 0,3% a/a nel 2° trimestre a 0,5% a/a nel 3° trimestre. Nel prossimo futuro dovrebbe tornare a calare, toccando un minimo a -0,1% a inizio 2020. Successivamente, l'effetto base dovrebbe contribuire a far accelerare rapidamente il tasso di crescita annuo.

L'andamento migliore del previsto nel 3° trimestre, insieme con la recente stabilizzazione della fiducia sull'economia tedesca, ci ha indotti a rivedere al ribasso la nostra previsione per il trimestre conclusivo di quest'anno da -0,1% t/t in precedenza a 0,0%. Gli investimenti pubblici e i consumi privati dovrebbero bilanciare la contrazione del manifatturiero votato all'export, che ha aperto il 4° trimestre di nuovo all'insegna di una forte debolezza. La revisione della lettura del 4° trimestre non altera la previsione per il 2019 nel suo complesso, che rimane allo 0,5% a/a, in linea con la previsione dello scorso autunno. Tuttavia, i principali indicatori anticipatori non lasciano presagire a una significativa ripresa già nel primo trimestre del 2020. La crescita dovrebbe accelerare in modo più marcato solo a partire dal secondo trimestre. Per il 2020, a causa dell'effetto di trascinarsi di un secondo semestre del 2019 più forte del previsto, rivediamo al rialzo di un decimo la nostra previsione per l'anno nel suo complesso, a 0,6% a/a corretto per gli effetti stagionali e i giorni lavorativi. La nostra previsione resta leggermente al di sotto della stima di consenso (0,7%). Gli effetti di calendario giocheranno un ruolo importante nel 2020 (pari a circa 0,4%): la crescita del PIL non corretta per i giorni lavorativi potrebbe accelerare dell'1,0% a/a. Pertanto, è molto importante fare una distinzione tra le previsioni di crescita del PIL nel 2020 corrette per gli effetti di calendario e non corrette.

La causa principale della recente debolezza dell'economia resta il manifatturiero votato all'export, che nel 3° trimestre dell'anno ha mostrato una contrazione per il quinto trimestre consecutivo. Nel medio termine, l'apporto negativo più importante è venuto dal settore automobilistico, seguito da chimica e farmaceutici. Entrambi i settori stanno subendo

Andrej Arady

I rischi al ribasso allo scenario di medio termine restano significativi, per quanto inferiori rispetto a tre mesi fa

L'economia ha evitato una recessione tecnica nel 2019

Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione per il 2020, che tuttavia resta al di sotto delle stime di consenso

Ancora debole il manifatturiero

cambiamenti strutturali, con risvolti negativi sulla performance attuale. Inoltre, negli ultimi mesi dell'anno i contrasti commerciali hanno anche avuto risvolti negativi su altri segmenti del manifatturiero con una vocazione per l'export. Per quanto riguarda lo scenario di medio termine, saranno cruciali soprattutto gli sviluppi nel settore automobilistico e delle politiche commerciali globali. Le aspettative a sei mesi delle imprese del settore auto dovrebbero aver toccato un punto di minimo. Tuttavia, non prevediamo una crescita della produzione già nei prossimi sei prossimi tre mesi. La produzione di auto ha aperto anche il 4° trimestre dell'anno mostrando grande debolezza, calando del 5,4% m/m a ottobre. Di contro, il settore chimico-farmaceutico è rimbalzato all'inizio dell'ultimo trimestre del 2019, mentre le attese a medio termine delle imprese restano ai livelli più bassi dal 2012. L'incertezza che grava sul quadro del commercio globale resta notevole, per quanto inferiore rispetto a qualche tempo fa.

La fiducia delle imprese e degli investitori ha finalmente raggiunto un punto di minimo all'inizio del 4° trimestre 2019. Il nuovo, modesto ottimismo è legato alle aspettative, a fronte di un miglioramento trascurabile delle opinioni sulla situazione attuale. Benché sia in ripresa dai recenti minimi, la fiducia resta molto bassa, compatibile con una crescita pressoché nulla nei prossimi mesi. Per quanto riguarda i singoli settori di attività, pare allentarsi l'espansione della debolezza dal manifatturiero ai servizi. Se da un lato i servizi dovrebbero continuare a mostrare un lieve crescita, per il momento il manifatturiero si è solo stabilizzato in territorio negativo. Il settore delle costruzioni, sostenuto da continui investimenti pubblici, dovrebbe continuare a crescere a un discreto tasso anche nel corso del 2020.

Fiducia in recupero dai minimi recenti

Nei mesi autunnali l'Inflazione è inferiore alle attese. Il tasso d'inflazione armonizzato è stato pari a 1,3% a/a in media nei primi 11 mesi, in calo da 1,9% nel 2018. Negli ultimi mesi, l'inflazione è stata spinta al ribasso soprattutto dalla volatilità dei prezzi dell'energia. A inizio dell'anno prossimo l'inflazione complessiva potrebbe raggiungere un massimo di quasi 2%, per poi calare nuovamente nel corso dell'anno; non si esclude un nuovo calo al di sotto dell'1% nella seconda metà del 2020. Nel 2020, il tasso d'inflazione medio dovrebbe essere pari a 1,2% a/a, in calo da un tasso stimato di 1,3% nel 2019.

Inflazione ancora bassa

Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al 5% nella seconda metà dell'anno, solo un decimo al di sopra del minimo assoluto, a vantaggio dei consumi privati. Il tasso di disoccupazione è previsto al 5,0% sia nel 2019, sia nel 2020, in calo dal 5,2% nel 2018. Lo scenario a breve termine resta favorevole, benché il mercato del lavoro potrebbe aver superato il punto di massimo. Il numero di lavoratori impiegato a orario ridotto è gradualmente aumentato negli ultimi mesi, dato che le imprese hanno preferito questa formula ai licenziamenti. La scarsità di manodopera non è più ai livelli visti nel 2018 e si è notevolmente ridotta nel manifatturiero e nel settore delle costruzioni, restando invece vicina ai livelli massimi dal 2018 nel settore dei servizi.

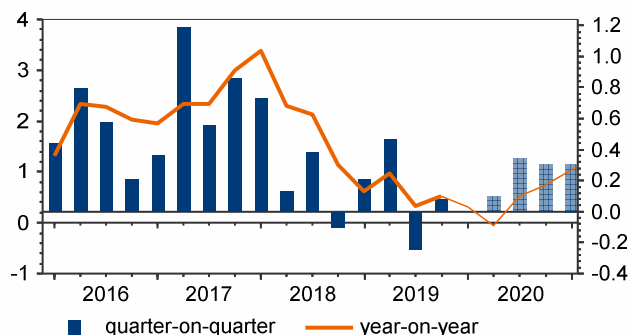
Il mercato del lavoro resta in buona salute, ma il meglio è alle spalle

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2019				2020p				2021p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	0.5	0.6	1.0	0.3	0.5	0.3	-0.1	0.5	0.7	1.0	1.2	1.2		
- t/t				0.5	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3		
Consumi privati	1.2	1.6	1.4	0.8	0.1	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3		
Investimenti fissi	3.6	2.8	1.9	1.6	-0.2	-0.2	0.6	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6		
Consumi pubblici	1.4	2.0	1.9	0.6	0.6	0.8	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4		
Esportazioni	2.3	1.2	1.6	1.6	-1.3	1.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.8		
Importazioni	3.7	2.5	2.8	0.8	-0.1	0.1	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6	0.8	1.0		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.8	-0.6	-0.9	0.2	-0.7	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1		
Partite correnti (% PIL)	7.5	6.9	6.7												
Deficit pubblico (% PIL)	1.9	0.8	0.3												
Debito pubblico (% PIL)	61.9	59.2	56.5												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.9	1.3	1.2	1.6	1.7	1.0	1.1	1.8	1.0	0.9	1.2	1.2	1.2		
Produzione industriale (a/a)	0.9	-3.3	0.3	-1.7	-4.0	-4.1	-3.6	-3.5	-0.4	2.0	3.2	3.5	3.1		
Disoccupazione (ILO, %)	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1		
Tasso a 10 anni (%)	0.44	-0.23	-0.14	0.10	-0.11	-0.53	-0.36	-0.23	-0.12	-0.10	-0.10	-0.12	-0.14		

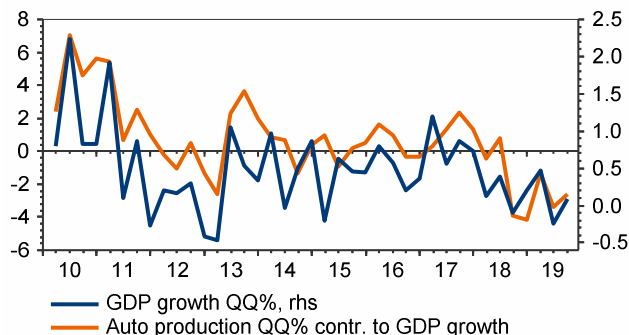
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Evoluzione della crescita del PIL, a/a e t/t, corretta per effetti stagionali e di calendario



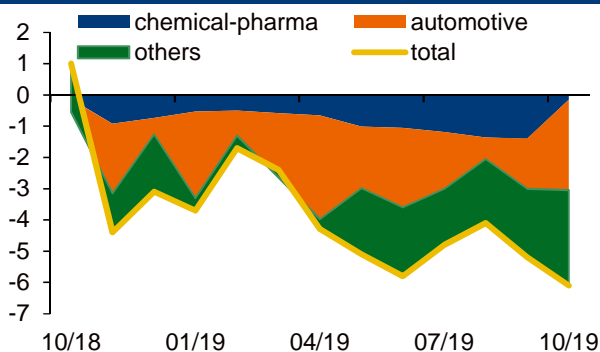
Fonte: Refinitiv Datastream, previsione Intesa Sanpaolo

Il settore auto resta il principale colpevole della crescita anemica



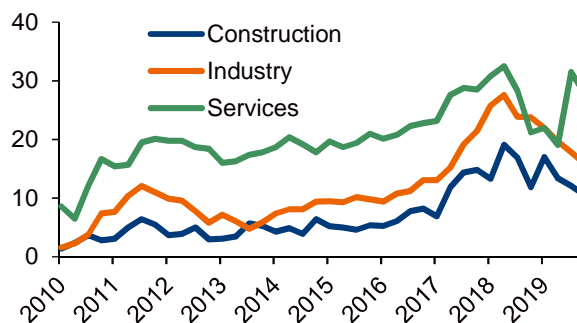
Fonte: Refinitiv Datastream

Crescita annua del manifatturiero e contributo di alcuni settori selezionati



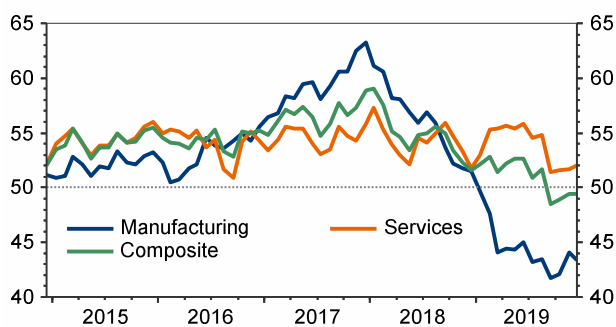
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Scarsità di manodopera in alcuni settori selezionati



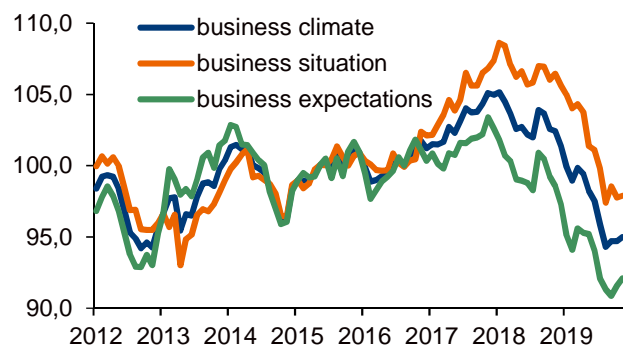
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DG EFCIN

Indagine PMI: primi segnali di una stabilizzazione



Fonte: Refinitiv Datastream

Indagine Ifo: il punto di minimo della fiducia è finalmente alle spalle



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

La politica fiscale tedesca sarà espansiva anche nel 2020

Dal 2012, la Germania ha rispettato la regola dell'obiettivo di deficit strutturale a medio termine non superiore allo 0,5% del PIL e, secondo le previsioni, dovrebbe agevolmente raggiungere lo stesso obiettivo negli anni a venire. Secondo le stime della Commissione Europea, l'**avanzo strutturale** ha raggiunto un punto di massimo nel 2018, a circa 1,4% del PIL. Nel 2019 dovrebbe calare all'1,1% del PIL. Nel 2020 è previsto un ulteriore calo, a 0,7% del PIL, ossia circa la metà dell'avanzo registrato nel 2018. Si potrebbe fare ben di più, se non fosse per i vincoli legali domestici: per le regole fiscali europee sarebbe sufficiente un saldo strutturale in pareggio. **Le nuove misure fiscali implementate nella Legge di bilancio per il 2020 comporteranno un allentamento fiscale limitato, pari a meno dello 0,1% del PIL**, derivanti soprattutto dal Programma d'azione per il clima al 2030. Il pacchetto sul clima verrà implementato gradualmente, con un aumento di spesa pari a circa lo 0,1% del PIL all'anno anche negli anni a venire. Il grosso delle misure fiscali che renderanno la politica fiscale tedesca espansiva sono state già approvate nel piano finanziario precedente, risalente al 2018 (2020-2022) e implementato con il documento programmatico di bilancio per il 2019. Di queste, dal lato delle entrate le misure fiscali chiave saranno la riduzione del carico fiscale a cui sono soggette le famiglie e il taglio delle tasse a sostegno del settore delle costruzioni e dell'edilizia residenziale. Inoltre, dal gennaio 2021 verrà abolita la tassa di solidarietà a carico dei redditi medi e bassi, che riguardano circa il 90% dei contribuenti. In totale, la riduzione delle tasse nel 2019-2021 ammonterà a 25 miliardi di euro, il più grande taglio da oltre un decennio. Dal lato della spesa, le misure chiave sono: 1) l'aumento dei contributi sociali per le assicurazioni pensionistiche, le assicurazioni sanitarie e di disoccupazione, con un maggiore supporto per l'istruzione superiore e la formazione; e 2) gli investimenti, soprattutto in infrastrutture per i trasporti, istruzione e ricerca. Sorprendentemente, gli investimenti fissi pubblici sono previsti in crescita di quasi il 6% a/a nel 2020, da una crescita stimata del 7,5% a/a nel 2019, ben al di sopra del tasso di crescita del PIL.

L'avanzo di bilancio si sta riducendo, anche in termini nominali. L'attivo di bilancio statale complessivo è previsto in calo dalla Commissione Europea da 1,9% del PIL nel 2018 a 1,2% del PIL nel 2019, e allo 0,6% del PIL stimato nel 2020. Tuttavia, la decelerazione dell'economia avrà un impatto negativo limitato sulle entrate fiscali.

Grazie all'avanzo di bilancio statale, entro la fine dell'anno il rapporto **debito/PIL dovrebbe scendere al di sotto del 60%**, ossia del tetto indicato dal Trattato di Maastricht, per la prima volta dal 2002.

Nonostante la crescita moderata dell'economia tedesca, la probabilità che venga utilizzato lo spazio fiscale di cui dispone la Germania, pari a quasi 37 miliardi di euro (la differenza tra l'avanzo di bilancio strutturale, previsto a 0,5% del PIL, e l'obiettivo di medio termine, pari a -0,5% del PIL) è molto bassa. Nel 3° trimestre, l'economia tedesca ha superato le attese, evitando una recessione tecnica. Né sembra probabile che cada in recessione nel medio termine. Non riteniamo probabile neppure l'implementazione di ulteriore stimolo fiscale.

Francia: l'economia tiene nonostante il contesto di crescente incertezza

In un contesto non troppo positivo per l'Eurozona, l'economia francese si è finora dimostrata piuttosto resiliente, in linea con le nostre attese. Lo stimolo fiscale dell'autunno ha sicuramente aiutato a tenere vivaci i consumi delle famiglie e più in generale la domanda interna. Dall'altro lato, l'export continua a soffrire delle incertezze globali e della frenata degli ordini tedeschi. Il mercato del lavoro migliora trimestre dopo trimestre e i salari sono in aumento ma la disoccupazione rimane al di sopra della media dell'area euro, mentre l'inflazione rimane debole e intorno all'1%. Complessivamente i rischi allo scenario risultano bilanciati per il 2020. Prevediamo un PIL in rallentamento dall'1,3% di quest'anno all'1,1% dell'anno prossimo.

L'economia francese ha mantenuto un ritmo di crociera costante quest'anno, con il **PIL** che è avanzato dello 0,3% t/t anche nel terzo trimestre grazie in particolare al contributo della domanda interna e più in dettaglio degli investimenti produttivi. Le esportazioni nette hanno dato un contributo negativo. La media annua è rimasta anch'essa ferma sull'1,4% in linea con i primi due trimestri dell'anno. Nell'ultimo trimestre prevediamo un marginale rallentamento del PIL a 0,2% t/t per una media annua che si porterà all'1,3% dall'1,7% del 2018. Per il 2020 prevediamo un ulteriore marginale rallentamento all'1,1% in un contesto di crescita moderata per tutta l'Eurozona, leggermente al di sotto delle stime di consenso.

I **consumi delle famiglie** sono rimasti positivi nell'autunno, supportati dall'alleggerimento fiscale e crescendo dello 0,4% t/t dallo 0,2% t/t così come il morale, che è migliorato tra settembre e novembre e rimane al di sopra della media di lungo periodo. La spesa per consumo è quindi in rotta per una crescita dell'1,3% quest'anno dallo 0,9% del 2018. Nel 2020 prevediamo che il ritmo rimanga circa sempre attorno all'1,3% a/a supportato dallo stimolo fiscale, salari in crescita e dall'occupazione in aumento, ma i rischi alla previsione sono verso l'alto dato che il taglio fiscale da oltre 9 miliardi promesso da Macron dovrebbe spingere il reddito disponibile delle famiglie nel 2020.

Il comparto **manifatturiero** ha segnato delle battute d'arresto quest'anno a marzo, giugno e agosto. Nell'ultimo trimestre prevediamo un recupero della **produzione industriale** attorno allo 0,4% t/t da -1,1% t/t. Il morale delle aziende è rimasto circa in linea alla media storica negli ultimi mesi ma da inizio anno è andato progressivamente calando, a segnalare una normalizzazione del morale dopo il ciclo espansivo tra il 2017 e il 2018. Per il biennio 2019-2020 prevediamo che la produzione industriale si attesti attorno a un ritmo dello 0,6% annuo. Nei servizi il morale rimane positivo come segnalato dagli indicatori PMI, così come nelle costruzioni, dove l'attività nel comparto edilizio sembra voler tornare sui livelli del 2008, complici le condizioni finanziarie accomodanti.

Gli **investimenti fissi** dopo la fase fiacca di inizio 2019 hanno recuperato slancio nella parte centrale dell'anno e sono cresciuti dell'1,2% t/t nel terzo trimestre. La componente più dinamica è stata quella degli **investimenti produttivi** e macchinari (con una media dell'1,3% t/t), mentre gli **investimenti delle famiglie** hanno registrato un picco nel secondo trimestre e sono poi tornati su ritmi più moderati (a 0,7% t/t da 1,6% t/t). Confermiamo la nostra precedente previsione e stimiamo che quest'anno gli investimenti fissi avanzino del 3,5% a/a da 2,8% a/a del 2018. L'ultima indagine INSEE sul clima di fiducia per gli investimenti industriali ha indicato un raffreddamento delle decisioni di investimento nella parte finale dell'anno, pertanto per il 2020 prevediamo un marginale rallentamento della dinamica sotto il 3%.

Il **canale estero** rimane l'elemento più debole dello scenario francese con la domanda mondiale fiacca, le esportazioni francesi sono in contrazione per il secondo trimestre di fila (a -0,1% t/t da -0,2% t/t). In chiusura d'anno prevediamo una quasi stagnazione delle **esportazioni**, per una media annua che rallenterà all'1,8% dal 3,5% quest'anno per poi risalire l'anno prossimo attorno all'1%. Le **importazioni**, dall'altro lato sono rimaste piuttosto stabili quest'anno attorno al 2,4%, in

Guido Valerio Ceoloni

Un altro trimestre allo 0,3% t/t per il PIL. Confermata una crescita attorno all'1,2% tra il 2019 e il 2020

Consumi delle famiglie in accelerazione moderata nel biennio rispetto all'anno scorso

Il morale nel manifatturiero si è stabilizzato sulla media storica dopo la fase espansiva del 2017-2018

La componente investimenti rimarrà di supporto al PIL a cavallo d'anno

Esportazioni sempre deboli, il contributo del canale estero sarà negativo quest'anno e nullo il prossimo

rafforzamento rispetto al 2018 grazie all'accelerazione dei consumi. L'anno prossimo le importazioni sono invece viste rallentare attorno al 2%. Pertanto, il canale estero ha contribuito negativamente quest'anno mentre l'anno prossimo il contributo è atteso rimanere nullo. La bilancia dei pagamenti rimarrà circa stabile nel 2019 rispetto al 2018 al -0,6% del PIL per rientrare leggermente a -0,4% l'anno 2020.

L'inflazione ha marginalmente rallentato da inizio anno, scendendo dall'1,2% a poco sotto l'1% dopo l'estate. L'indice core al netto di energia e alimentari è rimasto circa stabile attorno all'1% anche nel 2019, come nel 2018. L'anno prossimo prevediamo una marginale risalita dei prezzi al consumo per una inflazione che è vista risalire fino a circa l'1,5% per la fine del 2020 (media annua all'1,2%).

L'inflazione rimarrà stabile nel 2019-2020 attorno all'1,2%

La **disoccupazione** è in calo ininterrottamente da inizio 2017 ed era all'8,5% alla fine del terzo trimestre, ma rimane comunque al di sopra della media Eurozona. Quest'anno prevediamo quindi che il livello scenda al 9,1% dall'8,6% per poi continuare a calare al ritmo di due/tre decimi tra 2020-2021.

La disoccupazione è in calo ma rimane sempre al di sopra della media Eurozona

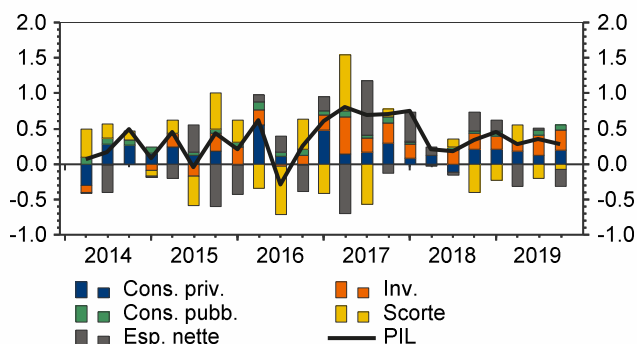
Sul fronte dei **conti pubblici**, il Parlamento ha approvato la manovra fiscale per il 2020, che prevede un deficit nominale al -2,2%, 0,8 punti superiore rispetto al 2019 e dovuto alle misure tampone adottate dal Governo per contenere il malcontento dei "gilet gialli". Riteniamo che verosimilmente la correzione sarà solo fino al -2,4% rispetto al -3,1% previsto per il 2019. Tuttavia, il contesto di tassi negativi non pone particolari rischi al non raggiungimento dell'obiettivo. Il debito pubblico è visto circa stabile al 99%. I rischi complessivamente rimangono bilanciati, con la domanda interna che potrebbe essere supportata più del previsto dal miglioramento del potere d'acquisto, mentre il canale estero potrebbe risentire di un ulteriore deterioramento del clima di fiducia globale.

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2019				2020p				2021p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.3	1.1	1.3	1.4	1.4	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
- i/t				0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	0.9	1.3	1.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.8	3.5	2.7	0.5	1.3	1.2	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	0.8	1.3	1.3	0.1	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.5	1.9	1.4	0.1	-0.2	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
Importazioni	1.2	2.4	2.0	1.1	-0.3	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.3	-0.3	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.5	-0.5	-0.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.5	-3.1	-2.2										
Debito pubblico (% PIL)	98.4	98.9	98.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.1	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.6	1.7	1.8	1.7
Produzione industriale (a/a)	0.2	0.5	0.4	0.6	1.6	-0.4	0.3	-0.3	-0.4	1.2	1.0	1.0	1.1
Disoccupazione (ILO, %)	9.1	8.6	8.4	8.7	8.5	8.6	8.6	8.5	8.5	8.4	8.3	8.2	8.2

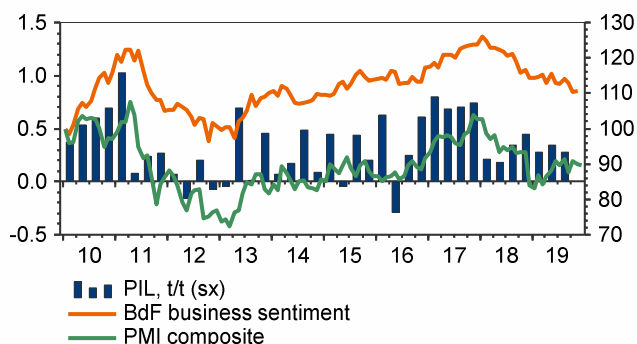
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



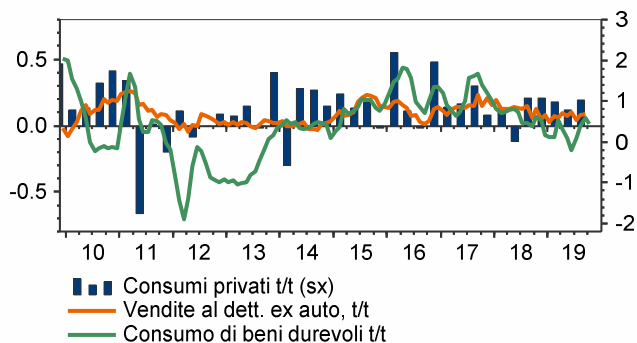
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



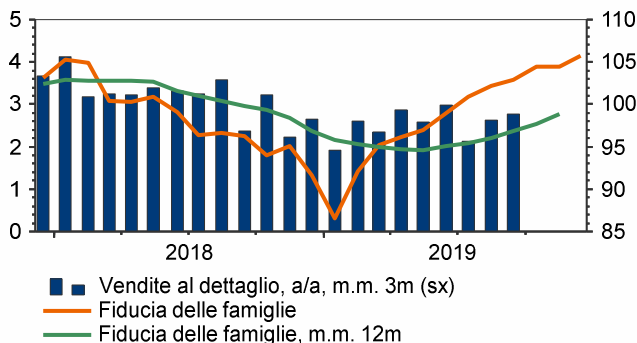
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 3 – Spesa delle famiglie, acquisto di beni durevoli e andamento dei consumi privati



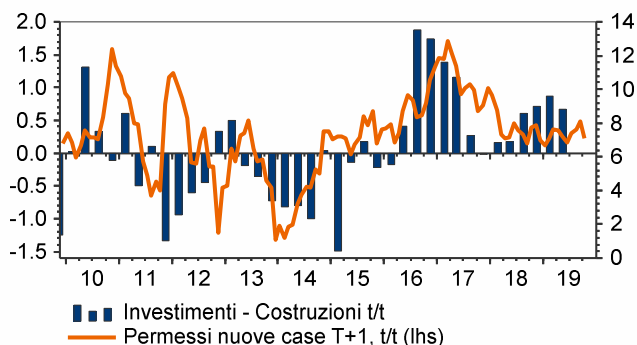
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 4 – Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



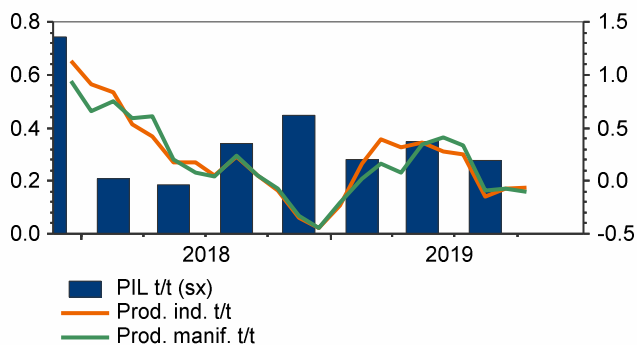
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



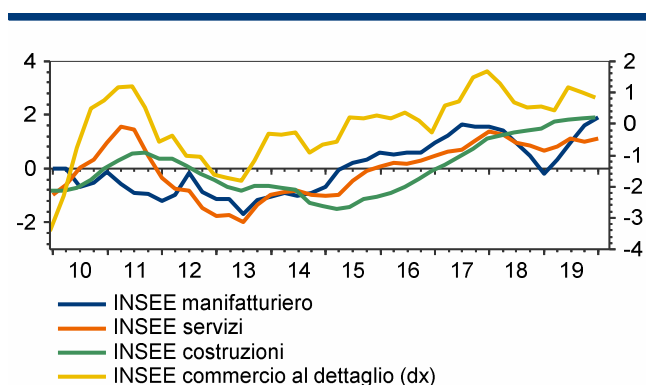
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



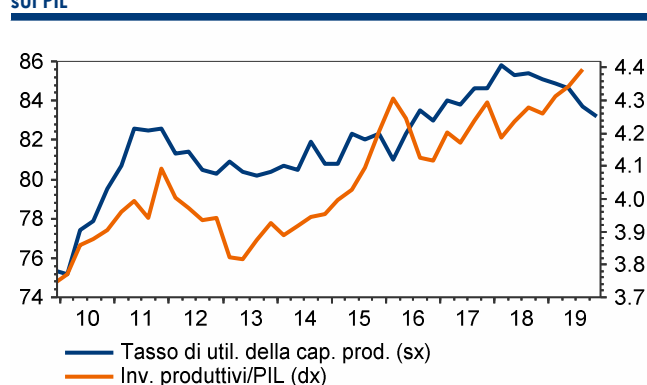
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



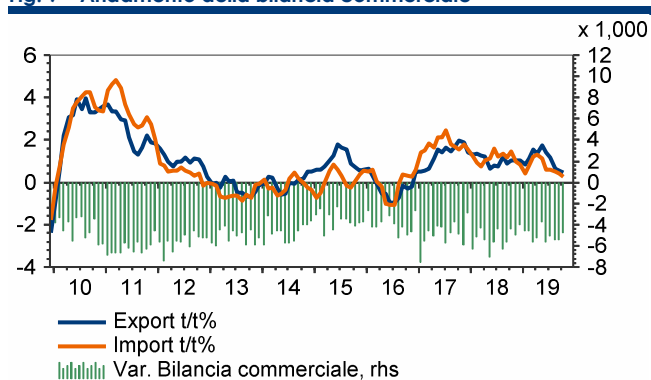
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 8 – Utilizzo della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



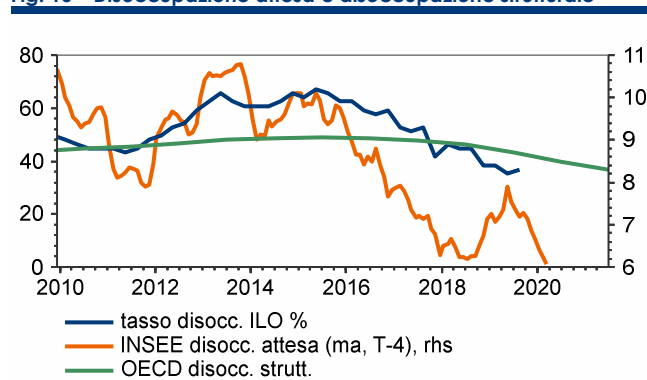
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Italia: verso una lieve accelerazione nel 2020, il rischio è l'instabilità politica

Il punto di minimo del ciclo potrebbe essere alle spalle, ma l'attività economica rimarrà debole nell'orizzonte prevedibile, e il tasso di crescita dell'economia sarà nel 2020 solo di poco superiore a quello (anemico) del 2019. Il principale rischio è rappresentato dall'instabilità politica.

Paolo Mameli

Dopo quattro anni di espansione tra il 2015 e il 2018 (ad un ritmo medio di poco superiore all'1%), **l'economia italiana si è sostanzialmente fermata nel 2019**. Il livello del PIL al 3° trimestre 2019 resta inferiore al periodo pre-crisi (-3,9% rispetto a fine 2017); particolarmente pronunciata è stata la correzione per gli investimenti (-17%), soprattutto per quelli in costruzioni (-32%), mentre l'unica componente del PIL cresciuta significativamente è l'export (+14,6%). In questo quadro però, sia l'occupazione che il reddito disponibile delle famiglie hanno più che recuperato la caduta precedente (Fig. 1), anche se è aumentata la disuguaglianza nella distribuzione del reddito.

L'economia italiana non si è ancora ripresa pienamente dagli effetti della crisi

A dire il vero, **la fase di stagnazione dell'economia è cominciata nel 2018**, visto che il tasso di crescita su base trimestrale è stato in media pari a zero nel biennio 2018-19. Anzi il punto di minimo del ciclo su base congiunturale sembra essere stato raggiunto con la recessione "tecnica" dei due trimestri centrali dello scorso anno. Da allora, il PIL è aumentato a una velocità di crociera di 0,1% t/t. Su base annua, il punto di minimo è stato toccato a fine 2018 con un -0,1%, cui è seguito un ritorno in territorio lievemente positivo (+0,3% a/a al 3° trimestre 2019).

Il punto di minimo del PIL su base trimestrale potrebbe essere stato toccato nel 2018

Il 2019 dovrebbe chiudere con una crescita del PIL di 0,2%, lievemente superiore alle nostre attese di qualche mese fa. Nell'anno la domanda domestica ha evidenziato una buona tenuta, rallentando ad appena 0,9% (nelle nostre stime) dopo l'1,1% del 2018; un contributo positivo è venuto anche dalla domanda estera (+0,4%). Ha pesato soprattutto un forte decumulo di scorte, che ha sottratto oltre un punto percentuale all'attività economica: era accaduto in precedenza solo nel 2009 e nel 2012, ma in un contesto di caduta molto ampia del PIL (-5,3% e -3%, rispettivamente).

Il 2019 ha chiuso con una variazione lievemente positiva, al di sopra delle nostre attese

Per il 2020, ci aspettiamo una modesta accelerazione, che deriverebbe soprattutto dal venir meno dell'eccezionale freno dai magazzini visto nel 2019 (Fig. 2). Infatti, la domanda domestica finale dovrebbe rallentare ulteriormente, a 0,6%. **I consumi**, che hanno dato segnali positivi di recente (Fig. 3 e 4), soprattutto grazie alla tenuta dell'occupazione (Fig. 5), **sono attesi mantenere la velocità di crociera del 2019** (0,6%) grazie alla tenuta del reddito disponibile reale delle famiglie (il 2020 sarà il primo anno di piena implementazione del "reddito di cittadinanza"), e nonostante un probabile rallentamento degli occupati (stimiamo a 0,2% dallo 0,7% del 2019, per un tasso di disoccupazione fermo al 10%: Fig. 6) e un trend di aumento del tasso di risparmio (Fig. 7).

Per il 2020, ci aspettiamo un'espansione su ritmi solo di poco superiori al 2019. I consumi saranno resilienti...

Ci sembrano più accentuati i rischi sugli investimenti, che, dopo essere cresciuti a una velocità media del 3% nel 2015-19, sono visti rallentare ad un ritmo inferiore all'1% nel 2020. È vero che l'incertezza sulle prospettive di breve termine dello scenario politico, fiscale e finanziario si è ridotta rispetto a qualche mese fa (Fig. 8), così come i rischi sul commercio mondiale derivanti da una possibile *escalation* della guerra tariffaria e da Brexit. Tuttavia, tali rischi appaiono non del tutto superati (potrebbero essere solo rimandati, di qualche mese o qualche anno). Inoltre, le aspettative delle imprese sulla domanda finale, se sembrano aver toccato un punto di minimo, non mostrano ancora una ripresa significativa (Fig. 9). Infine, un indicatore composito di domanda e offerta di credito alle imprese (che abbiamo costruito sulla base dell'indagine sul credito bancario della BCE: Fig. 10) mostra ancora debolezza. D'altra parte, gli investimenti dovrebbero mantenere un tasso di crescita positivo, beneficiando sia del perdurare di condizioni finanziarie espansive, sia del rinnovo degli incentivi di Industria 4.0.

...mentre ci aspettiamo un rallentamento sia per gli investimenti...

Permangono incertezze anche sulle prospettive delle esportazioni. Nell'ultimo trimestre 2019, l'export dovrebbe aver registrato un significativo rimbalzo dovuto alla consegna di una nave, ma le

...che per l'export

indagini ancora non segnalano un apprezzabile recupero per gli ordini dall'estero (Fig. 11). La domanda mondiale rivolta verso l'Italia è attesa in lieve ripresa nel 2020 (a 2,1% da 1,7% del 2019: Fig. 12), ma la specializzazione geografica e settoriale del Paese, che è stata premiante nel 2019 (consentendo ad esempio una sovraperformance rispetto all'export tedesco: Fig. 13) potrebbe essere viceversa penalizzante nel 2020. In sintesi, ci aspettiamo un moderato rallentamento delle esportazioni nel 2020 (a 1,5% dal 2,2% del 2019), il che, in un contesto di ripresa dell'import (stimiamo a 2,2% da 0,9%), sarebbe coerente un **moderato apporto negativo del commercio estero al PIL nel 2020** (-0,2% dopo il +0,4% del 2019).

Occorre precisare che la nostra previsione per il PIL 2020 (0,3%) è sul dato corretto per gli effetti di calendario (coerente con le serie trimestrali dei conti nazionali). Tenuto conto del fatto che il 2020 avrà 2 giorni lavorativi in più, **il dato non corretto per gli effetti di calendario** (che rileva ad esempio per i rapporti di finanza pubblica) **dovrebbe vedere una crescita più alta di almeno un decimo (0,4%)**. Depurando la crescita annua non solo dal diverso numero di giorni lavorativi, ma anche dagli effetti statistici di trascinamento rispetto all'anno precedente (Tab. 1), si ottiene che il punto di minimo per la crescita "nell'anno" è stato raggiunto nel 2018, e già dal 2019 si è avviata una modesta ripresa, che è attesa continuare più o meno agli stessi rimi nel 2020-21.

Nel nostro profilo previsivo, **i trimestri a cavallo d'anno sono quelli maggiormente a rischio di rallentamento, visto che le indagini congiunturali sono coerenti con un ritmo di crescita trimestrale tra -0,1% e +0,1% t/t**, segnalando dunque una possibile frenata rispetto al +0,1% t/t visto nell'ultimo anno. D'altra parte, nel periodo più recente la crescita del PIL è stata superiore a quanto suggerito dalle indagini di fiducia (non solo dal morale delle imprese nel settore manifatturiero, ma anche da indici più "ampi" per il modo in cui sono costruiti ovvero, in ordine crescente di "ampiezza": PMI composito, "Economic Sentiment" Istat, indice della Commissione UE, indice Ita-coin della Banca d'Italia: Fig. 14). Peraltro, **i principali indici anticipatori**, pur non evidenziando ancora una ripresa apprezzabile, **sembrano avere se non altro smesso di deteriorarsi**, anche grazie al miglioramento delle condizioni finanziarie (Fig. 15). Ciò suggerisce che l'evoluzione del PIL su base congiunturale possa rafforzarsi gradualmente nel corso del 2020, anche se la media trimestrale non dovrebbe discostarsi da quella vista nel 2019 (0,1% t/t).

Insomma, **il punto di minimo del ciclo dovrebbe essere stato toccato nella parte finale del 2018, per effetto del "picco" di incertezza sia sul fronte esterno che sullo scenario politico e fiscale domestico**. Inoltre, il settore manifatturiero su scala mondiale era stato colpito da due shock idiosincratichi nei comparti automobilistico e chimico, nonché dalla flessione della domanda dalla Cina. L'Italia ha sofferto degli effetti di questi shock sia per via diretta (essendo il principale Paese manifatturiero in Europa dopo la Germania), sia in virtù delle interconnessioni con l'industria teutonica (soprattutto per quanto riguarda gli effetti della minore domanda dalla Cina, il cui peso sull'export italiano è relativamente contenuto). Sia sul fronte internazionale che su quello interno, permangono rischi, ma il "picco" in termini di incertezza, a meno di nuovi shock, dovrebbe essere alle spalle.

Nel 2020, la politica fiscale avrà un orientamento moderatamente espansivo (la Commissione UE stima un allentamento del saldo primario corretto per il ciclo di quattro decimi rispetto al 2019), circa in linea con la media Eurozona. Il governo, nella Legge di Bilancio, ha trovato un compromesso "ragionevole" tra i rischi per l'economia di una restrizione troppo accentuata (un pieno rispetto della regola sul saldo strutturale avrebbe comportato nelle nostre stime un effetto di -0,6% sul PIL 2020) e le conseguenze, per il rapporto con le istituzioni europee, con le agenzie di rating e con gli investitori, di una perdita della disciplina fiscale. Un moderato allentamento è in qualche modo giustificato, visto l'*output gap* ancora negativo (Fig. 16). D'altra parte, è illusorio immaginare un effetto "taumaturgico" sul ciclo italiano delle manovre espansive in corso d'attuazione in altri Paesi europei (nelle nostre stime, un pieno utilizzo dello spazio fiscale da parte dei Paesi dell'Eurozona che ne dispongono – Germania e Olanda – avrebbe un effetto sul PIL

Gli effetti di calendario avranno un effetto positivo sul PIL nel 2020

Le indagini segnalano un rischio di rallentamento congiunturale nei trimestri a cavallo d'anno...

...ma il trend dovrebbe rafforzarsi più avanti, per effetto dell'attenuarsi degli shock che avevano colpito l'economia nella parte finale del 2018

La politica fiscale sarà moderatamente espansiva, con rischi ridotti sul deficit ma un debito ancora in salita

italiano di appena un decimo dopo un anno e due decimi dopo due anni: Fig. 17). **Riteniamo che i rischi di implementazione della manovra di bilancio siano tutto sommato limitati:** un eventuale sfioramento rispetto al target governativo sul deficit 2020 (2,2%) sarà a nostro avviso contenuto in uno-due decimi. Tuttavia, visto che la nostra stima sulla crescita del PIL nominale è più cauta di quella dell'esecutivo, **riteniamo che il rapporto debito/PIL sia destinato a crescere ulteriormente** nel 2020 (oltre il 136% del PIL). Inoltre, la strada per la politica fiscale resta molto stretta, perché anche le leggi di bilancio dei prossimi anni dovranno fronteggiare la sfida di disinnescare clausole di salvaguardia di entità simile a quanto visto quest'anno (Fig. 18).

I rischi sulla nostra previsione di crescita per il 2020 (0,3%), che giudicavamo verso il basso qualche mese fa, appaiono oggi lievemente verso l'alto, grazie sia all'effetto di trascinamento da un 2019 migliore del previsto, sia alla parziale attenuazione dell'incertezza di natura endogena ed esogena. Peraltro, i rischi al ribasso che permangono sullo scenario di crescita sono due: 1) un'evoluzione più negativa del commercio internazionale, innescata da una eventuale nuova recrudescenza dei conflitti tariffari o da un'evoluzione avversa della saga di Brexit; 2) un ritorno di instabilità politica sul fronte interno. Di questi due rischi, nelle ultime settimane sembra aumentata l'importanza relativa di quello di natura domestica.

In effetti, **i contrasti in seno alla coalizione di governo sono aumentati nel periodo più recente** (soprattutto sugli emendamenti alla legge di bilancio e sulla riforma del MES). Nessuno dei partiti di maggioranza ha interesse a una conclusione anticipata della legislatura, ma non si può escludere che la forza attrattiva della coalizione di destra, data per vincente alle prossime elezioni politiche sulla base dei più recenti sondaggi sulle intenzioni di voto (Fig. 19), possa far perdere all'esecutivo il margine riscato di seggi di cui può disporre al Senato, visto in particolare il travaglio interno del partito più rappresentato in parlamento (il Movimento 5 Stelle). Un evento scatenante potrebbe essere una eventuale sconfitta delle forze di governo alle elezioni regionali, in calendario a fine gennaio in Emilia Romagna e Calabria e in maggio-giugno in Campania, Liguria, Marche, Puglia, Toscana, Veneto.

Il calendario politico è complicato dall'intreccio con le possibili riforme istituzionali: il 12 gennaio è la scadenza per la richiesta di un eventuale referendum confermativo sul taglio del numero dei parlamentari (che si terrebbe eventualmente in primavera), mentre il 15 gennaio la Corte Costituzionale si pronuncia sull'ammissibilità del referendum abrogativo della parte proporzionale dell'attuale sistema elettorale (in quel caso, la consultazione si terrebbe tra metà aprile e metà giugno). Peraltro, **la maggioranza sembra aver trovato un accordo su una proposta di nuova legge elettorale in senso proporzionale.** Tale legge, se approvata, avrebbe a nostro avviso le seguenti conseguenze: 1) nel breve termine, ridurrebbe il rischio di instabilità politica (l'esistenza di "seggi sicuri" per la coalizione di destra nei collegi uninominali costituisce oggi un incentivo a causare una crisi per alcuni parlamentari di maggioranza); 2) nel lungo termine, un sistema proporzionale da un lato riduce la probabilità di ampie maggioranze a favore di governi che si posizionano agli estremi dello spettro politico, dall'altro riduce però anche la governabilità, e aumenta il rischio di un parlamento senza chiara maggioranza all'indomani delle prossime elezioni politiche.

In ogni caso, pensiamo che: **1) una crisi di governo, diversamente dalla scorsa estate, avrebbe come esito pressoché scontato nuove elezioni anticipate;** **2) l'instabilità politica avrebbe effetti negativi** sugli indici di rischio-Paese sui mercati finanziari, per quanto mitigati dal persistere di una politica monetaria ultra-espansiva da parte della BCE; **3) l'approvazione di una legge elettorale proporzionale potrebbe essere ben vista dai mercati,** in quanto ridurrebbe la probabilità di eventi "estremi"; **4) anche nel caso in cui eventuali elezioni anticipate avessero come risultato quello suggerito dai sondaggi correnti, il mercato potrebbe realizzare di avere nel recente passato sovrastimato la probabilità di una eventuale "Italexit"** (il segretario della Lega Matteo Salvini ha sottolineato più volte di recente l'irreversibilità dell'euro; inoltre, rispetto all'esperienza nel precedente governo, nel caso in cui risultasse ampiamente il primo partito di una nuova

I rischi al ribasso sullo scenario sono oggi di entità più modesta rispetto a qualche mese fa

Il principale è rappresentato dall'instabilità politica

Effetti rilevanti potrebbero venire non tanto dalle riforme costituzionali, ma da modifiche nel sistema elettorale

Il nostro scenario di base non include una crisi di governo, che avrebbe conseguenze verosimilmente negative

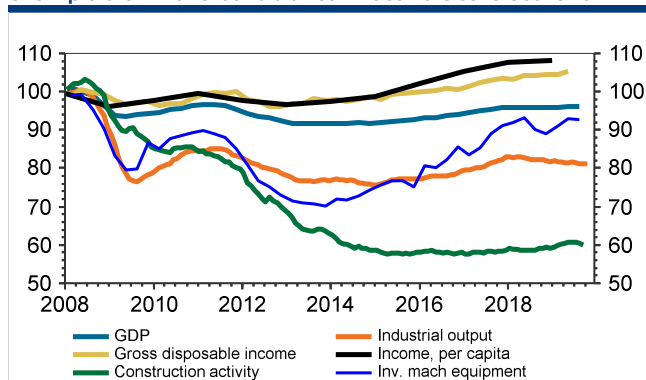
maggioranza, la Lega potrebbe adottare un atteggiamento più moderato, in quanto internalizzerebbe maggiormente le conseguenze negative di un rapporto conflittuale con le istituzioni europee e con i mercati finanziari). In sintesi, **il nostro scenario di base non include elezioni anticipate nel 2020 (né nel 2021), ma l'instabilità politica ci sembra il principale rischio che può gravare sull'economia e sui mercati.**

Previsioni

	2018	2019f	2020f	2020p										
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	2021p	
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.2	0.3	0.0	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	
- t/t				0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	
Consumi privati	0.8	0.6	0.6	0.0	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	
Investimenti fissi	3.0	2.5	0.8	2.4	0.2	-0.2	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	
Consumi pubblici	0.4	0.5	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	
Esportazioni	1.3	2.1	1.5	-0.4	0.9	-0.1	2.0	-0.4	0.0	0.2	0.4	0.6	0.6	
Importazioni	2.4	0.9	2.2	-2.4	1.1	1.3	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7	0.5	0.5	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-1.1	-0.1	-1.0	0.0	0.3	-0.7	0.1	0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.1	
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.8	2.7											
Deficit pubblico (% PIL)	-2.2	-2.2	-2.3											
Debito pubblico (% PIL)	134.8	135.9	136.2											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.2	0.6	0.7	1.0	0.9	0.3	0.3	0.5	0.5	0.8	1.1	1.2	1.3	
Produzione industriale (a/a)	0.5	-1.1	-0.3	-0.7	-1.2	-1.5	-1.0	-1.6	-0.5	0.3	0.7	0.9	1.2	
Disoccupazione (ILO, %)	10.6	10.0	10.0	10.3	9.9	9.8	9.8	9.9	9.9	10.0	10.0	10.0	9.9	
Tasso a 10 anni (%)	2.59	1.90	1.30	2.71	2.42	1.32	1.14	1.15	1.23	1.33	1.48	1.58	1.66	

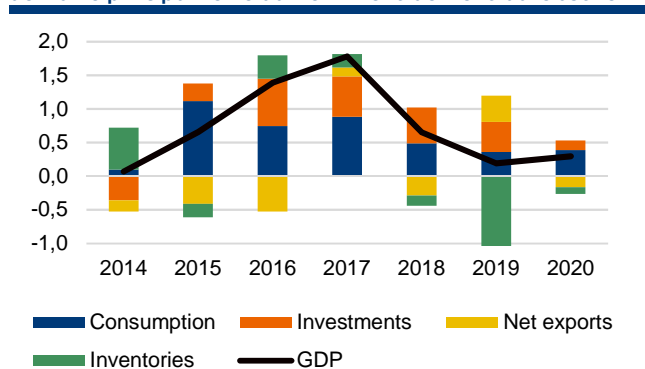
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PIL italiano non è ancora tornato ai livelli pre-crisi. Gli effetti più drammatici sono stati sull'industria e sulle costruzioni



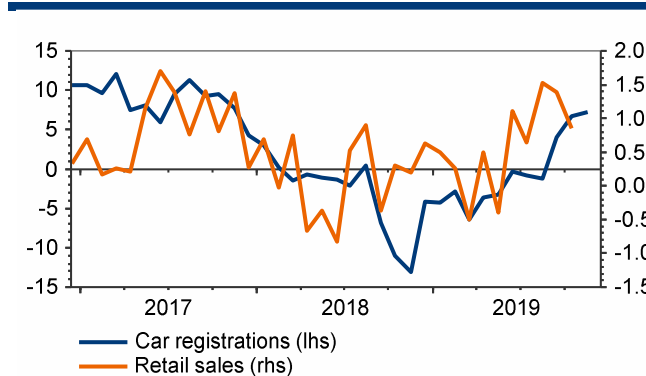
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Nel 2020, vediamo una moderata accelerazione del PIL, derivante principalmente dal venir meno del freno dalle scorte



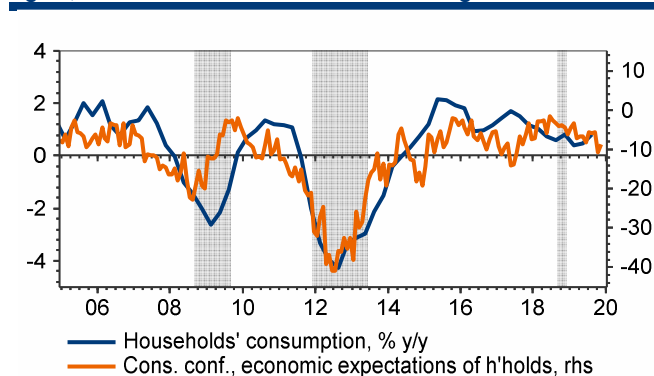
Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Negli ultimi mesi si sono visti segnali di riaccelerazione dei consumi...



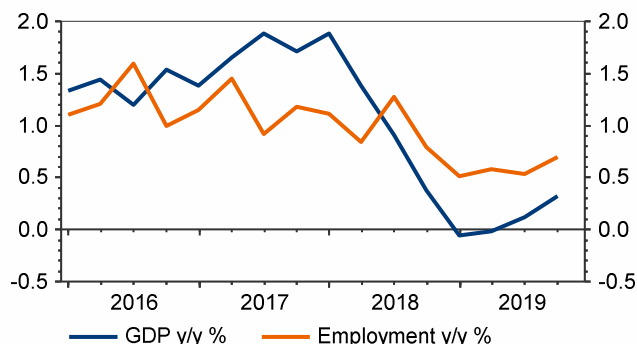
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – ...anche se nel breve termine non è da escludere un minor vigore, sulla scia della minor fiducia delle famiglie



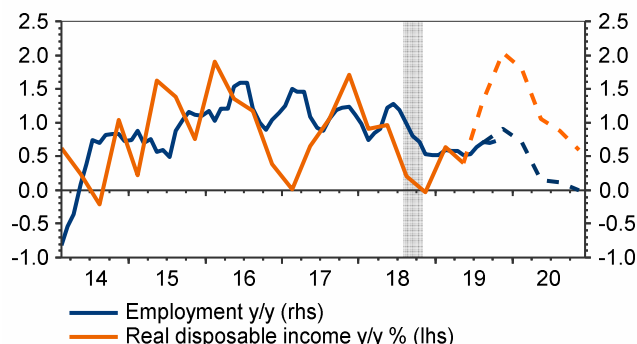
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La crescita degli occupati resta più dinamica rispetto al PIL



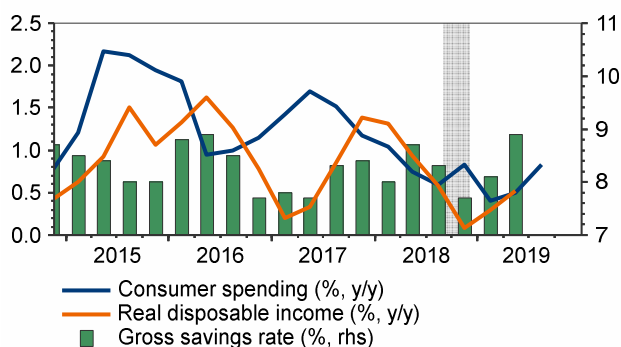
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Tuttavia, la dinamica dell'occupazione e del reddito disponibile è attesa rallentare nel 2020



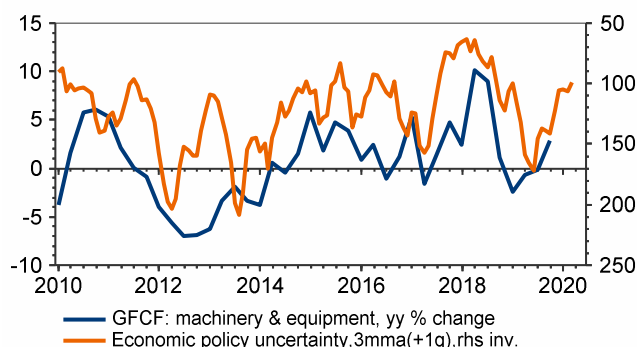
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Le famiglie sperimentano una tenuta del reddito disponibile, ma stanno anche incrementando la propensione al risparmio



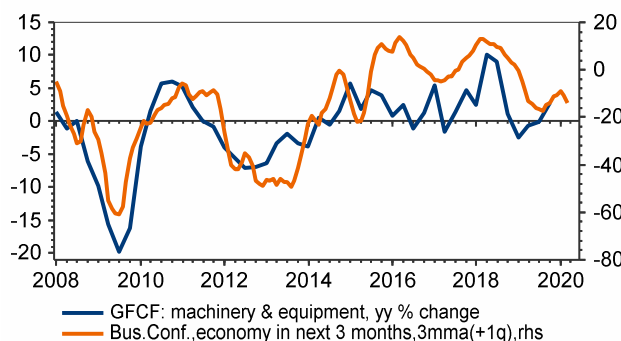
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Gli investimenti potrebbero beneficiare della riduzione dell'incertezza di policy (ma solo nel caso di stabilità politica)



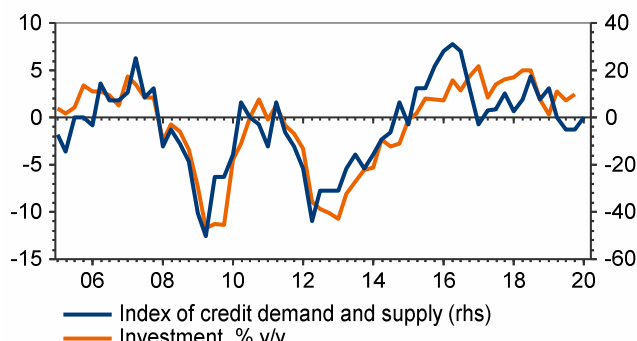
Fonte: Refinitiv Datastream, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis), elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Le aspettative delle imprese sulla domanda finale hanno smesso di calare, ma non mostrano ancora una ripresa significativa



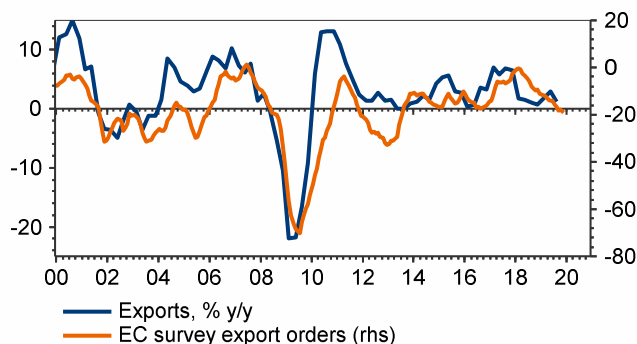
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – I segnali dal credito (sia dal lato della domanda che dell'offerta) non sono però incoraggianti



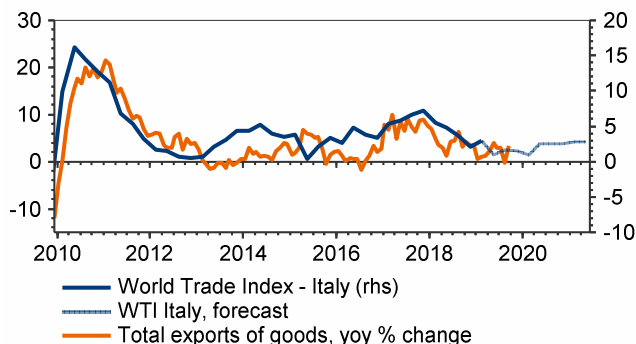
Fonte: Refinitiv Datastream, ECB BLS, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Le indagini segnalano ancora debolezza dell'export



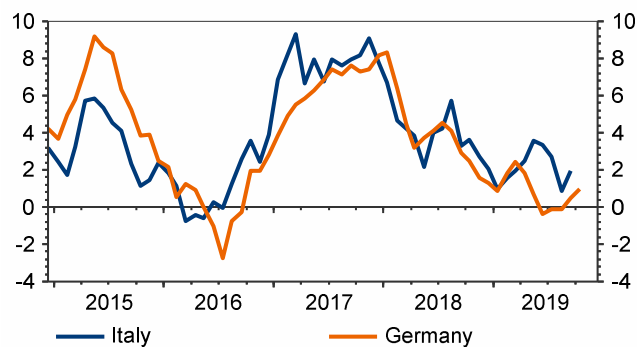
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – La domanda mondiale rivolta all'Italia è vista in lieve miglioramento nell'orizzonte prevedibile



Fonte: Refinitiv Datastream, OEF, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – La crescita depurata di effetti di calendario e di trascinamento è attesa nel 2020-21 su ritmi simili a quelli del 2019



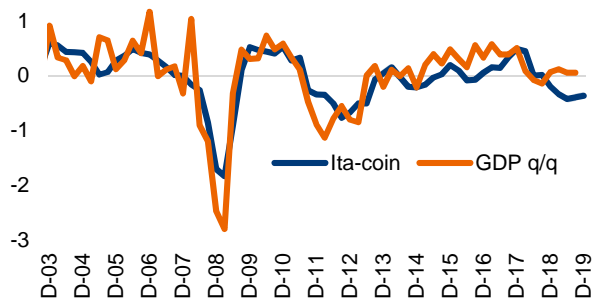
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – La crescita depurata di effetti di calendario e di trascinamento è attesa nel 2020-21 su ritmi simili a quelli del 2019

	2017	2018	2019	2020	2021
PIL (corretto per gli effetti di calendario)	1.8	0.7	0.2	0.3	0.5
Effetti di calendario	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0
PIL (non corretto per effetti di calendario)	1.7	0.8	0.2	0.4	0.5
Effetti di trascinamento	0.6	0.7	0.0	0.1	0.2
Crescita del PIL "nell'anno"	1.2	0.0	0.2	0.2	0.3

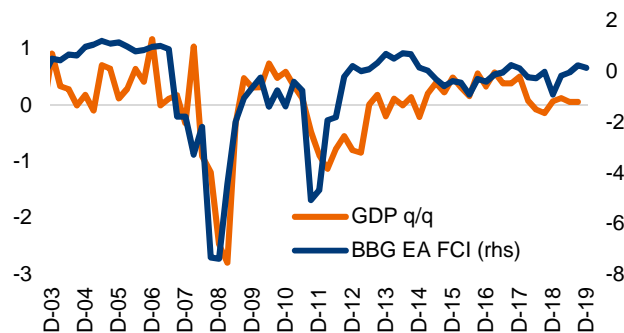
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Gli indici anticipatori non sono incoraggianti nel breve termine



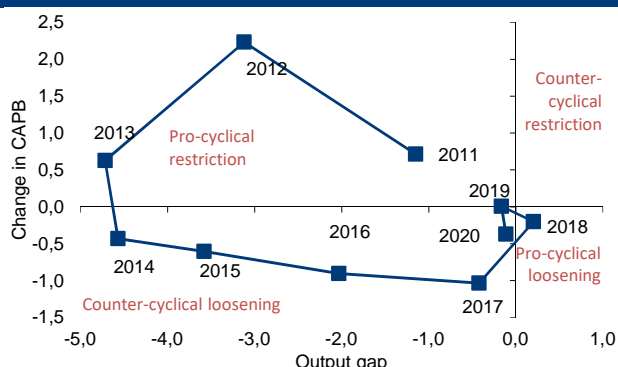
Fonte: Banca d'Italia, Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Ma il miglioramento delle condizioni finanziarie fa ben sperare



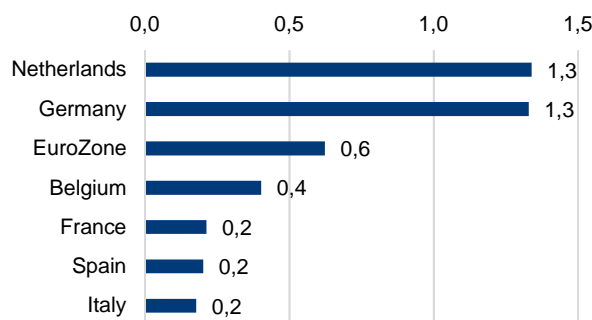
Nota: indice Bloomberg sulle condizioni finanziarie nell'area euro. Fonte: Bloomberg, Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – La politica fiscale è in una fase di moderato allentamento anti-ciclico



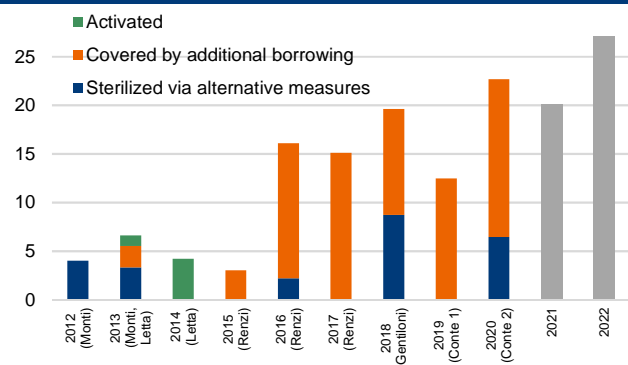
Note: CAPB= saldo primario aggiustato per il ciclo (variazione).
Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 – Effetto cumulato sul PIL dopo 2 anni del pieno utilizzo dello spazio fiscale (distanza dal MTO) da parte di Germania e Olanda



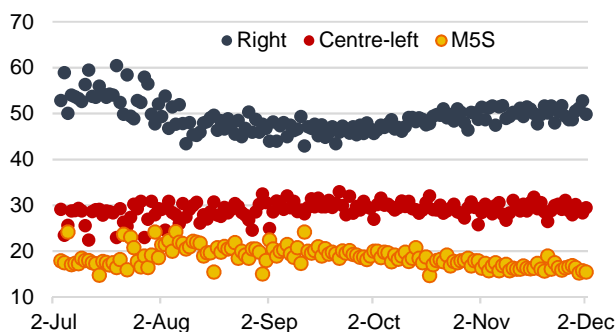
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello OEF e dati Eurostat

Fig. 18 – Sulle Leggi di Bilancio 2021 e 2022 graveranno clausole di salvaguardia di ammontare simile a quelle del budget 2020



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 19 – La coalizione di destra è in netto vantaggio nei sondaggi sulle intenzioni di voto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Euromedia, EMG, SWG, Ixè, Piepoli, Tecné, IPR, Ipsos, Demopolis, Datamedia (media ultimi 3 sondaggi).

Spagna: la crescita rallenta anche se trainata dalla domanda interna

La crescita del PIL spagnolo è vista al ribasso per il 2019 anche se superiore alla media dei paesi dell'Eurozona. Si rafforza la domanda interna nel 3° trimestre mentre calano le esportazioni nette. Si attende per il 2020 una crescita inferiore alle stime estive. Il maggiore rischio rimane l'instabilità politica.

Aniello Dell'Anno

I dati del terzo trimestre hanno mostrato un **rallentamento della crescita economica** in Spagna, in linea con le tendenze generali dell'Eurozona. Le indagini congiunturali e i primi dati sulla produzione industriale sembrano prevedere un tasso di crescita del PIL nel 4° trim. 2019 intorno allo 0,4% t/t; quest'ultimo valore è in linea con la crescita del secondo e del terzo trimestre, usciti entrambi più deboli rispetto alle attese (v. fig. 1 e 2). Anche nel terzo trimestre, infatti, la crescita si è dimostrata più bassa delle aspettative e trainata esclusivamente dalla domanda interna, con un aumento dei consumi privati (+1,1% t/t), degli investimenti (+1,3% t/t) e della spesa pubblica (+0,9% t/t). Sul fronte degli investimenti, inoltre, si è registrato, sempre nel terzo trimestre, un aumento della spesa per impianti e macchinari (+7,1% t/t) ed una diminuzione delle costruzioni (-2,6% t/t). Questi dati sembrano muoversi in controtendenza con le previsioni di autunno della Commissione, dopo che il secondo trimestre aveva lasciato presagire un aumento del risparmio precauzionale legato alla forte incertezza e motivato da una debole domanda interna, con una stagnazione nei consumi privati e una diminuzione degli investimenti, in un quadro generale di crescita del PIL, dell'occupazione e dei salari reali (fig. 9). I dati del 3° trim. sulla crescita della domanda interna, tuttavia, sembrano escludere la presenza di un eccessivo risparmio precauzionale.

La Spagna fronteggia **prospettive incerte sul fronte dell'export** (fig. 3); le esportazioni nette sono calate di -0,7% t/t in rapporto al PIL; le imprese stanno segnalando che **gli ordini esteri rimangono deboli**. Ci aspettiamo una leggera ripresa per il quarto trimestre, con un contributo sulla crescita per il 2019 positivo ma marginale. Lo stesso ci attendiamo per il 2020 nonostante la Spagna si muova con una crescita superiore rispetto alla media dell'Eurozona.

Il 2019 potrebbe chiudersi con una crescita del PIL vicina al 2,0%, al di sotto delle aspettative di inizio anno ma coerente con il ribasso delle previsioni economiche di autunno della Commissione Europea. La Commissione, infatti, ha rivisto la crescita prevista per quest'anno a 1,9% (0,4pp più bassa delle stime estive). **Il ribasso si estende anche al 2020 con la crescita prevista scesa a 1,6%**, 0,1pp al di sopra delle stime autunnali della Commissione.

L'inflazione rimane tendenzialmente bassa come dimostrano i dati preliminari di novembre. L'indice dei prezzi al consumo (CPI) ha visto un leggero aumento a novembre a 0,2% m/m con un tasso dello 0,4% a/a. L'indice armonizzato (HCPI), invece, rimane stabile a novembre rispetto al mese precedente con un tasso di crescita dello 0,5% a/a. **Ci attendiamo che l'inflazione resti molto bassa anche nel 2020**, seppur più alta dei minimi recenti.

La situazione politica spagnola è in stallo e caratterizzata da forte incertezza. Le elezioni del 10 novembre hanno confermato come primo partito il PSOE di Sánchez (120 seggi su 350) che, però, è lontano dall'averne i 176 voti necessari per la formazione del governo. L'alleanza di sinistra risulta la sola strada percorribile, vista l'impossibilità di costruire una coalizione "alla tedesca" tra PSOE e PP. **La coalizione di governo tra PSOE, UP e ERC (sinistra indipendentista catalana) rimane, quindi, l'unica possibile**. La questione Catalogna, nonostante le aperture del leader socialista, ha un peso rilevante sulla stabilità politica nazionale e qualunque accordo con gli indipendentisti, oltre a rischiare di innescare un effetto domino, parrebbe essere una soluzione di breve periodo. Per queste ragioni la crisi politica che la Spagna sta attraversando da anni sembra perdurare, con il rischio che l'instabilità possa avere effetti negativi sull'economia reale. L'incertezza politica e le spinte secessioniste catalane, associate all'elevata incertezza esterna, potrebbero, infatti, frenare gli investimenti delle imprese.

La frammentazione politica e un governo delegato solamente alla gestione ordinaria sono le cause dello **scenario fiscale inerziale**. Le uniche misure previste per il 2020 sono quelle già preventivate nel precedente governo Sánchez e riguardano l'aumento dei salari per il comparto pubblico, l'aumento delle pensioni e il taglio della spesa corrente basato sulle raccomandazioni di *spending review* dell'AlReF. Secondo le previsioni autunnali della Commissione **nel 2020 il deficit è atteso in leggera discesa**, passando a 28,3 miliardi di euro (circa il 2,2% del PIL) da 29 miliardi stimati per il 2019 (circa il 2,3% del PIL). Questi dati, come ha evidenziato la Commissione, segnano dei progressi piuttosto marginali per quanto riguarda gli aggiustamenti fiscali contenuti nelle raccomandazioni del 9 luglio 2019. Malgrado ciò, le misure intraprese dalla BCE, con il conseguente abbassamento del costo d'indebitamento, e il modesto tasso di crescita del PIL nominale hanno migliorato la sostenibilità del debito spagnolo. La dinamica debito/PIL, infatti, continua, seppur molto più lentamente, la sua decrescita (iniziata dal 2015) attestandosi su un valore atteso di 96,6% per il 2020 (fig. 4). Per il 2019 la variabile debito pubblico dovrebbe assestarsi intorno al 96,7% del PIL.

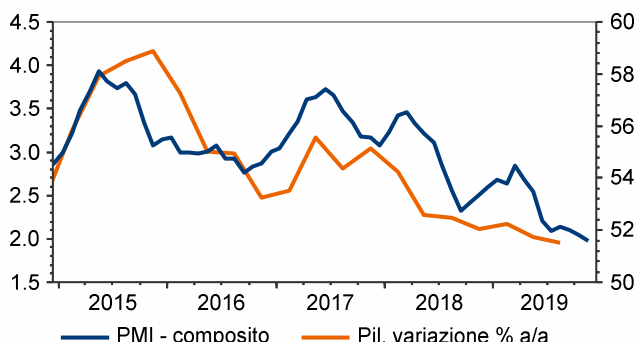
La bilancia corrente dei pagamenti con l'estero rimane in attivo. Il dato di settembre segna un surplus di conto corrente di 741 milioni di euro, in calo rispetto ai mesi precedenti. Il 2019 dovrebbe, quindi, chiudersi con un surplus del conto corrente intorno a 29,8 miliardi di euro, da stima della Commissione Europea. Le stesse stime della Commissione, inoltre, sembrano confermare un trend positivo anche per il 2020, con un surplus previsto a 32,1 miliardi. Ciò consentirà di continuare con il ribilanciamento della posizione netta con l'estero, che rimane una delle debolezze del paese, assieme all'elevato debito privato calato in maniera significativa negli ultimi anni.

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2019				2020p				2021p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.4	2.0	1.6	2.2	2.0	2.0	1.8	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6
- t/t				0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.8	1.2	1.7	0.2	0.0	1.1	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	5.3	2.6	1.8	1.4	-0.2	1.3	0.0	0.7	0.3	0.5	0.3	0.7	0.3
Consumi pubblici	1.9	2.2	0.8	0.5	0.4	0.9	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Esportazioni	2.2	1.7	2.1	0.6	1.7	-0.8	0.5	0.5	0.8	1.0	0.3	0.5	0.8
Importazioni	3.3	0.7	2.5	0.1	0.9	1.3	-0.2	0.5	0.9	0.8	0.6	0.2	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.4	2.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.5	-2.3	-2.2										
Debito pubblico (% PIL)	97.6	96.7	96.6										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.7	0.8	0.8	1.1	1.1	0.4	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
Disoccupazione (ILO, %)	15.3	14.2	13.6	14.4	14.3	14.1	13.9	13.7	13.7	13.6	13.5	13.5	13.4

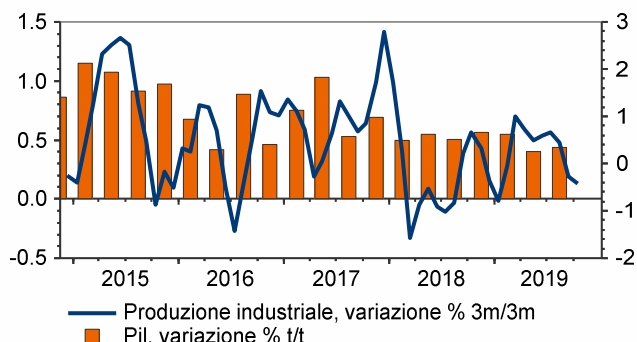
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - Il PMI composito segnala un rallentamento della crescita tendenziale



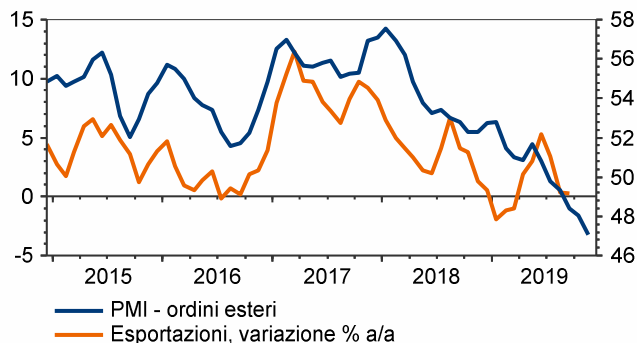
Nota: media mobile trimestrale per il PMI. Fonte: UHS Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - La produzione industriale resta coerente con una crescita del PIL intorno allo 0,4%



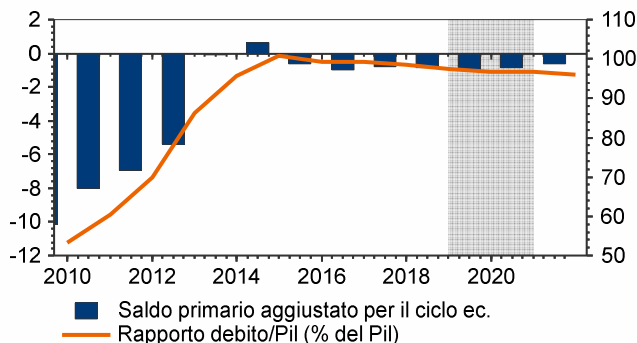
Fonte: Refinitiv-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - L'export sembra destinato a rallentare di nuovo



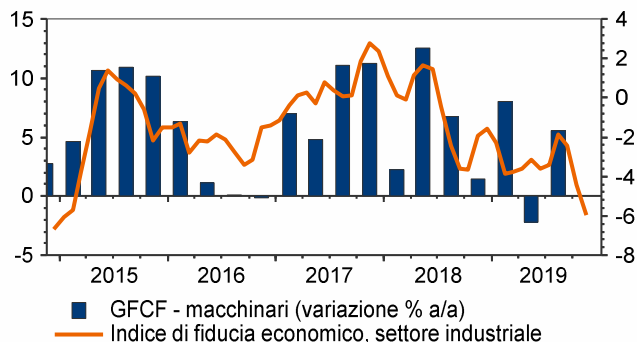
Nota: medie mobili trimestrali. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INE e IHS Markit

Fig. 4 - Debito pubblico in calo dal 2015. Saldo primario leggermente negativo, ma stabile



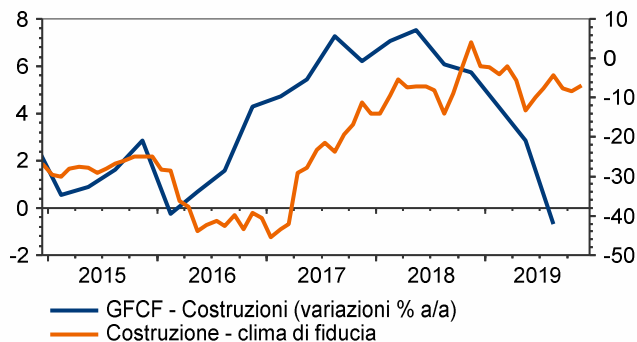
Fonte: Commissione europea, AMECO

Fig. 5 - Investimenti: il picco è alle spalle ma la fase di crescita sostenuta può proseguire



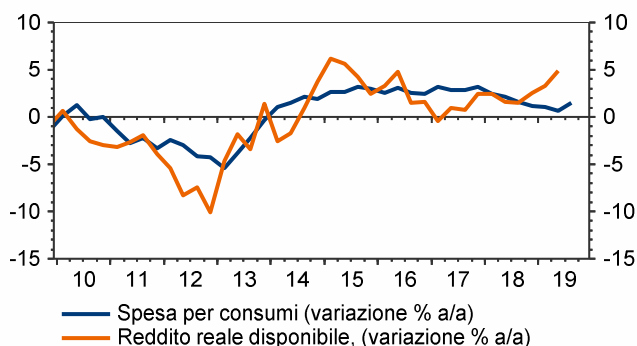
Fonte: Refinitiv-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Costruzioni: spesa in diminuzione dai picchi del 2018



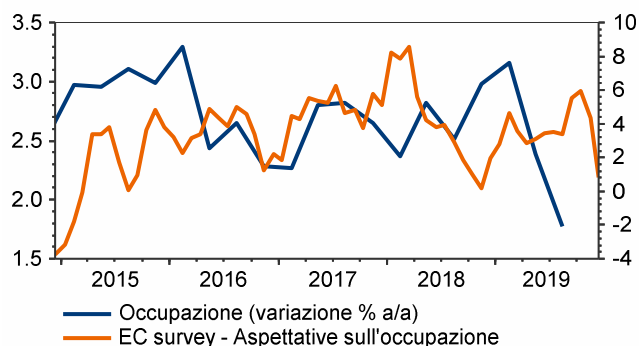
Fonte: Refinitiv-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Aumentano i consumi



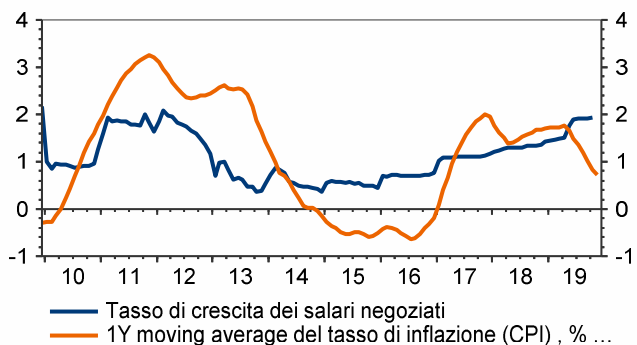
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Rallentamento della dinamica occupazionale



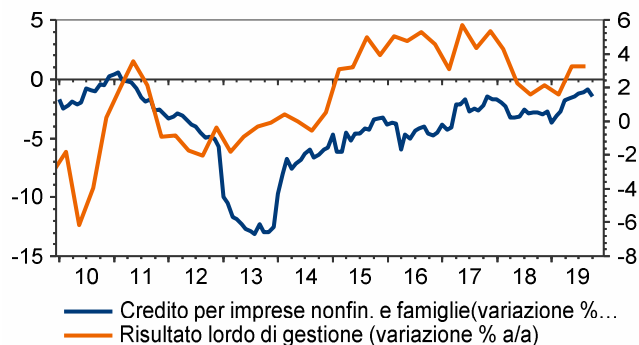
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Rinnovi salariali più generosi, superiori alla dinamica inflazionistica



Fonte: Refinitiv-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - Volume del credito ancora in riduzione. Leggera ripresa della redditività delle imprese



Fonte: INE, BdE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: il forte ciclo espansivo è ormai esaurito

L'economia olandese ha concluso il ciclo espansivo di crescita oltre il potenziale che durava da quattro anni e tra il 2019 e il 2020 prevediamo che registri un rallentamento annuo del PIL di circa un punto percentuale. La domanda interna rimarrà il vettore principale della crescita, alimentata da consumi ancora vivaci e sostenuti da un mercato del lavoro tra i più forti dell'Eurozona. Il commercio estero invece sta risentendo del clima di incertezza, anche se le esportazioni sono rimaste più forti delle attese ma il contributo complessivo alla formazione del PIL sarà negativo nel biennio 2019-2020.

Guido Valerio Ceoloni

Tutti i principali indicatori economici confermano che il ciclo espansivo iniziato nel 2015 si è ormai chiuso. Dopo quattro anni di crescita media al 2,5%, quest'anno l'economia olandese è in rotta per un rallentamento all'1,7% e all'1,2% l'anno prossimo. Nel terzo trimestre, l'economia ha mantenuto una velocità di crociera dello 0,4% t/t come nei precedenti due trimestri, sostenuta esclusivamente dalla domanda interna, mentre il contributo del canale estero è stato negativo; la crescita acquisita si è portata all'1,6%. Per il trimestre in corso prevediamo un lieve rallentamento attorno allo 0,3% t/t, con un contributo al PIL annuo di un decimo; i rischi alla previsione sono leggermente rivolti verso l'alto e l'economia olandese rimane in ogni caso tra le più toniche dell'Eurozona.

I **consumi delle famiglie** hanno rallentato più delle attese durante l'estate, passando a 0,2% t/t da 0,8% t/t, sull'anno è previsto un rallentamento attorno all'1,4% dal 2,3% dell'anno scorso. Il morale delle famiglie misurato dalla Commissione Europea si è deteriorato dall'inizio dell'anno e si trova ora al di sotto della media storica. Questo ci lascia credere che i consumi rallenteranno ulteriormente l'anno prossimo attorno all'1,1-1,2% soprattutto a causa di un aumento della propensione al risparmio delle famiglie che si è già cominciata a vedere nel terzo trimestre di quest'anno. Il mercato del lavoro rimane ovviamente un forte elemento di supporto al potere d'acquisto delle famiglie, con i salari in aumento di circa il 2,5% quest'anno e il tasso di partecipazione definitivamente sui livelli pre-crisi: il 2019 si chiuderà con un aumento dell'occupazione di oltre 160 mila unità, per oltre nove milioni di occupati (69% della forza lavoro), la **disoccupazione** ha toccato un minimo assoluto a marzo di quest'anno e in seguito è tornata lievemente a salire per effetto dell'aumento del tasso di partecipazione, ma è comunque in rotta per un calo al 3,4% quest'anno dal 3,8% del 2018. Per il 2020 prevediamo una stabilizzazione attorno al 3,4-3,5%.

I consumi delle famiglie hanno rallentato quest'anno e rallenteranno ulteriormente il prossimo, ma il mercato del lavoro rimane un solido supporto

Gli **investimenti fissi** hanno registrato una battuta d'arresto nel terzo trimestre (-0,2% t/t da +0,9% t/t); anche gli **investimenti in macchinari** si sono contratti nel trimestre (-2,0% t/t da +2,7% t/t), segnali che le aziende stanno iniziando a posticipare nuovi investimenti dato il perdurante clima di incertezza: in media il ritmo sta rallentando di circa l'1% a/a al trimestre. Sull'anno, la componente investimenti quest'anno accelererà per un effetto statistico di confronto con l'anno scorso a 5,1% (comunque inferiore rispetto alle stime d'inizio anno di 5,7%) da 3,2%, ma nel 2020 prevediamo un rallentamento marcato attorno all'1,4%. L'indice ESI di fiducia economica rimane in linea con la media storica ma si è visibilmente ridimensionato quest'anno rispetto al 2018 (in media a 103 da 110). Anche nei servizi il morale è in normalizzazione rispetto a un anno fa, così come nelle costruzioni e nel commercio al dettaglio. L'immagine complessiva è quindi coerente con una normalizzazione dell'attività in tutti i segmenti produttivi nel biennio 2019-2020.

L'attività si sta uniformemente normalizzando in tutti i settori: industria, servizi, costruzioni e commercio

Il **canale estero** è stato stagnante quest'anno e il suo contributo alla formazione del PIL è stato nullo. Nell'ultimo trimestre, le **esportazioni** hanno mantenuto un ritmo di crescita dell'1,1% t/t, simile al precedente e complessivamente nel corso dell'anno si sono mostrate più resilienti di quanto inizialmente sperato. Tuttavia, anche le importazioni, che sono cresciute dell'1,2% t/t dall'1,0% t/t, di fatto hanno azzerato il saldo netto nel 2019. In media annua, l'export rallenterà attorno al 2,3% da 3,7% mentre nel 2020 prevediamo un ulteriore marginale rallentamento poco sotto il 2% stando alle indagini di fiducia delle aziende esportatrici e alle attese sugli ordini esteri

L'export netto contribuirà negativamente alla crescita tra il 2019 e il 2020

per l'industria. **L'import** è rimasto tonico quest'anno (3,1%), leggermente meno il prossimo (2,5%), ma riteniamo sarà comunque supportato dai consumi interni. Il contributo netto, quindi, sarà negativo quest'anno di oltre mezzo punto di PIL e prevediamo che rimarrà tale anche il prossimo. Il saldo di parte corrente è quindi atteso contrarsi più del previsto già quest'anno, al 7,6% da 10,8% del 2018 per ritornare sopra l'8% l'anno prossimo.

L'inflazione rimane solidamente al di sopra del 2%, tra le più alte dell'Eurozona (che in media rimane attorno a 1,2%) anche per effetto in particolare dell'aumento delle accise sull'energia e dell'IVA. L'indice armonizzato si è attestato a novembre al 2,6% per una media annua che prevediamo al 2,6% dall'1,6% dell'anno scorso. Per il 2020 l'HCPI dovrebbe rallentare al 2,3% sulla scia dell'effetto statistico sfavorevole. L'indice core è anch'esso stabile al 2,7% per una media annua al 2,2% quest'anno e all'1,8% nel 2020.

Inflazione in rallentamento l'anno prossimo dal 2,7% al 2,3%

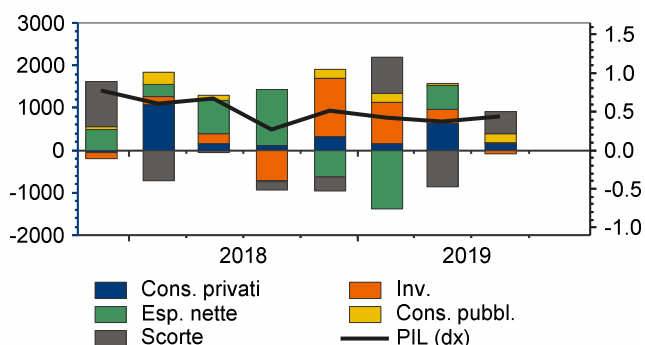
Infine, anche quest'anno la **politica fiscale** non desterà particolari preoccupazioni. Il saldo nominale di bilancio è atteso passare dall'1,5% di quest'anno a circa lo 0,5% l'anno prossimo per poi stabilizzarsi nel 2021. Il governo intraprenderà nel 2020 una manovra fiscale espansiva volta a sostenere i consumi delle famiglie attraverso incentivi per il settore edilizio e quello verde, nonché maggiori spese pubbliche su difesa e infrastrutture. Il surplus strutturale di bilancio tenderà ad azzerarsi tra il 2020 e 2021 rispetto al +0,7% stimato per il 2019. Il debito pubblico conferma la sua traiettoria discendente per il sesto anno consecutivo al 49% quest'anno (47% nel 2020 e 45,5% nel 2021).

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2019				2020p				2021p		
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.7	1.2	1.9	1.6	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	
- i/t				0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	2.3	1.4	1.3	0.2	0.8	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
Investimenti fissi	3.2	5.1	1.4	2.5	0.9	-0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
Consumi pubblici	1.6	1.3	1.1	0.5	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
Esportazioni	3.7	2.3	2.1	0.6	1.2	1.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	
Importazioni	3.2	3.1	2.4	1.7	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.1	0.1	0.5	-0.5	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	
Partite correnti (% PIL)	10.8	9.6	8.9											
Deficit pubblico (% PIL)	1.4	1.3	0.2											
Debito pubblico (% PIL)	52.4	48.9	47.1											
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.6	2.6	2.0	2.5	2.7	2.8	2.6	1.9	1.9	1.7	2.4	2.2	1.7	

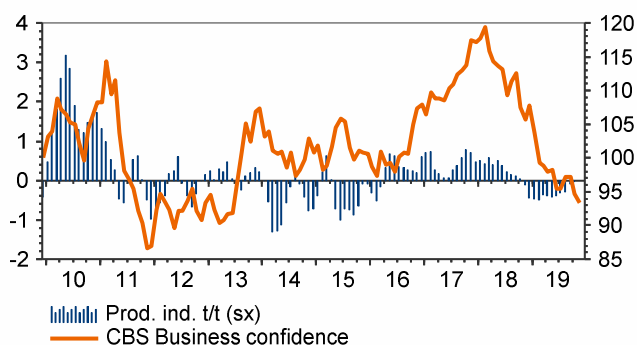
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



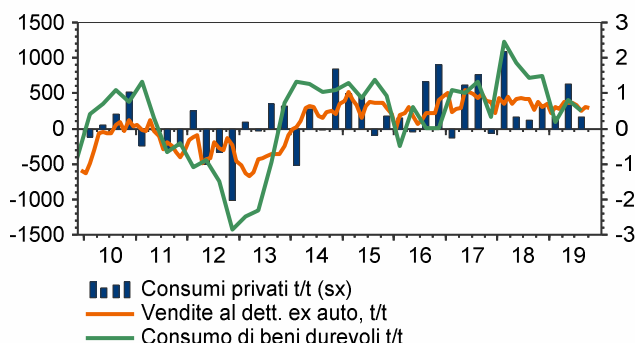
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



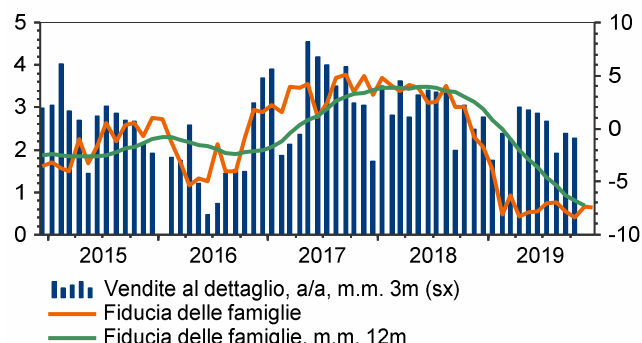
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 3 – Spesa delle famiglie, acquisto di beni durevoli e andamento dei consumi privati



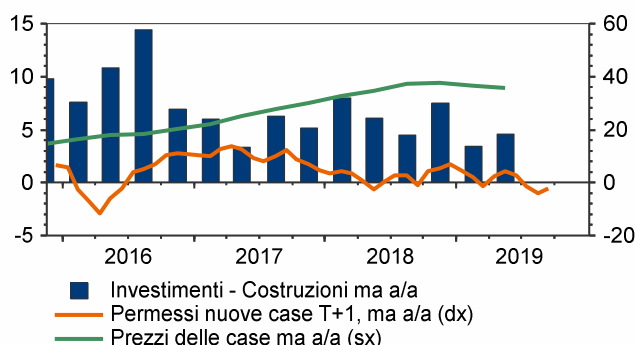
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 4 – Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



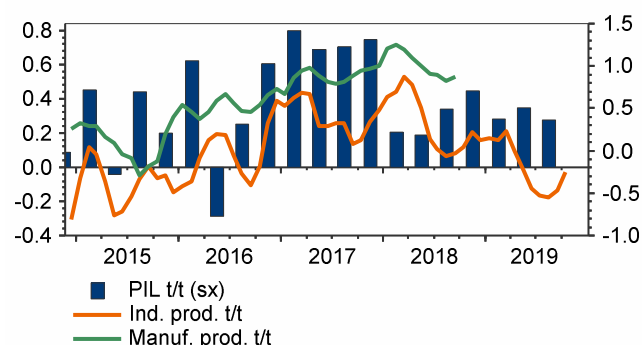
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali, attività nel settore edile e prezzi delle case



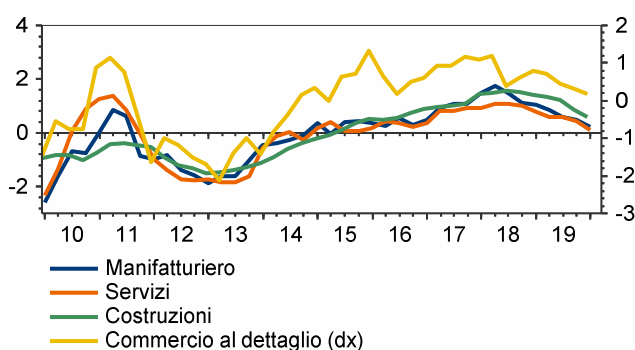
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



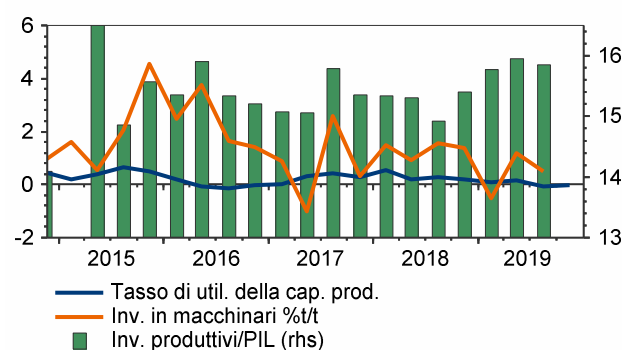
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



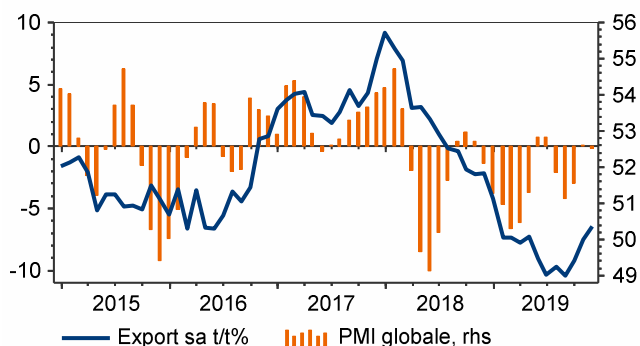
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 8 – Utilizzazione della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



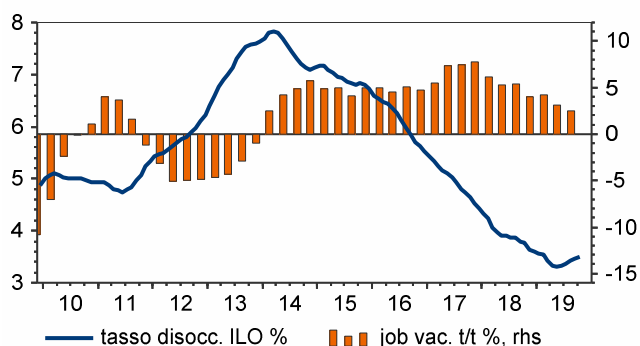
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 9 – Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 10 – Andamento della disoccupazione e offerte di lavoro



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Asia

Giappone: 2020 - un anno di transizione

Giovanna Mossetti

Il 2020 risentirà del rialzo dell'imposta sui consumi attuato a ottobre 2019, con un'apertura d'anno debole e una graduale ripresa successiva. La crescita dovrebbe essere trainata dagli investimenti, sia pubblici sia privati, sostenuti anche dallo stimolo fiscale dell'atteso budget supplementare. L'inflazione rimarrà lontana dal 2%, ma non prevediamo interventi dalla BoJ. L'azione controciclica è ormai completamente in mano alla politica fiscale.

Lo scenario economico del Giappone nel 2019-20 risentirà degli effetti del rialzo, attuato a ottobre, dell'imposta sui consumi (IC), dall'8% al 10%. La contrazione del PIL prevista nel 4° trimestre dovrebbe far chiudere il **2019 con una crescita dell'1%**. L'apertura d'anno debole, per via della restrizione fiscale, implica un rallentamento del ritmo di **espansione nel 2020, a 0,3% e una riaccelerazione a 0,8% nel 2021**. I segnali preliminari di stabilizzazione della domanda globale, la spinta della spesa per le Olimpiadi e il sostegno della politica fiscale fanno prevedere una riaccelerazione della crescita da metà 2020.

Nonostante l'attuazione di misure espansive mirate a mitigare l'effetto del rialzo dell'IC sulla spesa delle famiglie e la probabile introduzione di un budget supplementare nel 2020, la **composizione della crescita potrebbe spostarsi più su investimenti e canale estero rispetto a quanto visto nel 2019**. Si stanno accumulando segnali di interruzione della fase di rallentamento e di possibile ripresa della crescita globale nel 2020, accompagnati anche da un moderato recupero del manifatturiero e del commercio estero. L'**inflazione** dovrebbe mantenersi lontana dal 2%, congelando la **politica monetaria** nell'attuale *stance* accomodante: la BoJ ha poco spazio di manovra, limitato alla *forward guidance* e, eventualmente, a un'ulteriore limatura dei tassi a breve in territorio più negativo. La **politica fiscale** invece sarà attiva nel 2020, con misure espansive di breve termine, mirate a contrastare il freno generato dal rialzo dell'IC. Il sentiero di graduale consolidamento dei conti pubblici dovrebbe proseguire.

Crescita: aggiustamento post-rialzo dell'imposta sui consumi e rotazione delle componenti della domanda. Il 2019 e il 2020 sono influenzati dal rialzo dell'imposta sui consumi dall'8 al 10% e dalle misure attuate per mitigare l'impatto della restrizione fiscale. Rispetto ai precedenti rialzi dell'IC, questa volta l'entità della restrizione fiscale è più limitata (esenzione di alcuni capitoli di spesa, variazione più contenuta) e mitigata da misure espansive dirette per le famiglie. Il PIL nel 3° trimestre è cresciuto di solo 0,1% t/t, con una variazione della domanda domestica di 0,3% t/t e la previsione per il 4° trimestre è una contrazione di -0,9% t/t. Nel 2020, la dinamica trimestrale dovrebbe normalizzarsi grazie a misure di sostegno fiscale.

I **consumi** nei tre trimestri precedenti il rialzo dell'IC sono aumentati a ritmi più moderati rispetto all'episodio precedente di modifica dell'imposta (2013-14), in parte grazie alla composizione del pacchetto fiscale che includeva sostegno diretto alle famiglie (eliminazione delle tasse scolastiche, bonus per pagamenti digitali, supporto alle pensioni, bonus per acquisto di auto nel 2020). Perciò, la previsione per i consumi a fine 2019 e nel 2020 è meno volatile rispetto al 2014. Il mercato del lavoro rimane in piena occupazione, con il tasso di disoccupazione sui minimi dal 1993. La dinamica salariale non accelera, per via dell'aumento di partecipazione femminile e delle coorti oltre i 65 anni, e per il rialzo dell'immigrazione. Lo scenario prevede una contrazione dei **consumi di -0,2% nel 2020 e un rialzo di 0,8% nel 2021**.

Gli **investimenti privati non-residenziali** nel 4° trimestre risentono di due fattori negativi, il tifone Hagibis di ottobre, e l'aumento dell'imposta sui consumi. La produzione industriale, crollata di -4,2% m/m a ottobre, dovrebbe essere in contrazione di circa -4% t/t in autunno, per poi riprendersi gradualmente da inizio 2020. La prevista stabilizzazione della guerra dei dazi, con la conseguente ripresa dei flussi di commercio internazionale nel 2020, insieme all'attività legata alle Olimpiadi e

allo stimolo fiscale, contribuiranno a sostenere gli investimenti, con una **variazione annua attesa di 2,3% nel 2020 e di 1,4% nel 2021. Il canale estero** dovrebbe essere un fattore progressivamente meno negativo nel prossimo anno (figg. 5 e 6), grazie all'atteso miglioramento in Cina.

L'**inflazione** rimane lontana dal 2%, anche includendo gli effetti del rialzo dell'imposta. Rispetto agli episodi precedenti di aumento delle imposte indirette, l'impatto dell'imposta è contenuto dalle misure di contrasto (riduzione delle tasse scolastiche e delle imposte in caso di pagamenti digitali) credito) e dovrebbe essere compreso fra 0,1 e 0,2pp. La previsione **per il 2020 è di inflazione al netto di alimentari freschi e delle imposte intorno a 0,7%.**

La **politica fiscale** è il fulcro delle previsioni per il 2020. Il pacchetto fiscale del 2019 determina una restrizione di circa 2,2 tln di yen (0,4% del PIL), circa ¼ rispetto a quella del 2014, e include sostegno diretto alle famiglie per controbilanciare il rialzo dell'IC. Alla luce dei dati deboli dell'autunno e delle calamità naturali, il Governo ha annunciato un **pacchetto di 13,2 tln yen di spesa** fiscale che potrebbe contribuire per circa 0,2-0,3 pp alla crescita del 2020-21. La spesa per il prossimo anno sarà finanziata da un budget supplementare di 4,3 tln di yen, da attuare fra metà 2020 e metà 2021. I due tifoni che hanno colpito il Paese nel 2° semestre hanno generato danni alle infrastrutture stimati in 1,5 tln di yen, a cui si dovrebbero aggiungere fondi per infrastrutture (circa 1,5 tln), sussidi agli agricoltori, ulteriori incentivi per pagamenti digitali dei consumatori. Il governo mantiene obiettivi di consolidamento delle finanze pubbliche (fig. 10), alla cui realizzazione contribuirà il contenimento del costo degli interessi, ma che richiederanno probabilmente altri interventi di razionalizzazione di entrate e spese.

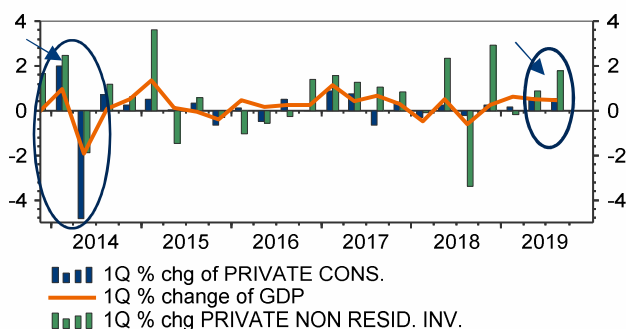
La **politica monetaria** è in stallo. L'obiettivo di inflazione rimane irraggiungibile e le armi a disposizione della BoJ sono spuntate. Alla riunione di ottobre, la Banca centrale ha rafforzato e ampliato la **forward guidance, estendendola temporalmente** (ora su un orizzonte indefinito) **e sostanzialmente**, con indicazioni di tassi su livelli attuali o più bassi fino a quando necessario. La nuova *forward guidance* segnala in modo esplicito **l'impegno a intervenire con tassi più bassi senza esitazioni**: secondo Kuroda, la BoJ ha spazio per ridurre i tassi negativi, più di altre banche centrali. Tuttavia, lo scarso impatto di tassi più bassi ci fa prevedere che, a meno di nuovo peggioramento dei rischi internazionali, **la BoJ mantenga l'attuale livello dei tassi per tutto il 2020.**

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2019				2020p				2021p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.3	1.0	0.3	0.8	0.8	1.9	0.6	0.2	0.0	-0.2	1.0	0.9	0.8
- trim/trim annualizzato				2.6	2.1	1.8	-4.0	1.3	1.1	1.0	0.7	0.8	0.8
Consumi privati	0.0	0.5	-0.2	0.6	2.4	2.2	-7.2	1.6	1.2	1.0	0.7	0.7	0.7
IFL - priv. non residenziali	2.2	2.3	1.4	-0.6	3.5	7.3	-1.6	0.3	1.5	1.5	1.5	1.8	1.8
IFL - priv. residenziali	-6.7	2.5	-2.4	4.6	2.1	6.5	-6.2	-7.3	-1.5	-0.1	0.0	0.3	0.5
Investim. pubblici	0.3	2.5	1.6	8.1	6.7	3.7	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.9	1.8	1.0	-1.1	6.4	2.7	-1.0	0.7	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Esportazioni	3.4	-1.9	1.0	-8.0	2.0	-2.5	0.0	1.8	1.8	1.8	1.8	3.0	3.0
Importazioni	3.3	-0.6	0.3	-15.4	8.8	1.3	-8.1	1.6	2.1	2.4	2.4	2.8	2.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	-0.2	0.5	-0.3	-0.8	-0.8	0.3	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	3.5	3.5	3.3										
Deficit (% PIL)	-2.4	-2.7	-3.2										
Debito/PIL (% PIL)	224.0	224.8	226.2										
CPI (a/a)	1.0	0.4	-0.1	0.3	0.8	0.3	0.3	-0.2	-0.2	-0.2	0.4	0.4	0.4
Produzione Industriale	1.0	-2.3	-1.7	-1.1	-1.2	-1.1	-5.8	-2.8	-3.0	-2.3	1.5	1.1	0.9
Disoccupazione (%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	110.4	109.0	110.9	110.1	110.0	107.3	108.8	109.7	110.7	111.4	111.9	112.4	112.9

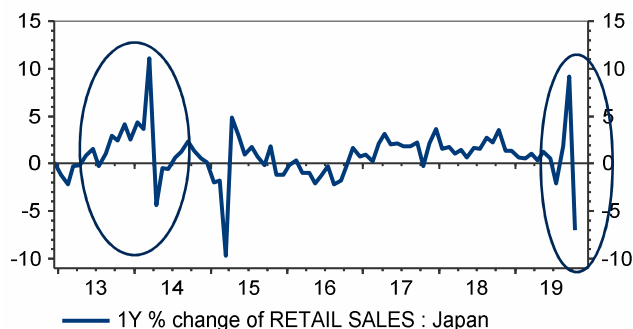
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Volatilità di consumi e investimenti in risposta al rialzo dell'imposta sui consumi più limitata che nel 2014



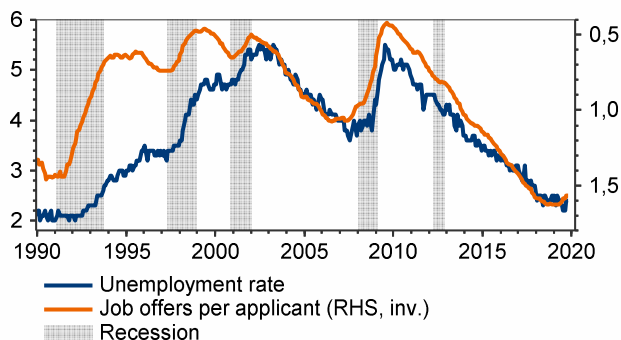
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 – Volatilità delle vendite al dettaglio a ridosso del rialzo dell'imposta sui consumi, ampliata dal tifone di ottobre



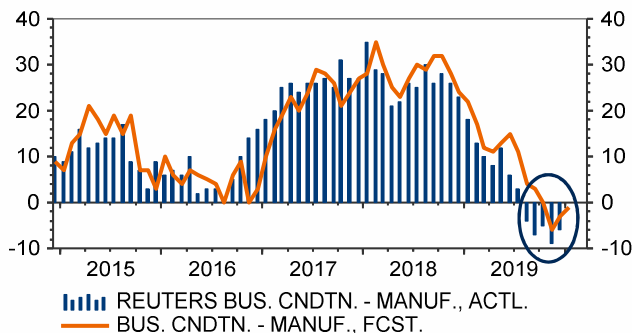
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 3 – Mercato del lavoro sempre al pieno impiego



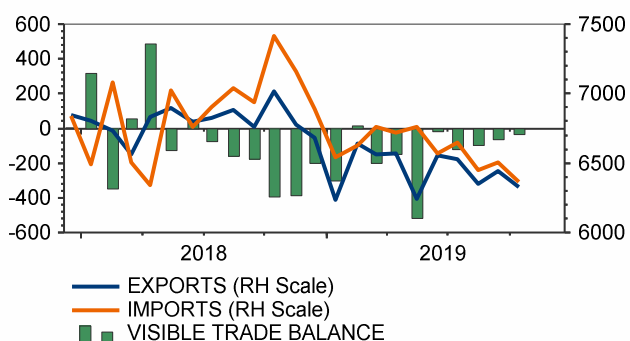
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 4 – La recessione nel manifatturiero potrebbe aver toccato il fondo



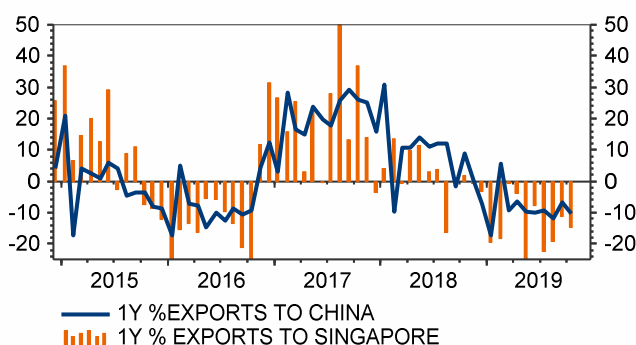
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 5 – Canale estero: saldo meno negativo per via del calo delle importazioni ...



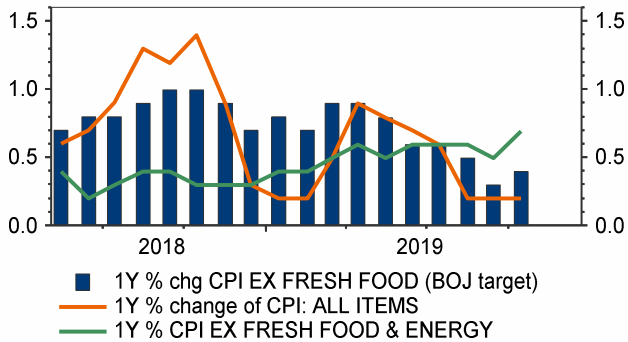
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 6 – ... con l'export sempre debole soprattutto verso la Cina e il resto dell'Asia



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 7 – L’inflazione segna un modesto aumento a ottobre, a causa del rialzo dell’imposta sui consumi, che contribuisce per 0,2pp



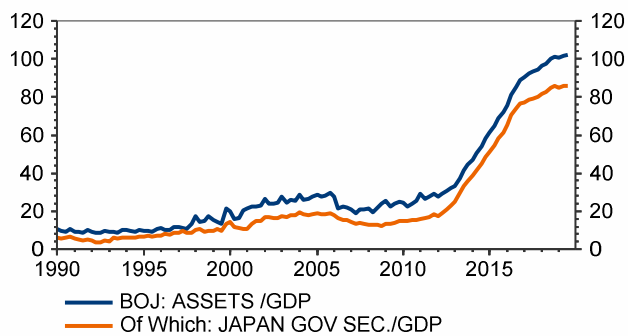
Fonte: Refinitiv Datastream

Tab. 1 - La BoJ continua a rivedere le previsioni verso il basso, ma non ha spazio di manovra, a parte la forward guidance

	Real GDP	CPI less fresh food	CPI less fresh food excluding the effects of the consumption tax hike and policies on free education
FY 2019 (July 2019)	0.6	0.7	0.5
forecasts July 2019	0.7	1	0.8
FY 2020 (July 2019)	0.7	1.1	1
forecasts July 2019	0.9	1.4	1.3
FY 2021 (July 2019)	1	1.5	
forecasts July 2019	1.1	1.6	

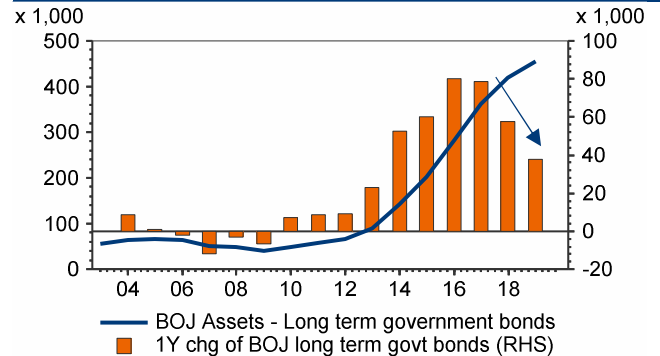
Fonte: BoJ, Outlook for Economic Activity and Prices, ottobre 2019. La BoJ stima che l'effetto del rialzo dell'IC sia pari a un aumento di circa 0,5pp sull'inflazione core nel 2019 e nel 2020, e che l'eliminazione delle rette scolastiche riduca l'inflazione di -0,3pp nell'a.f. 2019 e di -0,4pp nell'a.f. 2020

Fig. 8 – L’attivo della BoJ ha superato il 100% del PIL, e i JGB detenuti dalla Banca centrale sono oltre l’80% del PIL



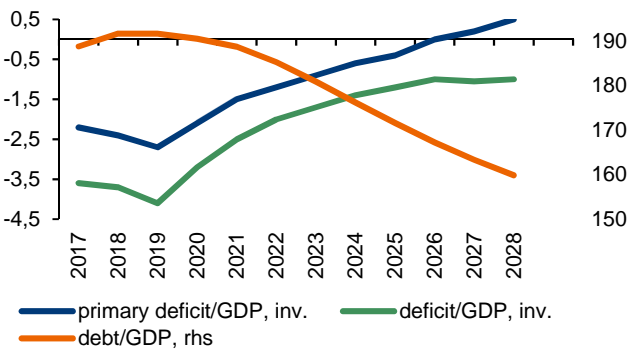
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 9 – Gli acquisti annui di JGB sono in continuo calo rispetto all’obiettivo di “circa 80 tln”



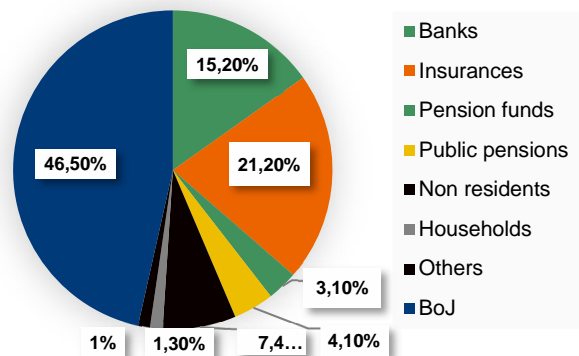
Nota: dati in mld di yen. Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 10 - La politica fiscale mantiene obiettivi ambiziosi di sostenibilità del quadro di finanza pubblica



Fonte: Cabinet Office. Previsioni Cabinet Office a destra della linea verticale

Fig. 11 – I JGB detenuti dalla BoJ sono il 46,5% del totale in circolazione



Nota: dati a fine giugno 2019; totale JGB: 1041 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1136,9 tln di yen. I non residenti detengono il 71,6% dei T-bills. La vita media delle obbligazioni è 9 anni e 1 mese. Fonte: Ministry of Finance

Cina: il controllo dei rischi finanziari guida ancora la politica economica

Il controllo dei rischi finanziari continuerà ad essere al centro dell'attenzione delle Autorità anche nel 2020, limitando il grado di allentamento della politica fiscale e monetaria e spingendo la crescita economica al di sotto del 6%. L'inflazione rimarrà ancora elevata (3,3% nel 2020) a causa dell'aumento dei prezzi nel comparto alimentari ancora forte a cavallo d'anno.

Silvia Guizzo

Il 3° trimestre del 2019 ha registrato una crescita del PIL del 6% a/a, in progressivo rallentamento dal 6,4% del 1° trimestre dell'anno, con una netta decelerazione sia del settore agricolo sia di quello manifatturiero (a 4,8% a/a da 5,5% a/a nel 2° trimestre). Al contrario il settore dei servizi ha riaccelerato a 7,2% a/a dopo due trimestri di crescita stabile al 7%. I dati di settembre e ottobre hanno continuato a segnalare un rallentamento di consumi e investimenti tuttavia è **emerso qualche segnale positivo per il 4° trimestre** da alcuni dati in volume di produzione industriale (di metalli, fibre chimiche, plastica, circuiti elettronici) e importazioni (metalli industriali, materie prime agricole, circuiti elettronici) e dagli indici PMI, saliti anche a novembre, in particolare nel settore dei servizi. Manteniamo quindi **invariate le previsioni di crescita del PIL per il 2019 a 6,2%**.

Il valore aggiunto della **produzione industriale** in media è moderatamente migliorato rispetto ai mesi estivi, guidato dalla riaccelerazione della produzione delle imprese statali e delle imprese estere. Gli **investimenti fissi** sono stati spinti nuovamente al ribasso dal rallentamento degli investimenti privati che prosegue da inizio anno. A livello settoriale gli investimenti in infrastrutture e nel settore manifatturiero hanno dato segnali di stabilizzazione rispetto ai minimi di metà anno, mentre gli investimenti immobiliari hanno mantenuto una crescita elevata (10,3% cum a/a in ottobre) trainata dall'edilizia residenziale (+14,6% cum a/a) seppur in marginale decelerazione.

Le prospettive degli **investimenti immobiliari** restano di rallentamento per il 2020. La dinamica della superficie completata e di quella con lavori avviati indica che la riduzione dello stock di invenduto potrebbe essere giunta vicino al termine. I prezzi degli immobili hanno dato segnali di rallentamento negli ultimi mesi, in particolare nelle città di seconda fascia, e il numero di città che registra prezzi in calo rispetto al mese precedente è salito. Il credito alle famiglie sta decelerando, sia a breve termine sia a lungo termine, e le prospettive sono al massimo di una stabilizzazione. Le Autorità continuano infatti a mantenere in piedi le misure anti-speculative nel mercato immobiliare e nel recente Rapporto sulla Stabilità Finanziaria pubblicato dalla PBOC a novembre hanno espresso preoccupazione per la velocità di aumento dell'**indebitamento delle famiglie**, raddoppiato in livello tra il 2014 e il 2018 e salito al 60,4% del PIL a fine 2018.

Il quadro dei consumi resta misto. Nel 3° trimestre i consumi pro-capite reali sono aumentati del 5,7% a/a da 5,2% a/a del 2° trimestre in linea con l'aumento del reddito disponibile, nonostante il deterioramento del mercato del lavoro e il rallentamento delle vendite al dettaglio. La dinamica tendenziale delle vendite di auto, pur rimanendo negativa, ha superato il minimo da qualche mese mentre le vendite di altri beni durevoli (elettrodomestici, arredamento e materiali da costruzione e decorazione) continuano ad essere fiacche o in calo. Il traffico passeggeri resta molto debole e coerente con un rallentamento delle vendite anche nel 4° trimestre, tuttavia la fiducia dei consumatori si mantiene sui massimi della serie, la crescita delle vendite on-line rimane solidamente a due cifre e gli indicatori del mercato del lavoro hanno registrato un minimo miglioramento. Un moderato sostegno ai consumi dovrebbe arrivare dall'ulteriore riduzione del carico fiscale delle famiglie, in particolare per le fasce di reddito più basse, che è nelle intenzioni del Governo per il 2020. L'**inflazione core** continua ad essere stabile (1,4% a/a in novembre) sui minimi degli ultimi anni e quella dei prezzi alla produzione a scendere (-1,4% a/a) trainata dal calo dei prezzi dei beni industriali. L'inflazione totale risente invece ancora molto degli aumenti dei prezzi nel comparto alimentare causati dall'impatto dell'influenza suina sui prezzi della carne di maiale (+110,2% a/a in novembre) ed è salita a 4,5% a/a in novembre da 3,0% in settembre, oltre le nostre attese. Rivediamo pertanto **al rialzo le previsioni d'inflazione per il 2019 da 2,6% a 2,9% e per il 2020 da 2,3% a 3,3%**.

Le Autorità, in diversi interventi pubblici nei mesi scorsi, hanno ribadito la propria preferenza per un moderato rallentamento della crescita ove si accompagni a una riduzione dei rischi finanziari senza intaccare troppo l'occupazione. Dal Rapporto sulla Stabilità Finanziaria emerge infatti chiaramente che **l'attenzione delle Autorità** resterà **focalizzata sul controllo dei rischi finanziari anche nel 2020**, con rinnovata attenzione alla finanza online, ai prestiti P2P, alle crypto-valute e alla gestione del risparmio. Questo orientamento limiterà il grado di allentamento della politica fiscale e monetaria, a maggior ragione dato l'aumento dei crediti incagliati e delle problematiche delle piccole banche rurali e cittadine. Il supporto del credito alla dinamica di investimenti e consumi continuerà quindi ad essere contenuto e l'impulso del credito, in modesto miglioramento nel corso del 2019, rischia di tornare a ridimensionarsi già dal 1° trimestre 2020. La crescita del credito totale continua ad essere limitata dalla contrazione di alcuni comparti di credito non bancario e recentemente dal rallentamento delle emissioni di titoli speciali dei governi locali destinati al finanziamento delle infrastrutture, ormai oltre la quota per il 2019 (2150 miliardi di CNY), tanto che il MOF ha annunciato a fine novembre un anticipo della quota relativa al 2020 pari a 1000 miliardi di CNY.

Una politica monetaria e fiscale solo moderatamente accomodanti e una dinamica del credito ancora contenuta guideranno la crescita economica al di sotto del 6% nel 2020. A questi fattori si aggiunge l'evoluzione della disputa commerciale che, nonostante la firma di un accordo di massima, è lontana dalla risoluzione sulle questioni strutturali e continuerà a influire negativamente sulla performance del commercio mondiale. Riteniamo probabile un abbassamento del target di crescita del PIL intorno al 6% per il 2020 dal range 6-6,5% del 2019 e rivediamo lievemente **al ribasso la previsione di crescita per il 2020 da 5,9% a 5,8% a/a**.

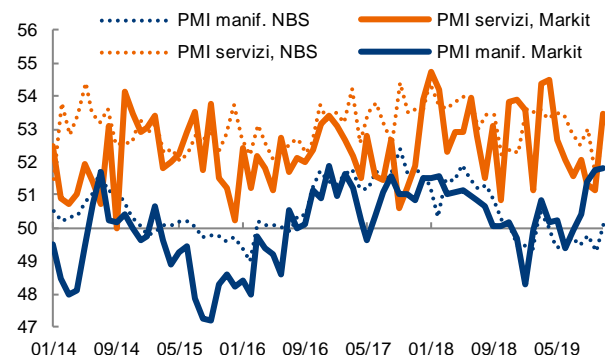
La PBOC ha tagliato di 5pb il tasso sulle operazioni di rifinanziamento a medio lungo termine (MLT) con scadenza a un anno, portandolo 3,20% il 5 novembre. Il Lending Prime Rate, il tasso rispetto al quale sono ora prezzati i nuovi prestiti bancari (fissato con uno spread sul tasso a MLT) è sceso a 4,15% in novembre da 4,25% a fine agosto. Il **meccanismo di trasmissione della politica monetaria resta per ora ancora lento**, manteniamo quindi la previsione di una riduzione dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento di 70pb entro la fine del 2020, e del coefficiente di riserva obbligatoria (per complessivi 100pb). Il **renminbi** dovrebbe continuare a scambiare tra 7.00-7.10 nei prossimi mesi per poi tornare su un sentiero di apprezzamento in corso d'anno. Solo un'inattesa riacutizzazione della disputa commerciale o una PBOC più aggressiva delle attese nell'allentamento monetario potrebbe riportare il cambio verso 7,25-7,30.

Previsioni

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIL (prezzi costanti)	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	5.8
Consumi privati	8.1	8.2	6.7	7.2	6.9	6.9
Consumi pubblici	7.7	9.7	8.9	16.3	5.4	6.7
Investimenti fissi	7.3	6.7	4.8	4.7	4.1	4
Esportazioni	0	1.9	6.8	4.3	1.4	1.7
Importazioni	0.7	3.3	7.7	6.5	-1.7	2.5
Produzione industriale	6.2	6.3	5.9	5.8	5.1	4.3
Inflazione (CPI)	1.4	2.0	1.5	2.1	2.9	3.3
Tasso di disoccupazione (%)	4	4.0	3.9	3.8	3.6	3.6
Salari medi	9.7	9.5	10	9.4	8.7	8.4
Tasso Chibor 3m (media) (%)	3.80	3.00	4.70	4.00	3.20	2.90
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.05	2.91	3.85	3.45	3.20	3.15
Cambio USD/CNY (media)	6.28	6.64	6.76	6.61	6.91	6.92
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1912	1335	1313	353	1094	1026
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.8	1.8	1.6	0.4	1.1	1.0
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-3.4	-3.8	-3.7	-4.2	-4.4	-4.9
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	15.1	15.8	16.0	16.2	17.2	18.3

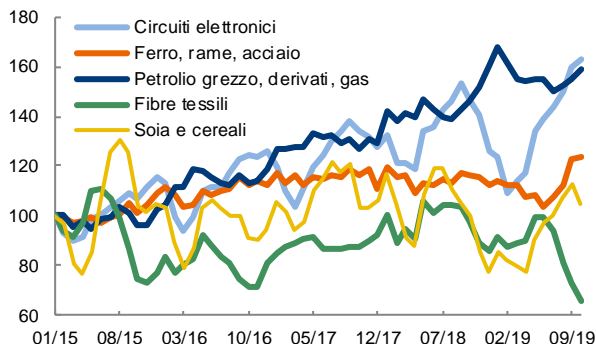
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Indici PMI



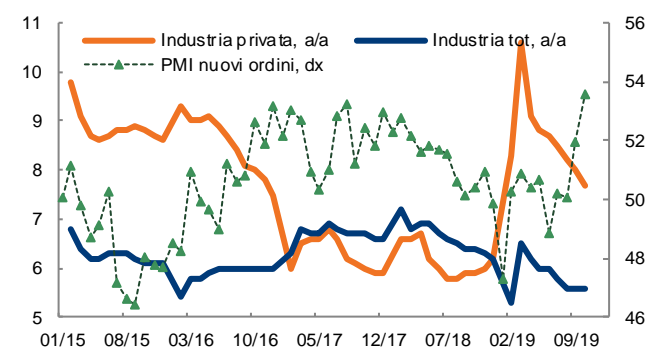
Fonte: CEIC

Importazioni in volume: gennaio 2010=100



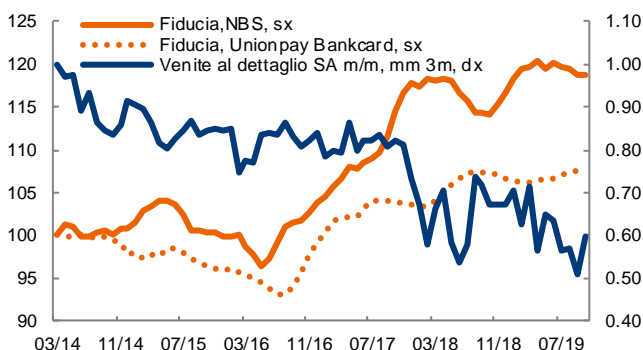
N.B. medie mobili a 3 mesi. Fonte: CEIC ed elaborazioni ISP

Produzione industriale e ordini



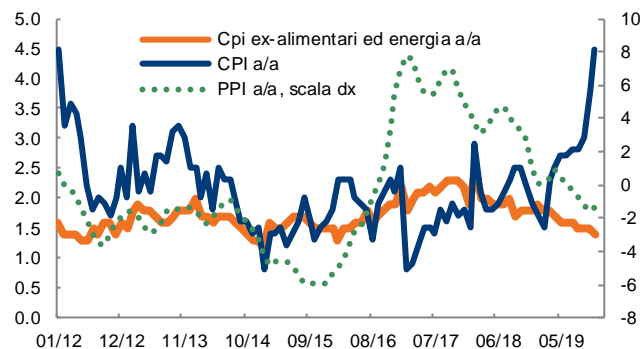
N.B. produzione industriale cumulata, var. a/a. Fonte: CEIC, IHS Markit

Vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori*



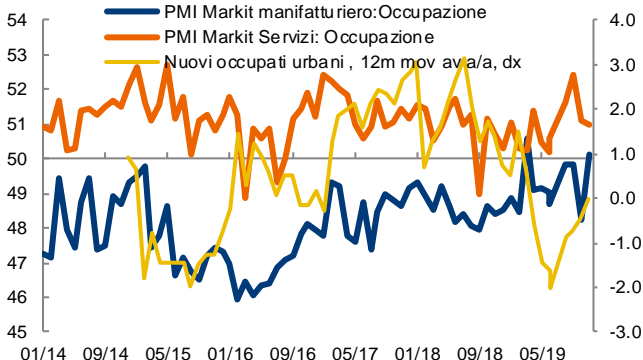
N.B. fiducia dei consumatori, media mobile a 3m ribasata marzo 2014=100. Fonte: CEIC

Inflazione



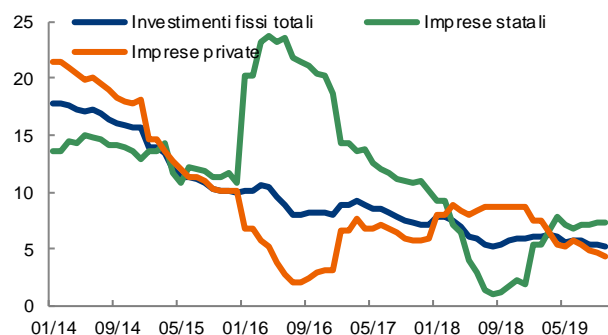
Fonte: CEIC

Mercato del lavoro



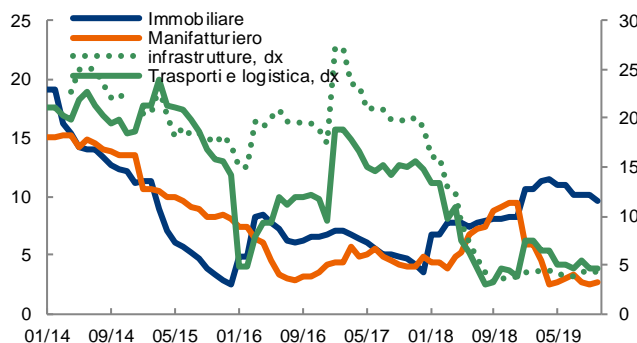
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti nominali per tipo di impresa a/a



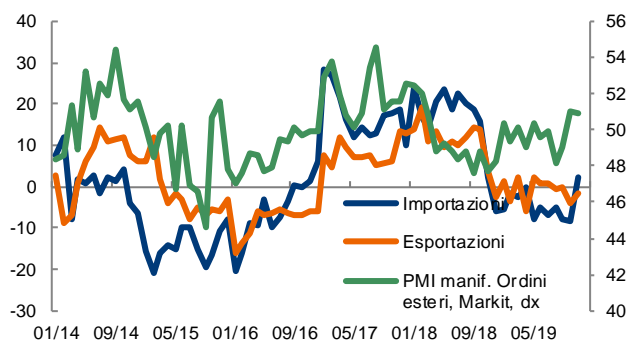
Fonte: CEIC

Investimenti nominali per settore a/a



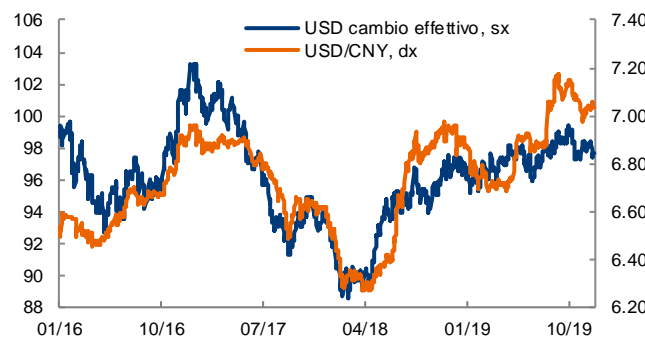
Fonte: CEIC

Commercio estero (var. a/a)



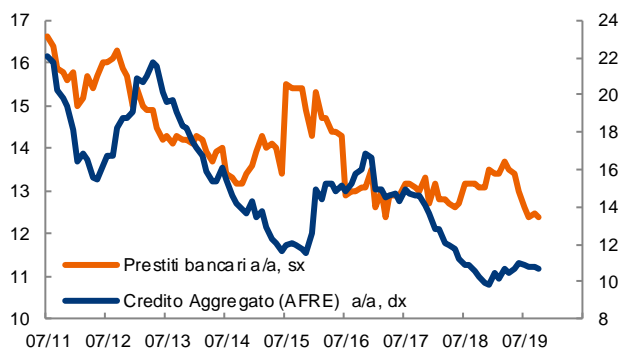
Nota: dati destagionalizzati. Fonte: CEIC, IHS Markit

Cambio



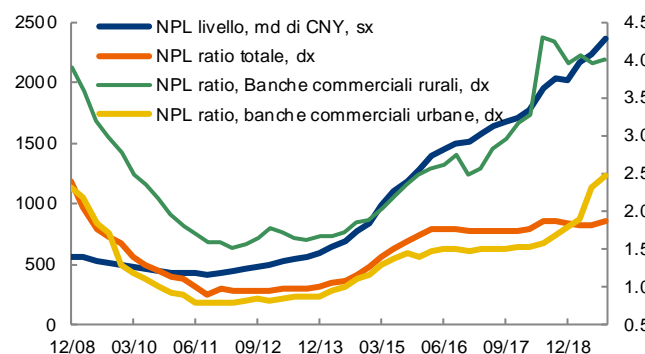
Fonte: Bloomberg

Credito aggregato



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Crediti incagliati (Non Performing Loans, NPL)



Fonte: CEIC

India: la crisi del credito frena la crescita

Il rallentamento del credito, esacerbato dalla crisi del settore finanziario non bancario, continua a minare la domanda interna con un forte impatto negativo sulla fiducia di imprese e famiglie. La crescita del PIL è destinata a chiudere il 2019 in netto ribasso a 5% da 7,4% del 2018. Il sostegno della politica fiscale, l'effetto dell'allentamento monetario e un contributo positivo del canale estero dovrebbero favorire una ripresa a 6,2% nel 2020.

Silvia Guizzo

La crescita del PIL è rallentata per il sesto trimestre consecutivo fino a 4,5% a/a nel 3° trimestre, toccando il minimo dal 2014. La frenata degli investimenti fissi (+1,0% a/a) e il calo degli investimenti in valori preziosi e delle scorte ha superato l'aumento dei consumi, sia privati sia pubblici, e il contributo positivo del canale estero. Dal lato dell'offerta il drastico rallentamento del settore industriale (+0,5% a/a), guidato dal calo del settore manifatturiero (-1,0% a/a) si è affiancato a una marginale decelerazione dei servizi e a una tenuta del settore agricolo.

L'attività economica rimarrà debole anche nel 4° trimestre. In linea con la dinamica negativa del traffico cargo internazionale le importazioni hanno continuato a contrarsi tra agosto e ottobre, e ad un ritmo superiore alle esportazioni anche al netto di petrolio e metalli preziosi, confermando il rallentamento della domanda interna ed estera. La produzione industriale è scesa del 3,8% a/a in ottobre, trainata al ribasso dal calo della produzione di beni capitali. La produzione delle principali materie prime industriali ed energetiche è scesa del 3,6% a/a e quella dell'elettricità del 5,3%. Gli indici di fiducia delle imprese relativi alle aspettative per il 4° trimestre sono crollati su livelli inferiori ai minimi del 2017 e del 2013 nella rilevazione della RBI e su livelli vicini ai minimi del 2009 nella rilevazione D&B. Entrambe le indagini hanno registrato un netto peggioramento degli ordini che però non è stato interamente confermato dagli indici PMI, che hanno registrato solamente una lieve diminuzione del ritmo di espansione nel settore manifatturiero rispetto al 3° trimestre, con un miglioramento in novembre, più marcato per i servizi. Quest'unico segnale positivo è confermato dal marginale miglioramento della dinamica del traffico cargo domestico.

I segnali di ripresa degli investimenti restano isolati e ancora timidi e il rallentamento del credito lascia deboli le prospettive per il 2020. Gli investimenti delle imprese industriali sono saliti del 15,6% a/a in ottobre dopo un periodo di forte debolezza e le importazioni di macchinari, dopo una stabilizzazione nel 3° trimestre, sono moderatamente migliorate rispetto ai minimi dell'estate, anche grazie ad un effetto base favorevole. Nell'indagine sulle imprese industriali della RBI le imprese lamentano però una riduzione delle fonti di finanziamento, sia interne sia esterne, con un aumento dei costi e un pessimismo rispetto ai margini d'impresa a causa della debolezza della domanda. Il credito bancario è tornato a rallentare di pari passo alla **frenata del credito del settore finanziario non bancario**, che si trascina dal fallimento del colosso IL&FS nel settembre 2018 e che è alimentata da altri fallimenti, non da ultimo quello di Dewan Housing Finance Limited, con ripercussioni sulla liquidità del sistema e sull'intera economia. Dai dati Bloomberg le obbligazioni in default sono infatti salite da 23 nel 2018 a 180 nel 2019, con un netto aumento nella seconda metà dell'anno. La recente decisione della RBI di riferire i casi di fallimenti degli istituti finanziari non bancari al tribunale fallimentare nazionale, prima deputato solo ai casi di imprese non finanziarie, dovrebbe contribuire alla risoluzione della crisi insieme alle altre misure per aumentare i poteri di supervisione della RBI e per consolidare le banche pubbliche.

Le prospettive per i consumi rimangono nel complesso deboli. I consumi privati sono saliti del 5,1% a/a nel 3° trimestre, da un minimo del 3,1% a/a nel 2° trimestre, parzialmente aiutati da un effetto base favorevole. Le vendite di veicoli a due e tre ruote hanno continuato a contrarsi anche se a un ritmo inferiore ai mesi estivi mentre le vendite di auto passeggeri hanno registrato un marginale aumento in ottobre dopo mesi di cali tendenziali, aidate dalle promozioni commerciali. Il traffico passeggeri è ancora debole seppur in miglioramento rispetto a metà anno, ma la fiducia dei consumatori è ulteriormente scesa portandosi a novembre al di sotto dei minimi del 2013; le aspettative, pur in netto calo, restano comunque ancora in zona di ottimismo.

Le intenzioni di spesa per i beni essenziali sono rimaste stabili mentre quelle per i beni non essenziali sono scese, con un maggior pessimismo riguardo le prospettive di reddito, inflazione e mercato del lavoro. Il CMIE stima che il tasso di disoccupazione sia salito sui massimi della serie (8,5% a novembre) con un calo del tasso di partecipazione, e dunque con un effetto negativo sui redditi.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo è salita fino a 5,5% a/a in novembre da 3,3% in agosto, spinta al rialzo dall'aumento dei prezzi degli alimentari (+8,7% a/a in novembre), in particolare da un forte aumento del prezzo delle verdure che hanno risentito di una stagione troppo piovosa. Negli altri comparti l'inflazione è rallentata, tanto che stimiamo l'inflazione core sia rimasta stabile a 3,5% in ottobre e novembre da 4,2% in agosto. Un progressivo rientro dei prezzi degli alimentari e un effetto base favorevole prefigurano una discesa dell'inflazione nel corso del 2020, anche se **in media annua essa risulterà in aumento a 4,6% dal 3,6% nel 2019**. Le aspettative d'inflazione a tre mesi e a un anno sono salite nelle ultime due rilevazioni della RBI. Questo aumento ha indotto la Banca centrale a lasciare i tassi invariati alla riunione del 5 dicembre, dopo il taglio di 25pb di ottobre che ha portato il tasso repo a 5,15%. La RBI ha lasciato invariato l'orientamento accomodante della politica monetaria perché ritiene che l'*output gap* sia ancora negativo, ma si è presa una pausa per meglio valutare l'evoluzione delle dinamiche inflative. La riduzione dei tassi ufficiali per un totale di 135pb nel 2019, si è per ora trasmessa più velocemente nel mercato monetario e obbligazionario che ai tassi bancari. In assenza di un aumento delle aspettative d'inflazione e in presenza di ulteriori segnali negativi dai dati macro ci aspettiamo al massimo altri 50pb di tagli entro la prima metà del 2020.

Un supporto alla crescita dovrebbe venire anche dalle misure di allentamento fiscale per le imprese già approvate nell'estate nonché da ulteriori misure attese nel bilancio per il prossimo anno che sarà presentato a febbraio. Il rallentamento delle entrate fiscali sta spingendo il governo ad attuare più velocemente il programma di privatizzazioni di aziende statali ma uno sfioramento del deficit è probabile sia nel corrente anno fiscale sia nel prossimo. Questo continuerà a mantenere la rupia sotto pressione almeno per tutto il primo trimestre 2020.

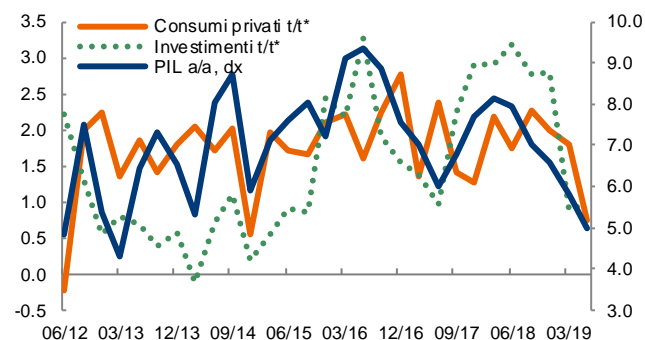
Alla luce dei dati di contabilità nazionale peggiori delle attese nel 3° trimestre, e dei dati a frequenza mensile di ottobre e novembre, **rivediamo al ribasso le previsioni di crescita del PIL per il 2019 da 5,8% a 5,0%**. Questa revisione trascina al ribasso anche il profilo di crescita **nel 2020 da 6,8% a 6,2% a/a**. Il sostegno della politica fiscale e dell'allentamento della politica monetaria dovrebbero guidare la ripresa nel 2020. I rischi sullo scenario restano al ribasso e provengono sia da risvolti negativi della crisi del settore finanziario non bancario più forti delle attese, sia da un ulteriore rallentamento della domanda estera nel caso di un riacutizzarsi delle tensioni Cina-USA.

Previsioni

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIL (prezzi costanti)	7.5	8.7	6.9	7.4	5	6.2
Consumi privati	7.7	9.1	6.6	8.5	5.2	5.9
Consumi pubblici	4.2	4.2	13.7	10.7	12.9	10.6
Investimenti fissi	4.8	9.2	7.7	12.2	2.6	5.1
Esportazioni	-6.2	2.5	5.8	10.6	3.4	4
Importazioni	-5.8	1.6	15.5	16.1	1.6	4.2
Produzione industriale	2.5	5.2	3.5	5.2	1.1	4.9
Inflazione (CPI)	4.9	4.9	3.3	3.9	3.6	4.6
Tasso di disoccupazione (%)	4.5	5.2	5.5	5.6	5.6	5.6
Salari medi	11.9	14.3	9.8	11.8	6.9	7.2
Tasso Mibor 3 mesi (media) (%)	8.00	7.20	6.50	7.30	6.70	5.40
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	7.80	7.20	6.70	7.70	6.90	6.30
Cambio USD/INR (media)	64.15	67.2	65.11	68.40	70.48	70.06
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-1451	-815	-2528	-4511	-2695	-3532
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.1	-0.5	-1.5	-2.4	-1.4	-1.6
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.4	-3.6	-3.9	-3.6	-3.9	-3.6
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	47.1	46.9	45.5	44.9	46.7	47.2

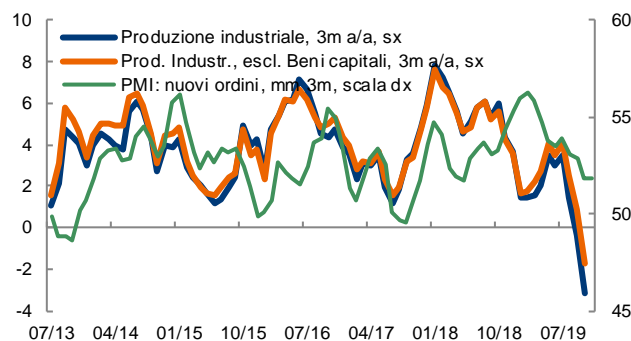
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

PIL e componenti



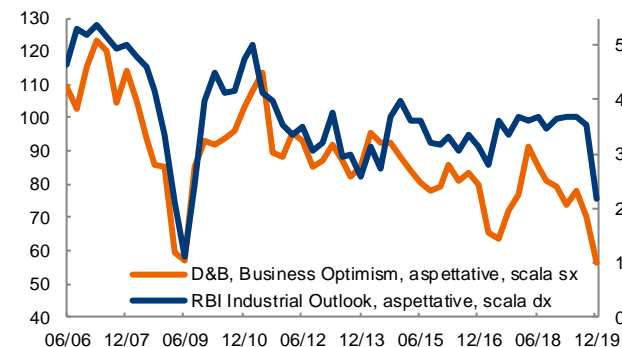
*media mobile a 4 trimestri. Fonte: CEIC

Produzione industriale



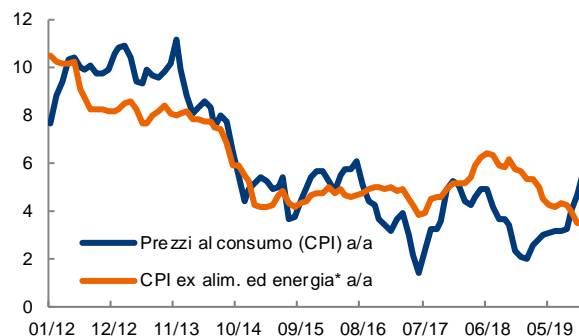
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

Fiducia delle imprese



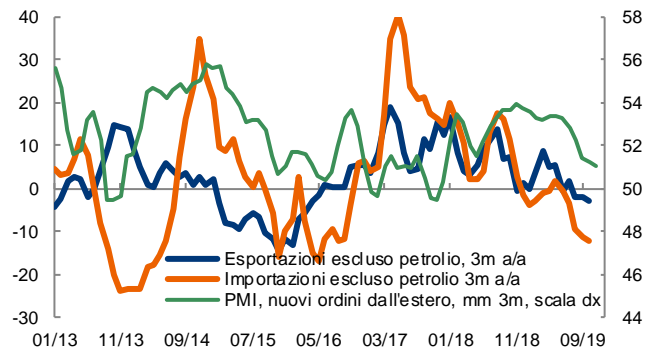
Fonte: CEIC

Inflazione



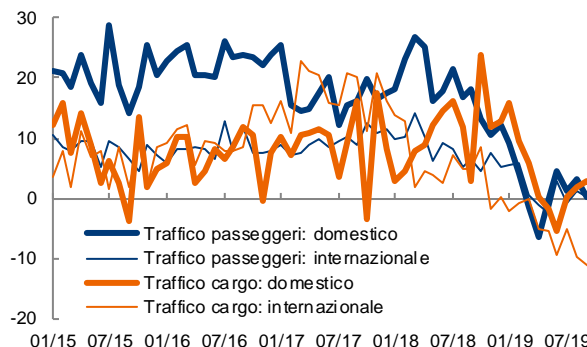
Nota (*): Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Commercio estero



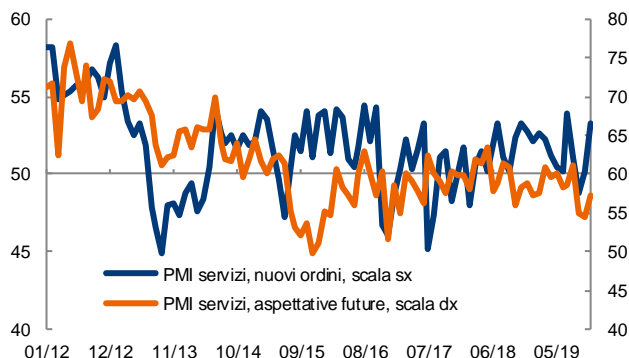
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico passeggeri e cargo



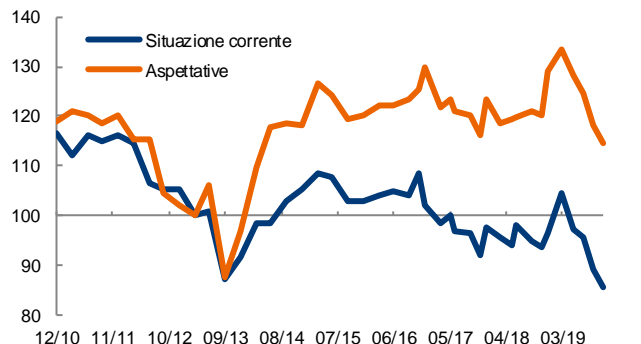
Fonte: CEIC

Servizi



Fonte: Markit

Fiducia dei consumatori



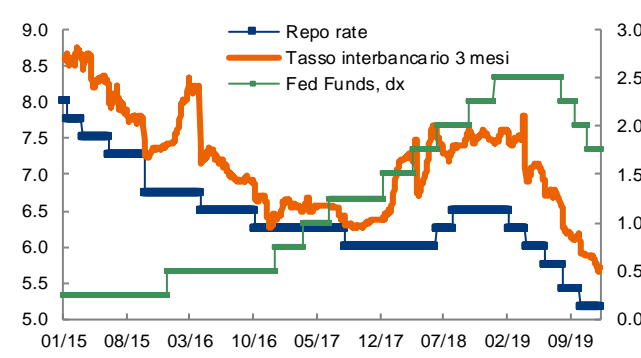
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito bancario (var. % a/a)



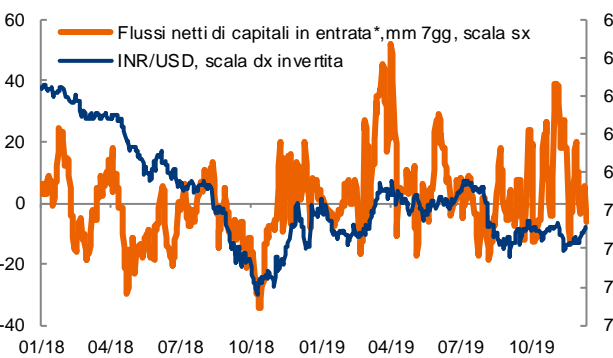
Fonte: CEIC

Tassi ufficiali e mercato monetario



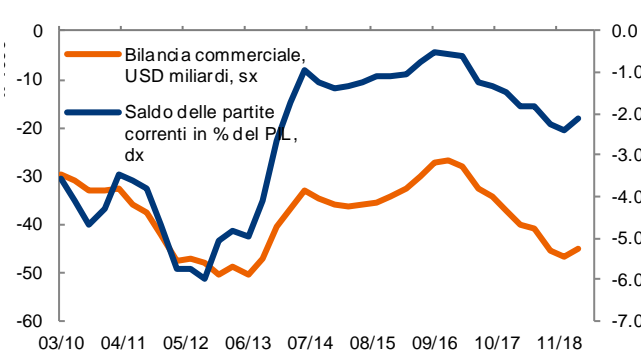
Fonte: CEIC

Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio



Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Pariti correnti (media mobile 4 trimestri)



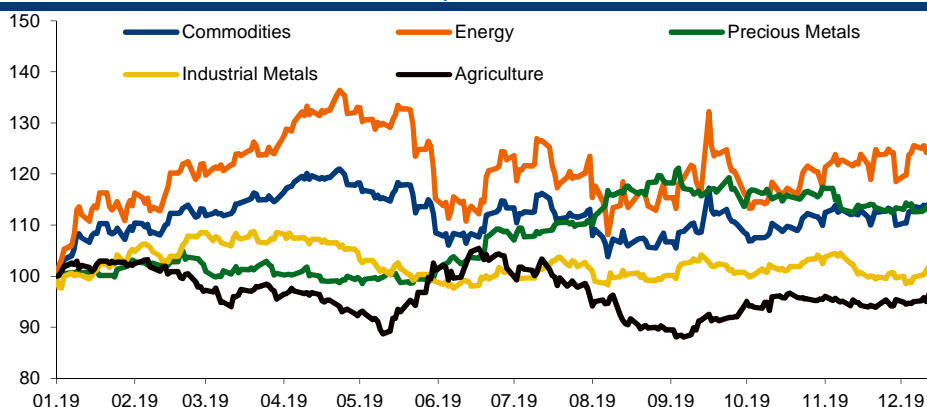
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Materie prime: prevalgono i rischi politici

Daniela Corsini

A nostro avviso, nonostante attualmente prevalga un cauto ottimismo, varie fonti d'incertezza che pesano sulle prospettive economiche mondiali sono destinate a permanere fino a fine 2020: un ampio e definitivo accordo fra Stati Uniti e Cina non sarà probabilmente raggiunto prima delle elezioni presidenziali americane ed ulteriori tensioni commerciali potrebbero acuirsi su altri fronti. La situazione politica in Asia e Medio Oriente sembra destinata a rimanere molto tesa, a causa della rinuncia degli Stati Uniti al loro ruolo di supervisione. Di conseguenza, nel nostro scenario di base, nel 2020 la maggior parte dei mercati delle materie prime registrerà un andamento piatto, poiché la crescita economica globale subirà verosimilmente un rallentamento, ma gli stimoli economici e le aspettative sulle imminenti elezioni presidenziali statunitensi potrebbero innescare temporanee ondate di ottimismo.

Rendimento da inizio anno di indici di materie prime



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel 2019 i mercati delle materie prime dovrebbero riportare una performance positiva, seppur inferiore alle previsioni elaborate un anno fa. In effetti, nonostante i fondamentali positivi, i prezzi di alcune materie prime cicliche sono diminuiti a causa di rischi macroeconomici e politici. In particolare, il comparto dei metalli industriali ha conseguito un andamento piatto da inizio anno, soprattutto a causa del peggioramento del ciclo macroeconomico e delle persistenti tensioni tra Stati Uniti e Cina, nonostante la maggior parte dei metalli abbia registrato mercati in deficit e una contrazione delle scorte.

A nostro avviso, anche nel 2020 i mercati delle materie prime saranno influenzati più dai rischi macroeconomici e politici che dai rispettivi fondamentali di domanda e offerta. In particolare, l'incertezza sugli sviluppi politici si confermerà un tema dominante sui mercati finanziari. Da un lato, permangono i principali rischi politici e geopolitici: trattative tra Stati Uniti e Cina; tensioni politiche in Asia e Medio Oriente. Dall'altro lato, tutti i riflettori saranno puntati sui rischi politici, in vista delle primarie del Partito Democratico statunitense, che si terranno tra febbraio e giugno, e delle elezioni presidenziali americane del 3 novembre 2020.

Previsioni per l'universo commodity

Il nostro scenario di base resta in linea con le precedenti previsioni trimestrali pubblicate in settembre. A nostro avviso, nonostante attualmente prevalga un cauto ottimismo, le principali fonti d'incertezza che pesano sulle prospettive economiche mondiali sono destinate a permanere fino alla fine del 2020: le trattative tra Stati Uniti e Cina non termineranno prima delle elezioni presidenziali americane e ulteriori tensioni commerciali potrebbero nascere su altri fronti. La situazione politica in Asia e Medio Oriente sembra destinata a rimanere molto tesa, a causa della rinuncia degli Stati Uniti al loro ruolo di supervisione.

Di conseguenza, nel nostro scenario di base, nel 2020 la maggior parte dei mercati delle materie prime registrerà un andamento piatto, poiché la crescita economica globale subirà verosimilmente un rallentamento, ma gli stimoli economici e le aspettative sulle imminenti elezioni presidenziali statunitensi potrebbero innescare temporanee ondate di ottimismo.

Più a lungo termine, escludendo sconvolgimenti politici negli Stati Uniti nel 2020, prevediamo forti rischi di un ulteriore deterioramento degli scambi commerciali globali e di un ulteriore rallentamento della crescita economica cinese. Pertanto, nel lungo periodo ci attendiamo una progressiva diminuzione dei prezzi della maggior parte delle materie prime.

Energia

Il mercato globale del greggio dovrebbe tornare vicino all'equilibrio nel 2020, poiché i paesi dell'OPEC+ manterranno i limiti di produzione fissati e le interruzioni delle forniture legate alle crisi geopolitiche sono destinate a permanere. Considerando il fragile, ma ancora favorevole scenario macroeconomico, il prezzo del greggio potrebbe restare all'interno di un'ampia forchetta e scambiare tra i 50 e i 75 dollari per la maggior parte del periodo. Attualmente, per il 2020 prevediamo un livello medio di 63,5 dollari per il petrolio Brent e di 58,5 dollari per il WTI. Per l'anno prossimo ci attendiamo un prezzo medio del gas naturale in linea con la media del 2019 negli Stati Uniti, ma inferiore rispetto alla media del 2019 in Europa. Più a lungo termine, per il 2021 e il 2022, prevediamo una diminuzione dei prezzi di greggio e gas naturale in tutte le regioni.

Metalli preziosi

I beni rifugio, inclusi oro e argento, traggono beneficio dalle aspettative di rallentamento della crescita globale e dalla persistente incertezza legata ai rischi politici. I bassi tassi d'interesse riducono il costo opportunità degli investimenti in metalli preziosi, che mediamente dovrebbero registrare performance positive nel 2020. Anche più a lungo termine, restiamo positivi su oro e argento e preferiamo il palladio al platino, a fronte dei trend attualmente in atto nel settore automobilistico.

Metalli industriali

Da inizio anno, la maggior parte dei metalli industriali ha registrato un deficit e le scorte mondiali sono in calo. Nella maggior parte dei casi, l'incertezza legata ai rischi politici ha scoraggiato gli investimenti in capacità mineraria e di raffinazione, e i prezzi bassi hanno causato una diminuzione dell'offerta secondaria. Nel 2020, i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali dovrebbero subire un deterioramento, a causa delle previsioni di rallentamento dei consumi di materie prime cinesi. Probabilmente alcuni mercati registreranno un equilibrio, mentre altri torneranno in leggero surplus. Secondo le nostre attuali previsioni, fino a fine 2020 i metalli industriali scambieranno all'interno di un'ampia forchetta, e i prezzi medi saranno per lo più inferiori alla media del 2019. A partire dal 2021, prevediamo una diminuzione più accentuata dei prezzi dei metalli industriali, dovuta ad un ulteriore rallentamento dei consumi globali.

Agricoli

Restiamo positivi sul settore agricolo, poiché i rischi meteorologici continueranno verosimilmente ad alimentare i timori sulle forniture, soprattutto nel lungo periodo. Inoltre, alcune merci agricole, come le materie prime coloniali, risentono in misura minore delle tensioni politiche globali, e i prezzi dovrebbero seguire più da vicino i fondamentali positivi. Pertanto, varie materie prime agricole potrebbero catturare l'attenzione degli investitori in qualità di interessanti strumenti di diversificazione.

Previsioni per le principali materie prime

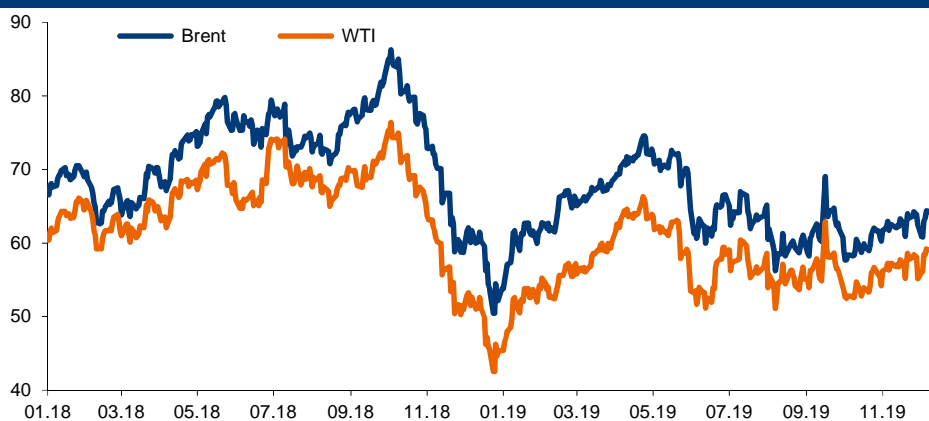
		1Q20	2Q20	3Q20	2019	2020	2021
CO1 Comdty	ICE BRENT	62.0	65.0	65.0	63.2	63.5	60.0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	57.0	60.0	60.0	56.2	58.5	55.0
NG1 Comdty	NYMEX NATURAL GAS	2.80	2.50	2.50	2.57	2.65	2.50
GOLDLNPM Index	LME GOLD	1,475	1,500	1,500	1,395	1,500	1,575
SLVRLND Index	LME SILVER	17.5	18.0	18.5	16.4	18.3	19.00
PLTMLNPM Index	LME PLATINUM	870	860	850	858	858	830
PLDMLNPM Index	LME PALLADIUM	1,750	1,730	1,690	1,561	1,705	1,650
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	5,860	5,800	5,800	5,987	5,803	5,250
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	1,750	1,750	1,750	1,796	1,740	1,670
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	15,000	15,000	15,000	14,429	15,000	15,000
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2,300	2,300	2,300	2,510	2,295	2,150
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	1,950	1,950	1,950	2,035	1,950	1,825
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	16,500	16,500	16,500	18,382	16,500	16,250
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	80	75	75	89	75	70
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	550	550	550	586	550	500
JBO1 Comdty	LME SCRAP	240	240	240	274	240	240
JBP1 Comdty	LME REBAR	400	400	400	439	400	400
C 1 Comdty	CBOT CORN	390	420	420	383	410	440
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	510	500	500	495	503	510
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	900	900	900	901	900	910
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	130	125	120	99	124	125
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,380	1,360	1,360	1,371	1,360	1,360
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	310	310	310	305	310	310
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	30.0	30.0	30.0	29.2	30.0	30.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Petrolio: l'OPEC taglia ancora la produzione

Nel 2020 il mercato globale del petrolio dovrebbe ritornare in equilibrio, poiché l'OPEC e i suoi alleati non OPEC si sono impegnati ad ampliare i tagli di produzione, e le interruzioni delle forniture legate alle crisi geopolitiche continuano a rappresentare un rischio significativo.

Brent and WTI oil prices



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dopo due giorni di colloqui intensi, il 6 dicembre i delegati dell'OPEC+ sono riusciti a sorprendere il mercato promettendo ulteriori tagli alla produzione nel 2020 e annunciando, nello specifico, un adeguamento aggiuntivo di 500 mila barili al giorno (b/g), che porterà il limite di produzione complessivo a 1,7 milioni di b/g (mb/g) rispetto all'attuale target di 1,2 mb/g. Inoltre, nel comunicato stampa si legge che "alcuni paesi partecipanti, e in particolar modo l'Arabia Saudita, manterranno i loro contributi aggiuntivi volontari, portando gli adeguamenti complessivi oltre la soglia di 2,1 mb. Gli aggiustamenti addizionali dovrebbero entrare in vigore il 1° gennaio

2020 e sono soggetti alla piena adesione da parte di tutti i paesi partecipanti alla Dichiarazione di Cooperazione".

Questa frase è rilevante a vari livelli. In primo luogo, sottolinea il successo personale del nuovo Ministro dell'Energia saudita, il Principe Abdulaziz bin Salman, che è riuscito a mediare un accordo importante e, apparentemente, a ripristinare la coesione interna al gruppo.

In secondo luogo, l'Arabia Saudita sta esplicitamente minacciando di aumentare la produzione se altri paesi continueranno a non rispettare le proprie quote. I sauditi accetteranno di continuare a sostenere l'onere maggiore solo ed esclusivamente in presenza di una maggiore aderenza ai tagli da parte di tutti gli altri firmatari. Secondo i numeri ufficiali allegati al comunicato stampa, l'Arabia Saudita taglierà la produzione di ulteriori 167 mila b/g sui 503 mila b/g complessivi, ovvero il 33% del totale. A titolo di confronto, i tagli apportati dalla Russia ammontano appena al 14% del totale, una quota leggermente superiore a quella accettata dagli Emirati Arabi Uniti (12%) o dal Kuwait (11%). Inoltre, nella conferenza stampa finale, il Principe Abdulaziz bin Salman ha dichiarato che l'Arabia Saudita è pronta a ridurre ulteriormente la produzione di circa 400 mila b/g. Ciò porterebbe i sauditi a pompare in media 9,75 mb/g da gennaio a marzo, contro i 10,0 mb/g circa di novembre, secondo stime formulate da Bloomberg.

In terzo luogo, il comunicato stampa sottolinea quanto sia importante monitorare "la corretta, tempestiva ed equa applicazione" dell'accordo. Una maggiore attenzione al monitoraggio della conformità è il motivo principale alla base della convocazione delle riunioni straordinarie dell'OPEC e dell'OPEC+ previste per il prossimo mese di marzo, con una Riunione Ministeriale OPEC e non OPEC fissata per il 6 marzo. I Ministri dei paesi OPEC e non OPEC si riuniranno anche il 10 giugno.

I mercati petroliferi hanno reagito positivamente a questi annunci. Tuttavia, i nuovi tagli rappresentano una conferma dello status quo piuttosto che un intervento più incisivo sui mercati fisici. Infatti, nei prossimi mesi la produzione totale dai paesi OPEC+ resterà probabilmente invariata, visto il tasso di aderenza eccezionalmente elevato registrato quest'anno dai paesi OPEC, con una riduzione complessiva in novembre che ha superato del 40% l'obiettivo.

Stime di domanda e offerta pubblicate nello Short-Term Energy Outlook dalla U.S. Energy Information Administration

Dicembre 2019, in mb/d	Consumo mondiale	Produzione Non-OPEC	Produzione in US	Produzione OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2018	100.0	63.5	11.0	5.4	32.0	31.1	0.9
2019	100.7	65.6	12.3	5.4	29.8	29.7	0.1
y/y change	0.8	2.1	1.3	0.1	-2.2	-1.4	
2020	102.1	67.9	13.2	5.1	29.3	29.2	0.1
y/y change	1.4	2.3	0.9	-0.4	-0.5	-0.5	

Nota:* "Call on OPEC crude = Consumo mondiale – Produzione Non OPEC – Produzione OPEC di LNG"; ** "Bilancio di mercato = Produzione OPEC di greggio– Call on OPEC crude" Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati US EIA

Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato a dicembre, la U.S. Energy Information Administration (EIA) prevede un mercato del petrolio globale vicino al punto di equilibrio nel 2020, grazie ai tagli aggressivi dell'OPEC+. Il prezzo del petrolio dovrebbe rimanere vicino ai livelli attuali, con un Brent vicino a una media di 60 dollari e uno spread medio fra Brent e WTI di 5,5 dollari nel 2020.

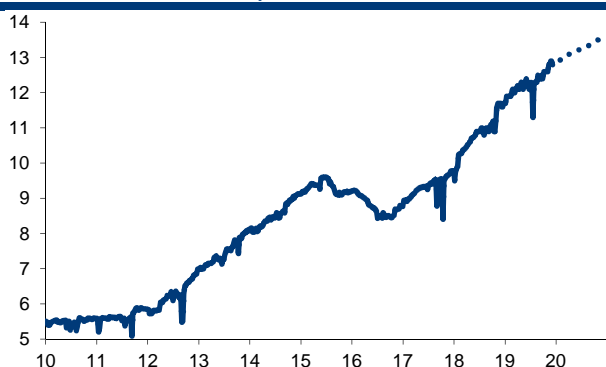
Attualmente, l'EIA prevede un leggero surplus di circa 0,1 milioni di barili al giorno (mb/g) sia per il 2019 che per il 2020 (rispetto alla previsione di un surplus di 0,3 mb/g per il 2020 formulata a novembre). Secondo le stime, la domanda mondiale dovrebbe crescere a 100,7 mb/g nel 2019 (+0,8 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto ai 100,9 mb/g previsti un mese fa) e a 102,1 mb/g nel 2020 (+1,4 mb/g a/a, in calo rispetto alla precedente previsione di 102,3 mb/g).

L'offerta non OPEC dovrebbe crescere a 65,6 mb/g nel 2019 (+2,1 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente previsione di 65,7 mb/g) e a 67,9 mb/g nel 2020 (+2,3 mb/g a/a, in calo rispetto alla precedente previsione di 68,0 mb/g). La produzione di greggio statunitense dovrebbe crescere a 12,3 mb/g nel 2019 (+1,3 mb/g a/a, dato invariato rispetto alla precedente previsione) e a 13,2 mb/g nel 2020 (+0,9 mb/g a/a, in calo rispetto alla precedente previsione di 13,3 mb/g).

È interessante notare che, a partire dal 4° trimestre 2019, gli Stati Uniti saranno esportatori netti di greggio e prodotti petroliferi. Secondo le previsioni dell'EIA, le esportazioni nette totali di greggio e prodotti petroliferi dovrebbero attestarsi in media a 570.000 b/g nel 2020 (dato rivisto al ribasso rispetto alla previsione di 750.000 b/g di novembre) rispetto a importazioni nette medie di 490.000 b/g nel 2019 (dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente previsione di 520.000 b/g) e a importazioni nette medie di 2,3 mb/g nel 2018. Infatti, secondo i calcoli dell'EIA, basati su dati preliminari e stime modello, nei mesi scorsi gli Stati Uniti sono stati esportatori netti di petrolio e altri liquidi, e questa sarebbe la prima volta dall'inizio delle rilevazioni dell'EIA nel 1949.

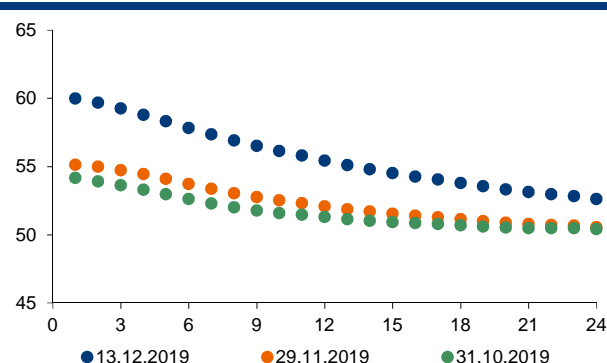
La produzione di greggio OPEC dovrebbe diminuire a 29,8 mb/g nel 2019 (-2,2 mb/g a/a, dato invariato rispetto alla previsione precedente) e a 29,3 mb/g nel 2020 (-0,5 mb/g a/a, in calo rispetto alla precedente previsione di 29,5 mb/g). L'eccesso di capacità produttiva dell'OPEC dovrebbe crescere da 1,5 mb/g nel 2018 a 2,0 mb/g nel 2019 (dato invariato rispetto alla previsione precedente) e a 2,3 mb/g nel 2020 (in aumento da 2,1 mb/g).

Eccezionale crescita della produzione americana



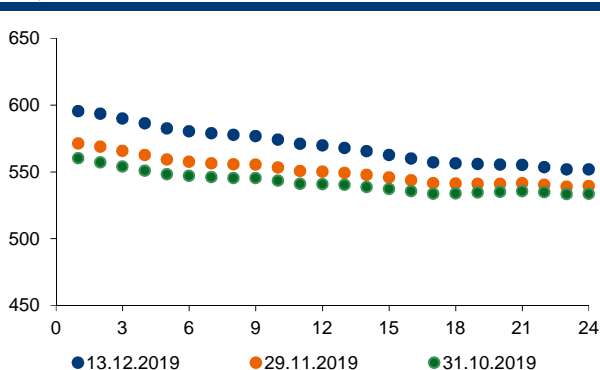
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, US EIA

WTI, curva forward



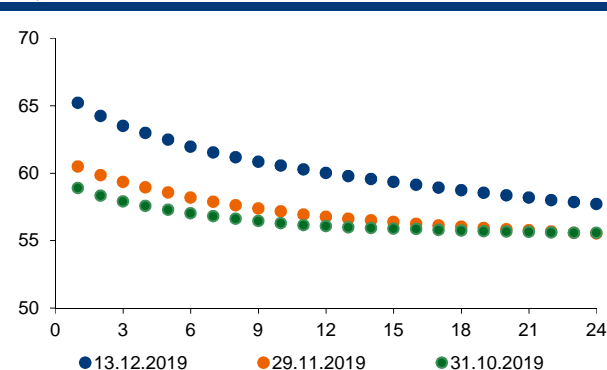
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Diesel, curva forward



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent, curva forward



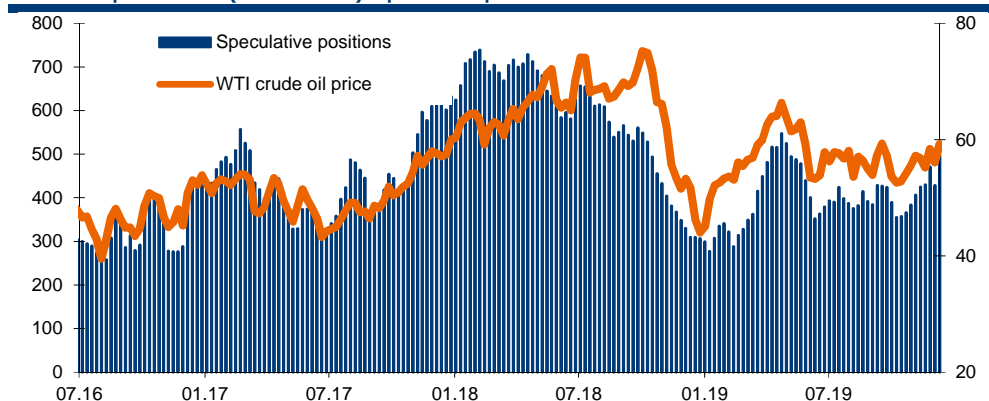
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che nel corso del prossimo anno i prezzi del greggio si mantengano all'interno degli intervalli registrati nel 2019. Per il petrolio Brent, l'intervallo di

contrattazione è stato di circa 50-75 dollari da inizio anno. Prevediamo un prezzo medio di 63,5 dollari per il petrolio Brent nel 2020. Continuiamo a considerare il greggio un investimento interessante all'interno dei portafogli finanziari, grazie alla *backwardation* della curva forward che garantisce positivi *roll yields*.

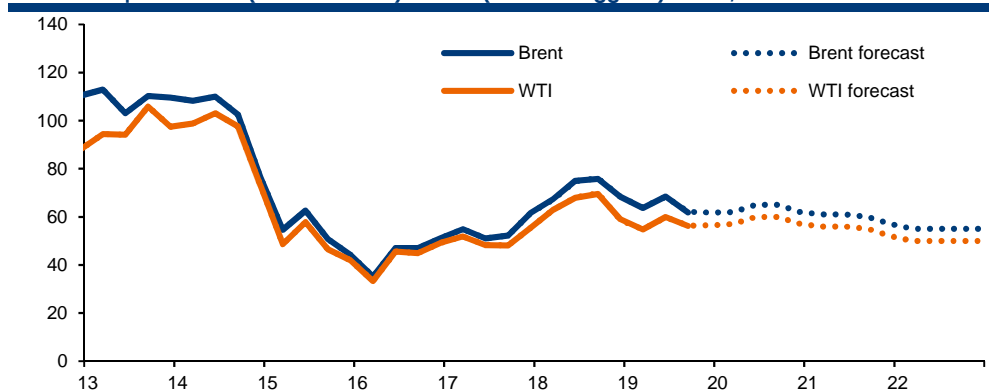
Pertanto, fino a quando permarrà la struttura di *backwardation*, ci attendiamo che le posizioni speculative si mantengano nette lunghe. Per "posizioni speculative" intendiamo le posizioni non commerciali registrate dalla U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC), normalmente detenute da *money manager* e *hedge fund*.

Prezzo del petrolio WTI (scala destra) e posizioni speculative



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e US CFTC

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



Fonte: stime Intesa Sanpaolo. elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo per il petrolio Brent

Al 12.12.2019	1Q20	2Q20	3Q20	2019	2020	2021	2022
ICE BRENT	62.0	65.0	65.0	63.2	63.5	60.0	55.0
Mediana, Bloomberg	60.0	60.5	60.0	64.0	61.8	63.5	65.0
Curva forward	62.2	60.8	59.8	64.4	60.5	57.8	56.7

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo per il petrolio WTI

Al 12.12.2019	1Q20	2Q20	3Q20	2019	2020	2021	2022
NYMEX WTI	57.0	60.0	60.0	56.2	58.5	55.0	50.0
Mediana, Bloomberg	55.3	55.0	55.7	57.0	56.5	58.7	58.8
Curva forward	58.3	57.0	55.8	58.2	56.5	53.1	51.5

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Mercati valutari: lateralità o trend cauti con Banche centrali prudenti

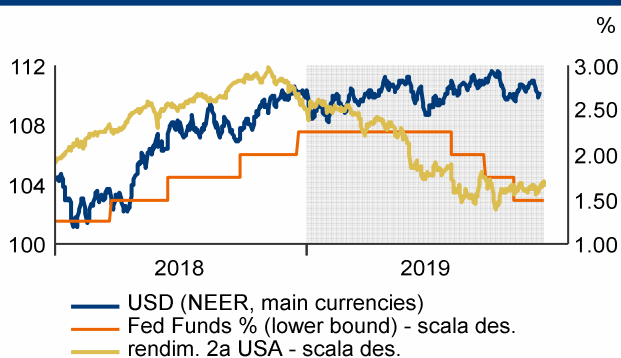
Il livello dei tassi USA sostiene il dollaro ma la cautela della Fed ne riduce l'upside favorendo una dinamica più laterale. La discesa dell'euro dovrebbe terminare grazie alla stabilizzazione attesa della crescita dell'area. Lateralità tendente al ribasso per lo yen. Sterlina in rafforzamento rimossa parte dell'incertezza su Brexit.

Asmara Jamaleh

Dollaro

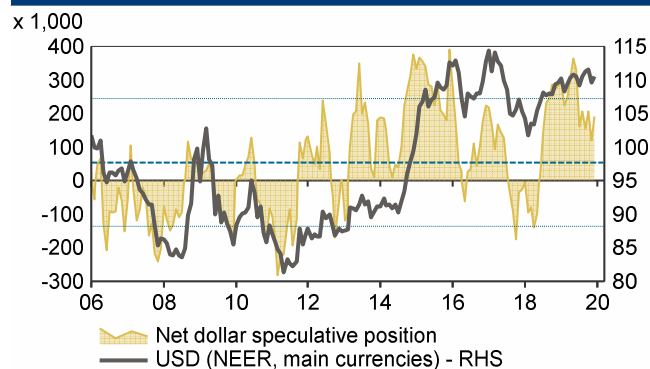
Il 2019 è stato per il dollaro un anno di ulteriore rafforzamento rispetto al 2018, ma l'entità del rafforzamento è stata modesta (Fig. 1). I fattori che gli hanno permesso di rafforzarsi ancora sono principalmente (a) l'elevato livello dei tassi USA (livello relativo, ovvero rispetto alle altre economie avanzate, alcune delle quali li hanno a zero o negativi, area euro *in primis*) e (b) i fondamentali nel complesso positivi dell'economia statunitense. Gli sviluppi che hanno invece limitato l'entità del rafforzamento sono (a1) il rallentamento subito dalla crescita USA nel 2019 e (b1) i tagli dei tassi attuati dalla Fed (che hanno quasi neutralizzato i rialzi del 2018 - Fig. 1).

Fig. 1 – 2019: il dollaro non è sceso, nonostante i tagli dei tassi Fed



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Speculativi ancora lunghi dollaro, ma in minor misura



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il 2020 proporrà diverse analogie con il 2019. Prendendo come parametri di riferimento i fattori sopra menzionati, (a) il livello dei tassi USA resterà ancora elevato in termini relativi (rispetto alle altre economie), (b) i fondamentali dell'economia USA saranno ancora complessivamente positivi, (a1) ci potrà essere ancora un rallentamento della crescita domestica e (b1) la Fed, pur facendo una pausa sui tagli dei tassi, manterrà almeno per un certo periodo un *easing bias*.

La conclusione però sulla dinamica attesa della valuta statunitense è leggermente diversa. Infatti, lo scenario più coerente per l'anno prossimo sembra quello di una **tendenziale stabilizzazione del dollaro piuttosto che di un ulteriore rafforzamento**. A prevenire un apprezzamento dovrebbe contribuire principalmente (1) la previsione di un ulteriore rallentamento della crescita USA – che si aggiunge a quello già registrato quest'anno, (2) unitamente al fatto che i rischi sono leggermente sbilanciati verso il basso (guerra commerciale, ciclo globale, incertezza pre-elettorale in vista delle Presidenziali USA di novembre 2020 e politica per via dell'*impeachment* di Trump). Simmetricamente, a evitare un deprezzamento dovrebbe contribuire ancora una volta (1) l'elevato livello (relativo) dei tassi USA (quand'anche la Fed dovesse allentare ancora la politica monetaria si avrebbe probabilmente un solo ultimo taglio dei tassi di carattere "assicurativo" e non un nuovo ciclo, con l'effetto che il *trend* al ribasso dei rendimenti dovrebbe essere in via di esaurimento), (2) insieme al fatto che almeno una parte delle incertezze che sussistono a livello globale agiscono generalmente da rischi verso il basso anche per le altre economie, pur con gli opportuni *distinguo*, limitando il potenziale rialzista delle altre valute e consentendo quindi al dollaro di stabilizzarsi piuttosto che di scendere.

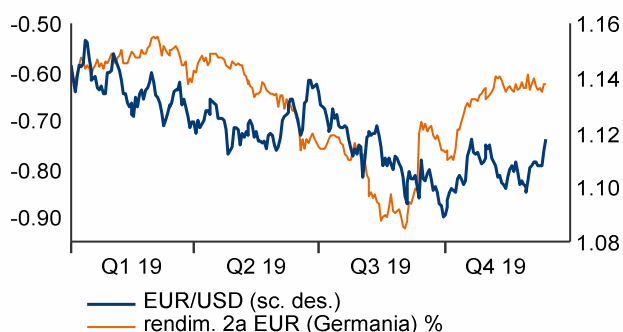
Questo scenario appare complessivamente coerente con il **posizionamento speculativo** del mercato che **rimane lungo dollaro, ma con un'esposizione che si è ridimensionata** negli ultimi mesi (Fig. 2). I rischi dello scenario di previsione sono pressoché bilanciati, perché i fattori di incertezza domestici dovrebbero approssimativamente compensarsi con quelli internazionali.

Euro

Il 2019 è stato un anno di indebolimento per l'euro, da un massimo di 1,15 a un minimo di 1,08 EUR/USD. La dinamica del cambio è stata coerente con l'evoluzione dei fondamentali,

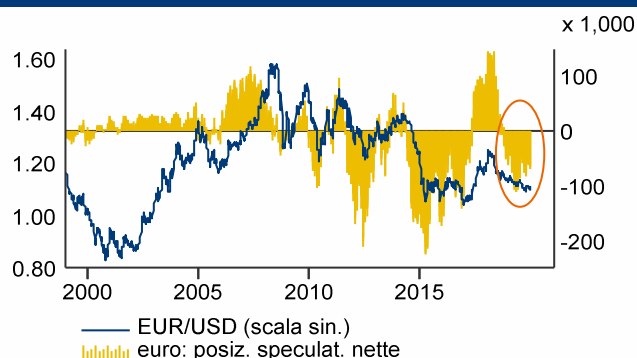
poiché (anche) nell'area euro la crescita ha rallentato e l'inflazione è scesa e, conseguentemente, la BCE è intervenuta allentando nuovamente la politica monetaria. Oltre alle dinamiche evolutive, l'aspetto che rimane rilevante per la moneta unica è il livello assoluto dei tassi, che sono a zero/negativi, il che – specularmente a quanto detto sopra per il dollaro – può rappresentare, almeno in determinate situazioni, un elemento di debolezza per l'euro. Parte del recente disallineamento del cambio rispetto alla dinamica dei rendimenti – dopo che per buona parte dell'anno sono scesi contestualmente (Fig. 3) – si può infatti probabilmente spiegare anche alla luce di questo, giustificando una reattività (a tratti) asimmetrica dell'EUR/USD ai rendimenti euro (negativi).

Fig. 3 – Reattività (a tratti) asimmetrica del cambio ai rendimenti



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Speculativi ancora corti euro... da più di un anno



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il 2020 dovrebbe offrire un contesto più favorevole all'euro, per almeno tre ragioni: **(1)** la crescita dell'area dovrebbe mostrare una tendenziale stabilizzazione dopo il rallentamento subito quest'anno; **(2)** la BCE non dovrebbe allentare ulteriormente la politica monetaria, a meno di un significativo deterioramento dello scenario; **(3)** gli sviluppi politici USA (presidenziali *in primis*) generano per l'anno prossimo maggiori nuove incertezze negli Stati Uniti laddove non ne emergono di nuove, rilevanti, nell'area euro, il che rende eventualmente più esposto a debolezza il dollaro - in termini di confronto relativo - rispetto all'euro.

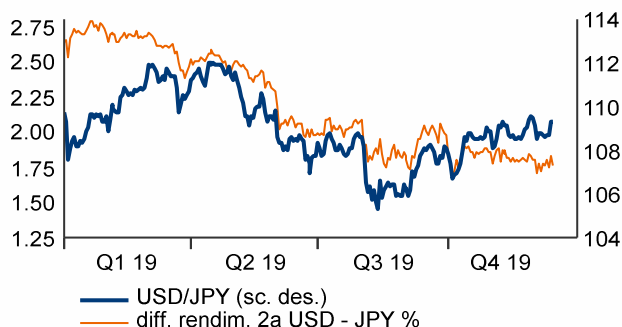
Il trend ribassista dell'EUR/USD, in corso già dal 2018, **dovrebbe quindi essere in via di esaurimento sfociando prima in una fase di tendenziale stabilizzazione** del cambio con oscillazioni prevalenti che dovrebbero concentrarsi nella parte medio/alta del range 1,08-1,12 EUR/USD osservato negli ultimi mesi **e successivamente, verso la seconda metà del 2020, in un apprezzamento verso 1,15-1,17 EUR/USD** sull'orizzonte approssimativo a 6m-12m. Anche il posizionamento speculativo del mercato, corto euro da più di un anno (Fig. 4), dovrebbe favorire l'avvio di un trend moderatamente rialzista una volta che si siano creati i presupposti fondamentali.

I rischi dello scenario sono leggermente sbilanciati verso il basso, ovvero per un euro che possa rivelarsi più debole delle attese qualora il quadro area euro dovesse deteriorarsi oppure lo scenario USA dovesse risultare migliore del previsto, principalmente perché il fatto che i tassi BCE siano a zero/negativi rimane un fattore di debolezza propria della moneta unica, sia per la minore attrattività dei rendimenti sia per la minore efficacia - partendo da livelli già così bassi - di un'eventuale nuova azione espansiva di politica monetaria.

Yen

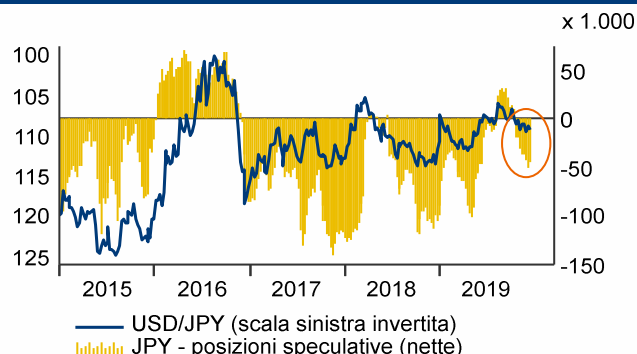
Il 2019 è stato un anno di tendenziale rafforzamento, anche se complessivamente limitato, **dello yen**, che ha comunque attraversato fasi alterne, soprattutto contro dollaro: in calo prima, in risalita dopo e nuovamente in calo alla fine (Fig. 5). I **driver** della valuta nipponica sono stati principalmente due: **(1) i differenziali di rendimento**, soprattutto rispetto agli USA (più rilevanti perché quelli statunitensi sono elevati, in termini relativi, e in territorio ampiamente positivo), e **(2) l'evoluzione della risk aversion**.

Fig. 5 – Differenziali di rendimento driver importante dello yen



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Speculativi: torna il corto yen



Fonte: Refinitiv-Datastream

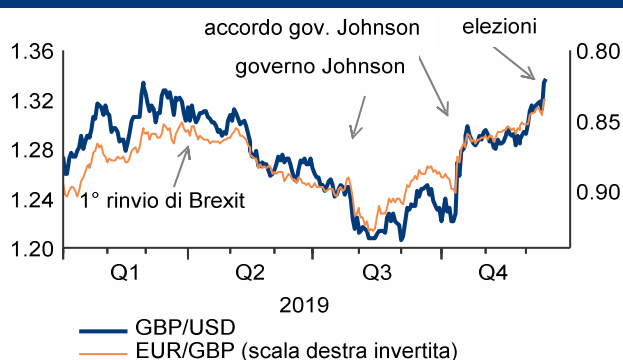
Nel 2020 i fattori che guideranno lo yen resteranno sostanzialmente gli stessi, ma potrebbe cambiare l'effetto finale, in quanto la valuta nipponica dovrebbe tendenzialmente stabilizzarsi piuttosto che apprezzarsi ulteriormente. I fondamentali dell'economia giapponese infatti restano pressoché invariati, con una crescita l'anno prossimo analoga a quella registrata quest'anno e l'inflazione ancora irrimediabilmente lontana dall'obiettivo della BoJ, che manterrà di conseguenza i parametri di *policy* massimamente espansivi (con tassi a zero/negativi) confermando la disponibilità a intervenire in direzione ancora più accomodante -se necessario- uno scenario questo che impedisce di avanzare una previsione di un *trend* in apprezzamento per lo yen. I fattori che di converso dovrebbero contribuire a prevenire l'avvio di un *trend* deciso di deprezzamento dello yen sono principalmente due: **(1)** il permanere di una situazione di incertezza a livello globale, anche se in parte ridimensionata rispetto a quest'anno, che potrà dare avvio a nuove ondate di *risk aversion* tornando a favorire lo yen, e **(2)** negli Stati Uniti, la tendenziale lateralità attesa del dollaro e anche dei rendimenti USA, o comunque una difficoltà di questi ultimi ad avviare un'inversione rialzista di *trend*, perlomeno nella prima parte dell'anno.

Contro dollaro quindi lo yen dovrebbe perlopiù mantenersi nella parte medio/alta del range registrato quest'anno, portandosi verso 112 USD/JPY o poco sopra nel corso del 2020, una volta che il quadro, sia a livello globale sia negli USA, si sia stabilizzato. **Contro euro, al di là del breve, lo yen dovrebbe tendenzialmente andare indebolendosi**, verso 125-130 EUR/JPY sull'orizzonte approssimativo a 6m-12m, per via del rafforzamento atteso del cambio EUR/USD. **I rischi dello scenario sono leggermente verso l'alto**, ovvero per uno yen che potrebbe generalmente rivelarsi un po' più forte delle attese dati gli elementi di incertezza che ancora permangono a livello internazionale e che non solo possono accentuare le nuove ondate di *risk aversion*, ma possono ancora indurre le Banche centrali (Fed e BCE *in primis*) a mantenere un atteggiamento cautelativo preferendo rinviare ulteriormente piuttosto che anticipare la svolta normalizzatrice della politica monetaria. La recente "normalizzazione" dell'esposizione speculativa appare coerente con uno scenario di rischi leggermente sbilanciati verso l'alto, dato che il posizionamento è tornato corto yen dopo un periodo tra agosto e ottobre di anomalo lungo yen (Fig. 6).

Sterlina

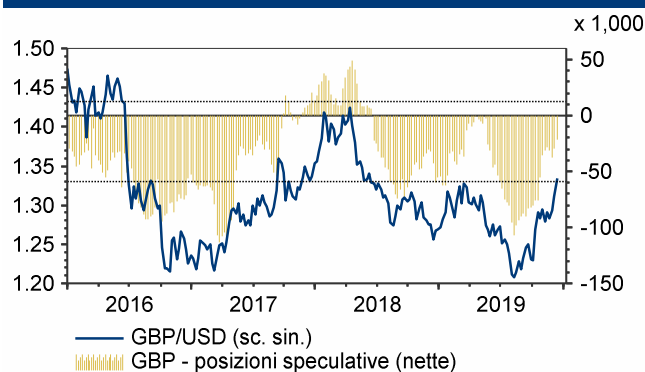
Nel 2019 la sterlina è stata significativamente influenzata dagli sviluppi di Brexit, deprezzandosi da 1,33 a 1,19 GBP/USD tra marzo e settembre in seguito al rinvio di Brexit sotto il governo di Theresa May e poi alla caduta del Governo stesso, e risalendo successivamente grazie al raggiungimento di un accordo d'uscita con l'UE sotto il governo di Boris Johnson in ottobre (Figg. 7-8). La valuta britannica ha infine **inaugurato un nuovo massimo dell'anno a 1,35 GBP/USD una volta reso noto l'esito delle elezioni generali del 12 dicembre che hanno sancito una schiacciante vittoria dei Conservatori**. Contro euro si è deprezzata da 0,84 a 0,93 EUR/GBP tra marzo e agosto, risalendo successivamente fino a un massimo post-elezioni a 0,82 EUR/GBP. La vittoria dei Conservatori, essendo riusciti a ottenere comodamente la maggioranza assoluta, è cruciale ai fini di Brexit perché **con un governo Tory il Parlamento approverà agevolmente l'accordo di uscita su Brexit raggiunto da Johnson e di conseguenza l'uscita dall'UE potrà avvenire (con un accordo, i.e. soft Brexit) entro e non oltre il termine stabilito del 31 gennaio 2020**, rimuovendo così buona parte di quell'incertezza che nel corso del 2019 ha indebolito la sterlina e penalizzato l'economia britannica.

Fig. 7 – Il peso di Brexit sulla sterlina



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – Riduzione del conto sterlina dopo l'accordo su Brexit

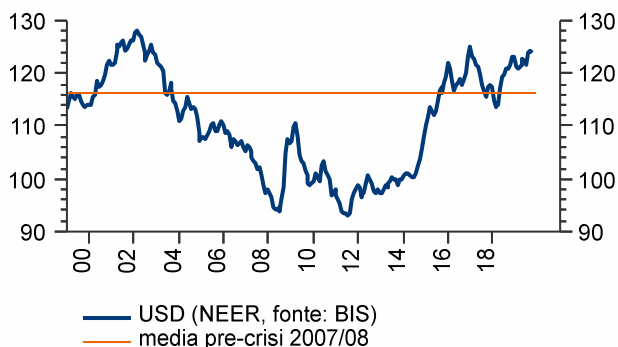


Fonte: Refinitiv-Datastream

Nel 2020 la dinamica del cambio potrà quindi tornare a dipendere in misura più significativa dai dati domestici che risentiranno positivamente del **ridimensionamento dell'incertezza su Brexit**. Questo, come rilevato anche dalla Bank of England in occasione della riunione di novembre, **dovrebbe infatti favorire già nel corso del 2020 una graduale ripresa della crescita dell'economia britannica, che sarà aiutata anche dalla politica fiscale - che sarà più espansiva - e dal miglioramento (atteso) del quadro di crescita globale**. Le previsioni della BoE sono per una crescita dell'1,25% nel 2019-2020, e per un'accelerazione a 1,75%-2,0% nel 2021-2022, mentre l'inflazione è attesa stabile a 1,25% nel 2019-2020 e in risalita a 2,0%-2,25% nel 2021-2022. La BoE ha comunque indicato che qualora il quadro di crescita globale non dovesse stabilizzarsi o l'incertezza su Brexit non dovesse risolversi adeguatamente, prenderebbe in considerazione di fornire nuovo stimolo monetario (tagliando i tassi, attualmente allo 0,75%) per sostenere la ripresa.

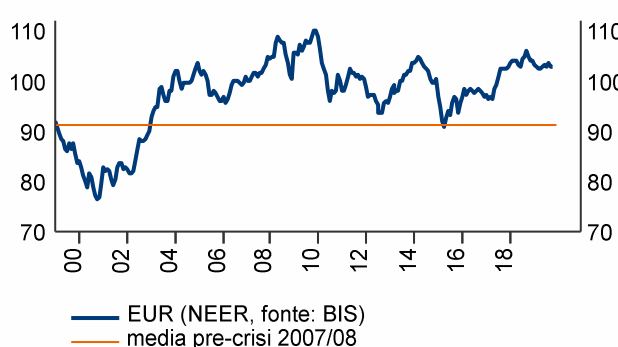
La sterlina dovrebbe dunque apprezzarsi contro dollaro nel corso del prossimo anno in direzione di 1,40-1,43 GBP/USD sull'orizzonte a 6m-12m. **Contro euro questo si tradurrebbe in un rafforzamento più blando con tendenziale stabilizzazione in range** verso 0,81-0,82 EUR/GBP per via del contestuale apprezzamento atteso dell'EUR/USD. I **rischi** dello scenario di previsione sono leggermente **verso il basso** sia perché per quanto graduale e ordinata possa essere la transizione verso il nuovo regime del Regno Unito fuori dall'UE si tratta comunque di un cambiamento notevole, assimilabile a un *break* strutturale, sia perché la vera sfida dell'anno prossimo sarà la negoziazione di un nuovo accordo commerciale con l'UE, che si prospetta tutt'altro che semplice e veloce, con il rischio che non si riesca a raggiungere un accordo entro la fine del periodo di transizione fissata al 31 dicembre 2020.

Dollaro, cambio effettivo nominale



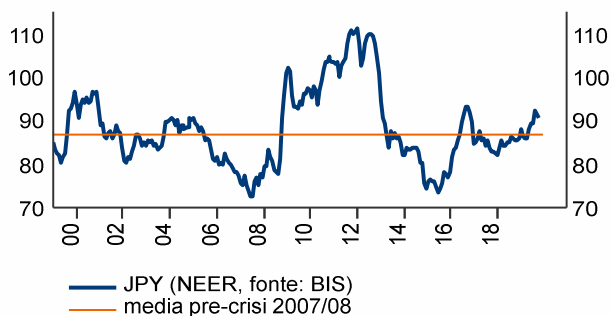
Fonte: Refinitiv-Datastream

Euro, cambio effettivo nominale



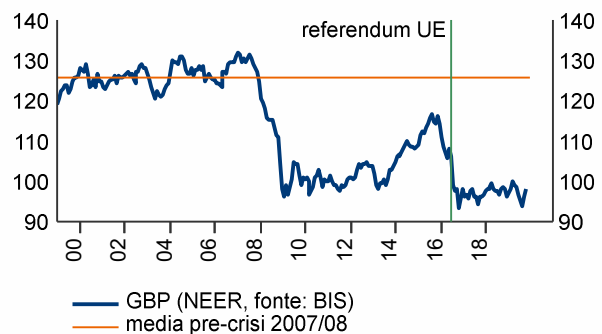
Fonte: Refinitiv-Datastream

Yen, cambio effettivo nominale



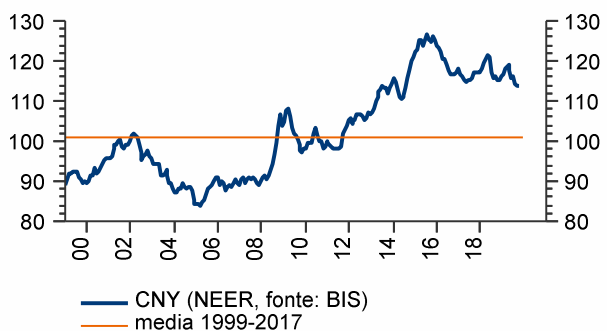
Fonte: Refinitiv-Datastream

Sterlina, cambio effettivo nominale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



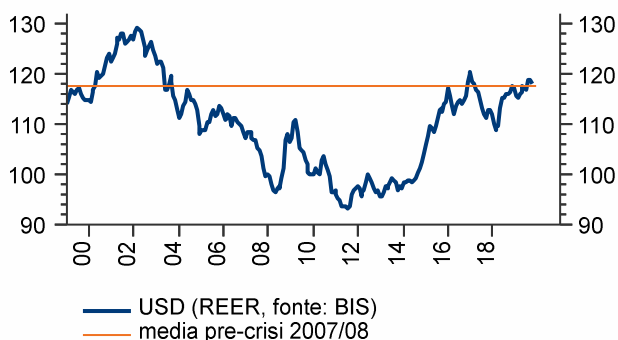
Fonte: Refinitiv-Datastream

Rupia indiana, cambio effettivo nominale



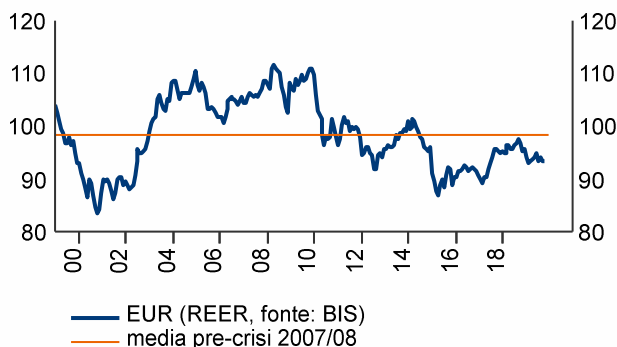
Fonte: Refinitiv-Datastream

Dollaro, cambio effettivo reale



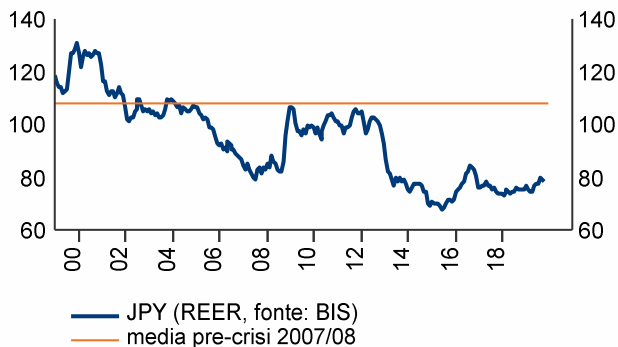
Fonte: Refinitiv-Datastream

Euro, cambio effettivo reale



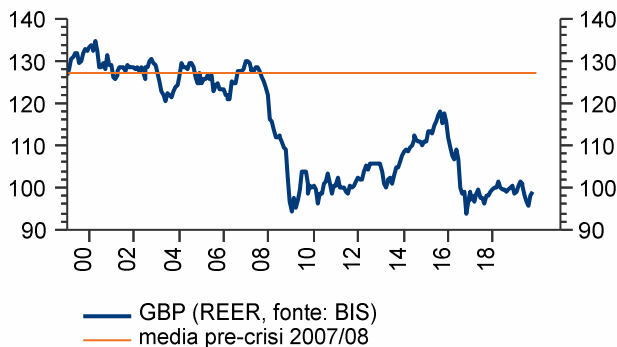
Fonte: Refinitiv-Datastream

Yen, cambio effettivo reale



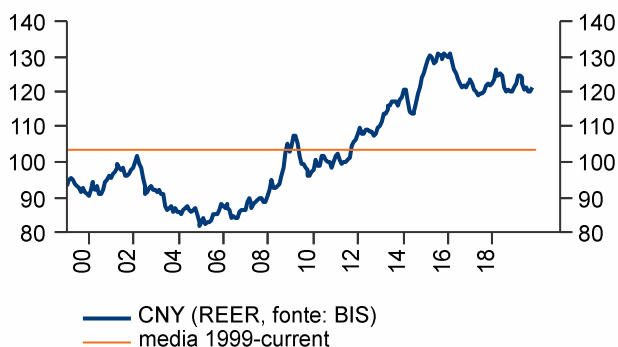
Fonte: Refinitiv-Datastream

Sterlina, cambio effettivo reale



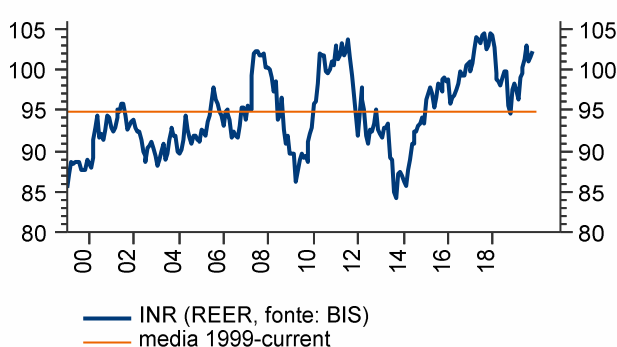
Fonte: Refinitiv-Datastream

Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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 FINRA). 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'FCA 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.

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..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate/Clienti Professionali, ad eccezione dei Clienti Professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

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'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web di Banca IMI - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgas_231_2001.jsp che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & 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
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com