

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche

Settembre 2019

Indice

La crisi del manifatturiero comincia a farsi minacciosa	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	4
Stati Uniti - uno scenario a due facce, dominato dai rischi politici	6
Area euro - la fase di debolezza si estende al 2° semestre	10
Germania: scenario economico in ulteriore peggioramento	16
Francia: la temuta frenata per ora non c'è	19
Italia: qualcosa è cambiato	23
Spagna: la crescita rallenta, ma resta superiore alla media	29
Paesi Bassi: la domanda interna è resiliente; il canale estero, meno	32
Asia	36
Giappone: impatto del rialzo dell'imposta sui consumi smorzato da contromisure fiscali	36
Cina: incertezza in aumento ma lo stimolo monetario resta moderato	40
India: disincanto	44
 Mercati valutari: favorite le valute dove è maggiore l'efficacia della politica monetaria	48
 Materie prime: la volatilità è destinata a permanere	55

Settembre 2019

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Economista - Materie Prime

Asmara Jamaleh
Economista - Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Andrej Arady
Economista - Area Euro

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

La crisi del manifatturiero comincia a farsi minacciosa

La contrazione dell'attività manifatturiera globale non mostra ancora segnali di esaurimento, mettendo a dura prova la capacità del terziario e delle costruzioni di compensarne l'effetto frenante. Le prospettive di una riaccelerazione della crescita nel 2020 appaiono sempre più incerte, malgrado l'orientamento di nuovo espansivo delle politiche monetarie. L'allentamento delle politiche fiscali è troppo timido per poter cambiare le prospettive. Alla fine, la recessione sarà evitata se l'aggiustamento del settore manifatturiero sarà completato prima che gli altri settori abbiano esaurito la propria inerzia, e se la domanda interna americana continuerà a crescere.

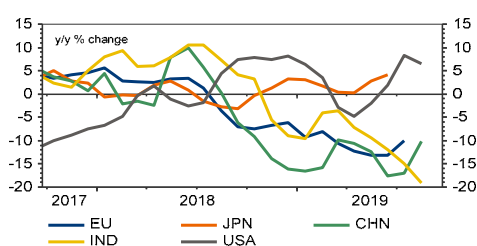
Luca Mezzomo

Fra giugno e settembre l'attività economica mondiale ha continuato a rallentare, in base a quanto segnalato dai PMI. L'indice manifatturiero globale è scivolato sotto 50, stabilizzandosi in agosto intorno ai minimi toccati il mese precedente (v. fig. A). I dati sulla produzione automobilistica mostrano che la fase di contrazione era ancora intensa a luglio in Unione Europea, Cina e India, mentre si sarebbe verificato un ritorno a tassi di crescita positivi in Giappone e Stati Uniti e una stabilizzazione in Corea. Per quanto riguarda l'elettronica, altro settore globalmente in contrazione dopo il *boom* del 2017-18, l'andamento delle vendite mondiali di semiconduttori mostra una contrazione in accelerazione su base tendenziale fino a giugno (-17%), il peggior andamento dal 2009, e quindi in marginale rallentamento a luglio (-16% a/a), con stabilizzazione su base trimestrale (v. fig. 2). La stabilizzazione estiva dell'indice PMI manifatturiero viene da una modesta ripresa dell'attività nei paesi emergenti, mentre la contrazione nei paesi avanzati è proseguita a ritmi pressoché immutati. Il volume del commercio mondiale è risultato in lieve contrazione in giugno (-0,5% a/a), in base all'indice compilato dal CPB. L'indice degli ordini nell'indagine PMI segnala che la dinamica è rimasta debole anche nel bimestre luglio-agosto.

I segnali di rallentamento continuano a dominare. Continua la crisi del manifatturiero

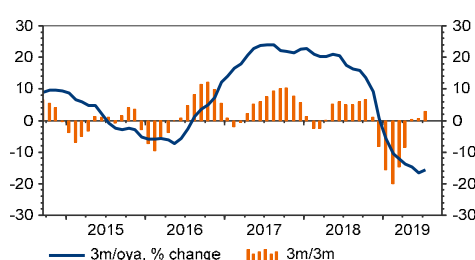
L'indice PMI dei servizi è stato in media più basso nel terzo trimestre che in quello precedente, pur restando su livelli coerenti con un'espansione dell'attività che consente al PIL globale di restare in crescita.

Fig. 1 - Produzione di autoveicoli globalmente in contrazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati degli uffici nazionali di statistica

Fig. 2 - Le vendite di semiconduttori si stabilizzano, ma restano basse rispetto a un anno fa



Fonte: Semiconductors Industry Association/WSTS

Le prospettive di breve termine restano incerte, ma con una prevalenza di note negative. Gli indici anticipatori OCSE segnalano un ulteriore rallentamento nell'Eurozona e negli Stati Uniti, a fronte di stabilità in Giappone, Cina e Brasile. Le aspettative delle imprese nell'indagine WES dell'Ifo restano ancora negative. Nel complesso, si può attendere una minore contrazione nel manifatturiero, ma anche meno crescita nei servizi. L'andamento delle costruzioni dovrebbe restare positivo. **La crescita del PIL mondiale è attesa rallentare ulteriormente rispetto al primo semestre, alla luce dell'andamento delle indagini congiunturali.** Va considerato che il commercio mondiale sarà colpito da una nuova ondata di aumento dei dazi sull'interscambio fra Cina e Stati Uniti, che potrebbe impattare il commercio internazionale fra settembre e dicembre. Inoltre, resta la minaccia di un'uscita senza accordo del Regno Unito dall'UE il 31 ottobre, che avrebbe effetti

Le prospettive di breve termine restano negative

di breve termine molto negativi sull'interscambio con l'UE. Le previsioni di ripresa per il 2020 poggiano sull'ipotesi che tali shock non si materializzano, o abbiano alla fine effetti modesti. Nel breve termine, **soprattutto in Europa prevale il rischio di stallo della crescita economica reale.**

Le politiche monetarie hanno reagito al rallentamento del ciclo economico con un generalizzato allentamento, che ha coinvolto sia i tassi ufficiali sia il bilancio delle Banche centrali. Tale allentamento è stato anticipato dai mercati, e i tassi di interesse sono calati su tutte le scadenze nei paesi avanzati. La contrazione dell'eccesso di riserve nei paesi avanzati si è quasi arrestata, come si vede anche dall'andamento della base monetaria aggregata (fig. H). Il processo potrebbe presto invertirsi grazie alla ripresa degli acquisti netti APP da parte della BCE e alla stabilizzazione dei reinvestimenti da parte della Federal Reserve. Tuttavia, nei paesi avanzati l'efficacia della politica monetaria appare molto ridotta e le misure adottate quest'anno rischiano di sviluppare i propri effetti più sui prezzi degli asset finanziari e immobiliari che nell'economia reale. In presenza di prospettive di domanda sfavorevoli e di incertezza sulle politiche commerciali le imprese resteranno restie ad investire; le favorevoli condizioni di accesso al mercato dei capitali e la riduzione degli oneri finanziari, quindi, potrebbero favorire l'aumento del debito e il riacquisto di azioni proprie, piuttosto che l'aumento dimensionale o il rinnovo degli impianti. La trasmissione attraverso il deprezzamento del cambio e il ribilanciamento esterno, infine, è smorzata dal fatto che l'allentamento monetario sta avvenendo simultaneamente in gran parte dei paesi avanzati.

La reazione delle banche centrali è vigorosa, ma fatica a raggiungere l'economia reale

D'altro canto, riducendo il costo del debito a livelli mai visti, **la politica monetaria sta aumentando la libertà di azione delle politiche fiscali.** In effetti, **le politiche fiscali stanno diventando di sostegno al ciclo economico più di quanto non fosse stimato a giugno.** La Cina sta usando la leva fiscale per compensare gli effetti della guerra commerciale. Negli Stati Uniti è stato raggiunto un accordo che disinnesca il rischio di *fiscal cliff*. In Europa, Germania e Olanda stanno allentando la politica fiscale, sebbene senza sfruttare in pieno i margini di cui dispongono. In Europa, la situazione ciclica molto debole non soltanto porterà all'attivazione degli stabilizzatori fiscali in diversi paesi, ma riteniamo che indurrà anche a rinviare in parte lo sforzo di correzione richiesto dal patto di stabilità e crescita. Tuttavia, **la dimensione dello stimolo appare al momento troppo modesta per compensare la debolezza della domanda aggregata.**

Lo spazio della politica fiscale non viene sfruttato appieno

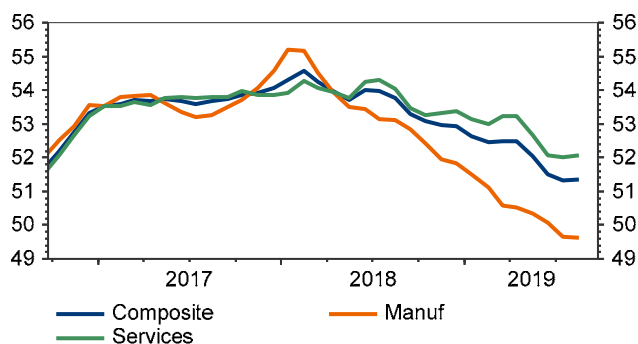
Prevediamo che nel 2020 la crescita media annua del PIL sarà invariata a livello globale, ma che rallenterà nelle principali economie avanzate e in Cina. La nostra stima per l'Eurozona è stata tagliata a 0,9%, e risulta ora inferiore alla media del consenso e anche alla previsione della BCE.

Incerta la ripresa prevista a inizio 2020

Nonostante l'accelerazione della dinamica salariale che sta emergendo sia negli Stati Uniti, sia in Europa, **non ci attendiamo pressioni al rialzo sull'inflazione.** La trasmissione dei rincari salariali ai prezzi non ha motivo di intensificarsi, alla luce della debolezza delle condizioni di domanda fronteggiate dalle imprese, in particolare manifatturiere.

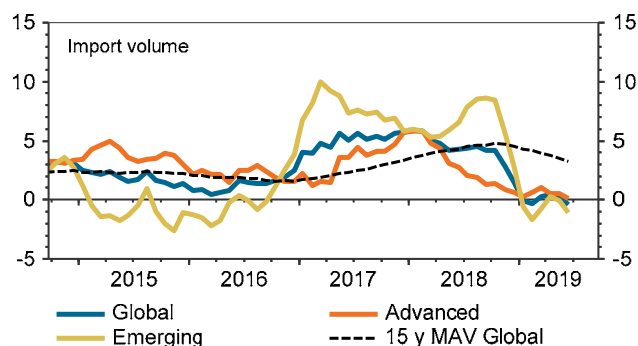
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



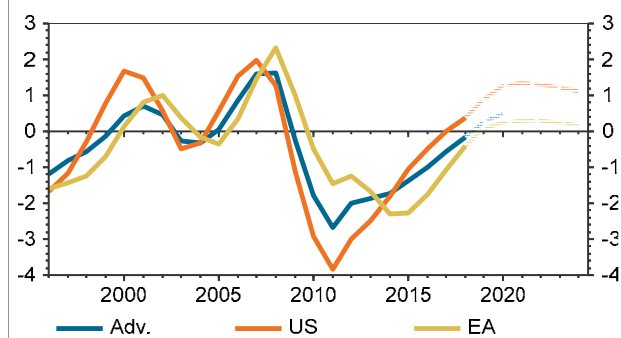
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



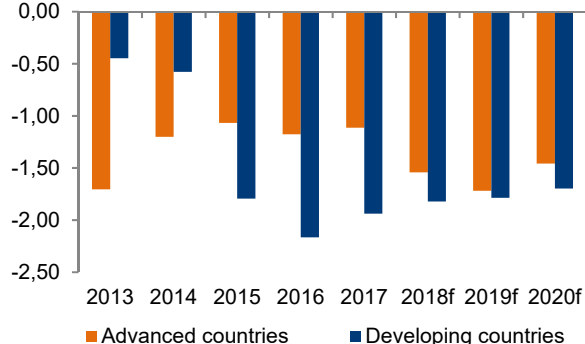
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



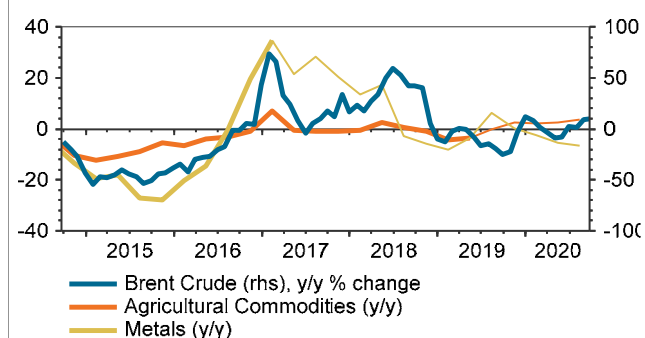
Fonte: FMI

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



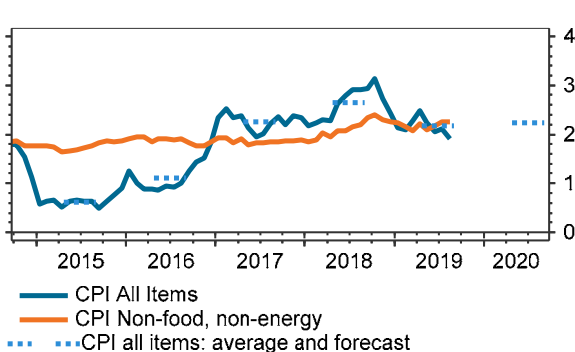
Nota: in percentuale del PIL. Fonte: FMI, *Fiscal Monitor*, Aprile 2019

Fig. E – Prezzi delle materie prime



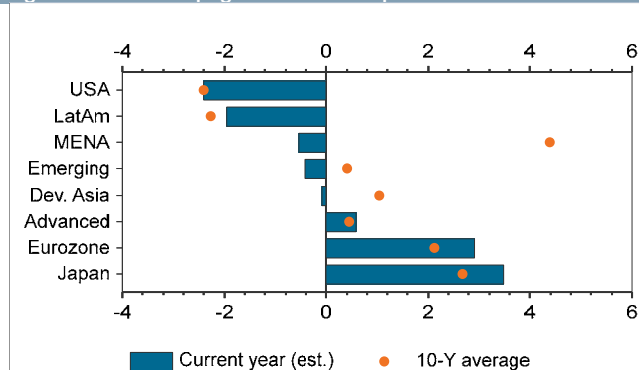
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



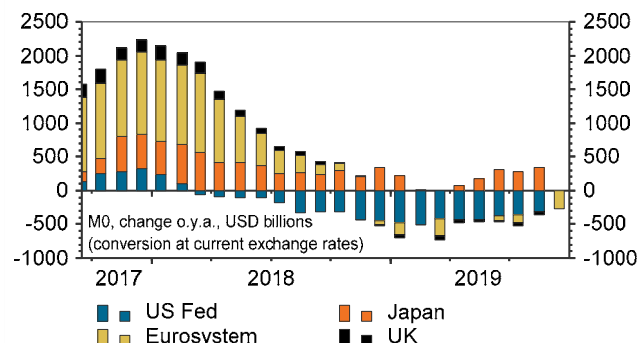
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



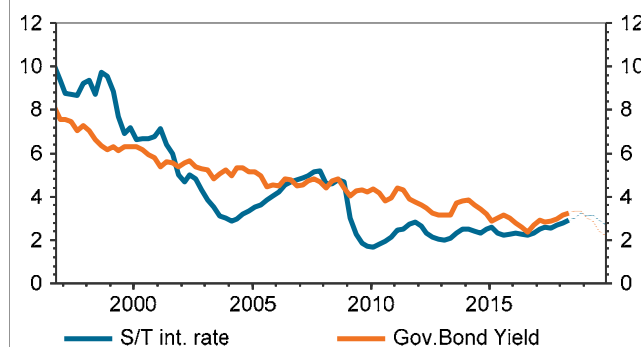
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



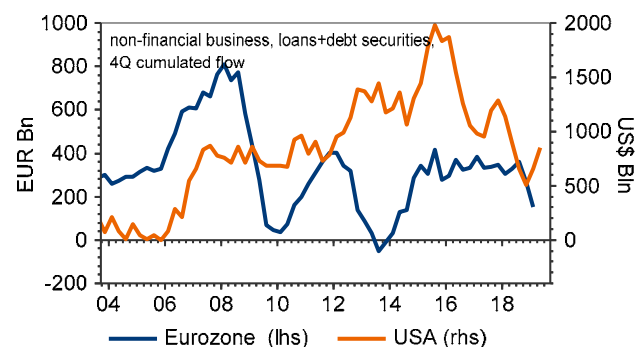
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



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

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



Fonte: Thomson Reuters-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	0.8	0.8	0.2	0.9	0.7
Area Euro	1.9	1.1	0.9	1.4	1.3
Europa orientale	3.4	2.6	2.6	2.4	2.3
America Latina	0.6	0.3	1.9	2.6	2.9
OPEC	0.4	-1.3	1.5	2.6	3.0
Cina	6.6	6.2	5.9	5.7	5.8
India	7.4	5.8	6.8	6.9	6.6
Africa	3.8	3.7	4.1	4.4	4.6
Crescita mondiale	3.6	2.6	2.7	2.8	2.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti - uno scenario a due facce, dominato dai rischi politici

Giovanna Mossetti

Lo scenario dell'economia USA per il resto del 2019 e per il 2020 ha due facce. Da un lato, l'evoluzione dei **dati economici** resta positiva e coerente con una crescita "endogena" in moderato rallentamento nei prossimi trimestri, poco sopra il potenziale, ma senza segnali recessivi per il 2020. Dall'altro, gli **shock geopolitici** si stanno radicando, con un aumento dei rischi per la ripresa nel prossimo anno. L'*escalation* della guerra dei dazi nel 2019, al di là della volatilità mensile, conferma il trend di aumento delle barriere commerciali e dell'incertezza politica che resteranno il *leitmotiv* dello scenario almeno fino alle elezioni del 2020. Tuttavia, nonostante il peggioramento dei rischi geopolitici, non modifichiamo in modo significativo le previsioni per il 2019-20, che avrà un supporto maggiore da politica fiscale e politica monetaria rispetto a quanto atteso a giugno. **La crescita del PIL dovrebbe essere di 2,3% nel 2019, di 1,8% nel 2020 e di 1,7% nel 2021.** L'inflazione *core*, dopo il rallentamento transitorio di inizio anno, si sta riportando verso il 2%.

1. Quadro macroeconomico ancora moderatamente positivo. I dati macroeconomici degli ultimi mesi hanno evidenziato uno scenario di crescita moderata, sostenuta dalla domanda finale domestica. La forza trainante del ciclo sono i **consumi**, con il supporto di fondamentali solidi su due fronti. Prima di tutto, l'espansione del **mercato del lavoro** ha riportato tutte le misure di disoccupazione su livelli coerenti con il pieno impiego e il persistente eccesso di domanda si è trasferito anche sulla dinamica salariale (v. fig. 4). Il recente rallentamento della **crescita occupazionale**, da variazioni medie mensili di circa 220 mila nel 2018 a variazioni medie intorno a 140 mila negli ultimi 3 mesi, per ora è compatibile con una combinazione di scarsità di offerta e di crescita in rallentamento verso il 2% dal 2,9% del 2018. Con una crescita occupazionale mensile di 108 mila posti e l'attuale livello del tasso di partecipazione (62,8%), il tasso di disoccupazione fra 1 anno sarebbe stabile al 3,7%, come ad agosto. In secondo luogo, i consumi sono sostenuti da **bilanci delle famiglie** in ordine, da un **tasso di risparmio** elevato (7,7% ad agosto) e da una ricchezza netta record. **I consumi sono previsti in crescita di 2,7% nel 2019 e di 2,5% nel 2020.**

Fra le componenti della domanda finale domestica, gli **investimenti residenziali**, grazie al calo dei tassi dei mutui, stanno svoltando e potrebbero contribuire positivamente alla crescita nel 3° trimestre dopo 6 trimestri consecutivi di contrazione. La crescita prevista per il 2019-20 è di -2,2% e +0,8%, rispettivamente. Anche la **spesa pubblica** è in espansione e, con l'accordo bipartisan di luglio, dovrebbe continuare a crescere, con variazioni di 2,5% nel 2019 e 1,8% nel 2020. Per quanto riguarda il **canale estero**, nonostante l'obiettivo di ridurre il deficit commerciale con politiche mirate a spingere la produzione domestica, il saldo negativo totale, così come quello con la Cina, è ancora aumentato, con ampie riduzioni dei flussi su entrambi i lati della bilancia commerciale. Le esportazioni nette dovrebbero contribuire per -0,3pp nel 2019 e -0,2pp nel 2020.

L'anello debole dello scenario sono gli **investimenti fissi non residenziali**, su cui pesano direttamente i due principali rischi: debolezza della domanda globale e fattori geopolitici. Questo è evidente dai dati e dalle indagini del **manifatturiero**, in ampio rallentamento, verso stagnazione/modesta contrazione nel corso dell'estate (fig. 5). Al momento, il settore non manifatturiero rimane in espansione e potrebbe, come in molti casi passati, essere sufficiente a contrastare la debolezza del manifatturiero (fig. 5). Questa fase potrebbe quindi essere un semplice "aggiustamento di metà ciclo", come aveva indicato la Fed a giugno, da contrastare con un paio di tagli dei tassi per garantire la prosecuzione della ripresa. Se gli shock in atto fossero normali shock economici, lo scenario centrale sarebbe, con elevata probabilità, un ritorno a una crescita moderata nel manifatturiero sulla scia della forza dei consumi e del settore dei servizi. Qui entrano in gioco i rischi geopolitici che stanno spingendo la Fed verso una sequenza di tagli più consistente rispetto a quella giustificata da un semplice aggiustamento di metà ciclo.

2. Incertezza politica e guerra dei dazi: trend o shock transitorio? I rischi per il ciclo USA (e per quello mondiale) sono maggiori di quello che emerge dal quadro macro. L'*escalation* della guerra dei dazi e il progressivo sgretolamento del regime degli scambi internazionali costruito nei decenni

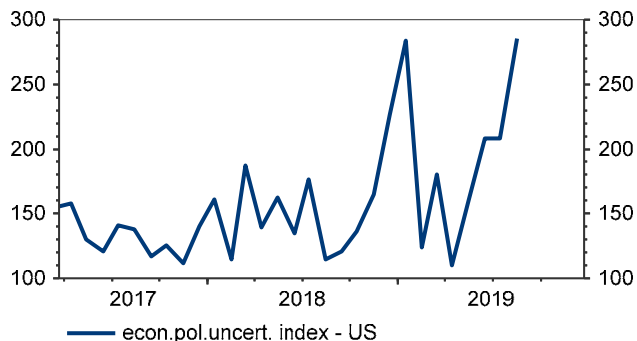
passati agiscono da **freno agli investimenti** in due modi. Da un lato, aumentano i costi di produzione e si colpisce la *global value chain*. Questo potrebbe essere uno shock negativo all'offerta "statico", rafforzato dalla trasmissione simultanea al resto dell'economia mondiale, che si esaurisce in breve tempo. Le stime dei **costi dei dazi** implicano freni alla crescita contenuti e sopportabili da un'economia che nel 2018 cresceva circa 1pp al di sopra del potenziale. Senza eventuali dazi sul settore auto, le misure USA e le ritorsioni dagli altri paesi sottrarrebbero circa 0,3pp alla crescita secondo la Tax Foundation. Includendo anche il settore auto, i costi totali arriverebbero a 0,7pp. Ci sono indicazioni di prosecuzione del trend **aggressivo della politica commerciale** americana e segnali che i dazi già attuati difficilmente verranno eliminati e/o ridotti (fig. 9), mentre l'impianto esistente di accordi bilaterali e multilaterali potrebbe essere modificato senza preavviso, sradicando il *framework* operativo degli ultimi decenni e introducendo una **crescente incertezza**. La Fed misura questo aumento di incertezza sulla politica commerciale con due indici che implicano un freno al PIL di circa 1pp (figg. 7 e 8). Come per i dazi, anche per l'incertezza le implicazioni potrebbero essere circoscritte a uno shock negativo all'offerta "una tantum". Ma l'evoluzione degli ultimi 18 mesi suggerisce un trend ancora in corso, non un *plateau*. L'autunno sarà determinante su **diversi fronti**. Alla vigilia della ripresa dei negoziati con la **Cina** non ci sono indicazioni di avvicinamento sui temi strutturali (e.g., proprietà intellettuale). Al momento, il nostro scenario centrale è che per un accordo si debba aspettare il 2021, dopo il voto USA. In questo caso, il 2020 si prospetta volatile, con possibili aumenti di tensioni e minacce di utilizzo dell'*International Emergency Economic Powers Act* per alzare la posta nel gioco con la Cina. I **dazi sul settore auto** saranno una pedina cruciale nel gioco con l'UE e il Giappone da usare con minacce esplicite, se non con effettiva imposizione di misure restrittive, per influenzare i negoziati sui trattati bilaterali con le due aree. Non abbiamo evidenza, per ora, che il trend del 2018-19 possa stabilizzare le tensioni commerciali sui livelli attuali.

3. La Fed è un follower nel gioco di policy: in arrivo altri tagli. Il sentiero dei tassi dipenderà più dalla direzione della politica commerciale che dagli sviluppi di breve termine dei dati. Nel FOMC ci sono opinioni disperse sui tassi attesi (fig. 11). Ma, se il trend della politica commerciale non si invertirà e l'incertezza politica crescerà ancora, al di là di fluttuazioni transitorie, **è probabile che la Fed sia "costretta" dagli eventi a tagliare ancora** per sostenere l'espansione, contrastando gli effetti negativi della guerra dei dazi e dell'incertezza con espansione delle condizioni finanziarie. Pertanto, prevediamo **un altro taglio dei tassi a dicembre** e una mossa successiva nella prima metà del 2020. Nel frattempo, per fronteggiare i problemi di liquidità, alla prossima riunione potrebbe essere annunciato un cambiamento della **politica del bilancio della Fed**, con un ritorno agli acquisti.

Previsioni	2018	2019p	2020p	2020p				2021p					
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.3	1.8	2.5	2.7	2.3	1.9	2.3	1.9	1.8	1.8	1.6	1.6
- trim./trim. annualizzato				1.1	3.1	2.0	1.5	2.6	1.6	1.6	1.5	1.7	1.8
Consumi privati	3.0	2.7	2.5	1.4	1.1	4.7	3.0	2.8	2.2	2.0	2.2	2.1	2.0
IFL - privati non residenziali	6.4	2.7	1.3	4.8	4.4	-0.6	0.2	0.8	1.5	1.8	2.3	2.2	2.1
IFL - privati residenziali	-1.5	-2.2	0.8	-4.7	-1.0	-2.9	1.3	1.0	0.8	1.2	1.0	1.0	2.0
Consumi e inv. pubblici	1.7	2.5	1.8	-0.4	2.9	4.5	3.5	2.4	1.1	1.4	0.3	0.5	0.6
Esportazioni	3.0	0.1	1.3	1.5	4.1	-5.8	2.2	2.0	1.5	1.4	1.8	2.5	2.6
Importazioni	4.4	1.7	2.2	3.5	-1.5	0.1	2.3	1.2	2.8	2.3	3.0	2.8	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	-1.0	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.5	-2.7										
Deficit Federale (% PIL)	-6.4	-6.7	-6.5										
Debito pubblico (% PIL)	137.1	136.7	138.4										
CPI (a/a)	2.4	1.7	2.1	2.2	1.6	1.8	1.7	1.8	1.9	2.3	2.2	2.1	2.1
Produzione Industriale (a/a)	3.9	0.9	0.4	1.0	-0.5	-0.5	0.3	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	3.9	3.7	3.5	3.8	3.9	3.6	3.7	3.6	3.5	3.4	3.5	3.6	3.6

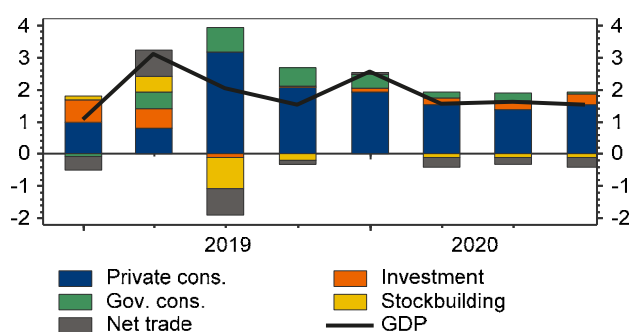
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'aumento dell'incertezza politica frena la crescita...



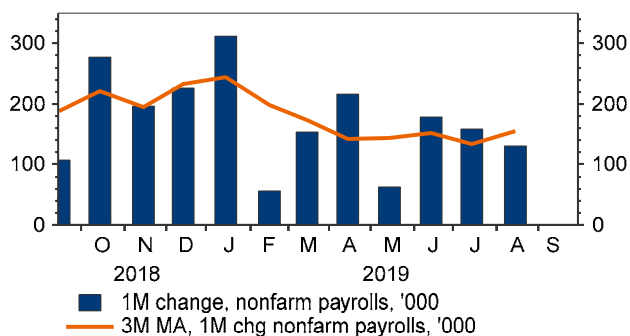
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ... ma non fa deragliare la ripresa



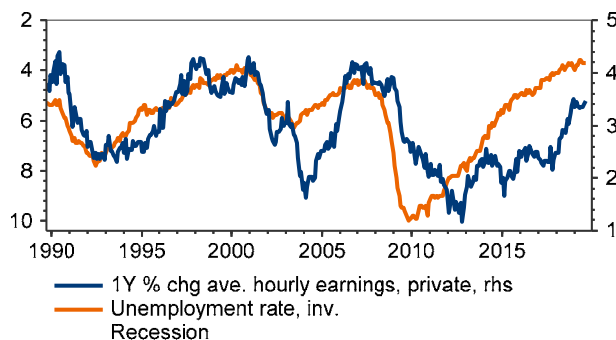
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Crescita media mensile degli occupati sempre elevata, ma in rallentamento da inizio 2019



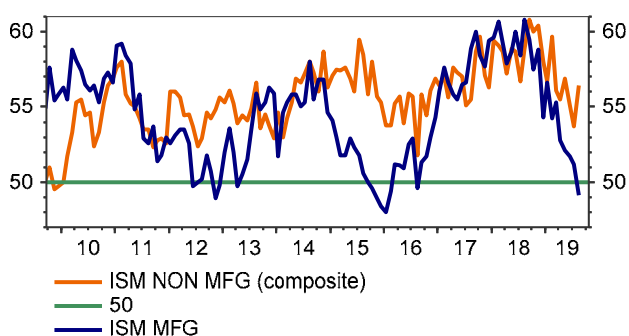
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Tasso di disoccupazione ai minimi dagli anni '60 e salari in accelerazione sostengono la dinamica dei consumi



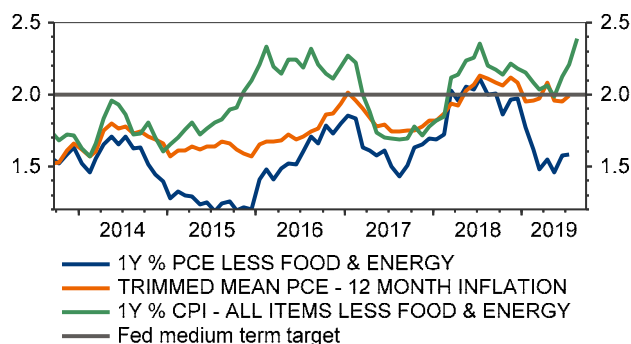
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Crescita media mensile degli occupati sempre elevata, ma in rallentamento da inizio 2019



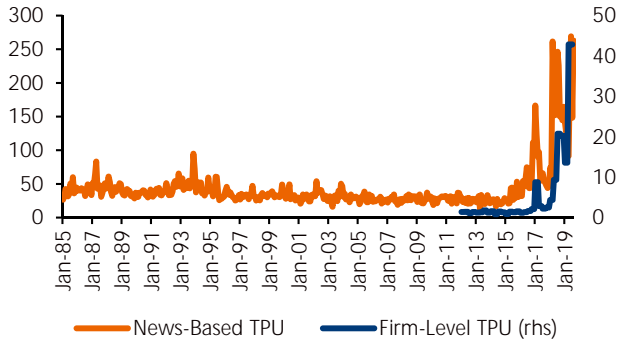
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – L'inflazione core è in riaccelerazione verso il 2%



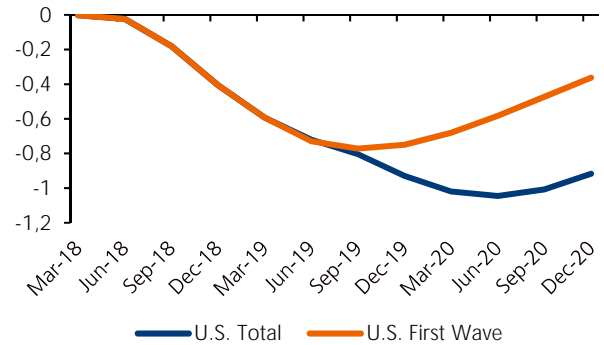
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 - Incertezza sulla politica commerciale senza precedenti storici



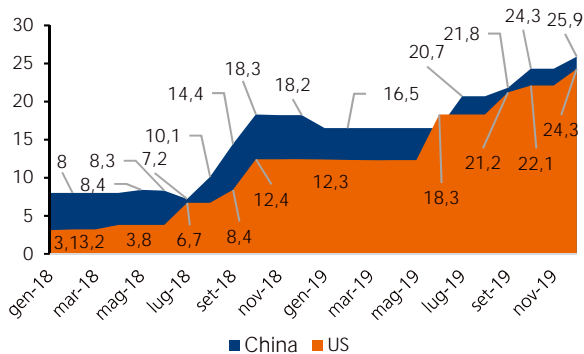
Fonte: D. Caldara et al. News-Based TPU: indice basato sulla presenza di termini riferiti alla guerra dei dazi e alla politica commerciale nei principali quotidiani USA. Indice=100 quando 1% degli articoli contengono riferimenti a politica commerciale e/o incertezza. Firm-level TPU: indice basato sulla presenza di riferimenti a politica commerciale e/o incertezza nelle trimestrali delle società USA quotate

Fig. 8 - Effetti stimati sul PIL USA derivanti dalle due ondate di incertezza (2018 e primavera 2019)



Fonte: D. Caldara et al., Effetti stimati sul PIL USA delle due ondate di incertezza relativa alla politica commerciale

Fig. 9 - Dazi USA verso la Cina e risposte cinesi su un trend verso l'alto



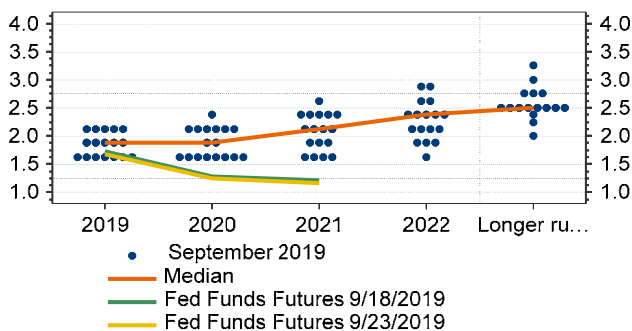
Fonte: PIIE

Fig. 10 - I dazi colpiscono import ed export con la Cina



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 - Il sentiero dei tassi atteso dalla Fed si è avvicinato a quello del mercato, ma le opinioni nel FOMC sono dispersi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream e Federal Reserve Board

Tab. 1 - Proiezioni economiche dei membri del Board della Fed e dei Presidenti delle Federal Reserve Bank regionali

Variables	Median			
	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8
June projection	2.1	2.0	1.8	-
Unemployment rate	3.7	3.7	3.8	3.9
June projection	3.6	3.7	3.8	-
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0
March projection	1.5	1.9	2.0	-
Core PCE	1.8	1.9	2.0	2.0
June projection	1.8	1.9	2.0	-
Federal funds rate	1.9	1.9	2.1	2.4
June projection	2.4	2.1	2.4	-

Nota: Proiezioni economiche dei membri del Board della Federal Reserve e dei Presidenti delle Federal Reserve Bank regionali - settembre 2019. PIL e deflatore: variazione 4° trim/4° trim. Tasso di disoccupazione: media 4° trim. Fonte: Federal Reserve Board

Area euro - la fase di debolezza si estende al 2° semestre

La contrazione dell'attività manifatturiera si sta rivelando più protratta e profonda del previsto. Si stanno sommando gli effetti delle misure protezionistiche americane e di dinamiche settoriali (fase calante del ciclo dell'IT, problemi di riconversione produttiva nel comparto automobilistico e delocalizzazione nella chimica). Il venir meno della possibilità di osservare una riaccelerazione nel 2° semestre 2019 ha portato a una drastica revisione delle stime di crescita reale e di inflazione, oltre che a una nuova svolta espansiva della politica monetaria. Nel breve termine, la crescita occupazionale e la resilienza di servizi e occupazione mantengono basso il rischio di recessione. Tuttavia, a lungo andare la contrazione della produzione manifatturiera può compromettere la performance anche degli altri settori. Le previsioni di consenso e ufficiali, comunque, restano orientate a prevedere un aumento della crescita economica nel 2020, superiore a quello da noi atteso.

Luca Mezzomo

Si prevede una moderata riaccelerazione della crescita reale nel 2020

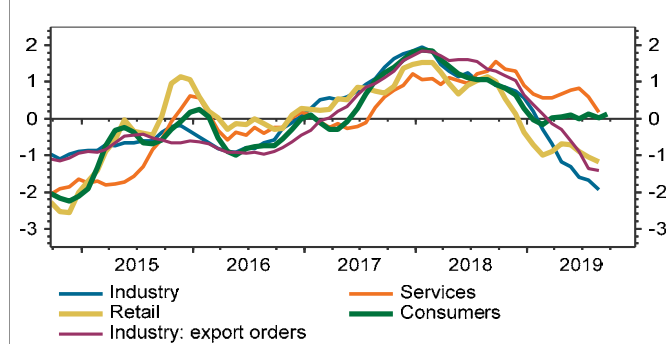
Malgrado la debolezza dell'industria, la crescita del PIL dovrebbe essere stata ancora positiva nel 3° trimestre: le indagini congiunturali sono coerenti con una variazione trimestrale di 0,1-0,3% t/t e con una bassa probabilità di variazione negativa. Propendiamo per una variazione nella parte bassa di tale intervallo sia nel 3° sia nel 4° trimestre 2019. Nel 4° trimestre la probabilità di una variazione negativa del PIL è stimabile in un significativo 30%, alla luce della flessione registrata dai PMI in settembre. La resilienza dell'economia europea alla contrazione dell'attività manifatturiera, destinata ad aggravarsi nel brevissimo termine, deriva dalla maggiore stabilità dei servizi, dal momento positivo delle costruzioni e dalla crescita di occupazione e redditi delle famiglie. Tali fattori consentono di sostenere periodi di contrazione dell'attività manifatturiera anche superiori a un anno, purché non troppo intensi. Riteniamo che la contrazione dell'attività manifatturiera si esaurirà nei prossimi trimestri, consentendo alla crescita del PIL di tornare a 0,2-0,3% t/t nel 2020, malgrado una dinamica meno brillante delle costruzioni (fig. 3) e dei servizi (fig. 4) rispetto al 2018. Tuttavia, i rischi al ribasso appaiono sicuramente prevalenti.

Le condizioni finanziarie molto accomodanti potrebbero sostenere le componenti della domanda considerate sensibili ai tassi di interesse, come gli acquisti di beni durevoli di consumo e gli investimenti. Tuttavia, gli investimenti fissi sono frenati dalle aspettative di domanda, dall'incertezza e da un peggioramento della redditività (v. fig. 10): perciò, riteniamo una loro accelerazione nel 2020 poco probabile, malgrado il regime di tassi negativi. La domanda di credito per finanziare investimenti non è brillante. I tassi negativi trovano piuttosto sfogo nel mercato immobiliare, alimentando la crescita dei prezzi, e in una ricerca di rendimento sui mercati finanziari internazionali.

Anche se non si può escludere un modesto contributo positivo delle esportazioni nette una volta che l'impatto dei dazi americani sulla Cina sarà stato assorbito, riteniamo che il grosso della crescita verrà dalla domanda finale interna, e soprattutto dalla spesa delle famiglie (v. fig. 7). Quest'ultima sarà sostenuta anche da politiche fiscali più accomodanti, già implementate in Germania a partire dal 2019T3 e annunciate in Olanda con il budget 2020. In Germania, l'allentamento aggiuntivo nel 2020 sarà più modesto di quello attivato nel 2019, a meno che non sia integrato dall'avvio di un significativo programma di investimenti connessi al cambiamento climatico, di cui per ora ci sono soltanto voci. Tirando le somme, ci attendiamo una crescita media annua del PIL di 0,9% a/a nel 2020, pressoché invariata rispetto al 2019.

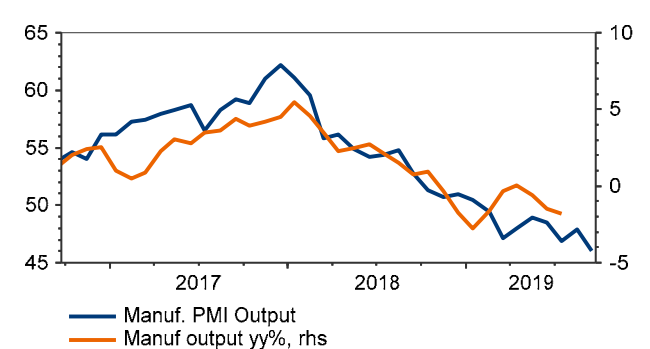
Tale ritmo di espansione del PIL sarebbe ancora coerente con un aumento dei livelli occupazionali, per quanto meno marcato rispetto al 2019, e con un tasso di disoccupazione stabile, dopo anni di netto calo.

Fig.1 – Indagini di fiducia: andamento settoriale



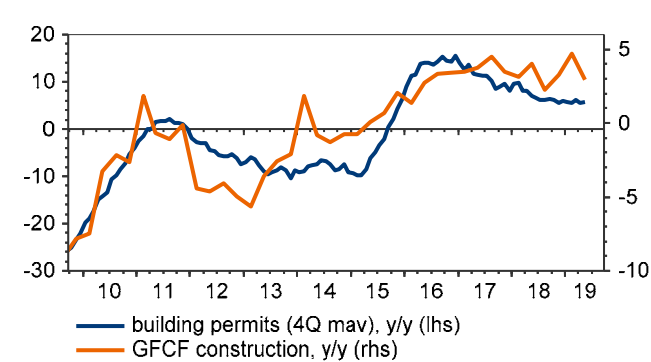
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Eurostat.

Fig. 2 – Produzione manifatturiera e PMI



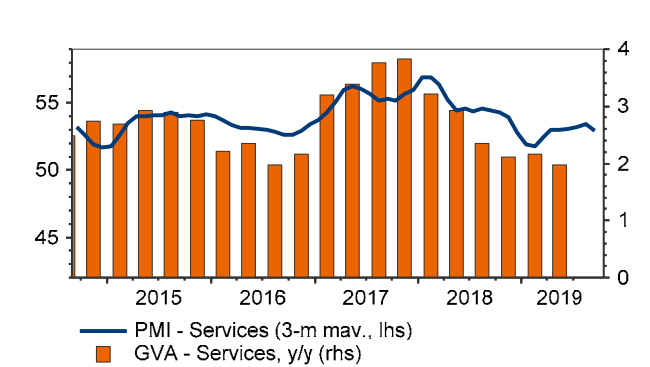
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Markit Economics, Eurostat.

Fig. 3 – Investimenti in costruzioni e licenze edilizie



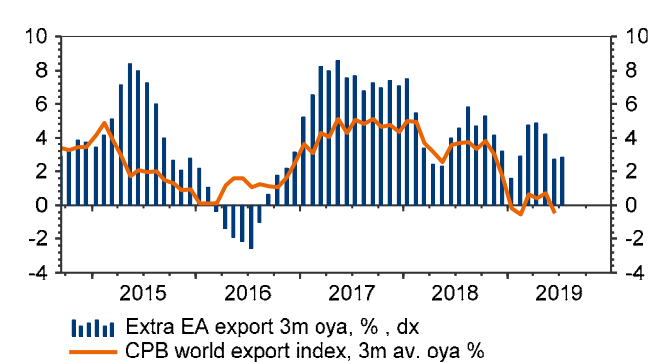
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



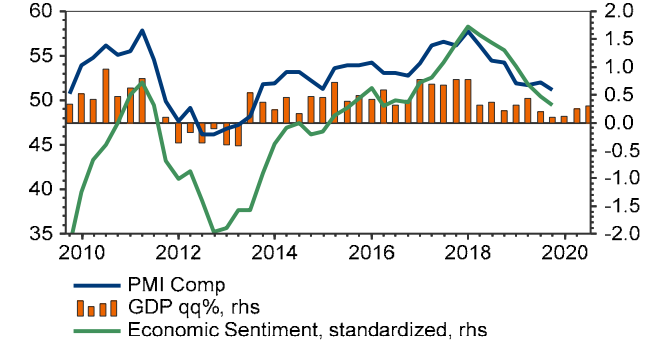
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Eurostat, Markit Economics

Fig. 5 – Export extra-eurozona e domanda mondiale



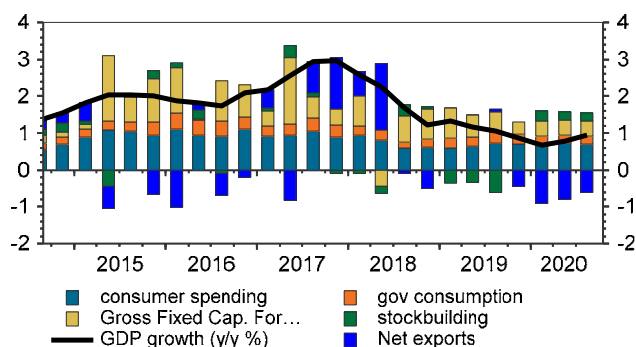
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, CPB, Eurostat

Fig. 6 – PIL e indagini di fiducia



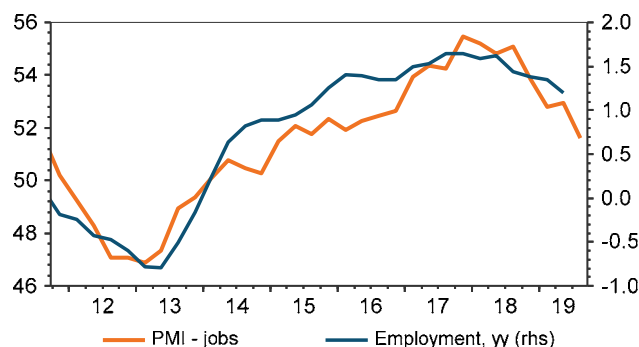
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



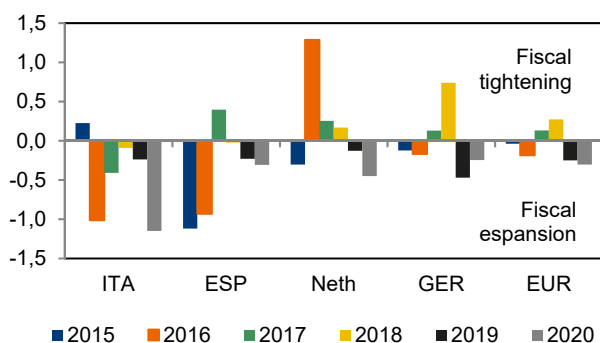
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat. Nostre previsioni.

Fig. 8 – Occupazione e aspettative delle imprese sugli organici



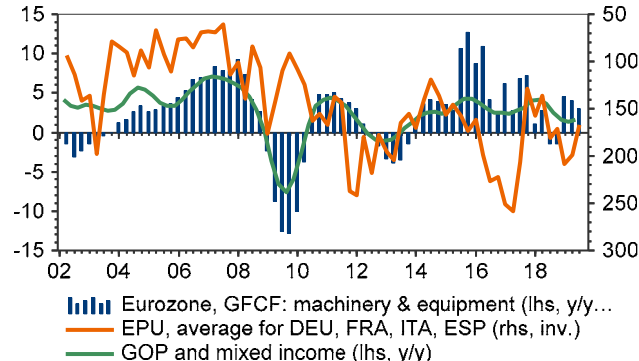
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Markit, Eurostat.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Investimenti fissi lordi, redditività e incertezza



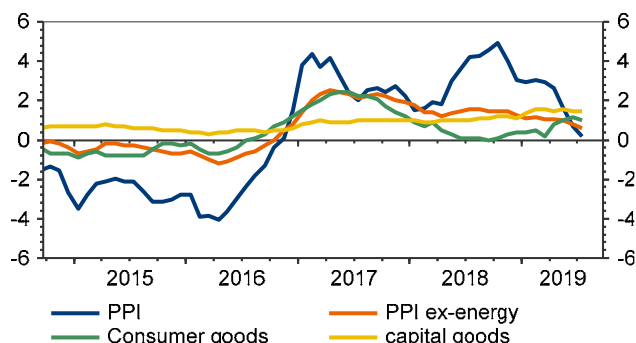
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Prezzi: i salari accelerano, ma la trasmissione ai prezzi domestici non c'è

Il calo della disoccupazione, che in diversi paesi non toccati dalla crisi del debito del 2010-12 ha raggiunto minimi storici, sta iniziando a esercitare qualche pressione al rialzo sulle retribuzioni (v. fig. 12) e sul costo orario del lavoro. Tuttavia, non pare esserci alcun trasferimento sui prezzi domestici nell'aggregato, anche se con differenze fra beni manufatti (frenati dalle condizioni di mercato più sfavorevoli) e servizi (dove la dinamica dei prezzi è più chiaramente positiva). I prezzi alla produzione di beni di consumo, fermi nel 2018, sono riaccelerati nel 2019 verso l'1% a/a circa (Fig. 11). L'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è in rallentamento a causa di effetti di confronto statistico connessi soprattutto a beni e servizi energetici. La dinamica dell'inflazione di fondo, invece, resta piuttosto stabile intorno all'1% (Fig. 13).

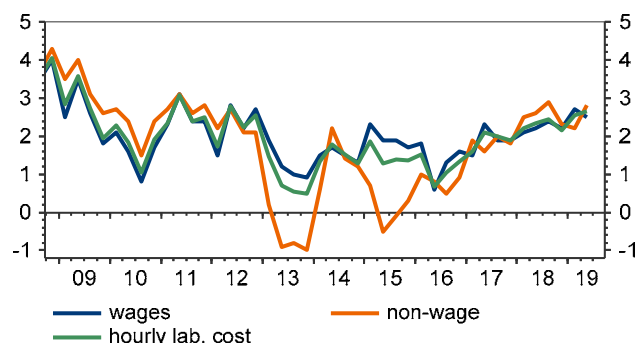
Riguardo alle prospettive, le imprese stanno segnalando minori pressioni al rialzo dei prezzi, coerentemente con l'indebolimento delle condizioni di domanda (Fig. 14); le aspettative di aumento dei prezzi delle famiglie, invece, sono quasi immutate su livelli relativamente alti. Il contributo dei carburanti tornerà a essere positivo in settembre, ma senza essere in grado di muovere grandemente l'inflazione nei prossimi mesi. Ci attendiamo un'inflazione di fondo stabile anche nel 2020, con oscillazioni fra 0,9 e 1,5% su base tendenziale e una variazione media annua di 1,1% (1,2% per l'indice generale).

Fig. 11 – Prezzi alla produzione



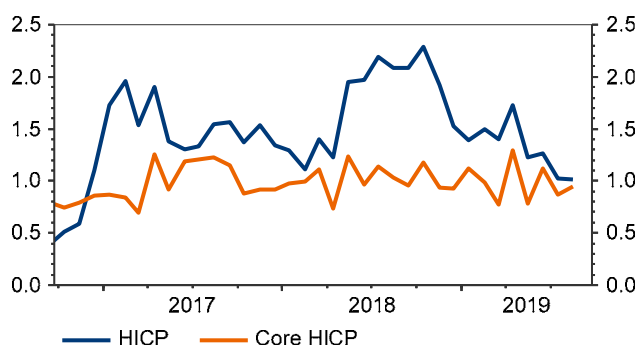
Fonte: Eurostat

Fig. 12 – Crescita salariale



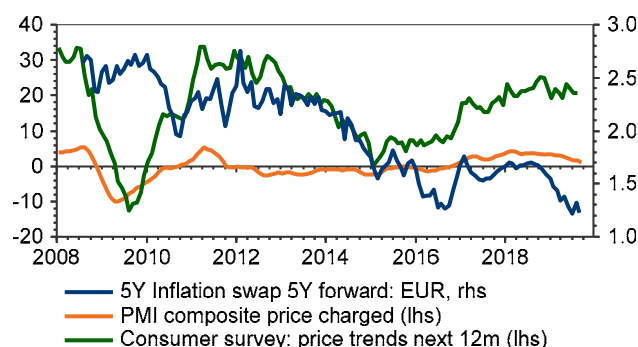
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Andamento dell'inflazione (IPCA)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Aspettative di inflazione



Fonte: Commissione Europea, Markit Economics e Thomson Reuters Datastream.

Politica monetaria: sprint di fine mandato, ma la fiducia nello stimolo monetario va scemando

Avendo constatato che i dati usciti dopo il 25 luglio non avevano evidenziato quel miglioramento che era richiesto per ipotizzare la convergenza dell'inflazione all'obiettivo di medio termine, il 12 settembre la BCE ha annunciato una serie di nuove misure di stimolo. Nel complesso, sono state abbastanza vicine alle attese, ma con qualche sorpresa. Esse includono:

- una **limatura del tasso sui depositi da -0,40% a -0,50%**, lasciando immutato il livello del tasso sulle OPR (operazioni principali di rifinanziamento) e del tasso sul rifinanziamento marginale. Il taglio degli altri due tassi ufficiali non è neppure stato considerato. Questo è meno di quanto il mercato scontava (-0,6%), ma la porta non è chiusa a nuove limature.
- la **conferma dell'*easing bias***, con possibilità di ulteriori tagli dei tassi fino a quando le prospettive dell'inflazione non convergeranno energicamente (*robustly*) all'obiettivo, e non si stabilizzeranno a un livello un po' sotto il 2%.
- un **sistema di remunerazione delle riserve a due livelli**, che consentirà di esentare una parte dell'eccesso di riserve dal tasso negativo sui depositi (fino a 6 volte la riserva obbligatoria). Questa è una misura finalizzata a contenere il rischio di effetti perversi sul credito dovuti al costo delle riserve in eccesso, la cui dimensione è destinata a crescere con la ripresa degli acquisti netti APP, ma che ha l'effetto collaterale negativo di esercitare pressione al rialzo su alcuni segmenti del mercato monetario. La dimensione dell'eccesso di riserve al quale si applica il tasso negativo, comunque, è abbastanza ampia da tenere i tassi a brevissimo termine vicini al *depo rate*.
- la **riattivazione degli acquisti netti nell'ambito dell'APP al ritmo di 20 miliardi mensili**, con decorrenza 1 novembre, **senza scadenza prefissata**: "fino a quando necessario per rafforzare l'impatto di stimolo dei suoi tassi ufficiali", con l'aspettativa che siano terminati fino a poco prima che inizi il rialzo dei tassi. La dimensione degli acquisti è minore rispetto alle stime di

consenso, ma l'assenza di una scadenza fissa dovrebbe essere interpretata favorevolmente. Questa parte dell'annuncio è la più clamorosa, perché inizialmente l'APP era concepito come strumento contro il rischio di deflazione.

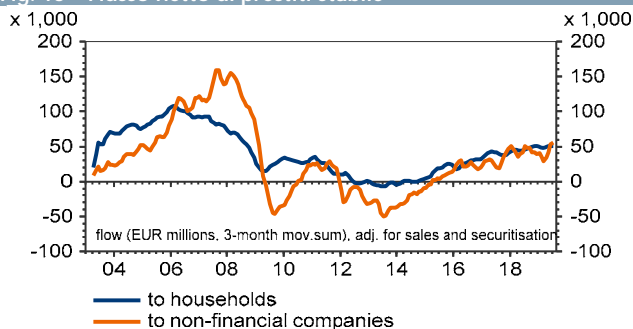
- Il reinvestimento delle scadenze APP è stato esteso *fino a dopo che sarà iniziato il rialzo dei tassi ufficiali*.
- Infine, **le condizioni delle TLTRO III sono state rese più attraenti**: ora sarà applicato il tasso medio sulle OPR, oppure il tasso sui depositi se la crescita degli impieghi supera il benchmark, calcolati sulla vita dell'operazione, senza più prevedere l'addizionale di 10pb. Inoltre, la durata delle operazioni è stata estesa da 2 a 3 anni.

La natura aperta del programma di acquisti è la parte più sorprendente dell'annuncio. In particolare, la dichiarazione che sarà terminato a ridosso del rialzo dei tassi, implica indirettamente che gli acquisti netti continueranno fino a quando l'inflazione non avrà raggiunto l'obiettivo. A tale riguardo, le previsioni dello staff sull'inflazione e la crescita sono state limiate, come previsto. La crescita è stimata a 1,1 e 1,2% rispettivamente nel 2019 e nel 2020, con una più marcata accelerazione nel 2021. Le stime sono appena superiori alle nostre proiezioni: tuttavia, Draghi ha ricordato che lo scenario di base non include l'ipotesi di no-deal Brexit, che potrebbe quindi portare a ulteriori limature della crescita, se si realizzasse. L'inflazione è invece prevista a 1,2% e 1,0% rispettivamente, con una risalita successiva a 1,5%. La stima 2020 è scesa di ben 4 decimi, di 2 per l'aggregato che esclude energia ed alimentari. In questo caso, i numeri per il primo biennio sono pressoché identici ai nostri.

Tale scenario implica nel 2020 un'accelerazione della crescita reale maggiore di quanto non appaia dalle medie annue. Quindi, se lo scenario è corretto, nel 1° semestre del 2020 servirà un significativo miglioramento dei dati per evitare una nuova limatura dei tassi. Non ci sarebbe scenario migliore per la BCE di una pronta riaccelerazione del ciclo economico europeo a inizio 2020, che sarebbe percepita come un successo delle misure aggressive messe in campo quest'anno. Tuttavia, anche la BCE è conscia che l'efficacia della politica monetaria, in questa fase, è molto ridotta. Molto dipenderà dalla credibilità di uno scenario di riaccelerazione della Germania nel 2020, che pare ancora essere ritenuto quello centrale, e che dipende poco dalle misure messe in campo, e molto dalla velocità di aggiustamento nell'industria tedesca.

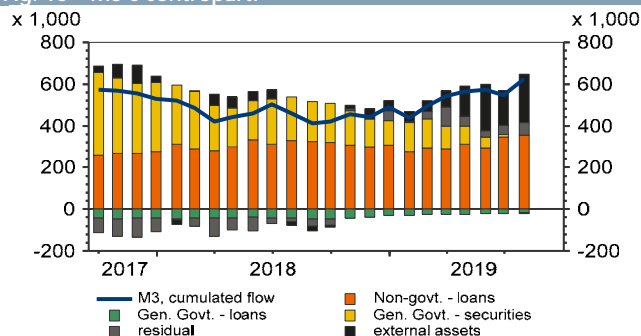
Nel 2° semestre, invece, se i dati saranno migliorati come da scenario di base, potrebbe iniziare un dibattito riguardo all'opportunità di ridurre lo stimolo, e la svolta maturerebbe forse nel 2021, malgrado le proiezioni di inflazione attuali lontane dal *target*. Tuttavia, lo scenario macroeconomico internazionale è così incerto che il bilancio dei rischi potrebbe invece obbligare la Banca centrale a continuare gli acquisti netti anche nel 2021, mantenendo un orientamento molto espansivo della politica monetaria e sperando però che sia la politica fiscale a risolvere il problema con strumenti più efficaci.

Fig. 15 – Flusso netto di prestiti stabile



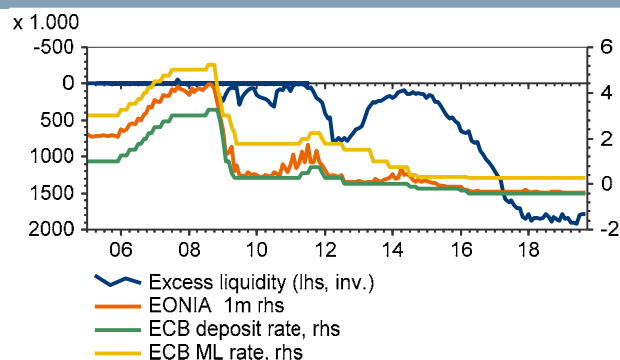
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 16 – M3 e controparti



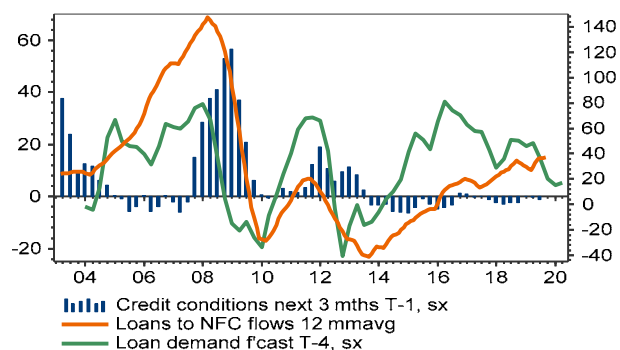
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 17 – Tassi ufficiali ed eccesso di liquidità



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Thomson Reuters.

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.

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018	2019	2020p				2021p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.1	0.9	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
- t/t				0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	1.4	1.2	1.3	0.4	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3
Investimenti fissi	2.3	2.8	1.9	1.5	0.2	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
Consumi pubblici	1.1	1.3	1.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.5	2.5	1.8	1.0	0.9	0.0	0.6	-0.1	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
Importazioni	2.7	2.9	3.3	1.0	0.4	0.2	1.0	1.0	1.0	0.7	0.6	0.4	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.3	0.1	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.5	3.3	3.0										
Deficit pubblico (% PIL)	-0.9	-0.9	-1.0										
Debito pubblico (% PIL)	87.1	85.8	84.3										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.8	1.2	1.2	1.9	1.4	1.4	1.0	1.1	1.3	1.2	1.1	1.3	1.5
Produzione industriale (a/a)	0.9	-1.3	0.5	-1.9	-0.5	-1.3	-2.4	-1.0	-0.8	0.0	1.3	1.4	1.1
Disoccupazione (ILO, %)	8.2	7.6	7.6	7.9	7.8	7.6	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
EUR/USD	1.18	1.12	1.15	1.14	1.14	1.12	1.11	1.11	1.13	1.14	1.15	1.16	1.16

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

Germania: scenario economico in ulteriore peggioramento

L'economia tedesca sta attraversando la sua fase di maggiore debolezza dal 2013. Dopo essere cresciuta a tassi al di sopra del potenziale per diversi anni, nel 2018 ha subito un rallentamento e a metà 2019 si è indebolita fino a trovarsi sull'orlo di una recessione tecnica. Indubbiamente l'economia tedesca ha registrato un avvio positivo dell'anno, crescendo dello 0,4% t/t nel 1° trimestre del 2019. Tuttavia, nei primi tre mesi dell'anno l'economia è stata sostenuta da una serie di fattori una tantum, che hanno determinato una brusca normalizzazione nel periodo seguente. Di conseguenza, il PIL è calato nel 2° trimestre nella misura di -0,1% t/t. Secondo gli indicatori del ciclo economico la contrazione potrebbe estendersi alla seconda metà dell'anno. In seguito, nel 2020, l'economia dovrebbe gradualmente raggiungere un punto di minimo. Al momento la debolezza ha origine soprattutto nei settori dell'industria con maggiore vocazione all'export. La speranza è che alcuni dei fattori di freno (per esempio nel settore dell'auto) possano progressivamente venire meno nel periodo di previsione, anche se alcuni altri persisteranno. Sostegno dovrebbe continuare a giungere da domanda interna, politica fiscale e politica monetaria. Rispetto alla nostra precedente nota dedicata alla Germania, **abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni per l'economia tedesca, di tre decimi a 0,5% a/a per il 2019 e di nove decimi a 0,5% a/a per il 2020** (anche in questo caso ben al di sotto della stima media di consenso). I rischi che gravano su questa previsione sono notevoli.

L'economia resta caratterizzata dalla persistente dicotomia tra una domanda interna relativamente forte e una domanda estera molto debole. Benché la crescita dei consumi delle famiglie abbia decelerato nel 2° trimestre a 0,1% t/t, dopo aver registrato un buon 0,8% t/t all'inizio dell'anno, le solide condizioni del mercato del lavoro e un insieme di misure fiscali dovrebbero sostenere la spesa dei consumatori nei trimestri seguenti. Al netto della volatilità delle vendite di automobili, la crescita media nella prima metà del 2019 è risultata in linea con il trend osservato negli ultimi anni e più forte del debole andamento registrato a fine 2018. Benché i consumi privati possano in parte rallentare, continueranno a rappresentare un importante motore di crescita quest'anno e nel 2020. Il mercato del lavoro è in buona salute ma non più in grado di migliorare allo stesso ritmo visto in precedenza, dato che da un lato si trova già a livelli di piena occupazione, ed è dunque difficile che possa migliorare oltre, e dall'altro il rallentamento economico ha già cominciato a lasciare qualche segno sull'occupazione. Su base trimestrale e corretta per gli effetti stagionali, nel 2° trimestre dell'anno i posti di lavoro sono cresciuti solo dello 0,1%. La crescita su base annua ha pertanto subito un ulteriore rallentamento, a 1,0% nel 2° trimestre da 1,1% nel primo e 1,3% nel 4° trimestre 2018. Tuttavia, il tasso di disoccupazione è previsto solo in marginale risalita dagli attuali minimi attorno al 5%. L'effetto dell'invecchiamento della popolazione verrà bilanciato solo in parte da una maggiore partecipazione netta al mondo del lavoro di donne e immigrati.

L'inflazione sta calando nel breve termine. Ad agosto, in termini armonizzati l'inflazione è calata leggermente, all'1,0% a/a da 1,7% a/a nel 2° trimestre. Il calo più recente può essere attribuito soprattutto ai prezzi dell'energia, in calo a 0,6% a/a. Nei prossimi mesi l'inflazione headline dovrebbe restare bassa, pressoché invariata, per poi tornare a crescere negli ultimi mesi del 2019. Nel corso del 2020, la debole crescita economica dovrebbe impedire aumenti significativi. Prevediamo un calo dell'inflazione dall'1,9% nel 2018 all'1,5% nel 2019 e all'1,4% nel 2020.

La principale causa della debolezza dell'economia è il settore manifatturiero, fortemente votato all'export, che risulta in contrazione dal 3° trimestre 2018. Benché il rallentamento sia diffuso a pressoché tutti i settori, i più colpiti sono l'industria automobilistica e quella chimico-farmaceutica. La prima si trova ad affrontare una difficile transizione verso la costruzione di motori meno inquinanti, che sta durando più del previsto. La seconda sta pagando lo scotto di un indebolimento ciclico di altri settori industriali da essa riforniti, quali il settore auto, nonché della normalizzazione dell'industria farmaceutica dopo il boom del 2018 (+17,7% a/a).

Nel complesso, l'attuale livello degli indicatori del ciclo economico lascia prevedere un'estensione della fase di contrazione alla seconda metà dell'anno. Gli indici dei servizi e delle costruzioni sono

Andrej Arady

Le previsioni di crescita 2020 sono state riviste marcatamente al ribasso

I consumi dovrebbero continuare a sostenere l'economia, ma meno di quanto visto in precedenza

Mercato del lavoro in buone condizioni, ma non più in grado di migliorare allo stesso ritmo visto in passato

Inflazione in lieve calo

L'attuale debolezza è dovuta soprattutto ai settori auto e chimico-farmaceutico

Le indagini presso le imprese registrano pessimismo...

a livelli che segnalano ulteriore crescita. Se da un lato la crescita dovrebbe rallentare nel settore dei servizi, è attesa invece in probabile accelerazione nelle costruzioni. Il settore manifatturiero resta invece in territorio negativo, sulla base degli indici PMI. La fiducia delle imprese tedesche è deteriorata nel suo complesso ad agosto, toccando il livello più basso dal novembre 2012. Non si intravede una ripresa né nel settore dell'auto, né nell'industria chimica. Tuttavia, è possibile una graduale normalizzazione più avanti nel 2020, dopo una fase più lunga del previsto di adattamento alle nuove normative WLTP sui motori diesel. Solo l'industria farmaceutica dovrebbe conoscere una graduale normalizzazione già al volgere dell'anno.

I dati sull'andamento dell'attività nel 2° trimestre sono risultati molto deboli anche per fattori una tantum. Brexit ha determinato un forte accumulo di scorte nel 1° trimestre, compensato da un andamento opposto nel trimestre seguente. Un altro fattore che ha ostacolato la crescita nel 2° trimestre dell'anno è stata la dinamica del settore delle costruzioni. Condizioni meteo favorevoli avevano sostenuto la crescita nel 1° trimestre dell'anno, a cui è poi seguita una normalizzazione nel secondo. Inoltre, un rimbalzo delle vendite di automobili dopo la debolezza registrata a fine 2018 ha avuto un effetto positivo sul 1° trimestre del 2019, a scapito tuttavia del secondo.

Il primo luglio sono entrate in vigore le misure a sostegno delle famiglie introdotte dalla precedente manovra economica, quali l'aumento degli assegni familiari, l'aumento dei sussidi alle famiglie a basso reddito con figli, il taglio dei contributi previdenziali per i soggetti a basso reddito e benefici per 21 milioni di pensionati (+3.18% in Germania Occidentale, +3.91% in Germania Orientale). La politica fiscale tedesca ha un buon margine. Il debito pubblico ammontava a 61% del PIL nel 1° trimestre. Entro la fine dell'anno dovrebbe calare sotto la soglia di Maastricht del 60% per la prima volta dopo 17 anni. Questo consentirà al governo di offrire maggiore sostegno alla crescita economica. L'avanzo di bilancio nel frattempo si sta riducendo, a seguito dell'allentamento fiscale che verrà esteso al 2020. Il rallentamento della crescita economica non ha ancora sortito impatti significativi sulle entrate fiscali. Oltre al sostegno alle pensioni e alle famiglie, la spesa prevista dalla manovra è rivolta anche a nuovi investimenti in infrastrutture, istruzione e difesa.

La pubblicazione dei dati relativi alla crescita del PIL nel 2° trimestre è stata accompagnata da una revisione della serie storica dei dati di contabilità nazionale. Il quadro complessivo dell'economia tedesca è rimasto invariato, benché alcuni trimestri abbiano subito una marcata revisione. Il processo di revisione ha rivelato che nel 2018 l'economia non era tanto vicina a una recessione tecnica quanto stimato in precedenza. La crescita nella prima metà del 2018 è stata rivista al ribasso, ma il tasso di contrazione nel 3° trimestre 2018 è stato abbassato a -0,1% t/t da -0,2% t/t in precedenza, e la stagnazione nell'ultimo trimestre del 2018 è stata rivista al rialzo a +0,2% t/t. La crescita complessiva nel 1° trimestre di quest'anno è stata lasciata invariata a 0,4% t/t.

... benché la debolezza vista in precedenza sia dovuta in parte a fattori una tantum...

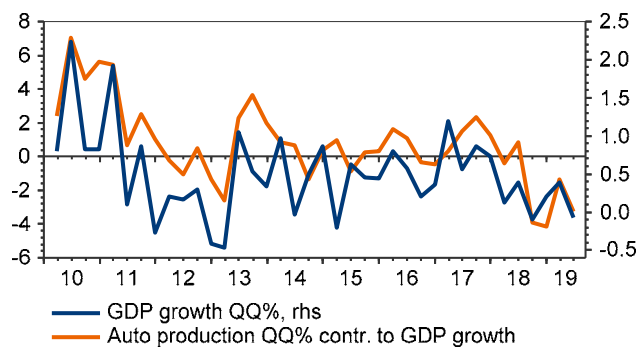
Allentamento della politica fiscale

La revisione dei dati storici mostra che nel 2018 la Germania non era tanto vicina alla recessione quanto temuto in precedenza

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018	2019			2020p				2021p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	0.5	0.5	0.6	0.9	0.4	0.4	0.1	-0.1	0.3	0.7	1.1	1.2
- t/t				0.2	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	1.5	1.4	0.4	0.8	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Investimenti fissi	3.6	3.1	2.2	0.9	1.5	-0.1	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.4	1.9	1.7	0.4	0.8	0.5	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	2.3	1.1	1.2	0.2	1.8	-1.3	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
Importazioni	3.7	2.7	2.8	0.7	0.9	-0.3	0.5	1.0	1.0	0.7	0.4	0.4	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.7	-0.4	-0.1	-1.0	0.3	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	7.4	6.7	6.5										
Deficit pubblico (% PIL)	1.0	0.8	0.3										
Debito pubblico (% PIL)	60.9	58.4	56.5										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.9	1.5	1.4	2.1	1.6	1.7	1.1	1.6	2.3	1.4	1.1	0.9	0.8
Produzione industriale (a/a)	0.9	-4.1	-0.6	-1.9	-1.6	-4.2	-5.0	-5.7	-5.4	-2.0	1.4	4.0	4.2
Disoccupazione (ILO, %)	5.2	5.0	5.1	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	-0.32	-0.68	0.36	0.10	-0.11	-0.57	-0.71	-0.70	-0.68	-0.67	-0.65	-0.62

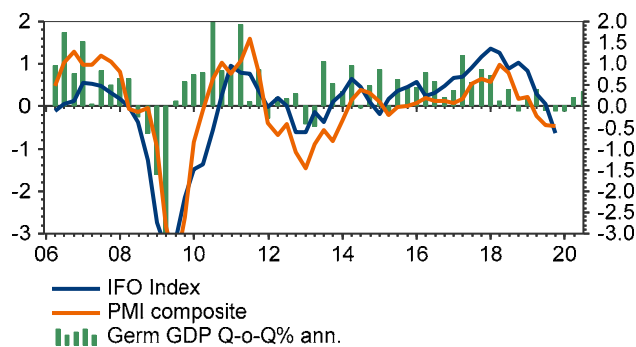
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Persistente freno alla crescita dal settore automobilistico



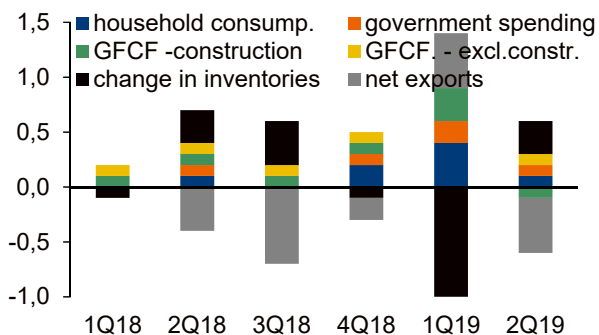
Fonte: Markit, IFO e Intesa Sanpaolo Research

Fig. 2 – PMI e IFO: economia tedesca a elevato rischio di recessione tecnica



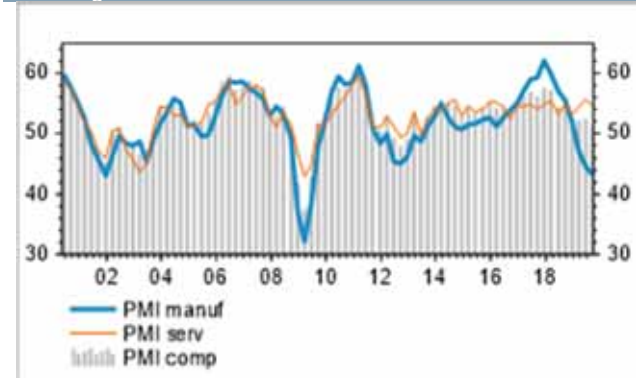
Fonte: Markit e Intesa Sanpaolo Research

Fig. 3 – La composizione del PIL mostra fluttuazioni un tantum; contributi alla crescita trimestrale in punti percentuali



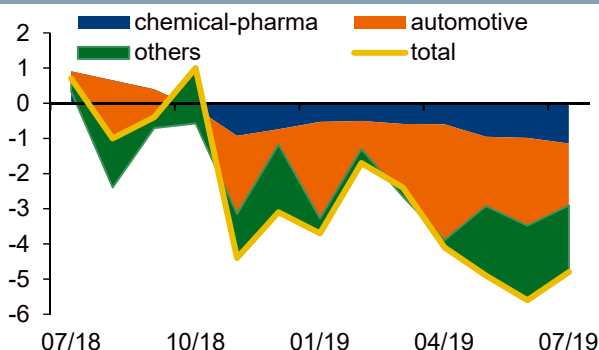
Nota: GFCF – Formazione lorda capitale fisso; fonte: Destatis e Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La dicotomia dell'economia tedesca - PMI manifatturiero e PMI servizi. Cresce con il tempo la probabilità di contagio dal manifatturiero ai servizi



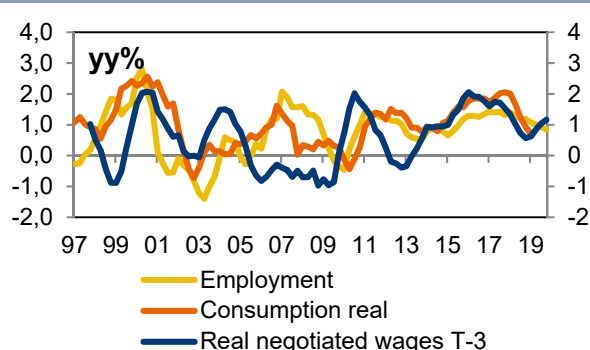
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Crescita a/a del manifatturiero e contributo di alcuni settori



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Crescita ancora sostenuta da un andamento solido dei consumi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Francia: la temuta frenata per ora non c'è

Nel secondo trimestre l'economia francese ha mantenuto il tasso di crescita visto nel primo trimestre, pari a 0,3% t/t; in termini annui, si è registrato un marginale aumento a 1,4% da 1,3%, lasciando la crescita acquisita a 1,1%. Il contributo della domanda interna è stato positivo, in crescita rispetto al primo trimestre e pari a 1,6 così come il canale estero, che è passato da +0,1 a +0,3. Le scorte hanno dato un contributo negativo di mezzo punto. Dopo segnali di rallentamento in primavera, nel corso dell'estate le indagini di fiducia hanno mostrato un rinvigorismento dell'attività sia nel manifatturiero sia nei servizi, che ci fanno pensare a un nuovo avanzamento nel trimestre in corso di 0,3% t/t. Confermiamo quindi la nostra precedente previsione di un PIL in espansione quest'anno dell'1,3%, mentre per il 2020 prevediamo un rallentamento all'1,0%, rivedendo al ribasso la precedente stima.

I **consumi** delle famiglie durante l'estate si dovrebbero essere mantenuti positivi dopo il buon dato di luglio (+0,5% m/m) e rimangono impostati per un aumento di 0,5% t/t nel terzo trimestre (dopo lo stagnante 0,1% t/t del secondo), che sarebbe una delle migliori letture dalla metà del 2017. Le indagini di fiducia avevano segnato un calo del morale delle famiglie tra l'inverno e la primavera, che aveva fatto inizialmente pensare a un'inversione di tendenza in vista per la spesa delle famiglie: ad oggi, invece, pare sia stata solo una frenata temporanea già in corso di superamento in autunno, per una dinamica annua attorno all'1,3% nel 2019 dall'1,0% del 2018. Per il 2020 prevediamo una nuova espansione attorno all'1,2-1,3%: l'anno prossimo il taglio fiscale da oltre 9 miliardi promesso da Macron dovrebbe spingere il reddito disponibile delle famiglie.

Il comparto **manifatturiero** rimane il principale fattore di incertezza per lo scenario. Nel secondo trimestre la produzione industriale è cresciuta solo dello 0,2% t/t, da 1,0% t/t precedente, per effetto dell'inatteso crollo di giugno (-2,3% m/m), che imposta negativamente l'attività per il trimestre in corso. Le indagini di fiducia hanno rilevato un rallentamento dell'attività in agosto rispetto a luglio, specialmente per la produzione dei beni intermedi: così come gli indicatori PMI hanno mostrato un livello oscillante attorno a 50, la soglia tra espansione e contrazione. Ci aspettiamo quindi un contributo negativo della produzione industriale per il trimestre in corso circa attorno a un decimo, per una variazione annua in rotta per un'espansione dell'1,0% quest'anno, dallo 0,3% del 2018. Nei **servizi** l'attività rimane positiva: gli indicatori PMI viaggiano attorno a 53, in linea con la media eurozona. Anche *Banque de France* prevede un ritmo espansivo stabile per il comparto. Infine, le **costruzioni** continuano a rimanere in una fase di accelerazione, supportate dall'intonazione espansiva dell'edilizia residenziale nei grandi centri urbani.

La componente degli **investimenti fissi** si è mostrata resiliente nel secondo trimestre, passando da 0,5% t/t a 0,9% t/t grazie principalmente al contributo degli **investimenti residenziali**, saliti a +0,7% t/t da 0,1% t/t. Nel trimestre in corso prevediamo una riduzione della componente attorno allo 0,4% t/t, per un rallentamento annuo all'1,1% dall'1,9% del 2018. Il comparto immobiliare, complici le condizioni finanziarie estremamente accomodanti, ha visto un triennio 2016-18 assai positivo; il 2019 potrebbe essere l'anno di passaggio a una normalizzazione che potrebbe vedersi dal 2020. La componente degli **investimenti produttivi**, più legata al ciclo del manifatturiero, è vista rallentare nella seconda metà dell'anno per effetto del crescente clima di incertezza globale, pur rimanendo sull'orizzonte 2019 in leggera accelerazione rispetto al 2018. Nel complesso gli investimenti sono attesi crescere quest'anno a un ritmo di poco inferiore al 3%, come nel 2018, per poi portarsi verso il 2,0-2,3% nel 2020.

Il **canale estero** ha dato nuovamente un contributo lievemente positivo alla crescita nel secondo trimestre, di un decimo dopo il -0,3 di marzo. Le **esportazioni** sono rimaste stagnanti, per il secondo trimestre di fila, mentre le **importazioni** hanno registrato un calo di -0,2% t/t da +1,1% t/t precedente (gli aumenti dell'export e dell'import sono entrambi in rotta per un +2,0-2,2%

Guido Valerio Ceoloni

Velocità di crociera per l'economia francese: confermato l'1,3% quest'anno, rallentamento a 1% nel 2020

I consumi si stanno riprendendo dall'estate e l'anno prossimo saranno spinti dal taglio fiscale

La tenuta del manifatturiero ha dato segnali negativi nell'estate ma il comparto non è ancora a rischio di contrazione

Gli investimenti, specialmente quelli residenziali, rimangono di supporto alla crescita

Confermato il contributo negativo alla crescita dell'export netto

sull'anno). Per il trimestre in corso prevediamo ancora un contributo dell'export netto circa nullo o marginalmente negativo, per via di un maggiore vigore delle importazioni rispetto alle esportazioni. Per il 2019 il canale estero darà un contributo negativo alla crescita, penalizzato dal clima di incertezza legato alle guerre commerciali; per il 2020 prevediamo un contributo circa nullo. Il disavanzo della **bilancia dei pagamenti** si è ampliato a inizio 2019, passando da -0,4% del PIL a -0,9%, ma dovrebbe ridursi in parte nel secondo trimestre (i dati ufficiali non sono ancora disponibili), per poi stabilizzarsi attorno a -0,5% in media annua.

L'**inflazione** sembra essersi stabilizzata attorno all'1,0% negli scorsi mesi: dal picco di aprile a 1,3% il rallentamento è stato uniforme fino a portare l'indice *headline* al livello attuale (1,0%), che vediamo poco variato nella restante parte dell'anno. Stimiamo quindi un'inflazione attorno all'1,0-1,1% in media annua nel 2019, dall'1,9% del 2018. Vediamo un indicatore *core* (al netto di alimentari, alcol, tabacco ed energia) a 0,6% nel 2019, dallo 0,4% del 2018, e in ulteriore accelerazione a 0,8% nel 2020; le componenti *core* dovrebbero spingere l'indice headline anch'esso a salire marginalmente l'anno prossimo, verso l'1,2%. Confermiamo quindi le precedenti previsioni sul sentiero dei prezzi. La **disoccupazione** è calata di due decimi nel secondo trimestre, portandosi all'8,5% dall'8,7% ed è quindi probabile che nel 2019 registri un calo almeno all'8,6% dal 9,1% del 2018. Il mercato del lavoro continua quindi a migliorare. La disoccupazione rimane al di sopra della media eurozona (7,5%), ma a questo ritmo Macron potrebbe riuscire a riportarla verso il 7% come promesso al suo insediamento.

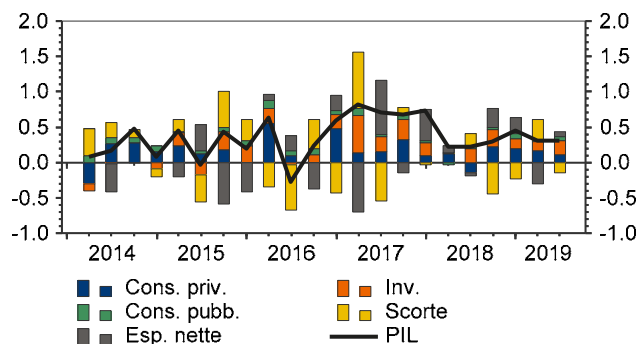
Sul fronte dei conti pubblici la sostenibilità fiscale non è a rischio nemmeno quest'anno grazie al contesto di tassi negativi che dovrebbero contenere il deficit al 3,1% dal 2,5% del 2018 dopo le proteste dei gilet gialli. Per il 2020 il deficit è atteso rientrare sotto la soglia del 3%. Il deficit strutturale dovrebbe rimanere stabile al -2,6%. Il debito pubblico è visto pressoché stabile.

La frenata dell'indice *core* lascerà l'inflazione attorno all'1% quest'anno e all'1,2% il prossimo

La disoccupazione calerà di almeno mezzo punto nel 2019 all'8,6%

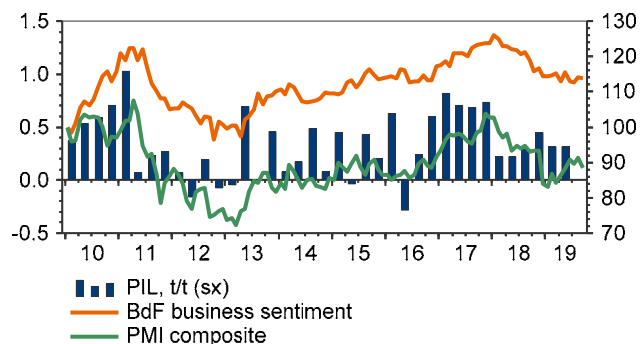
Deficit nominale oltre il 3% quest'anno ma saldo strutturale stabile.

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



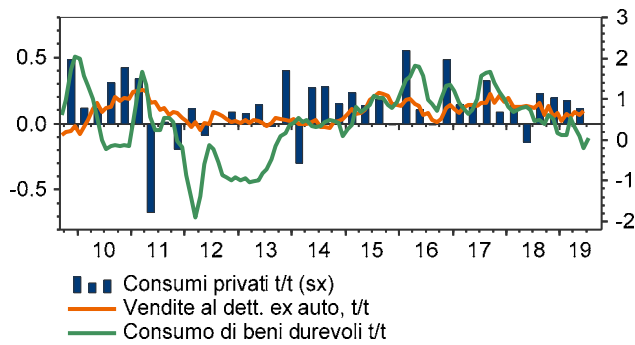
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



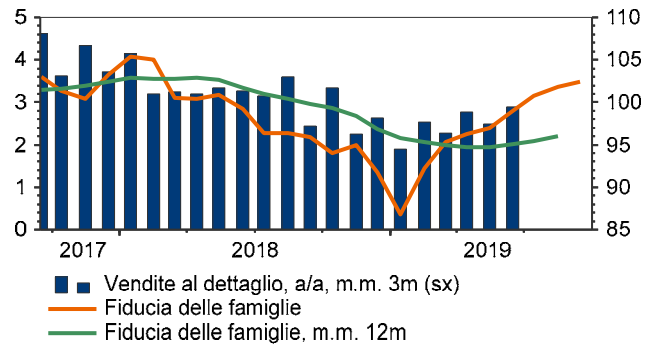
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream

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



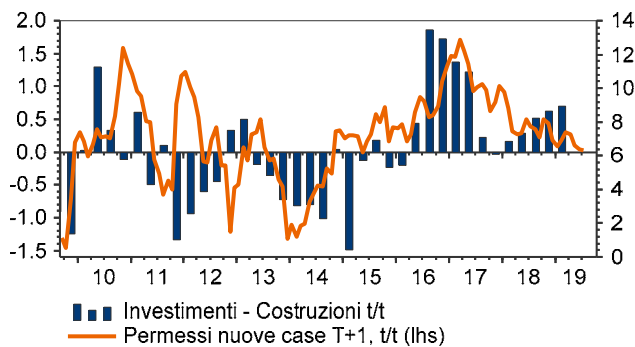
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



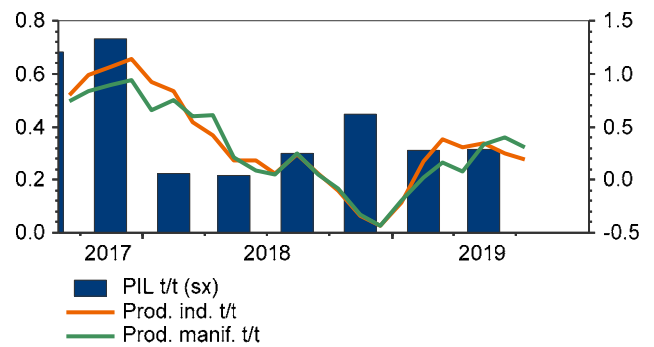
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edilizio



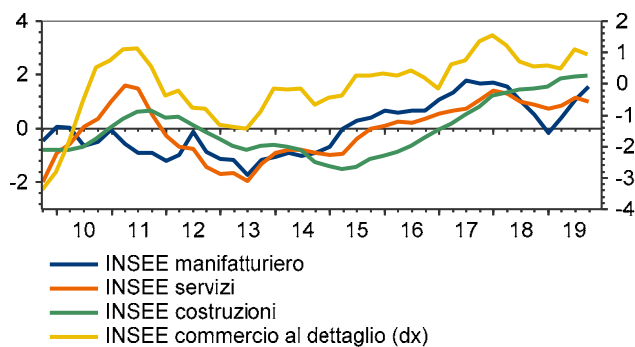
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



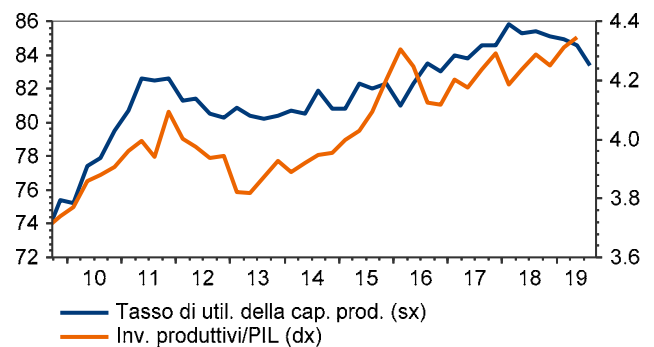
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



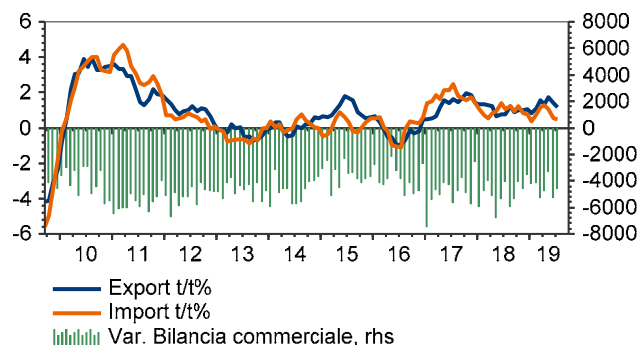
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



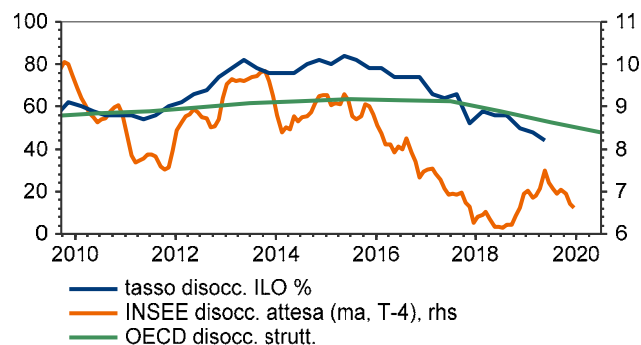
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018	2019	2020p				2021p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.3	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.2
- t/t				0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	0.9	1.2	1.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.8	2.8	2.3	0.6	0.5	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	0.8	1.0	1.2	0.5	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.5	2.2	1.6	1.8	0.1	0.0	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7
Importazioni	1.2	2.1	1.9	1.0	1.1	-0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.6	-0.6	-0.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.2	-2.7										
Debito pubblico (% PIL)	98.4	99.0	98.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.1	1.3	1.5	2.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	1.6	1.8
Produzione industriale (a/a)	0.2	1.0	0.9	-1.8	0.6	1.6	0.4	1.2	0.6	0.5	1.4	1.2	1.1
Disoccupazione (ILO, %)	9.1	8.6	8.4	8.8	8.7	8.5	8.6	8.6	8.5	8.5	8.4	8.3	8.2

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

Italia: qualcosa è cambiato

Nelle ultime settimane, lo scenario italiano in termini di prospettive fiscali e condizioni finanziarie sembra essere significativamente migliorato, per diversi motivi:

Paolo Mameli

- **Indicazioni più positive sulle variabili tendenziali di finanza pubblica**, per via dei segnali di miglioramento della *tax compliance* (anche grazie ai risultati dell'introduzione e allargamento della fatturazione elettronica) e dell'adesione inferiore al previsto ai due programmi introdotti dal precedente governo ovvero "reddito di cittadinanza" e "quota 100" (a nostro avviso, gli effetti positivi sul deficit tendenziale 2019, già individuati nel cosiddetto "assestamento di bilancio" di luglio, dovrebbero ampliarsi l'anno prossimo, sia per quanto concerne la *compliance* fiscale che i risparmi sulle misure di *welfare*);
- **La rapida risoluzione della crisi di governo** ha causato una reazione positiva dei mercati finanziari, dovuta a due fattori: (a) l'esecutivo è percepito come più attento (entro certi limiti) alla disciplina fiscale, anche per via della cancellazione dall'agenda di governo di una misura assai costosa come la *flat tax*; (b) la nuova maggioranza sembra orientarsi verso relazioni maggiormente collaborative con le istituzioni europee, come confermato dalla nomina di Paolo Gentiloni a nuovo Commissario per gli Affari Economici e Monetari, e ha cancellato dalla sua agenda una misura percepita dagli investitori come un primo passo verso l'introduzione di una valuta parallela ovvero i mini-BOT (in tal senso, il rischio di ridenominazione implicito nei prezzi dei BTP è sceso ai livelli minimi dalla nascita del precedente esecutivo): ciò potrebbe pagare un dividendo in termini di maggiori margini di manovra in occasione del prossimo *budget*;
- **Il nuovo pacchetto espansivo annunciato dalla BCE**, con riferimento soprattutto alla riapertura di un programma di acquisto di titoli di Stato, sta provocando da un lato risparmi significativi sulla spesa per interessi per il governo (a regime vicini ai 20 miliardi, e dell'ordine di 3-4 miliardi per l'anno prossimo, rispetto alle stime contenute nel DEF), dall'altro un miglioramento delle condizioni finanziarie per le stesse imprese private, con riflessi positivi nel medio termine sulla crescita del PIL (v. Figura 4).

In altri termini, l'evoluzione del quadro politico, fiscale e finanziario domestico, che indicavamo tre mesi fa come il principale rischio gravante sullo scenario, sembra essere oggi decisamente più favorevole. A nostro avviso, il deficit tendenziale 2020 potrebbe essere rivisto ad almeno 1,6% da 2,1% del DEF (v. Tabella 1). Il mancato aumento dell'IVA senza coperture (assieme alle spese "indifferibili") porterebbe il deficit vicino al 3%, mentre una cifra intorno al 2% dovrebbe essere coerente con il rispetto delle regole UE (ma implicherebbe una restrizione pari a un punto di PIL). Poiché da Consiglio e Commissione può venire un'interpretazione delle norme fiscali più flessibile di quanto atteso solo qualche settimana fa, riteniamo che un disavanzo tra il 2% e il 2,5% possa essere "tollerato" da Bruxelles (e verosimilmente accolto in maniera moderatamente positiva dai mercati). Un disavanzo al 2,3-2,4% implicherebbe che dai tagli inizialmente previsti per 23 miliardi si potrebbe alla fine scendere a una decina di miliardi. **Il governo punta anzi a evitare una manovra restrittiva, ma una Legge di bilancio anche solo neutrale implicherebbe una dose generosa di flessibilità** da parte della UE (che ad oggi non appare pienamente giustificata, ma che non può essere esclusa del tutto, nell'ambito di un negoziato "politico", specie a fronte di riforme strutturali e/o investimenti a tutela dell'ambiente o per la digitalizzazione dell'economia). Insomma, il compito è arduo ma non impossibile: gli effetti sul ciclo sarebbero tutto sommato limitati, e i rischi di nuove tensioni finanziarie in coincidenza con la sessione di bilancio, simili a quanto avvenuto lo scorso anno, **appaiono di molto ridimensionati**. È uno scenario decisamente migliore di quanto ci si potesse attendere anche solo poche settimane fa.

La Legge di Bilancio per il 2020 dovrebbe vedere al più una moderata restrizione (o una neutralità)

Tuttavia, sarebbe quantomeno prematuro trarre da questo miglioramento del quadro fiscale e finanziario delle indicazioni di svolta immediata anche per il ciclo economico. L'economia resta in una fase di sostanziale stagnazione (iniziata nel 2° trimestre 2018), che anzi potrebbe durare più del previsto ed estendersi almeno a tutta la seconda metà del 2019, se non alla parte iniziale del 2020. Infatti, se i rischi sul fronte domestico appaiono di molto ridimensionati, almeno nel breve termine, visto il miglioramento delle prospettive per il rifinanziamento del debito e la stabilità finanziaria, tuttavia **le incertezze sullo scenario internazionale non accennano a diminuire**. In particolare, sui mesi a cavallo tra fine 2019 e inizio 2020 potrebbe pesare la concomitanza dell'entrata in vigore delle nuove sanzioni sulla Cina e di Brexit.

Anzi, l'estendersi della fase di sostanziale stagnazione alla seconda metà dell'anno in corso ci induce a **rivedere al ribasso le stime di crescita annua dell'economia italiana**, da 0,2% a zero per il 2019 e da 0,5% a 0,3% per il 2020. **Ci aspettiamo che i consumi anche nel 2020 mantengano il (moderato) ritmo di crescita visto a partire dal 2018**, ovvero di circa mezzo punto l'anno. Infatti, il reddito disponibile reale delle famiglie continua a crescere a un ritmo decisamente più vivace di quello del PIL (circa un punto percentuale l'anno), e si sta riversando all'incirca in egual misura in consumi e risparmi (con la conseguenza di una tendenza al rialzo per il tasso di risparmio). La ragione fondamentale è la tenuta dell'occupazione, che dovrebbe essere aumentata di 0,6% nel 2019, in rallentamento rispetto agli anni precedenti ma ancora su ritmi espansivi (a fronte di un PIL piatto). Ciò spiega anche la relativa tenuta della fiducia dei consumatori rispetto a quella delle imprese (tuttavia, ci aspettiamo nel 2020 un'ulteriore frenata della crescita degli occupati, a circa 0,2%, ovvero su ritmi più coerenti con la crescita del PIL).

Ci sembra più a rischio l'evoluzione degli investimenti, per i quali stimiamo un ulteriore rallentamento nel 2020, a 0,6% dopo l'1,6% stimato per quest'anno. L' "anomalo" rimbalzo degli investimenti in macchinari visto nei dati di contabilità nazionale del 2° trimestre appare dovuto alla reintroduzione del super-ammortamento sui nuovi beni strumentali dopo la mancata proroga nella legge di bilancio 2019. In tal senso, la promessa del nuovo governo di confermare e possibilmente estendere gli incentivi del pacchetto "Industria 4.0" è di buon auspicio circa la tenuta della spesa in conto capitale delle aziende. Più in generale, la riduzione del rischio politico/fiscale/finanziario domestico ha *ceteris paribus* implicazioni positive per la propensione all'investimento delle imprese. Tuttavia, permangono come detto le incognite relative allo scenario internazionale, che pesano in particolar modo sull'industria. Proprio l'industria infatti è l'epicentro dell'attuale rallentamento del ciclo, essendo colpita da uno shock idiosincratico che ha gli effetti più significativi proprio nei Paesi dove più alto è il peso del settore manifatturiero ovvero Germania e Italia. La causa fondamentale di questo shock, oltre che processi strutturali di ricollocazione produttiva in alcuni comparti specifici (auto, chimica), risiede negli effetti (soprattutto in termini di incertezza) della cosiddetta "guerra tariffaria" sulle catene globali del valore e di conseguenza sul commercio mondiale, cui l'industria è particolarmente esposta (nello specifico, in Italia, l'espansione nei servizi non è sufficientemente robusta da più che compensare la debolezza nell'industria, con il risultato di una sostanziale stagnazione dell'economia nel complesso).

In sintesi, nel breve termine (a cavallo tra fine 2019 e inizio 2020) il miglioramento del quadro finanziario domestico e l'aumento dei rischi esogeni dovrebbero compensarsi, prolungando la fase di stagnazione del PIL. **Ci aspettiamo che l'economia torni a crescere, soprattutto nella componente degli investimenti (ed export), quando si saranno almeno in parte ridotte le incognite relative al commercio mondiale** (presumibilmente, a partire dal 2° trimestre 2020). Per completare il quadro prospettico relativo al prossimo anno, aggiungiamo che ci aspettiamo che il commercio estero torni a frenare la crescita, in un contesto di possibile rallentamento dell'export e viceversa di accelerazione per l'import. Infine, è atteso venire meno il freno dalle scorte, che potrebbero dare un apporto positivo dopo aver sottratto oltre un punto percentuale alla crescita del PIL nel 2019 (era accaduto in precedenza solo nel 2009 e 2012, due anni di grave recessione).

Tuttavia, l'economia resta in una fase di sostanziale stagnazione, che potrebbe anzi durare più del previsto

Rivediamo al ribasso la stima di crescita per il 2020, da 0,5% a 0,3%. Ci aspettiamo una tenuta dei consumi....

...e una frenata degli investimenti, visto che non appare ancora esaurita la correzione nell'industria

L'economia tornerà a crescere quando si attenuerà l'incertezza relativa al commercio internazionale

Come detto, sono le incognite ancora gravanti sullo scenario internazionale a rappresentare il maggiore rischio sullo scenario economico italiano nei prossimi mesi, il che ci induce a una certa cautela sull'evoluzione del ciclo (la nostra stima sul PIL 2020 è oggi inferiore al consenso). Abbiamo simulato gli effetti di tre possibili shock:

Effetti di alcuni shock esogeni
(tariffe, Brexit, petrolio)

- **Tariffe:** ribadiamo le nostre simulazioni di due possibili scenari nel modello *Oxford Economics Forecasting*: un primo scenario prevede che le misure restrittive restino confinate al fronte USA-Cina, con l'estensione dei dazi punitivi a tutto l'import americano da Pechino, seguita da analogo ritorsione da parte del gigante asiatico. Il secondo scenario prevede invece che la guerra commerciale si allarghi alla UE, con dazi punitivi del 25% su auto e componentistica a partire dal 1° trimestre 2020 (i dazi sulle auto colpirebbero, oltre ai Paesi UE, anche Giappone e Corea, ma non Canada e Messico). La rappresentazione sarebbe della stessa entità. Il risultato è che l'impatto del primo scenario sulla crescita del PIL italiano è relativamente modesto (inferiore al decimo di punto percentuale per tutto il triennio), mentre l'effetto negativo del secondo scenario è più tangibile, pari a due decimi di punto in media nel biennio 2020-21 (v. Fig.12). Le simulazioni non prevedono una risposta anti-ciclica da parte della politica fiscale o monetaria, in presenza della quale gli effetti negativi sarebbero evidentemente minori;
- **Brexit:** sempre nell'ipotesi di uno shock nel 1° trimestre 2020, anche in questo caso abbiamo simulato gli effetti di due possibili scenari (entrambi di *no-deal Brexit*): (a) **Uscita Disordinata:** modellato sulla falsariga dello scenario BoE *disruptive* del novembre 2018, che prevede una forte riduzione immediata dell'interscambio commerciale (20-30%), in larga misura permanente (-15% rispetto alla base dopo 5 anni), un deciso calo immediato del PIL UK (-3%), una svalutazione della sterlina (-5%) e violenti movimenti adattativi delle scorte; (b) **Uscita guidata,** ovvero facilitata da misure di mitigazione, che assume un miglior livello dei preparativi, sicché la contrazione iniziale dei flussi commerciali è più contenuta (-12%; impatto dopo 4 anni di -5%), così come il calo immediato del PIL UK (-0,6%; deviazione massima -2,2% dopo 2 anni), e la svalutazione della sterlina (immediata del -5%, ma poi riassorbita); ci sono movimenti adattativi delle scorte, ma meno violenti. Il risultato della simulazione (v. Figura 13) è significativo nel caso del primo scenario: l'effetto sul PIL italiano nel 2020 sarebbe pari a -0,8% (seguito da un +0,4% l'anno successivo); viceversa, nel *best case* gli effetti sono contenuti (-0,1% nel 2020, seguito da un +0,05% nel 2021). Verosimilmente, l'impatto effettivo sarà una sorta di media ponderata tra i due scenari, che però a nostro avviso sarà più vicina al *best case* che al *worst case*: come nota la *Bank of England* nella lettera inviata al Tesoro lo scorso 3 settembre, i preparativi in corso nel settore pubblico e privato ridimensionano i rischi di paralisi del commercio internazionale (e l'87% delle merci importate non sarà soggetto a dazi, secondo quanto annunciato dal governo nel marzo 2019); pertanto, la BoE riconosce che il *worst case* attuale sarebbe meno drammatico rispetto alle ipotesi di un anno fa (e, in base alle nostre simulazioni, decisamente più severo per l'UK che non per gli altri Paesi dell'Eurozona, al di fuori di quelli più esposti come Irlanda e Olanda);
- **Petrolio:** in base alle nostre simulazioni, lo shock in corso sul prezzo del petrolio (10 dollari in più sul profilo previsivo del *brent* a partire dal 3° trimestre 2019), se mantenuto per tutto l'orizzonte di previsione, e a parità di altri fattori, ha un impatto di -0,1% sul PIL e di +0,3% sul CPI nel 2020 (v. Figura 14). Ovviamente, in caso di movimenti compensativi del tasso di cambio, o di risposta in senso anti-ciclico della politica monetaria, l'impatto sarebbe inferiore. C'è anche da osservare che oggi l'economia è meno dipendente dal petrolio che in passato, dunque, visto che l'elasticità risultante dai modelli è calcolata sulla base dell'esperienza passata, l'impatto effettivo potrebbe essere inferiore a quello stimato.

Scenario Macroeconomico

Settembre 2019

Previsioni													
	2018	2019p	2020p	2018	2019				2020p				2021p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.0	0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
- t/t				-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
Consumi privati	0.6	0.4	0.5	0.3	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Investimenti fissi	3.2	1.6	0.6	0.2	0.7	1.9	-1.8	0.7	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2
Consumi pubblici	0.2	0.0	0.0	-0.2	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Esportazioni	1.4	3.1	1.7	1.3	0.3	1.0	0.8	-0.5	-0.3	0.6	0.5	0.4	0.6
Importazioni	1.8	1.2	2.4	1.2	-1.6	1.1	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-1.1	0.0	-0.3	-0.7	-0.3	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.5	2.6	2.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.2	-2.0	-2.3										
Debito pubblico (% PIL)	134.8	136.3	137.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.2	0.8	1.2	1.5	1.0	0.9	0.5	0.8	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
Produzione industriale (a/a)	0.5	-0.3	0.8	-2.5	-0.7	-1.1	-1.3	-0.1	-0.7	0.4	1.0	0.8	1.0
Disoccupazione (ILO, %)	10.6	10.1	10.2	10.6	10.4	10.0	9.9	10.0	10.1	10.2	10.2	10.1	10.1
Tasso a 10 anni (%)	2.59	1.77	0.65	3.29	2.71	2.42	1.29	0.64	0.58	0.55	0.64	0.82	0.99

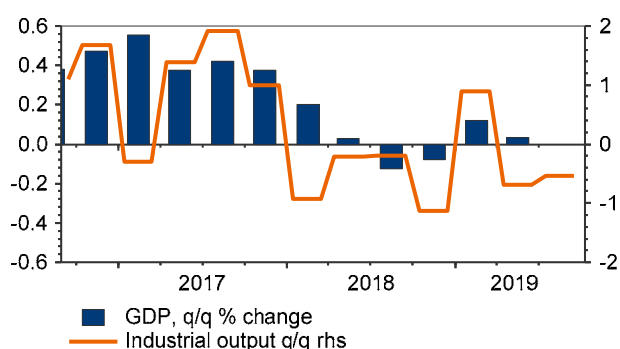
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – Aggiornamento delle stime sull'indebitamento netto della PA, 2019 e 2020 (dati in mld di euro, ove non indicato diversamente)

	2019 (stima governo)	2019 (nostra stima)	2020 (nostra stima)	
Effetti assestamento di bilancio 2019		7.6	8.4	7.5
- Maggiori entrate		6.2	6.2	3.8
- RdC e Quota 100		1.5	2.3	3.8
- Altro		-0.1	-0.1	-0.1
Effetti revisione stime di crescita		0.0	0.0	-0.9
Effetti revisione spesa per interessi		0.0	1.1	3.5
VARIAZIONE DEFICIT		7.6	9.4	10.0
Deficit programmatico DEF (% PIL)		-2.4	-2.4	-2.1
Nuovo deficit tendenziale (% PIL)		-1.9*	-2.0	-1.6

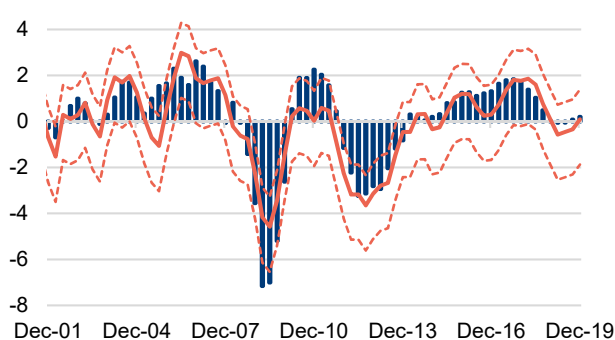
Nota: * mantenendo la crescita del PIL nominale programmatico prevista nel DEF. Fonte: elaborazioni e stima Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 1 – L'industria dovrebbe aver frenato l'attività economica anche nel 3° trimestre



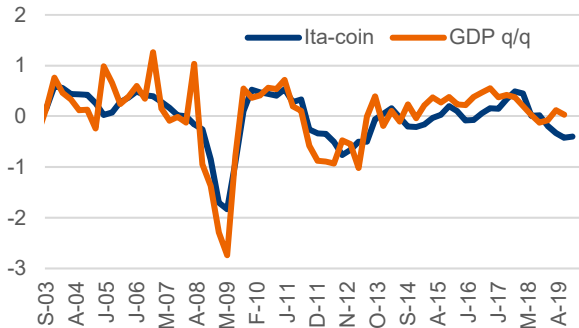
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Il livello degli indici anticipatori è coerente con il prosieguo della fase di sostanziale stagnazione del PIL, almeno nel breve termine



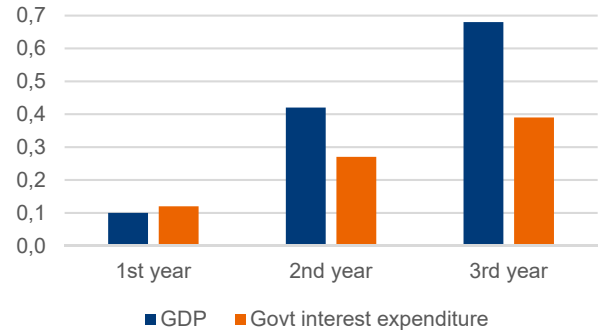
Nota: modello previsionale sulla variazione annua del PIL italiano sulla base degli indici PMI manifatturiero e servizi (intervalli di confidenza al 95%). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Markit

Fig. 3 – Anzi gli indicatori coincidenti segnalano rischi al ribasso sul PIL nel breve termine



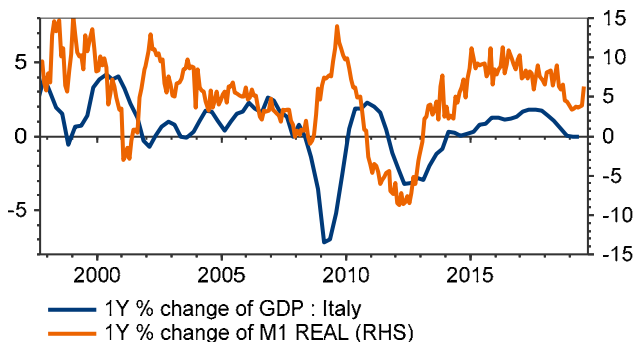
Fonte: Istat, Banca d'Italia

Fig. 4 – D'altronde, il calo dei tassi di interesse comporta, oltre a risparmi per lo Stato, anche una spinta alla crescita del PIL



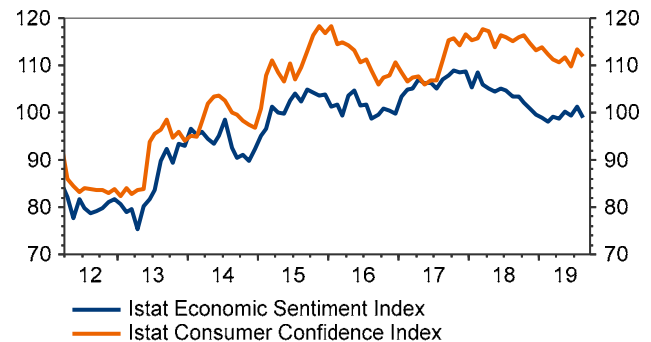
Nota: effetti cumulati di un calo di 100 punti-base dei rendimenti sui titoli di Stato a medio e lungo termine (circa in linea con quello registrato negli ultimi 6 mesi) sul PIL (deviazioni % rispetto al *baseline*) e sulla spesa per interessi della PA (in % del PIL).
Fonte: Banca d'Italia, MEF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La riaccelerazione degli aggregati monetari (la cui svolta ha sempre anticipato quella del ciclo) fa sperare in un ritorno alla crescita del PIL nel medio termine



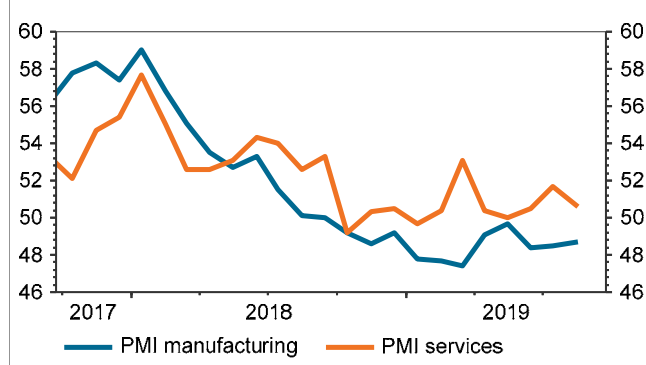
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – A nostro avviso, lo scenario presenta maggiori rischi dal lato delle imprese che da quello dei consumatori, come visibile da una maggiore resilienza del morale delle famiglie



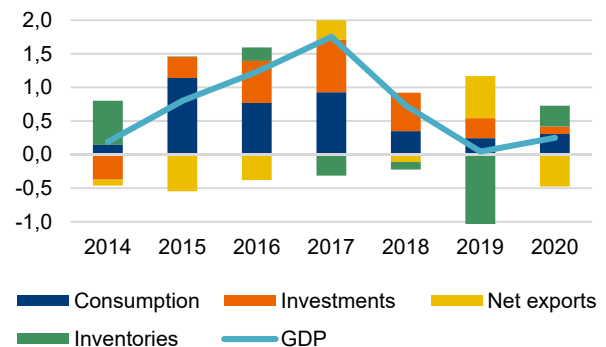
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Tra le imprese, permane una divergenza tra il settore manifatturiero (colpito da uno *shock* idiosincratico a livello globale) e i servizi



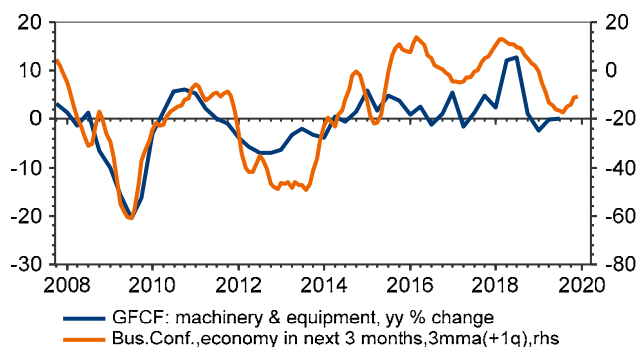
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Nel 2020 vediamo una tenuta dei consumi, una frenata degli investimenti e un contributo negativo dell'export netto, più che compensato dal venir meno del freno dalle scorte



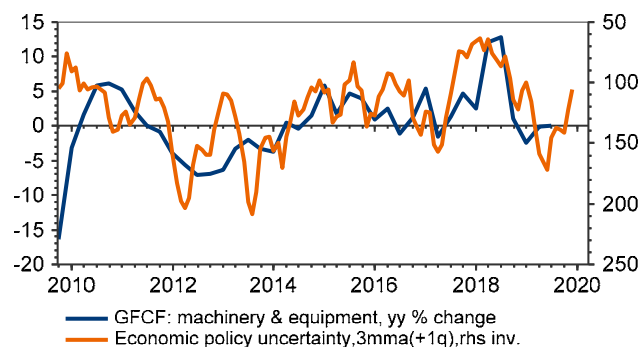
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue, dati annui. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Gli investimenti in macchinari potrebbero essere favoriti dal fatto che le aspettative delle imprese sull'economia sembrano aver superato il punto di minimo



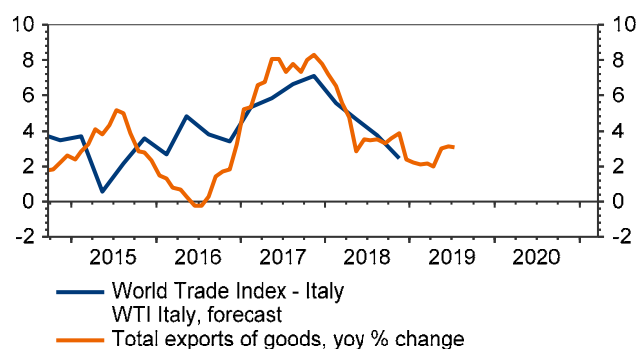
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Inoltre, il ridursi dell'incertezza sul fronte politico/fiscale/finanziario domestico potrebbe favorire la propensione a investire delle imprese



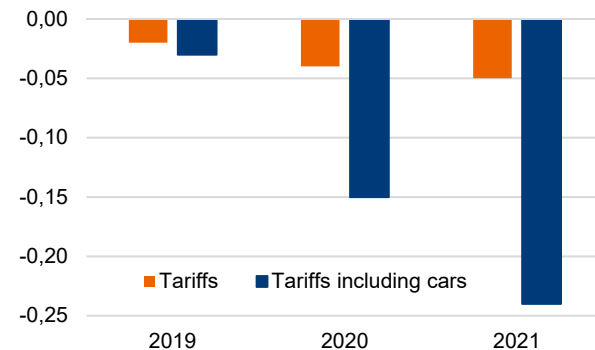
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Tuttavia, sugli investimenti e sull'export peserà il rallentamento in corso del commercio mondiale, frenato dalle incognite riguardanti la guerra tariffaria e Brexit



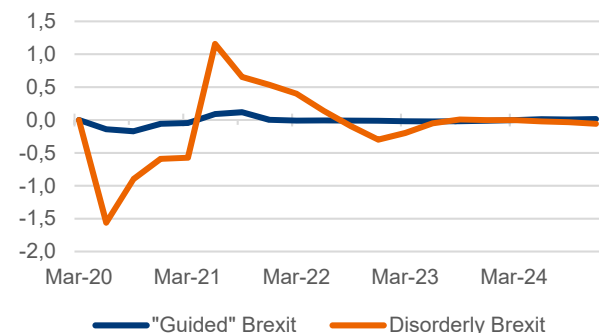
Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Impatto sul PIL italiano di una *escalation* della guerra sui dazi (scenario base con dazi USA-Cina e scenario peggiorativo con dazi estesi alle auto UE nel 1° trimestre 2020)



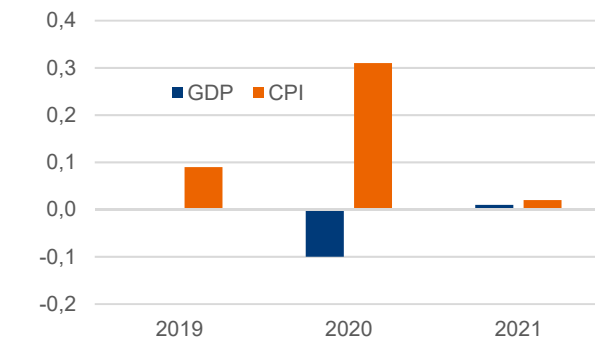
Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Impatto sul PIL italiano (var. % annua, deviazione da *baseline*) di due scenari di *no-deal Brexit* (uscita "disordinata" e "guidata" nel 1° trimestre 2020)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economic Forecasting

Fig. 14 – Impatto su PIL e CPI italiano (var. % annua, deviazione da *baseline*) di un aumento di 10 dollari del prezzo del Brent nel 3° trimestre 2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economic Forecasting

Spagna: la crescita rallenta, ma resta superiore alla media

Luca Mezzomo

I dati del terzo trimestre hanno dimostrato che **la crescita economica sta rallentando** ulteriormente anche in Spagna, tutt'altro che immune alle tendenze generali dell'Eurozona. Le indagini congiunturali e i primi dati di produzione industriale sono coerenti con una crescita trimestrale del PIL nel 3° trim. 2019 di 0,5% t/t, stesso valore di un secondo trimestre che era uscito più debole delle attese (v. figg. 1 e 2). Il rallentamento è più marcato per gli investimenti fissi che per i consumi, i quali restano sostenuti dalla buona dinamica del reddito reale: la crescita dell'occupazione dovrebbe rallentare a 0,5% t/t, ma resta comunque positiva, e la dinamica salariale è ora più elevata rispetto all'inflazione (fig. 9). Sul fronte della spesa in beni capitali, invece, malgrado le condizioni finanziarie accomodanti si registra un rallentamento delle costruzioni (fig. 6) e una sostanziale stagnazione degli investimenti in macchinari, che si sono contratti nel 2° trimestre (v. fig. 5).

Anche la Spagna fronteggia prospettive incerte sul fronte della domanda estera: l'andamento recente dell'export ha mostrato una apparente ripresa, più evidente nei dati tendenziali a causa di un effetto base, ma le imprese stanno segnalando che **gli ordini esteri sono deboli**. Comunque, nel 2019 le esportazioni nette dovrebbero contribuire positivamente alla crescita, sebbene di poco, e lo stesso ci attendiamo nel 2020, malgrado una crescita del PIL superiore a quella del resto dell'Eurozona.

Il 2019 si chiuderà probabilmente con una crescita di 2,2%, inferiore rispetto alle stime di inizio anno, ma uguale alla media attuale del consenso e alle previsioni del programma di stabilità presentato dal Governo in aprile. **Nel 2020 prevediamo una crescita in rallentamento ulteriore, a 1,7%** (appena meno della stima di consenso, che a settembre è invariata a 1,8%, e della proiezione del programma di stabilità, a 1,9%).

Nessuna novità sul fronte dell'inflazione. L'inflazione di fondo resta sotto l'1% a/a, mentre quella misurata sull'indice generale dei prezzi è calata a 0,3% a/a in agosto, ben sotto quella dell'Eurozona. **Ci attendiamo che l'inflazione resti molto bassa anche nel 2020**, pur risalendo dai minimi recenti.

La situazione politica resta in stallo. I negoziati per formare un governo sono falliti, obbligando il Re a sciogliere il parlamento e a indire **nuove elezioni il 10 novembre** (le quarte in quattro anni). Il sistema elettorale si sta rivelando inadeguato di fronte alla maggiore frammentazione del quadro politico, che non è più bipolare, e alla crescente personalizzazione dei partiti. Il leader socialista Sánchez spera che la nuova consultazione elettorale rafforzi la sua rappresentanza parlamentare. Al momento, i sondaggi gli danno ragione soltanto in parte. Il lieve calo di Cs e UP, però, significa che i numeri per formare un governo non miglioreranno di molto, e potrebbero anche rendere impossibile l'opzione PSOE-Cs che invece era praticabile dopo le ultime elezioni.

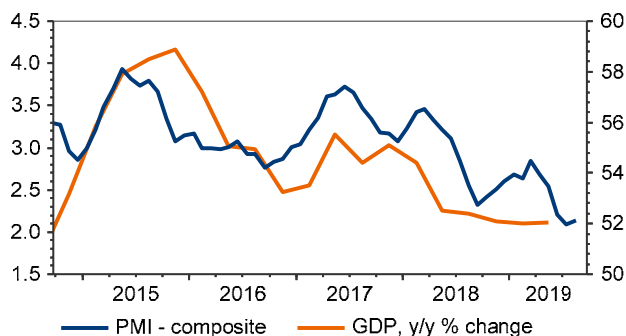
Sul fronte fiscale, malgrado l'impossibilità di formare un governo nella pienezza dei poteri, **il deficit è atteso in riduzione ulteriore nel 2020** verso 23-25 miliardi di euro, dai 27-28 previsti nel 2019 (circa 2,3% del PIL, sopra il target governativo del 2,0%), e dovrebbe quindi scendere finalmente sotto il 2% del PIL. In giugno, la Commissione Europea ha chiesto di effettuare una correzione strutturale di 0,65% del PIL nel 2020 per accelerare la riduzione del debito, che è in corso dal 2015. La dinamica dei rating è positiva, e i costi di rifinanziamento sono destinati a calare ancora nel 2020 grazie alle nuove misure annunciate dalla BCE a settembre.

La bilancia corrente dei pagamenti con l'estero rimane in attivo. Stimiamo che il surplus resterà positivo anche nel 2020, dopo lo 0,9% del PIL registrato nel 2018 e lo 0,6% previsto quest'anno. Ciò consentirà di continuare con il ribilanciamento della posizione netta con l'estero, che rimane una delle debolezze strutturali del paese, assieme all'elevato indebitamento del settore privato.

Previsioni	2018	2019p	2020p	2020p									
	2018	2019	2019	4	1	2	3	4	1	2	3	4	2021p
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.6	2.2	1.7	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
- t/t				0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	2.3	1.5	1.6	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Investimenti fissi	5.3	2.3	1.5	-0.2	1.4	-0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.4	0.3	0.5
Consumi pubblici	2.1	1.6	0.9	0.4	0.4	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Esportazioni	2.3	2.1	2.7	0.7	0.0	1.8	0.8	0.5	0.5	0.6	0.8	0.3	0.5
Importazioni	3.5	0.5	2.3	0.0	-0.3	1.0	0.8	-0.2	0.8	0.7	0.6	0.6	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	0.9	0.9	1.0										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.3	-2.0	-2.0										
Debito pubblico (% PIL)	97.1	96.3	95.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.7	0.9	1.3	1.8	1.1	1.1	0.6	0.9	1.2	1.3	1.4	1.3	1.4
Disoccupazione (ILO, %)	15.3	14.2	13.6	14.6	14.4	14.3	14.1	13.9	13.7	13.7	13.6	13.5	13.5

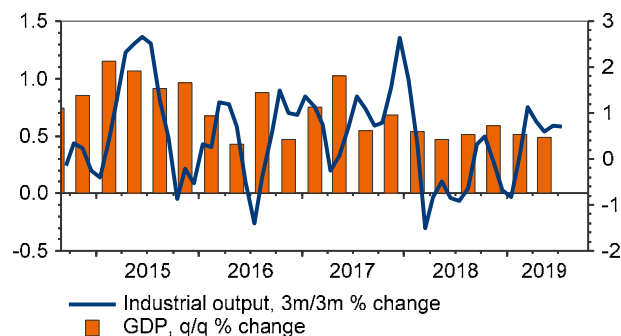
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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



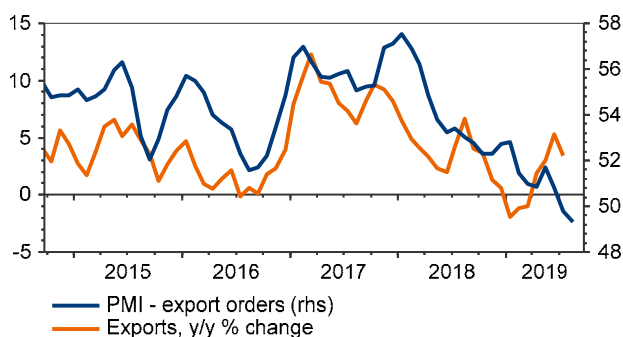
Nota: media mobile trimestrale per il PMI.
Fonte: IHS Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La produzione industriale resta coerente con una crescita del PIL intorno allo 0,5%



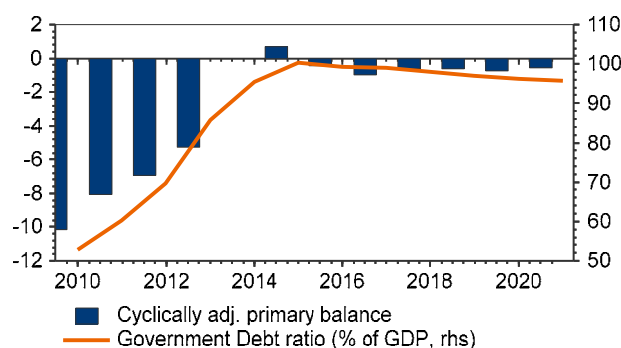
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



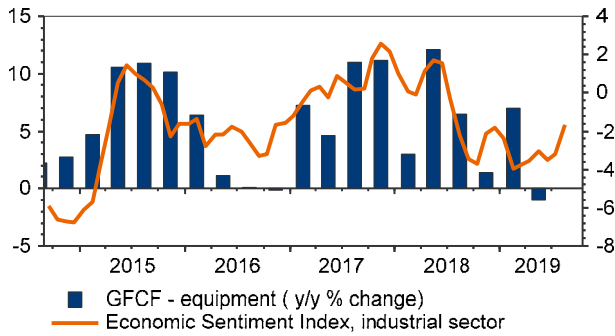
Nota: Medie mobili trimestrali.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE e IHS Markit

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



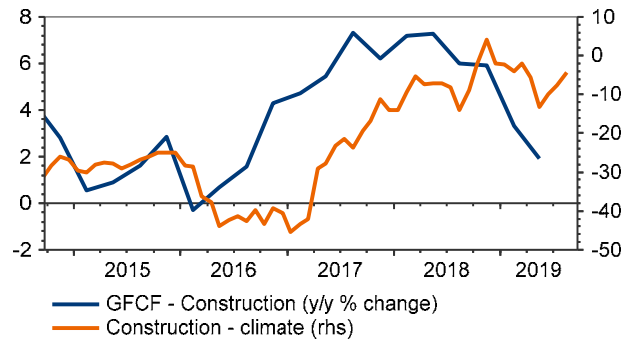
Fonte: Commissione Europea, AMECO

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



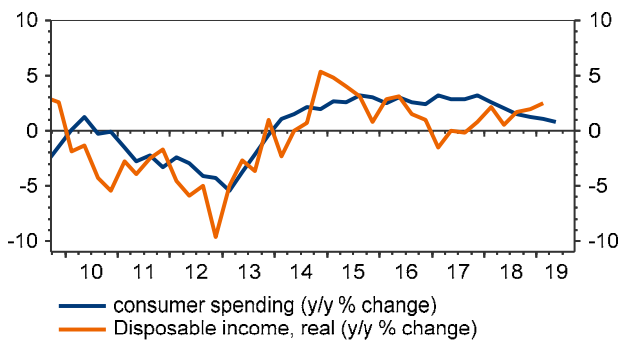
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Costruzioni: spesa in rallentamento dai picchi del 2018



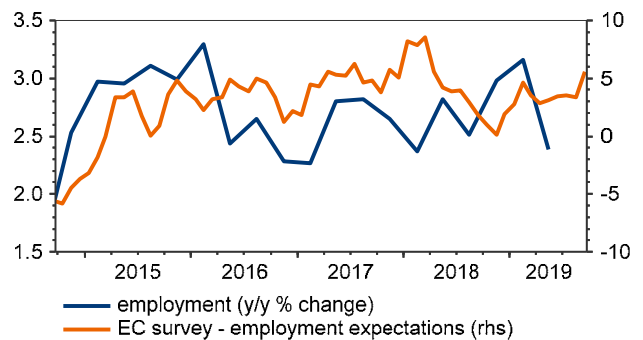
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Rallentano i consumi



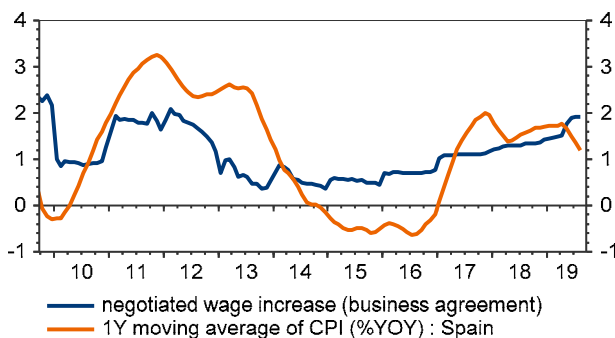
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Le indagini presso le imprese anticipano una riaccelerazione della dinamica occupazionale



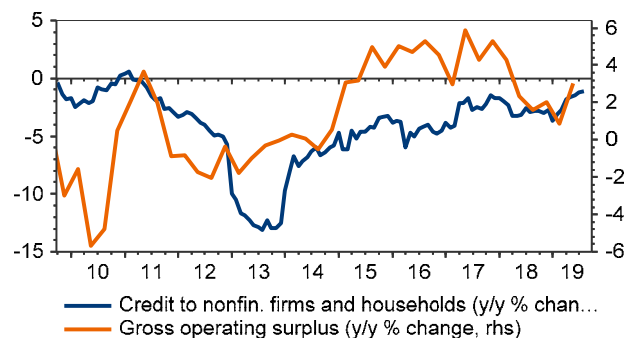
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Rinnovi salariali più generosi, ma appena in linea con l'inflazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Volume del credito ancora in riduzione. Peggiora la redditività delle imprese



Fonte: INE, BdE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: la domanda interna è resiliente; il canale estero meno

Nel secondo trimestre il **PIL** ha mantenuto la velocità di crociera del primo, avanzando di 0,5% t/t, uno dei migliori risultati tra i paesi dell'Eurozona, con la variazione annua solo in marginale rallentamento a 1,8% da 1,9% e una crescita acquisita per il 2019 a 1,6%. Il contributo principale è venuto in pari misura dalla domanda interna (+0,6) e dal canale estero (+0,6), mentre il decumulo delle scorte ha contribuito per -0,7. Per la restante parte dell'anno prevediamo un significativo rallentamento, attorno a 0,2%-0,3% t/t. In media annua il PIL è visto crescere dell'1,7% nel 2019 (un decimo in meno rispetto alla nostra precedente stima) e rallentare attorno all'1,1-1,2% nel 2020.

La **domanda interna** nel secondo trimestre è cresciuta grazie al balzo dei **consumi** (+0,8% t/t da +0,2% t/t) sostenuti dalle vendite di auto. Riteniamo tuttavia probabile una normalizzazione, attorno a 0,2-0,3% t/t, nel trimestre in corso e nel prossimo. Gli indicatori di fiducia delle famiglie rimangono su livelli espansivi, ma il trend è di rallentamento: il picco (secondo l'indice ESI) risale al 2018. I consumi interni rimangono il principale motore di crescita, grazie soprattutto a un mercato del lavoro che rimane eccezionalmente positivo, con la **disoccupazione** stabile al minimo storico del 3,4% nel secondo trimestre. Il tasso di occupazione risulta stabile, vicino al 69%, ma cala nuovamente il numero di ore lavorate (-1,8% t/t da -2,4% t/t). La **crescita dei salari** ha accelerato vigorosamente a luglio (+2,8% a/a) confermando il trend positivo del potere d'acquisto delle famiglie.

Gli **investimenti** hanno rallentato nel secondo trimestre a 1,7% t/t da 2,7% t/t, con i macchinari a 1,3% t/t da 3,5% t/t e il comparto residenziale stabile all'1,2% t/t. Gli indicatori ESI di fiducia economica mostrano una stabilizzazione del morale rispetto ai picchi di un anno fa, con il settore **manifatturiero** più dinamico rispetto alla media eurozona; anche nelle **costruzioni** il morale rimane positivo ma inferiore ai livelli dell'anno scorso, così come nei **servizi** e nel **commercio al dettaglio**. L'immagine complessiva punta a un uniforme rallentamento economico in linea con il potenziale. Prevediamo quindi una stabilizzazione della crescita degli investimenti nella restante parte dell'anno, anche se nel trimestre in corso potremmo registrare un balzo dovuto al confronto favorevole con lo stesso periodo dell'anno scorso: il trend rimane però di normalizzazione in un contesto di crescente incertezza commerciale che impatterà sugli investimenti delle aziende. Il minor vigore degli investimenti privati sarà però in parte compensato dagli investimenti pubblici nell'istruzione, difesa e stato sociale.

L'**export** ha registrato un balzo all'1,3% t/t nel secondo trimestre, da 0,6% t/t d'inizio anno, ma nei prossimi mesi prevediamo un indebolimento in linea con la turbolenza che sta coinvolgendo il commercio mondiale e con il conseguente rallentamento della crescita economica dei principali partner commerciali (Germania *in primis*). Le **esportazioni** sono attese rallentare sotto il 2% tra 2019 e 2020, dal 3,7% del 2018, mentre le **importazioni** sono viste al 2,4% quest'anno e al 2,0% il prossimo, dal 3,3% del 2018: complessivamente quindi il canale estero è atteso dare un contributo nullo alla crescita sia quest'anno sia il prossimo dopo il robusto +0,7% visto nel 2018. Il saldo di parte corrente è in calo dal 10,8% del PIL del 2018 al 9,5% di quest'anno.

L'**inflazione** ha accelerato ad agosto al 2,8% dal 2,5% di luglio, e rimane tra le più alte dell'eurozona. L'indice sottostante rimane saldamente sul 2%, il che suggerisce che la crescita salariale si stia trasmettendo ai prezzi finali. Pensiamo che l'inflazione possa raggiungere un picco attorno al 3% per poi rallentare a inizio 2020. In media annua vediamo i prezzi al consumo in aumento del 2,8% quest'anno (in termini armonizzati) dall'1,6% del 2018, mentre per il 2020 prevediamo un rallentamento verso il 2% sulla scia dell'effetto statistico sfavorevole dovuto agli aumenti IVA di quest'anno.

Guido Valerio Ceoloni

Nel secondo trimestre la crescita è rimasta solida, ma prevediamo un rallentamento nella fase finale dell'anno

Il balzo dei consumi nel secondo trimestre nasconde una normalizzazione in corso della spesa delle famiglie, il cui reddito disponibile rimane però più che solido

L'economia nel complesso è in fase di normalizzazione, ma rimane più dinamica rispetto alla media eurozona

Le esportazioni nette daranno un contributo nullo al PIL tra 2019 e 2020

L'inflazione sfiora il 3% ed è tra le più alte dell'Eurozona. Nel 2020 dovrebbe rallentare verso il 2%

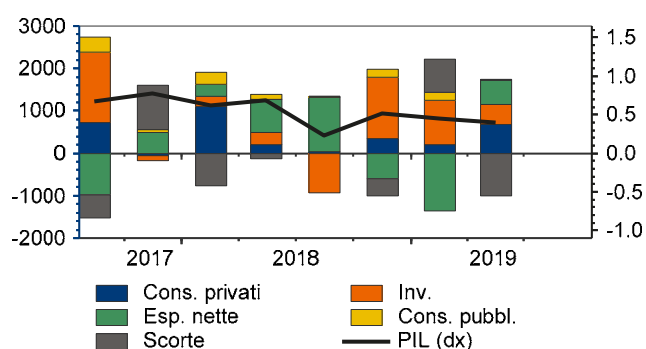
La **politica fiscale** rimarrà espansiva quest'anno a sostegno del reddito delle famiglie e degli utili aziendali senza particolari ripercussioni sui conti pubblici. I tagli alle tasse sulle persone fisiche e sulle imprese lasceranno l'avanzo primario attorno all'1,4% nel 2019 e all'1,0% nel 2020 (dopo l'1,5% del 2018). Il debito pubblico manterrà la sua traiettoria al ribasso attestandosi poco sotto il 50% quest'anno e sotto il 47% nel 2020 (dal 52,4% del 2018).

La manovra fiscale espansiva del terzo Governo Rutte non intaccherà i conti pubblici

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018				2019				2020p				2021p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.7	1.2	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3			
- t/t				0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4			
Consumi privati	2.3	1.5	1.4	0.4	0.2	0.8	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3			
Investimenti fissi	3.2	5.8	1.7	3.9	2.7	1.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4			
Consumi pubblici	1.6	1.0	1.0	0.4	0.4	-0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3			
Esportazioni	3.7	2.1	1.8	-1.2	0.6	1.3	0.4	0.2	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5			
Importazioni	3.2	2.4	2.0	-1.1	1.6	0.7	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6			
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.3	0.0	-0.2	0.4	-0.7	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1			
Partite correnti (% PIL)	10.8	10.0	9.7														
Deficit pubblico (% PIL)	1.4	0.8	0.9														
Debito pubblico (% PIL)	52.4	49.1	46.7														
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	2.8	2.1	1.8	2.5	2.7	3.1	2.9	2.2	2.1	1.8	2.3	2.5				

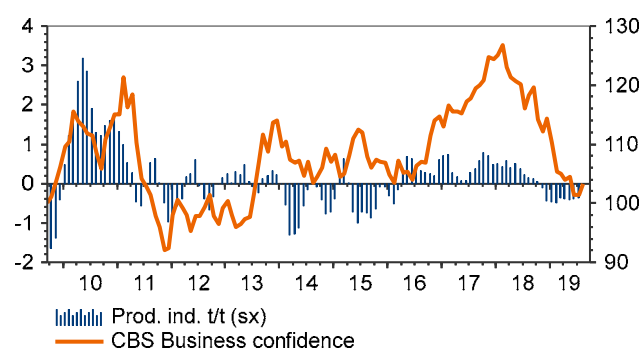
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - Contributi alla formazione del PIL



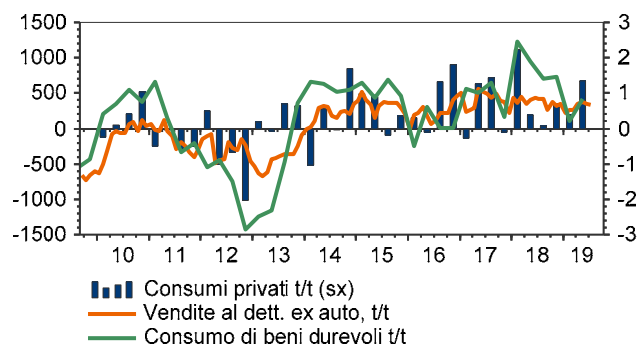
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - Fiducia economica e andamento del PIL



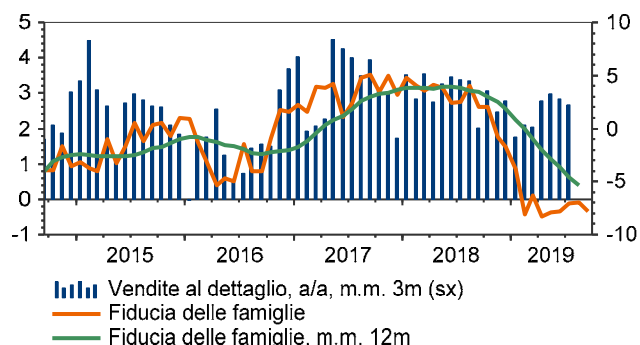
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



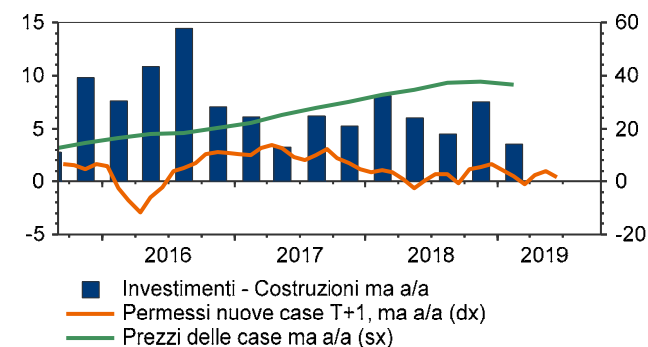
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



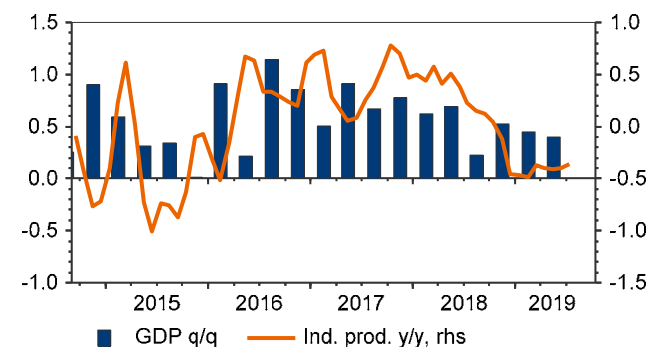
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



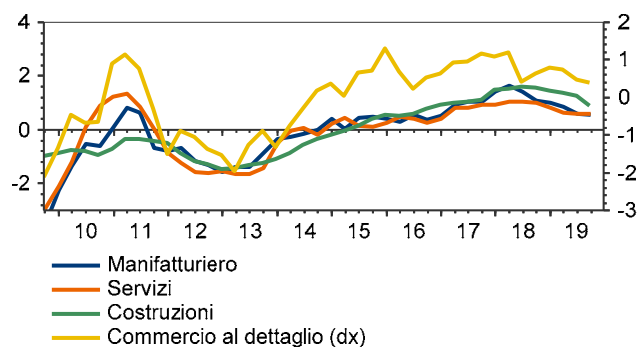
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



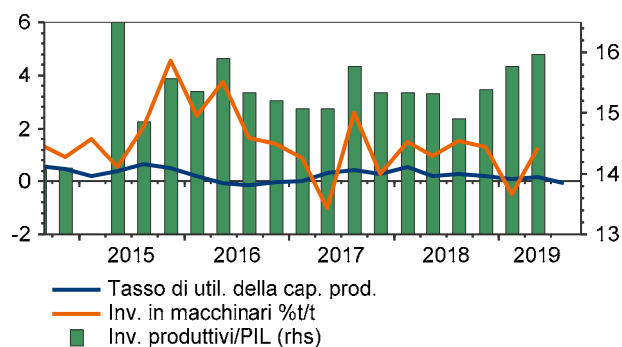
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



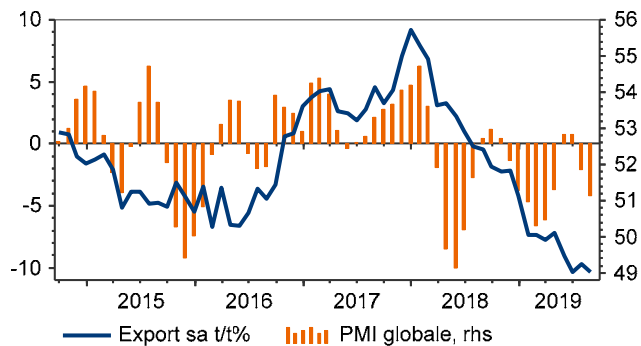
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



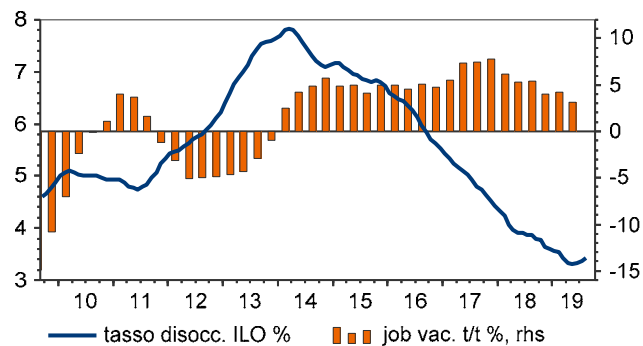
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Esportazioni e PMI globale



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Andamento della disoccupazione e *job vacancies*



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Asia

Giappone: impatto del rialzo dell'imposta sui consumi smorzato da contromisure fiscali

Giovanna Mossetti

L'economia giapponese è alla vigilia dello **shock fiscale** causato dal **rialzo dell'imposta sui consumi (IC) dall'8% al 10%, in vigore dal 1° ottobre**. Nelle tre occasioni di precedenti rialzi dell'IC (1989, 1997 e 2014), l'economia era entrata in recessione, ma lo scenario per il 2020 appare più tranquillizzante rispetto ai casi del passato. La diversa metodologia di attuazione del rialzo dell'IC e le "contromisure" fiscali annunciate dal Governo (v. sotto), sembrano avere evitato il forte anticipo di spese per beni durevoli che avevano preceduto le ampie contrazioni nel 1997 e nel 2014. Pertanto, la correzione successiva all'entrata in vigore dei nuovi coefficienti di imposta dovrebbe essere contenuta, sia come durata sia come entità. Sullo scenario giapponese, oltre alla restrizione fiscale, continua a pesare la debolezza del canale estero e l'incertezza sulla politica commerciale americana, che frenano la crescita degli investimenti e delle esportazioni. Fattori positivi sono invece l'aumento di spesa per le olimpiadi di Tokio del 2020 e il trend verso l'alto della partecipazione alla forza lavoro delle donne, delle coorti più anziane e dell'immigrazione.

La previsione per il resto del 2019 e per il 2020 rimane di crescita volatile, probabilmente negativa nel 4° trimestre, debole nel 1° trimestre 2020 e successivamente in graduale, modesta ripresa. Il PIL è visto in aumento dello **0,8% nel 2019, dello 0,2% nel 2020 e dello 0,9% nel 2021**. L'inflazione è in fase correttiva, con un potenziale ritorno vicino a zero per l'indice al netto degli alimentari freschi, escludendo l'impatto del rialzo dell'IC. La BoJ si mantiene sul sentiero espansivo in atto, e rimane aperta ad aumentare lo stimolo monetario, anche se i vincoli per ulteriore allentamento si fanno sempre più stringenti (v. sotto).

1. Il quadro macroeconomico è dominato dal rialzo dell'imposta sui consumi e dal freno del canale estero. La crescita del 2019-20 è influenzata dall'impatto del **rialzo dell'IC** previsto per il 1° ottobre, in una fase di debolezza del manifatturiero collegato al rallentamento della domanda globale. Il rialzo dell'IC a ottobre è uno shock negativo, ma l'entità della restrizione fiscale e le modalità di attuazione delle misure rendono probabile un effetto molto più contenuto rispetto alle esperienze negative del passato. L'aumento di entrate collegato al rialzo di 2pp dell'aliquota sarebbe pari a 5,6 tln di yen (era 8,2 tln nel 2014), ma, grazie alle misure di accompagnamento (esenzione di alimentari e altri beni di prima necessità, trasferimenti per eliminare le rette degli asili, supporto ai redditi dei pensionati, "bonus" per pagamenti digitali, bonus auto post-rialzo), l'effetto restrittivo netto è stimato in 2,2 tln, circa ¼ della restrizione attuata nel 1997 e nel 2014. Infatti, oltre ai bonus per i pagamenti digitali (con una minore entità dell'aumento dell'aliquota), il Governo ha annunciato incentivi fiscali per acquisti di beni durevoli (auto) dopo il rialzo dell'imposta, con l'obiettivo di limitare la volatilità dei consumi all'entrata in vigore del rialzo dell'IC.

I dati sui **consumi** al momento sembrano indicare un relativo successo delle misure. Al contrario degli episodi passati, non si sta registrando una corsa agli acquisti pre-rialzo, con l'implicazione che anche la correzione successiva potrebbe essere modesta (v. fig. 2). La mancata accelerazione dei consumi delle famiglie potrebbe essere causata dall'aumento di incertezza collegata ai rischi geopolitici, ma sembra probabile che la nuova modulazione, oltre che la minore entità, del rialzo dell'IC sia la principale spiegazione del trend moderato della spesa delle famiglie. Il **mercato del lavoro** rimane in una situazione di pieno impiego, con il tasso di disoccupazione al 2,2% a luglio, sui minimi dal 1992. La persistente moderazione della dinamica salariale, nonostante l'eccesso di domanda, è in parte da attribuire al continuo aumento della partecipazione, dovuto alla forza lavoro femminile e a quella delle coorti più anziane, oltre al rialzo dell'immigrazione grazie all'allentamento dei vincoli attuato nell'ultimo anno. La previsione per i consumi è di aumento nel 3° trimestre dello 0,5% t/t, seguito da una correzione di -1,6% t/t in autunno e da una ripresa successiva, con variazioni medie dello 0,3% t/t nel 2020. Su base annua i **consumi dovrebbero essere in crescita dello 0,6% nel 2019, stabili nel 2020 e in rialzo dello 0,8% nel 2021**.

Gli **investimenti non residenziali** sono su un sentiero debole da fine 2018 (v. figg. 1 e 4), in parte per via delle tensioni commerciali e dalla flessione delle esportazioni. Nel 2019, dopo il calo di inizio anno, la modesta ripresa del 2° e 3° trimestre dovrebbe essere seguita da una contrazione trimestrale, associata al rialzo dell'IC, con una variazione annua complessiva di 1,4%, spinto anche

dalla chiusura forte del 2018 (var. annua: 3,9%). La previsione per il **2020 è di crescita dello 0,8%**, sostenuta anche dalla spesa per le Olimpiadi.

Il **canale estero** è un freno alla crescita dal 2018 (v. fig. 5). Il calo delle esportazioni verso la Cina e il resto dell'Asia non è stato compensato dal rialzo dell'export verso gli USA e l'Europa anche se, da fine 2018, la quota delle esportazioni verso gli USA (20,4%, luglio 2019) è di nuovo superiore a quella verso la Cina (18,5%). Le esportazioni nette dovrebbero **contribuire negativamente alla crescita nel 2019 (-0,3pp) e riprendersi modestamente nel 2020 (+0,1pp)**.

L'**inflazione** non reagisce alla persistente espansione monetaria. Il graduale rallentamento visto nella parte centrale dell'anno (v. fig. 7) dovrebbe diventare più marcato in autunno per via del calo atteso delle tariffe della telefonia mobile, che dovrebbe portare la dinamica annua dei prezzi al netto degli alimentari freschi verso lo zero, al netto degli effetti del rialzo dell'IC. Fra fine 2019 e fine 2020, l'inflazione al netto degli alimentari freschi dovrebbe essere intorno allo 0,5% a/a.

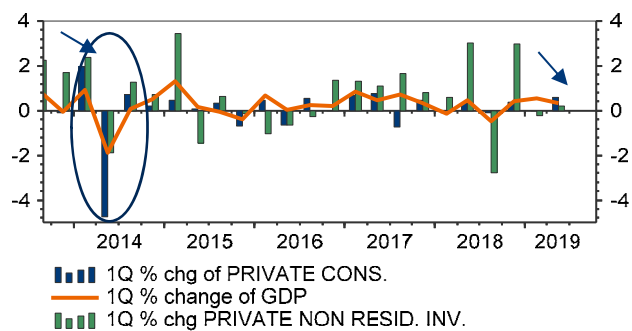
2. Politica fiscale: un mix di misure calibrato fra il breve e il medio termine. Il Governo prosegue con il mix di "rivitalizzazione economica" e di "consolidamento fiscale". L'obiettivo di alzare in modo strutturale le entrate, con l'aliquota dell'IC al 10%, è mitigato dall'esclusione di beni di prima necessità e, nel breve termine, da contromisure espansive (v. sopra). Dal lato della "rivitalizzazione economica", si mantiene il focus sull'offerta di lavoro e sull'obiettivo di tasso di fertilità a 1,8, con misure mirate ad aumentare la partecipazione, in particolare quella femminile. Il Governo mira a un saldo primario positivo dal 2025 (o di -0,8%, nello scenario base) e a ridurre il debito/PIL (v. fig. 10), attraverso la combinazione di riforma delle spese, aumento delle entrate e accelerazione della crescita potenziale. Nonostante la difficile congiuntura internazionale, la combinazione di misure fiscali dovrebbe contribuire a sostenere la domanda finale domestica, mantenendo una crescita moderata nel prossimo biennio.

3. Politica monetaria alla ricerca dello stimolo perduto. Le misure di stimolo monetario mirate a riportare l'inflazione al 2% restano inefficaci, ma hanno contribuito ad aumentare lo spazio fiscale attraverso la riduzione del servizio del debito e dei rischi di solvibilità (figg. 8 e 11). Dopo le dichiarazioni di Kuroda secondo cui una riduzione del tasso a breve è sempre un'opzione, la Banca centrale ha aperto a ulteriori limature segnalando a settembre che "esaminerà gli sviluppi di prezzi e attività alla prossima riunione", quando verranno aggiornate le previsioni per valutare se la spinta verso il 2% si è "persa" e se sarà necessario agire ancora. Per quanto riguarda il rendimento a 10 anni, il corridoio di +/-0,2pp intorno a zero è stato violato al ribasso diverse volte nell'ultimo mese. Anche se la BoJ sembra restia ad allargarlo ulteriormente, è possibile che in una delle prossime riunioni, forse a ottobre, si accetti un ampliamento a -0,3pp. Il ruolo della politica monetaria è sempre più limitato e dipendente dall'interazione con la politica fiscale, ma sull'orizzonte di previsione riteniamo che questo non sia un ostacolo al sentiero previsto di crescita moderata.

Previsioni	2018 2019p 2020p			2020p									
	2018	2019p	2020p	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.8	0.2	0.3	1.0	0.8	1.3	0.1	-0.2	-0.2	0.0	1.1	1.0
- trim/trim annualizzato				1.8	2.2	1.4	0.0	-3.2	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9
Consumi privati	0.4	0.6	0.0	1.5	0.0	2.5	2.0	-6.4	1.5	1.4	1.2	0.8	0.7
IFL - priv. non residenziali	3.9	1.4	0.7	12.4	-1.0	0.8	0.4	-2.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
IFL - priv. residenziali	-5.9	1.4	-1.5	5.5	3.1	0.3	-0.8	-4.7	-1.3	-0.7	-0.3	0.0	0.3
Investim. pubblici	-3.4	0.8	0.9	-4.5	6.1	7.2	1.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi pubblici	0.8	1.4	0.6	2.9	-0.4	4.9	-1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Esportazioni	3.4	-2.0	1.9	4.9	-7.6	-0.1	-1.5	1.6	2.8	2.8	2.8	2.8	3.0
Importazioni	3.3	-0.5	1.4	15.4	-16.0	7.0	6.9	-8.2	3.1	2.6	2.6	2.6	3.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.2	-0.1	0.3	0.3	-0.3	0.4	-0.9	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	3.5	3.2	3.0										
Deficit (% PIL)	-2.5	-2.8	-3.2										
Debito/PIL (% PIL)	224.2	223.2	223.4										
CPI (a/a)	1.0	0.6	0.7	0.8	0.3	0.8	0.3	1.2	0.7	0.7	1.2	0.4	0.4
Produzione Industriale	1.0	-1.7	-0.6	0.6	-1.1	-1.2	-0.9	-3.6	-1.5	-1.2	-0.7	1.1	1.6
Disoccupazione (%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	110.4	108.3	109.0	112.7	110.1	110.0	107.2	106.2	107.7	108.7	109.7	110.0	110.0

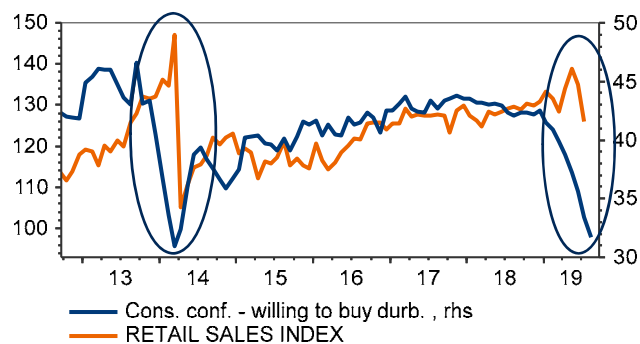
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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



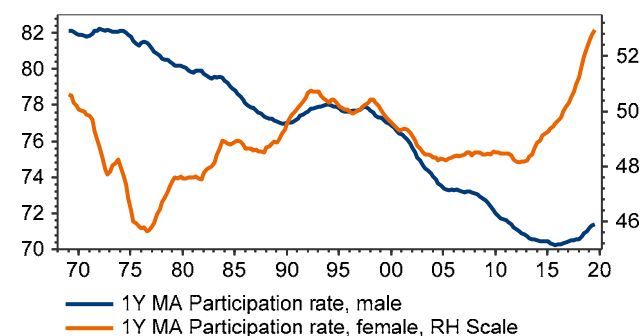
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - I consumi nel 2019 non hanno avuto l'impennata pre-rialzo dell'imposta vista nel 2014



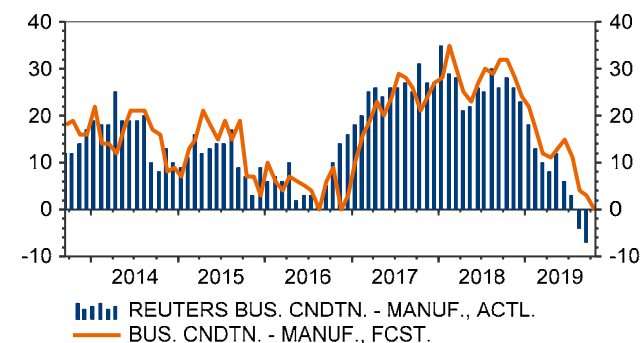
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - Eccesso di domanda sul mercato del lavoro mitigato da rialzo della partecipazione femminile e della coorte >65anni



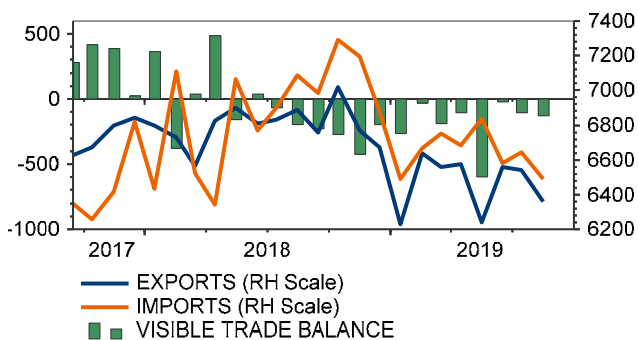
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 - Il settore manifatturiero è in contrazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - Canale estero: il trend negativo prosegue...



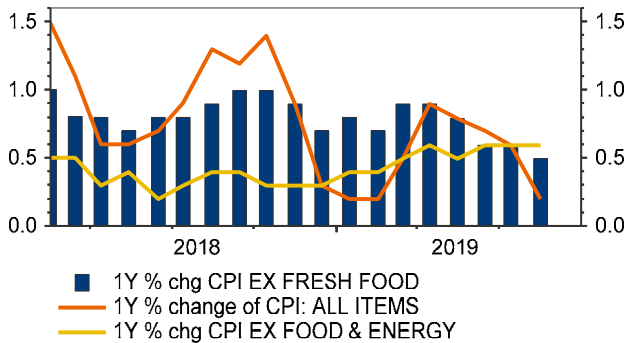
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - ...sulla scia della debolezza di Cina e Asia



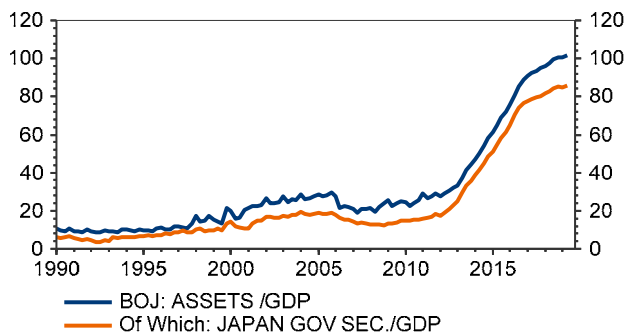
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 - L'inflazione è di nuovo in calo...



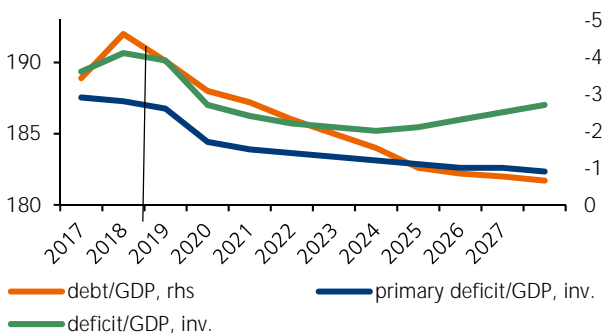
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - La politica fiscale fa progressi verso uno scenario di sostenibilità



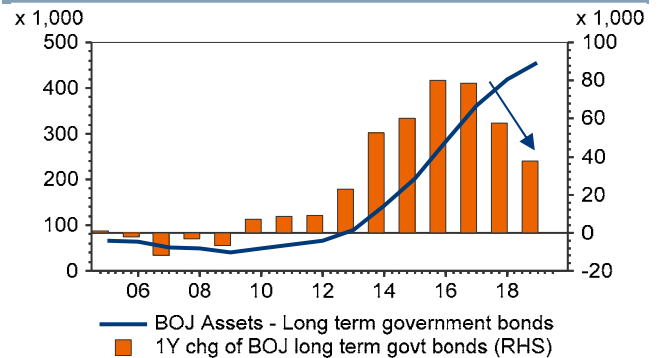
Fonte: Cabinet Office

Tab. 1 - ... e la BoJ continua a rivedere le previsioni verso il basso

	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)	0.7	1.0	0.8
forecasts April 2019	0.8	1.1	0.9
FY 2020 (July 2019)	0.9	1.4	1.3
forecasts April 2019	0.9	1.4	1.3
FY 2021 (July 2019)	1.1	1.6	
forecasts April 2019	1.2	1.6	

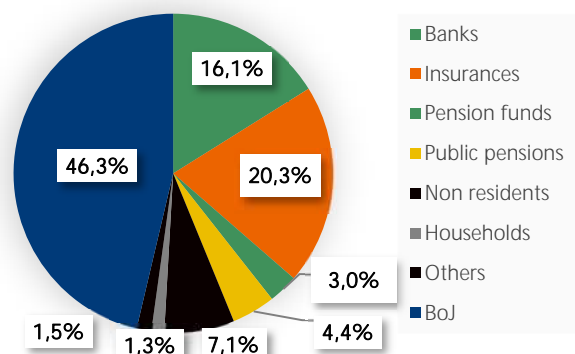
Fonte: BoJ, Outlook for Economic Activity and Prices, luglio 2019. La BoJ stima che l'effetto del rialzo dell'IC sia pari a un aumento di circa 0,5pp sull'inflazione *core* e che l'eliminazione delle rette scolastiche riduca l'inflazione di -0,3pp nell'a.f. 2019 e di -0,4pp nell'a.f. 2020

Fig. 9 - Gli acquisti annui di JGB sono in continuo calo rispetto all'obiettivo di "circa 80 tln"



Nota: dati in mld di yen. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 - La quota di JGB detenuta dalla BoJ è oltre il 46%



Nota: dati a fine dicembre 2018; totale JGB: 1028 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1125,4 tln di yen. I non residenti detengono il 69,5% dei T-bills. La vita media delle obbligazioni è 9 anni e 1 mese. Fonte: Ministry of Finance

Cina: incertezza in aumento ma lo stimolo monetario resta moderato

La crescita del PIL, dopo essere rimasta stabile a 6,4% a/a per due trimestri, è ulteriormente decelerata a 6,2% a/a nel 2° trimestre, spinta al ribasso dal rallentamento dell'industria che ha più che compensato la riaccelerazione del settore agricolo in presenza di una stabilità dei servizi. Dal lato della domanda, al rallentamento degli investimenti si somma quello dei consumi mentre la dinamica delle esportazioni, frenata dall'impatto dei dazi e dalla fiacchezza della domanda estera, resta ancora migliore di quella delle importazioni. Nel complesso i dati di luglio e agosto hanno segnalato un ulteriore rallentamento dell'attività economica, anche se non generalizzato. L'allentamento delle condizioni monetarie, non ancora concluso, e le misure a supporto dei consumi annunciate nelle scorse settimane dovrebbero comunque contribuire a mitigarne l'entità.

Silvia Guizzo

Le vendite al dettaglio hanno continuato a decelerare soprattutto nelle zone urbane ma le vendite di auto, pur rimanendo in contrazione, registrano un miglioramento rispetto ai minimi di maggio. Nonostante la decelerazione del valore aggiunto della produzione industriale, in agosto la produzione in volume dei maggiori metalli industriali è moderatamente accelerata e la produzione di semiconduttori e microcomputer ha continuato a migliorare. La dinamica degli investimenti fissi nominali è ulteriormente rallentata, spinta al ribasso dalla moderazione degli investimenti privati. Gli investimenti in infrastrutture sono invece lievemente riaccelerati (4,2% a/a in agosto vs 3,8% a/a in luglio) mentre quelli nel settore immobiliare hanno mantenuto un ritmo di crescita elevato (10,5% a/a) e solo di poco inferiore al mese precedente; la dinamica è stata simile per gli investimenti in edilizia residenziale. Il rallentamento della superficie residenziale venduta e dei cantieri continua però a puntare a una moderazione degli investimenti immobiliari nei prossimi trimestri. Su questo fronte, inoltre, le Autorità hanno ribadito nel corso dell'estate che "le abitazioni servono per viverci e non per specularci" e che un sostegno al mercato immobiliare non verrà utilizzato come misura di breve termine per stimolare l'economia. La PBOC ha dichiarato che aumenterà la vigilanza per evitare che il credito al consumo, i prodotti di gestione del risparmio o altri strumenti finanziari vengano impropriamente utilizzati per finanziare acquisti immobiliari, nonché rafforzerà il controllo nei confronti delle attività di finanziamento delle grandi società di sviluppo immobiliare e dei loro indici di solidità del bilancio.

La dinamica del commercio estero si è indebolita e la guerra commerciale tra USA e Cina si è ulteriormente intensificata nell'estate con l'annuncio di misure e contromisure da entrambe le parti per aumentare i dazi e coprire l'intero importo delle importazioni dai rispettivi paesi in due fasi, dal 1° settembre e dal 15 dicembre. La Cina si è comunque dichiarata disponibile a continuare le negoziazioni e i colloqui dovrebbero proseguire in ottobre. Il nostro scenario principale prevede che la situazione nella migliore delle ipotesi rimanga in un limbo, con prospettive ancora negative per la dinamica del commercio estero. L'evoluzione della disputa resta il fattore di maggiore incertezza sullo scenario della Cina e dell'economia mondiale.

L'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta stabile a 2,8% tra luglio e agosto. La dinamica resta determinata dall'aumento dei prezzi degli alimentari (10% a/a in agosto), in particolare dei prezzi della carne di maiale (46,7% a/a). L'inflazione al netto degli alimentari è invece scesa a 1,1% a/a in agosto da 1,3% in luglio, il minimo da giugno del 2016, e quella al netto di alimentari ed energia è scesa a 1,5% da 1,6% in luglio. I prezzi alla produzione sono scesi dello 0,8% a/a dopo il calo dello 0,3% registrato in luglio, spinti al ribasso sia dal calo dei prezzi delle materie prime sia da quello dei beni manufatti, inclusi i beni di consumo durevoli (-2% a/a in agosto). Confermiamo le nostre previsioni per l'inflazione a 2,6% nel 2019 e a 2,3% nel 2020.

La dinamica del credito rimane ancora negativamente influenzata dal rallentamento della componente non bancaria e dall'aumento dei crediti incagliati, in particolare delle banche rurali e più piccole. La PBOC ha effettuato un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (*required reserve ratio*, RRR) di 50pb per tutte le banche con effetto dal 16 settembre. In aggiunta, le banche commerciali delle città che operano solo all'interno delle rispettive province godranno di un ulteriore taglio del coefficiente di 100pb, che sarà implementato in due tranche da 50pb ciascuna,

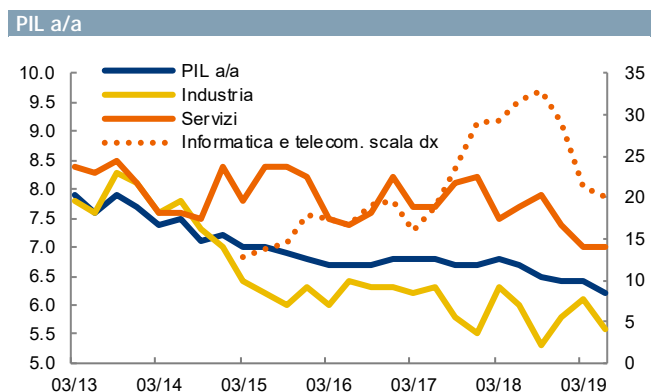
Il 15 ottobre e il 15 novembre. La PBOC ha ribadito la propria **contrarietà a uno stimolo monetario massiccio e generalizzato**, spiegando che il taglio del coefficiente è mirato soprattutto a garantire una sufficiente liquidità in particolare in vista delle scadenze fiscali di metà settembre, nonché a favorire una diminuzione del costo di finanziamento per le piccole e medie imprese, riconfermando che la politica monetaria rimarrà prudente secondo le indicazioni date anche dal Comitato per lo Sviluppo e la Stabilità Finanziaria e dal Consiglio di Stato. Entrambi avevano inoltre auspicato l'utilizzo di **ulteriori misure contro-cicliche e mirate** per supportare l'economia e un **maggior coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale**. La **recente ridefinizione** (dal 20 agosto) **del calcolo del prime rate sui prestiti** alla clientela (con uno spread sul tasso applicato nelle operazioni di rifinanziamento a lungo termine) e la sua **applicazione a tutti i nuovi prestiti**, inclusi i mutui, contribuirà al graduale superamento del sistema duale dei tassi d'interesse e all'abbandono progressivo dei tassi benchmark, migliorando il **meccanismo di trasmissione monetaria**, che al momento **rimane ancora debole**. Tra marzo del 2018 e la metà del 2019 il coefficiente di riserva obbligatoria è stato ridotto di 350pb per le grandi banche e di 550pb per le banche rurali ma, mentre i tassi a tre mesi sul mercato monetario sono scesi di ca. 180pb, il tasso medio applicato ai prestiti alla clientela è sceso solo di 30pb.

Dati i crescenti rischi al ribasso sullo scenario **ci aspettiamo che la PBOC** effettui un altro taglio del RRR (altri 100pb nel 2020), ricorrendo infine anche a **tagli dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento** per contrastare l'impatto negativo dei dazi sull'economia (25pb nel 2019, seguiti da altri 50pb nel 2020). Sul fronte della politica economica e fiscale il governo ha annunciato **a fine agosto ulteriori misure a sostegno dei consumi privati** (tra cui incentivi all'acquisto di auto elettriche ed esenzione dai dazi di alcuni prodotti) e di **ulteriore apertura del mercato agli investitori stranieri** (tra cui l'abolizione delle quote per gli investitori istituzionali qualificati e la designazione di sei nuove aree di libero scambio con ampliamento di quella di Shanghai). Sembra, inoltre, sempre più probabile un innalzamento della quota di emissioni speciali dei governi locali o un anticipo su quella del 2020 per fornire **supporto al finanziamento delle infrastrutture**. **Manteniamo pertanto invariato il nostro scenario**, che incorporava già l'aumento dei dazi annunciato poi nell'estate, **di rallentamento della crescita a 6,2% nel 2019 e a 5,9% nel 2020**.

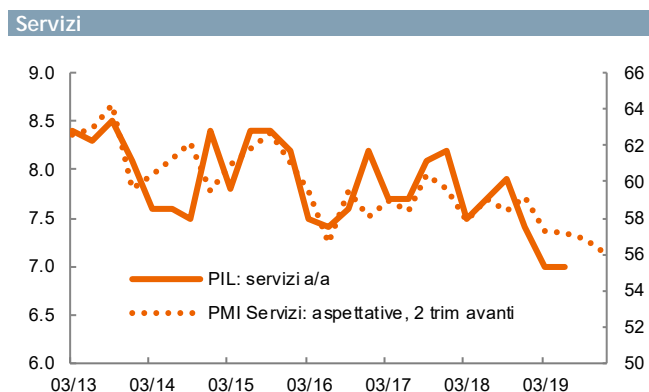
Il renminbi ha superato l'importante soglia psicologica di 7,0 contro dollaro a inizio agosto **con l'aggravarsi della disputa commerciale** ed è arrivato **a toccare 7,18**, con un deprezzamento complessivo del 7% rispetto ad aprile. La Banca centrale ha, in più occasioni, sottolineato la propria contrarietà ad una svalutazione competitiva del cambio pur ribadendo che esso sarà sempre più determinato dal mercato e quindi soggetto ad una maggiore volatilità. Il cambio potrebbe **toccare 7,30 a cavallo d'anno** in caso di stallo delle negoziazioni per poi tornare ad apprezzarsi nel 2020 in linea con l'attesa stabilizzazione del quadro economico e commerciale.

Previsioni	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIL (prezzi costanti)	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	5.9
Consumi privati	8.1	8.2	6.7	7.2	6.9	6.8
Consumi pubblici	7.7	9.7	8.9	16.3	5.5	6.2
Investimenti fissi	7.3	6.7	4.8	4.7	4.2	4.4
Esportazioni	0	1.9	6.8	4.3	0.3	0.9
Importazioni	0.7	3.3	7.7	6.5	-2.5	2.8
Produzione industriale	6.2	6.3	5.9	5.8	5.4	4.5
Inflazione (CPI)	1.4	2.0	1.5	2.1	2.6	2.3
Tasso di disoccupazione (%)	4.0	4.0	3.9	3.8	3.6	3.6
Salari medi	9.7	9.5	10	9.4	8.7	8.4
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	3.80	3.00	4.70	4.00	3.00	2.80
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.05	2.91	3.85	3.45	3.15	3.15
Cambio USD/CNY (media)	6.28	6.64	6.76	6.61	6.94	6.88
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1912	1335	1313	353	1182	778
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.8	1.8	1.6	0.4	1.2	0.7
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.4	-3.8	-3.7	-4.2	-4.5	-4.2
Debito Pubblico - Governo Centrale (% del PIL)	15.1	15.8	16.0	16.2	17.1	18.1

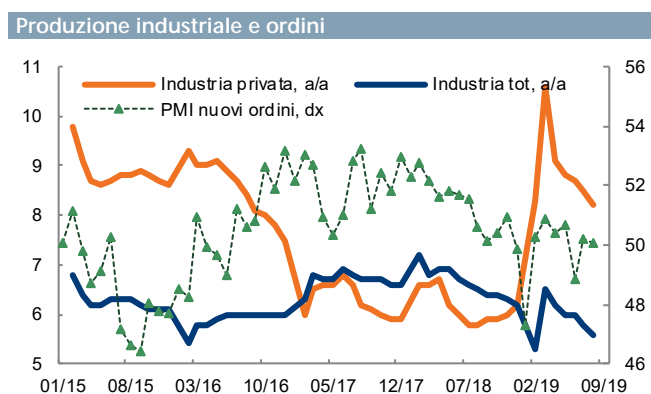
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo



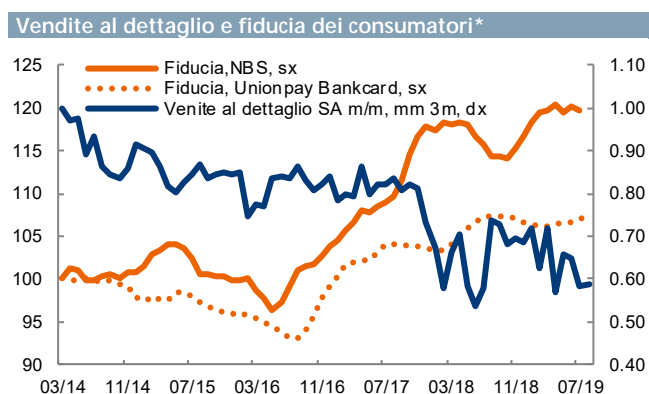
Fonte: CEIC



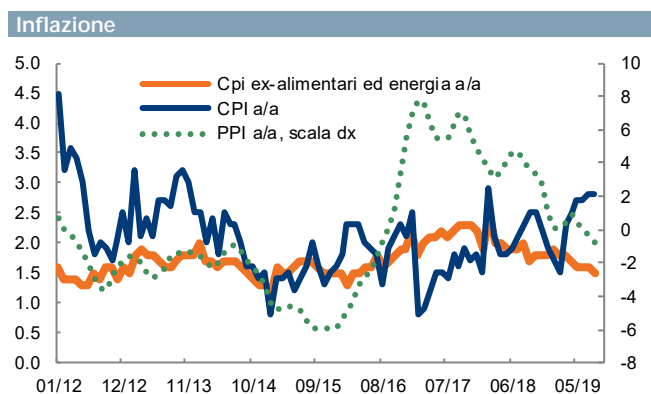
Fonte: CEIC; IHS Markit



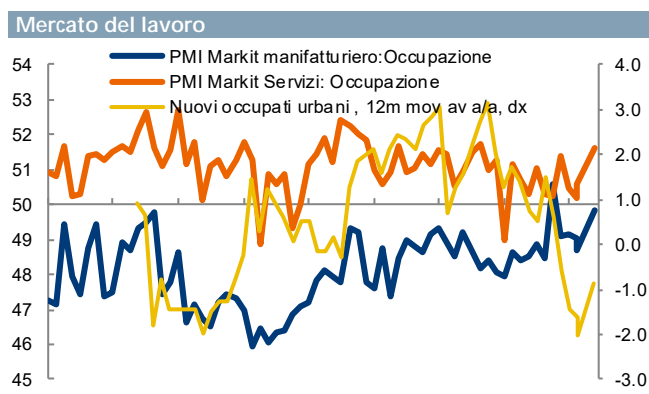
N.B. produzione industriale cumulata, var. a/a.
 Fonte: CEIC, IHS Markit



N.B. * medie mobili a 3 mesi ribasate (marzo 2014=100). Fonte: CEIC

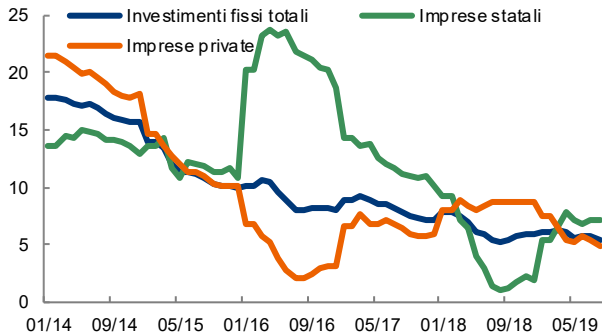


Fonte: CEIC



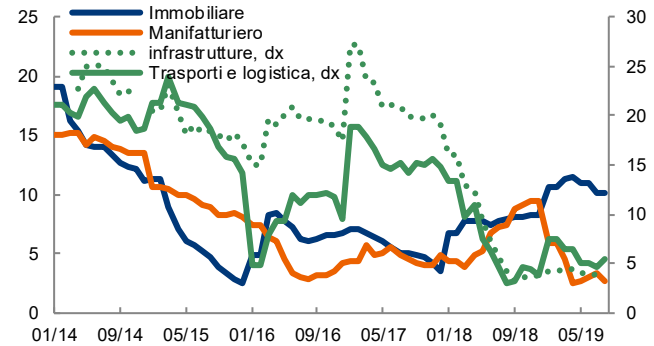
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti nominali per tipo di impresa a/a



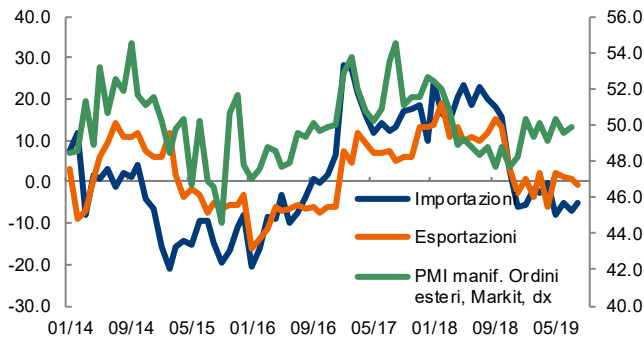
Fonte: CEIC

Investimenti nominali per settore a/a



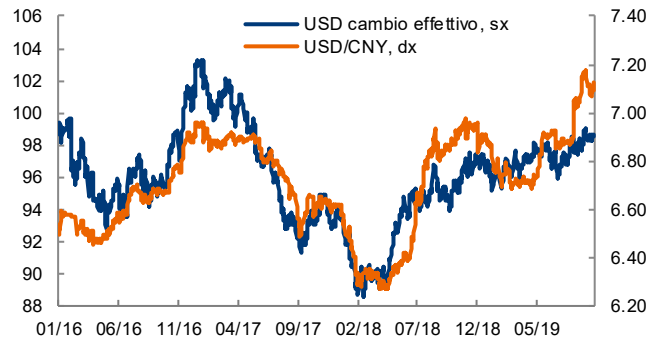
Fonte: CEIC

Commercio estero



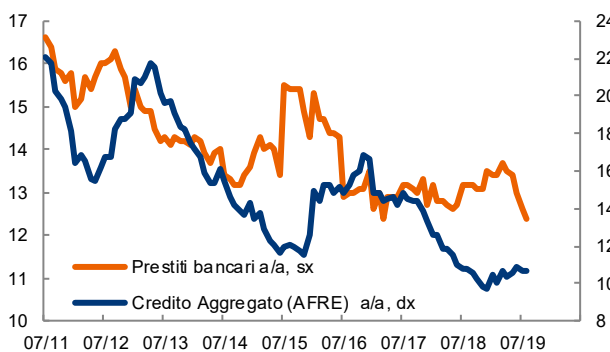
Nota: dati destagionalizzati. Fonte: CEIC, IHS Markit

Cambio



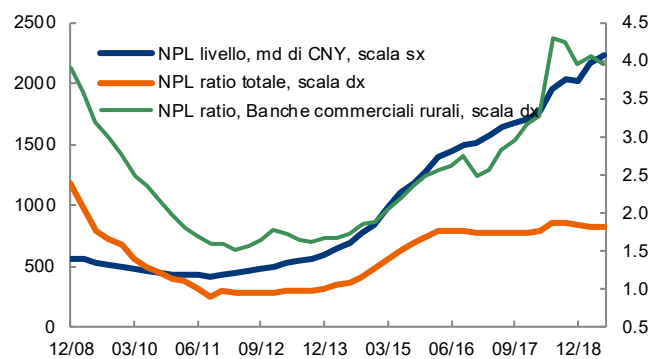
Fonte: Bloomberg

Credito aggregato



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Crediti incagliati



Fonte: Bloomberg

India: disincanto

Nel 2° trimestre **la crescita del PIL a 5% a/a** è stata **nettamente inferiore alle attese** (5,7%) e al 1° trimestre (5,8%), registrando il quinto trimestre di progressivo rallentamento dal picco dell'8,1% a/a nel 1° trimestre del 2018. La frenata dei consumi privati (a 3,1% a/a da 7,1% a/a nel 2° trimestre) ha sovrastato un modesto aumento degli investimenti e un contributo marginalmente positivo del canale estero. Dal lato dell'offerta la decelerazione ha riguardato sia il settore dei servizi sia il settore industriale, in particolare manifatturiero e delle costruzioni. Entrambi hanno sofferto del rallentamento del credito erogato dal settore non bancario, fattosi più marcato dal fallimento del colosso IL&FS nell'autunno del 2018. Sull'industria orientata all'export (tessile e abbigliamento, gioielleria), continua a pesare negativamente, inoltre, il rallentamento della domanda estera.

Silvia Guizzo

Sia l'indagine Dun & Bradstreet sia quella della RBI segnalano un **calo della fiducia delle imprese e un netto peggioramento delle aspettative sugli ordini** per il terzo trimestre, confermato dall'andamento delle componenti ordini dei PMI. Il miglioramento dell'indice PMI dei **servizi**, l'aumento delle sottoscrizioni a telefoni cellulari e l'aumento dei ricavi dai servizi turistici, dovrebbero contribuire a mantenere le prospettive del settore dei servizi migliori rispetto a quelle del **manifatturiero**. Nel 2° trimestre sia le esportazioni sia le importazioni hanno registrato un calo tendenziale che si è intensificato nel corso dell'estate, in maniera più marcata per le importazioni. Una debole riaccelerazione del credito, insieme al persistente rallentamento delle importazioni di macchinari e al calo della fiducia delle imprese, rendono inoltre **ancora limitate le prospettive di ripresa degli investimenti**. Il traffico passeggeri resta fiacco e le vendite di automobili rimangono in forte contrazione (-31% a/a in luglio), così come i veicoli a due e a tre ruote, prospettando ancora una decelerazione dei consumi sia nelle aree urbane sia in quelle rurali. L'indagine sulla **fiducia dei consumatori** rileva a luglio un maggiore pessimismo nella valutazione delle condizioni correnti e un calo delle aspettative e delle intenzioni di spesa tra un anno. Il ritardo del monzone estivo ha causato poi una riduzione dei terreni seminati tanto che il CMIE (Center for Monitoring India Economy) stima una produzione agricola dal raccolto autunnale (*Kharif crop*) in calo rispetto all'anno scorso, con un impatto negativo sulla performance del **settore agricolo** che potrebbe tradursi in minori redditi delle famiglie rurali.

Le indicazioni dei dati mensili per il 3° trimestre restano quindi ancora deboli sia sul fronte dei consumi sia su quello degli investimenti. L'attesa ripresa nella seconda parte dell'anno si annuncia dunque più lenta di quanto ci aspettavamo. Questi fattori, insieme al netto rallentamento nel secondo trimestre, ci inducono a **rivedere al ribasso le previsioni di crescita del PIL per il 2019 da un precedente 6,8% a 5,8% a/a**. Gli effetti dei tagli dei tassi (110pb da inizio anno) e di un ulteriore allentamento della politica monetaria, nonché le misure specifiche a favore delle imprese, dovrebbero favorire una ripresa degli investimenti e successivamente dei consumi e permettere una riaccelerazione della crescita a **6,8% a/a nel 2020**, rivisto al ribasso da un precedente 7,1%. I risvolti delle problematiche del settore finanziario non bancario sulla dinamica di consumi e investimenti, i crescenti tentativi di ingerenza del governo nella gestione della politica monetaria e le modalità discutibili della recente revoca dello statuto speciale allo stato del Jammu& Kashmir giustificano una **revisione delle prospettive di lungo termine** del Paese rispetto alle attese molto positive di qualche anno fa che incorporavano previsioni di crescita stabili nell'intervallo 7-8%.

Il governo ha approvato **bilancio pubblico per l'AF 2019-20** fissando un **target** per il rapporto **deficit/PIL a 3,3% rispetto** al 3,4% effettivo per l'AF2018-19. Il bilancio è sostanzialmente in linea con quello provvisorio approvato prime delle elezioni per quanto riguarda l'allocazione delle spese che resta concentrata su agricoltura, sviluppo delle zone rurali, infrastrutture di trasporto (in particolare autostrade e ferrovie) e istruzione. Le misure inserite sono generalmente volte a **migliorare il clima imprenditoriale e rassicurare gli investitori stranieri più che a sostenere i consumi**, con una visione generale di più lungo termine. Alcune misure, volte a favorire il

programma "Make in India", potrebbero far lievitare i costi di produzione e operativi nel breve termine nonché pesare negativamente sui consumi. L'ipotesi di aumento delle entrate appare quantomeno ambiziosa, vista sia la dinamica del passato delle entrate non fiscali sia le attese di rallentamento dell'economia. **Non escludiamo quindi un lieve sfioramento del deficit.**

Il governo ha poi approvato altre importanti misure a sostegno del settore finanziario, pressato dai crediti incagliati delle banche pubbliche e dalla crisi di liquidità del settore finanziario non bancario. È stato annunciato un **programma di consolidamento delle banche pubbliche** (Public Sector Undertakings, PSU) di ampio respiro, che prevede la riduzione del loro numero da 27 a 12 attraverso 4 maggiori fusioni di 10 banche più piccole, e a questo scopo prevede un'immissione di capitale di INR 553 miliardi dei 700 pianificati a bilancio. Il governo ha poi previsto misure specifiche per **migliorare la governance delle banche pubbliche**, un rafforzamento dei poteri di controllo della Banca centrale sulle imprese finanziarie non bancarie (Non bank Financial Corporations, NBFC) e una sua estensione al settore dei finanziamenti per le abitazioni.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo è salita molto lentamente dal 3% di aprile e maggio a 3,2% a/a in agosto, principalmente a causa della riaccelerazione dell'inflazione nel comparto degli alimentari. La stabilità dell'inflazione *core* (al di sotto del 5% da aprile) e le aspettative d'inflazione dell'indagine della RBI in calo non segnalano pressioni da domanda. Rivediamo **le previsioni d'inflazione per il 2019 da un precedente 3,3% a 3,1% a/a con un aumento a 4,1% a/a nel 2020.**

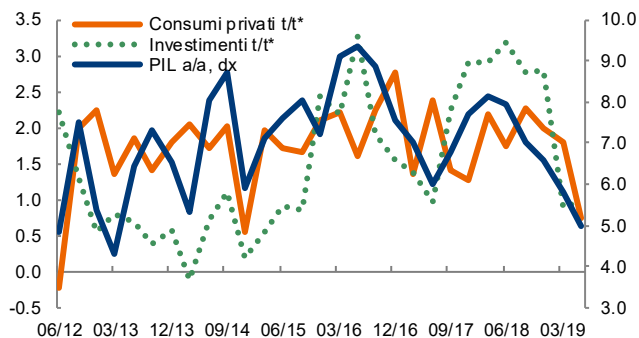
La Banca centrale ha **abbassato i tassi di 35pb al meeting del 7 agosto** portando il tasso repo da 5,75% a 5,40%. Il taglio, di inusuale importo, segue altri 4 tagli da 25pb ciascuno nella prima metà dell'anno. La RBI ha lasciato l'orientamento accomodante ribadendo che la dinamica contenuta dell'inflazione lascia spazio ad un ulteriore allentamento monetario per chiudere l'output gap negativo. **Ci aspettiamo** che il rallentamento economico induca la RBI ad effettuare **un altro taglio di 15pb al meeting di ottobre** (che aggiunto ai 35pb di agosto porterebbe il tasso repo a 5,25%) seguito da un altro taglio di **25pb tra dicembre e febbraio** per poi fermarsi.

La **rupia** si è stabilizzata in area 68 contro dollaro in luglio per poi tornare a deprezzarsi in agosto fino a un massimo di 72,4 nei primi giorni di settembre. Il cambio ha risentito negativamente sia delle proposte, contenute nel budget, di tassazione dei capitali stranieri - poi decadute - sia dell'inaspettata mossa del governo sul territorio del Kashmir nonché dell'inasprimento della disputa commerciale Cina-USA. Un ulteriore allentamento della politica monetaria e la debolezza del quadro economico manterranno la rupia **sotto pressione in area 71-73 fino a fine anno**. Il cambio dovrebbe poi ritornare in un sentiero di apprezzamento nel corso del 2020 in linea con la riaccelerazione della crescita economica.

Previsioni	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIL (prezzi costanti)	7.5	8.7	6.9	7.4	5.8	6.8
Consumi privati	7.7	9.1	6.6	8.5	5.2	7.4
Consumi pubblici	4.2	4.2	13.7	10.7	11	7.6
Investimenti fissi	4.8	9.2	7.7	12.2	5.3	7.4
Esportazioni	-6.2	2.5	5.8	10.6	4.2	5.4
Importazioni	-5.8	1.6	15.5	16.1	3.9	5.8
Produzione industriale	2.5	5.2	3.5	5.2	2.7	6
Inflazione (CPI)	4.9	4.9	3.3	3.9	3.1	4.1
Tasso di disoccupazione (%)	4.5	5.2	5.5	5.6	5.5	5.5
Salari medi	11.9	14.3	9.8	11.8	7.1	8.4
Mibor 3 mesi (media) (%)	8.00	7.20	6.50	7.30	6.90	5.50
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	7.80	7.20	6.70	7.70	7.00	6.30
Cambio USD/INR (media)	64.15	67.2	65.11	68.40	70.77	69.34
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-1451	-815	-2528	-4511	-3432	-4514
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.1	-0.5	-1.5	-2.4	-1.7	-2.1
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.4	-3.6	-3.9	-3.6	-3.2	-3.5
Debito Pubblico - Governo Centrale (% del PIL)	47.1	46.9	45.5	44.9	46.2	46.4

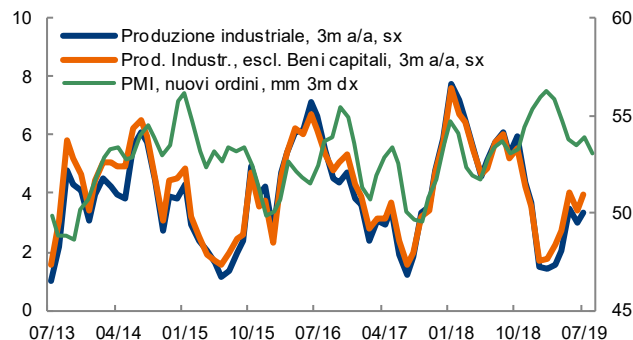
Nota: variazioni % sul periodo precedente, salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

PIL e componenti



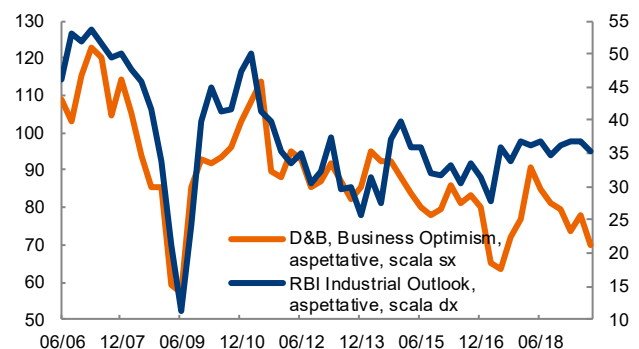
* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Produzione industriale



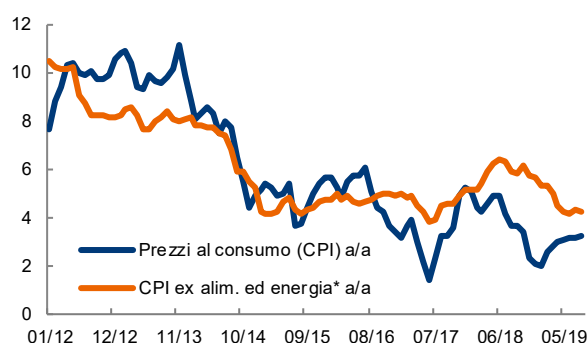
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

Fiducia delle imprese



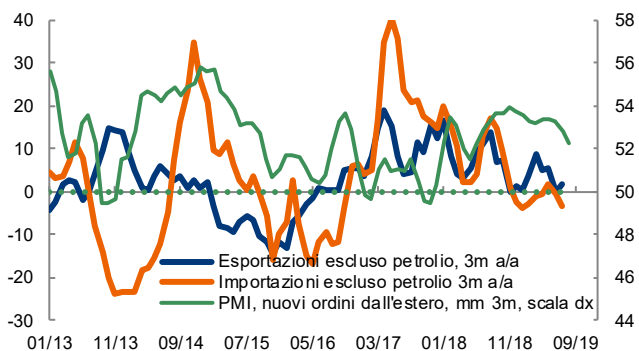
Fonte: CEIC

Inflazione



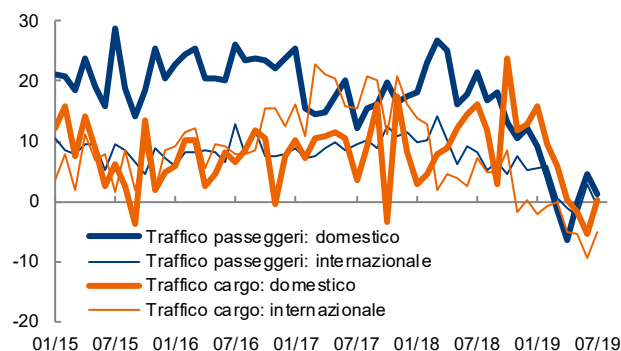
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Commercio estero



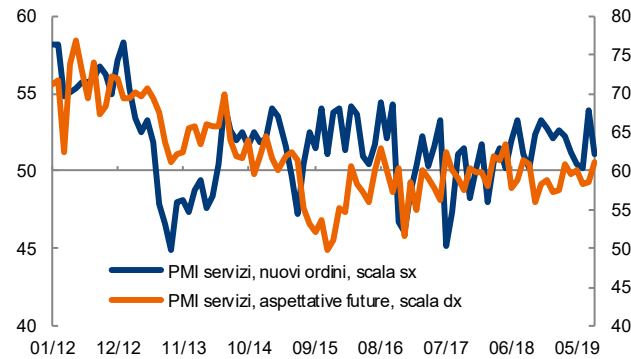
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico passeggeri e cargo



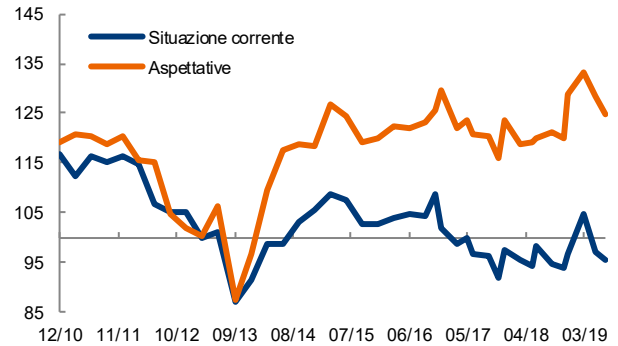
Fonte: CEIC

Servizi



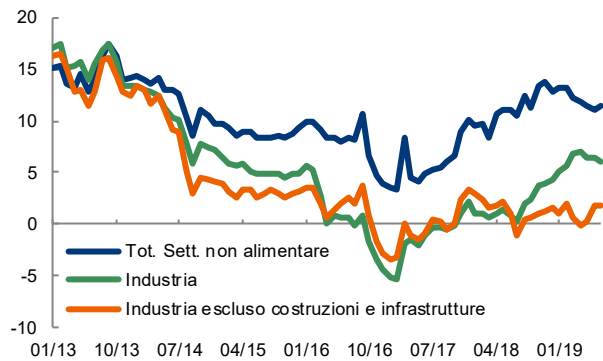
Fonte: Markit

Fiducia dei consumatori



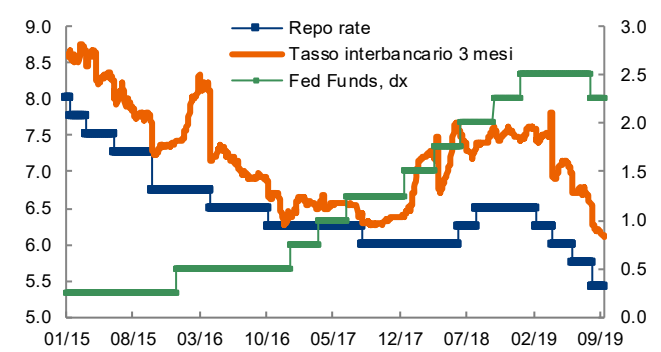
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



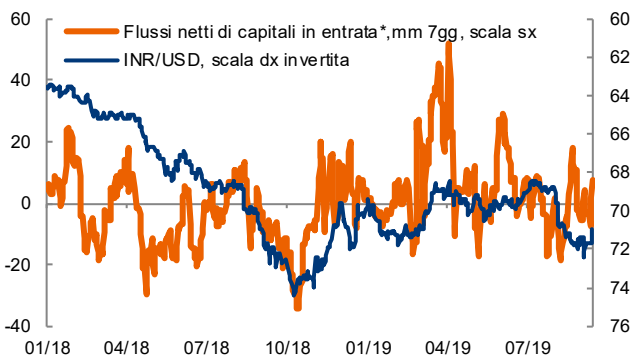
Fonte: CEIC

Tassi ufficiali e mercato monetario



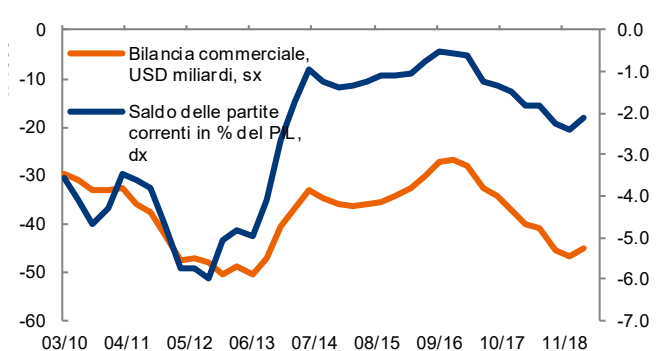
Fonte: CEIC

Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio



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

Partite correnti (media mobile 4 trimestri)



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercati valutari: favorite le valute dove è maggiore l'efficacia marginale della politica monetaria

USD – Guerra dei dazi sfavorevole al dollaro, ulteriore stimolo monetario non necessariamente.

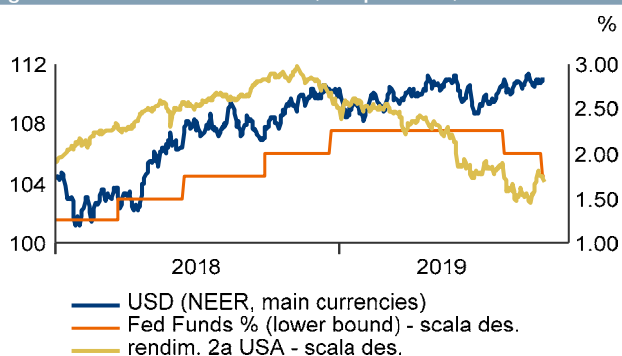
Asmara Jamaleh

Il dollaro è andato apprezzandosi nel corso di quest'anno, ma ad un ritmo piuttosto blando, e l'entità complessiva del rafforzamento è stata limitata (Fig. 1). La combinazione di fondamentali robusti dell'economia USA e di tassi d'interesse elevati (nel confronto relativo: i più alti tra i paesi industrializzati) ha favorito il mantenimento del *trend* ascendente, già in atto dall'anno scorso. A rallentare invece il *trend* hanno contribuito il rallentamento internazionale, i rischi derivanti dal peggioramento dei flussi commerciali a causa della guerra dei dazi USA-Cina e il conseguente calo dei tassi/rendimenti statunitensi con formazione di aspettative di taglio dei tassi, cui la Fed ha dato seguito con i tagli di luglio e settembre (attuale intervallo obiettivo dei Fed Funds a 1,75%-2,00%).

Le premesse per i prossimi mesi sono simili: **quadro dell'economia USA complessivamente positivo, ma con rischi verso il basso derivanti principalmente da fattori esterni – rallentamento globale e incertezza sulle politiche commerciali** – e con la possibilità di ulteriore stimolo da parte della Fed. In realtà su questo vi è una spaccatura netta all'interno del *board*, quasi equamente diviso in tre gruppi a favore di un taglio, di un rialzo e di tassi fermi. L'incertezza generata da tale situazione potrebbe essere interpretata negativamente per il dollaro, ma in questo caso l'indecisione del *board* potrebbe semmai prestarsi a un'interpretazione favorevole, perché il fatto che l'indecisione non sia solo tra un taglio e tassi fermi, ma contempli addirittura l'ipotesi di un rialzo (già entro fine anno) conferma che complessivamente la valutazione della Fed sull'economia USA è positiva.

Tale scenario dovrebbe quindi favorire un **consolidamento o se non altro almeno una tendenziale stabilizzazione del dollaro**, che tecnicamente rappresenterebbe il seguito "naturale" dell'attenuazione del trend rialzista osservata in corso d'anno.

Fig. 1 – Nel 2019 dollaro in salita, ma più lenta, con tassi in calo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Il lungo speculativo può esporlo a rischi verso il basso



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La **previsione di un ulteriore allentamento monetario da parte della Fed non** è da interpretarsi come uno sviluppo di per sé **sfavorevole al biglietto verde** per almeno tre ragioni: **(i)** l'entità complessiva dello stimolo atteso è limitata; **(ii)** anche le altre principali economie stanno attraversando una fase di rallentamento e quindi lasciano più o meno implicitamente le porte aperte a nuova espansione monetaria sia che abbiano già iniziato ad allentare (come l'area euro, l'Australia e la Nuova Zelanda) sia che non l'abbiano (ancora) fatto; **(iii)** il livello di partenza dei tassi USA, più elevato e in territorio ampiamente positivo, consente buoni margini di efficacia dell'azione di politica monetaria, soprattutto rispetto alle economie, area euro e Giappone *in primis*, dove i tassi sono invece a zero o negativi.

I **rischi** tuttavia sono leggermente sbilanciati **verso il basso** per il biglietto verde, a causa dell'incertezza sulle politiche commerciali, soprattutto in un contesto di mercato speculativo lungo

dollaro (Fig. 2). A ottobre prenderanno avvio i negoziati ufficiali tra Stati Uniti e Cina per cercare di trovare un accordo sui dazi, ma la strada non si prospetta né facile né veloce, senza contare intanto l'impatto comunque sfavorevole delle misure protezionistiche già annunciate.

Una variabile che potrebbe iniziare a condizionare la dinamica del dollaro prossimamente saranno anche i **sondaggi sulle Presidenziali del 2020**, dove eventuali indicazioni a sfavore di una rielezione di Trump potrebbero agire a favore del biglietto verde nella misura in cui il mercato vi leggerebbe la prospettiva di un miglioramento delle relazioni commerciali USA-Cina.

EUR – Ridotta efficacia marginale dell'azione di *policy* BCE principale punto debole dell'euro.

Simmetricamente al dollaro, **l'euro è andato deprezzandosi** nel corso di quest'anno, da un massimo di 1,15 in gennaio a un minimo di 1,09 EUR/USD in settembre, una dinamica del tutto coerente con l'evoluzione dei fondamentali dell'area euro: **rallentamento della crescita, calo dell'inflazione** (che rimane bassa rispetto all'obiettivo), discesa dei tassi/rendimenti (Fig. 3) e nuovo ulteriore **allentamento della politica monetaria** da parte della BCE a settembre, con un pacchetto di stimolo composito comprendente, tra varie misure non convenzionali, un taglio del tasso sui depositi da -0,40% a -0,50% e la riapertura del programma di acquisto titoli dell'APP. La BCE ha anche rivisto **al ribasso** sia **le proiezioni** di crescita sia, soprattutto, quelle di inflazione, e pur confermando di essere pronta a intervenire ancora in futuro, se necessario, per ottemperare al proprio mandato, ha lasciato intendere che nella situazione attuale, con tassi d'interesse negativi, **il grado di efficacia della politica monetaria è limitato**, al punto che Draghi ha espressamente invitato le altre autorità di politica economica, fiscale *in primis*, a fare la propria parte. L'aspetto della ridotta efficacia in questa fase della politica monetaria non depone a favore dell'euro e rappresenta anzi la fonte principale di rischi verso il basso, perché crea un *gap* importante rispetto alla Fed. Anche nel caso in cui i tassi USA dovessero scendere nei prossimi mesi più di quelli dell'area, verrebbe comunque garantita un'efficacia decisamente maggiore dell'azione di *policy*, perché sono non solo più elevati ma anche e soprattutto in territorio ampiamente positivo.

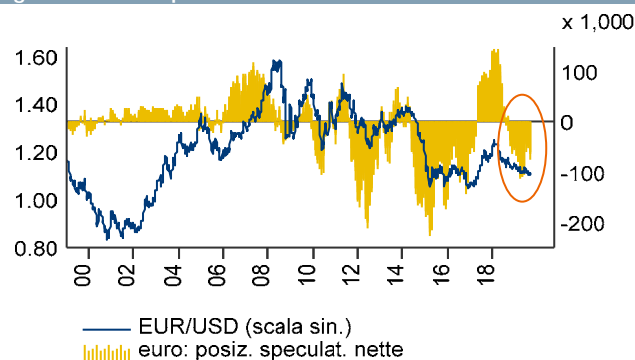
Con tali premesse lo scenario per il cambio nel breve, sull'orizzonte da qui a fine anno, dovrebbe essere di **sostanziale stabilizzazione** intorno al range degli ultimi due mesi 1,09-1,12 EUR/USD. Tecnicamente, i livelli da monitorare sono quelli della fascia di resistenza 1,1070-1,1170 EUR/USD, perché un eventuale sfondamento al rialzo di quest'area segnalerebbe l'abbandono del fronte ribassista in atto dall'anno scorso. Non si avrebbero comunque indicazioni di un'eventuale inversione di *trend* (verso l'alto) almeno fino allo sfondamento di 1,1450-1,1500 EUR/USD. Al di là del breve nel corso dell'anno prossimo l'euro potrebbe invece riprendere una graduale risalita verso 1,15-1,17 EUR/USD sull'orizzonte a 6m-12m quando si entrerà nella fase matura del ciclo (espansivo) di politica monetaria.

Fig. 3 – Trend dell'euro in linea con quello dei tassi/rendimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Mercato speculativo corto euro da circa un anno



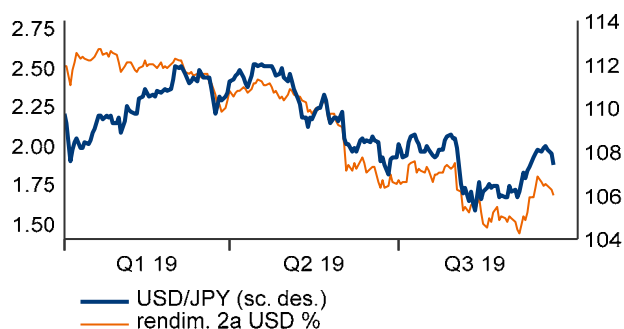
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I rischi dello scenario sono comunque leggermente sbilanciati verso il basso, perché il quadro di crescita e inflazione area euro è più debole rispetto a qualche mese fa e comunque meno robusto di quello USA a parità di contesto internazionale poco favorevole (rallentamento globale, tensioni commerciali USA-Cina e Brexit). Il posizionamento speculativo del mercato infatti, corto euro da circa un anno (Fig. 4), suffraga un *sentiment* poco favorevole. In quest'ottica la BCE stessa alla riunione di settembre ha rafforzato la *guidance* comunicando che i tassi resteranno ai livelli attuali o più bassi fino a che l'inflazione non avrà mostrato una stabile e convincente convergenza verso l'obiettivo, laddove a luglio il *commitment* era "solo" fino a metà 2020. Il *downside* potrebbe estendersi fino all'inaugurazione di nuovi minimi entro la fascia 1,08-1,05 EUR/USD, in caso di delusioni dai dati dell'area o di sorprese positive dagli Stati Uniti.

JPY – I rischi globali mitigano il *downside* dello yen dovuto alla prospettiva di nuovo stimolo BoJ.

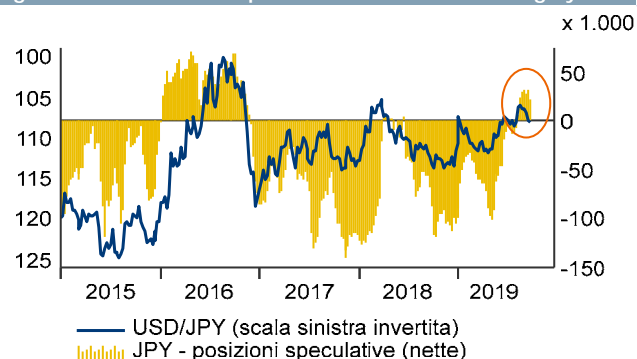
Lo yen, dopo aver aperto l'anno in moderato calo fino a 112 USD/JPY, ha invertito rotta dalla primavera apprezzandosi fino a un massimo di 104 USD/JPY in agosto. La dinamica del cambio si è rivelata coerente con l'evoluzione delle variabili economico-finanziarie statunitensi e giapponesi, mostrando un'elevata correlazione (82%) con i rendimenti a breve e a lunga USA (Fig. 5) e i differenziali rispetto ai corrispondenti rendimenti giapponesi (a zero o negativi e dalle escursioni molto più contenute rispetto a quelli USA). Pertanto, l'apprezzamento degli ultimi mesi non riflette fattori di forza propria della valuta nipponica, quanto la discesa dei rendimenti americani a causa dei segnali di rallentamento dell'economia USA e le conseguenti decisioni Fed di tagliare i tassi.

Fig. 5 – Elevata correlazione tra USD/JPY e rendimenti USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Posizionamento speculativo insolitamente lungo yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Anche l'economia giapponese infatti sta attraversando una fase di rallentamento in linea con quello globale e, in vista del rialzo dell'imposta sui consumi programmato per l'1 ottobre e soprattutto alla luce del protratto mancato raggiungimento dell'obiettivo di inflazione che rimane troppo bassa e distante dal *target*, al termine dell'ultimo incontro di settembre **la BoJ ha prospettato la possibilità di fornire nuovo stimolo monetario forse già alla prossima riunione di ottobre**. La banca centrale ha infatti rilevato che i rischi verso il basso sono aumentati a causa principalmente degli sviluppi internazionali, dove oltre alla debole congiuntura globale incidono negativamente le politiche commerciali USA (in particolare in relazione all'export di auto giapponesi) e l'incertezza su Brexit.

La tendenza di fondo dello yen al di là del brevissimo termine dovrebbe pertanto essere al ribasso in direzione di 110-112 USD/JPY entro l'orizzonte a 6m-12m. L'entità del calo atteso appare relativamente contenuta perché l'elevata incertezza che ancora aleggia sui mercati internazionali, soprattutto con riferimento alla guerra dei dazi USA-Cina ma anche a Brexit, potrebbe tradursi in un nuovo aumento della *risk aversion* che – come accaduto anche di recente (al punto che a livello di posizioni speculative tra agosto e settembre si è registrato un insolito lungo yen: Fig. 6) – agirebbe a favore della valuta nipponica. L'*upside* (temporaneo) in caso di un nuovo

deterioramento di *sentiment* dovrebbe restare contenuto entro i massimi estivi di 105-104 USD/JPY.

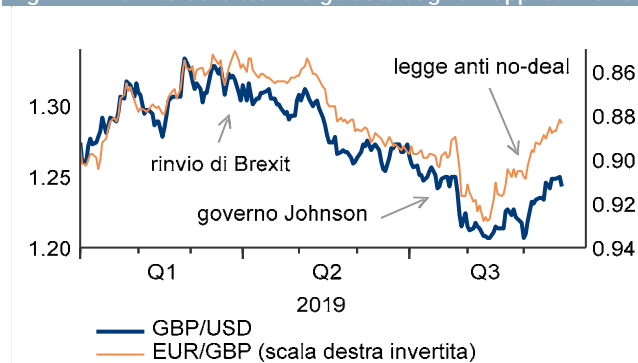
Analoghe considerazioni valgono per il **cross contro euro**, rispetto al quale lo yen ha aperto l'anno in calo fino a un minimo di 127 EUR/JPY a marzo per poi virare al rialzo fino a un massimo di 115 EUR/JPY a inizio settembre. Anche in questo caso la tendenza di fondo al di là del breve dovrebbe essere di indebolimento della valuta nipponica in direzione dell'area 125-130 EUR/JPY entro l'orizzonte a 6m-12m. Il calo atteso rispetto alla moneta unica si prospetterebbe più ampio di quello contro dollaro per via del simultaneo rafforzamento atteso dell'EUR/USD nel corso del prossimo anno.

GBP – Sterlina in ulteriore rafforzamento se le recenti aperture su Brexit non vengono smentite.

La sterlina, dopo un'apertura d'anno al rialzo, ha invertito rotta scendendo da un massimo di 1,33 GBP/USD in marzo a un minimo di 1,19 GBP/USD in settembre. Simile la dinamica contro euro, dove però il calo è iniziato più tardi, a maggio, da un massimo di 0,84 EUR/GBP a un minimo di 0,93 EUR/GBP in agosto. A produrre la nuova fase correttiva sono state le **rinnovate incertezze su Brexit**, prima con il rinvio dell'uscita dall'UE, inizialmente programmata per marzo 2019, poi con la caduta del governo di Theresa May sostituita a fine luglio da Boris Johnson, che ha fissato come nuova data di uscita il 31 ottobre, con o senza accordo. La linea dura di Johnson ha fatto aumentare il rischio di "hard Brexit" affossando ulteriormente la sterlina, che si è invece ripresa nelle ultime settimane grazie a inattese (ma ancora incerte) schiarite.

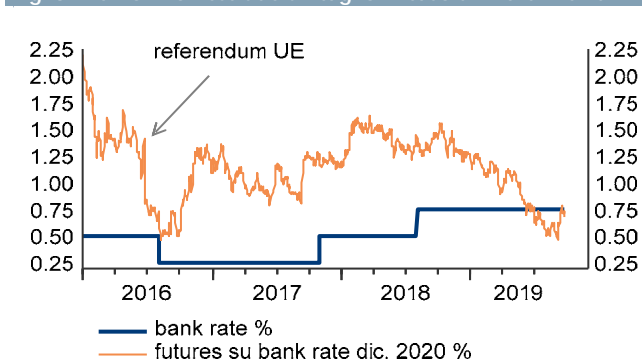
Il parlamento infatti, per evitare un'uscita senza accordo, ha approvato una legge in base alla quale l'uscita dall'UE verrebbe rinviata di 3 mesi, al 31 gennaio 2020, se Johnson non riuscisse a raggiungere un nuovo accordo con l'Unione Europea al vertice UE del 17-18 ottobre. Questo sarà dunque l'appuntamento chiave nel breve termine per la dinamica del cambio. Il nodo principale da sciogliere è la questione del "backstop" irlandese (la rete di protezione designata per impedire la ricostituzione di un confine fisico tra Irlanda e Irlanda del Nord), che Johnson vuole rimuovere dall'accordo. L'UE, inizialmente contraria, ha parzialmente ammorbidito la propria posizione chiedendo al governo britannico di proporre un'alternativa concreta al "backstop" e dopo aver incontrato Johnson il Presidente della Commissione UE Juncker si è detto ottimista sulla possibilità che un accordo venga raggiunto, purché si trovi un'alternativa al "backstop".

Fig. 7 – Dinamica della sterlina guidata dagli sviluppi su Brexit



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La BoE non esclude un taglio in caso di "hard Brexit"



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Si tratta di aperture sicuramente favorevoli, ma ora resta da vedere se concretamente ci saranno dei progressi. Rimane inoltre, nel frattempo, l'incertezza politica, anche per via della possibilità che si vada a **elezioni anticipate** in autunno (Johnson aveva chiesto come data il 15 ottobre ma il parlamento ha bocciato la richiesta, mentre i laburisti propongono anche un nuovo referendum su Brexit).

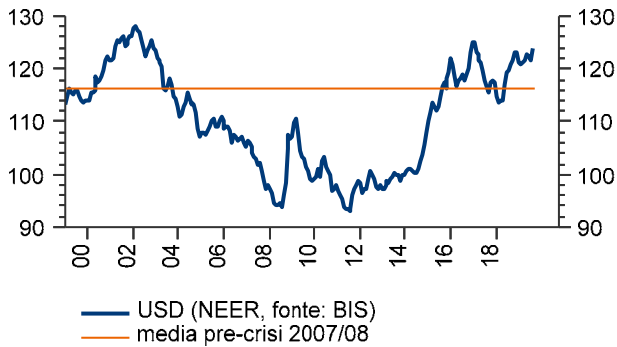
La Bank of England intanto ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il 2019 e il 2020 da 1,5% a 1,3% e da 1,6% a 1,3% rispettivamente, mentre ha lasciato invariate a 1,6% quelle di inflazione per il 2019 e alzato da 2,0% a 2,1% quelle per il 2020. Ha inoltre segnalato che l'incertezza derivante dal rinvio di Brexit comporterà probabilmente una crescita più debole e un'inflazione domestica più bassa. Ha infine ribadito che **in caso di "soft Brexit" se ci sarà la ripresa dell'economia globale riprenderà ad alzare il *bank rate*, ma gradualmente e limitatamente, mentre in caso di "hard Brexit" dovrà valutare il *trade-off* tra la maggiore inflazione prodotta dal deprezzamento atteso del cambio e la minor crescita dovuta all'incertezza sui nuovi accordi commerciali, il che apre la porta a ulteriore allentamento monetario se necessario, ipotesi che anche il mercato è tornato a prendere, seppure temporaneamente, in considerazione (Fig. 8)**. Ha comunque comunicato che lo scenario peggiore in caso di uscita senza accordo dovrebbe essere meno negativo di quanto prospettato circa un anno fa grazie ai preparativi che sono stati portati avanti nel frattempo per far fronte ai vari scenari alternativi.

Le previsioni della sterlina dipendono ancora dagli sviluppi, non prevedibili, di Brexit, per cui se si troverà un accordo, in particolare già al vertice UE di ottobre, potrà apprezzarsi ulteriormente dai livelli attuali sia contro dollaro (verso 1,30 GBP/USD) sia contro euro (verso 0,86 EUR/GBP), se invece, al contrario, ci sarà un'uscita senza accordo, si deprezzerà di nuovo (almeno verso i minimi recenti a 1,19 GBP/USD e 0,92-0,93 EUR/GBP). In caso di "hard Brexit", in linea con quanto osservato dalla stessa BoE, circa i preparativi che sono stati fatti per fronteggiare i possibili esiti alternativi dell'uscita dall'UE, la correzione del cambio potrebbe essere più contenuta rispetto a quella che si è osservata dopo il referendum del 2016, perché dopo il rinvio della data di uscita c'è stato ulteriore tempo per condurre altri preparativi, il mercato ha già in parte almeno scontato gli effetti negativi e la BoE ha ribadito che continuerà a garantire il proprio supporto all'economia attraverso l'azione di *policy* e in questo ha già acquisito credibilità come mostra il recupero del cambio dopo la correzione iniziale post-referendum.

Al momento, non potendo prevedere se si avrà un'uscita con o senza accordo, optiamo per un'assunzione simile a quella adottata dalla BoE per formulare le sue previsioni, ovvero di **transizione ordinata e graduale** verso il nuovo regime post-Brexit, per cui **la valuta britannica dovrebbe nel breve**, dove ancora vi è incertezza sulle modalità dell'uscita dall'UE, **stabilizzarsi** approssimativamente nel range 1,22-1,25 GBP/USD a 1m-3m, **e più avanti, quando l'incertezza sulle modalità di uscita si sarà dissipata, rafforzarsi** verso 1,28-1,32 GBP/USD a 6m-12m. Contro euro questo si tradurrebbe in una stabilizzazione a 0,90-0,89 EUR/GBP a 1m-3m e 0,89-0,88 EUR/GBP a 6m-12m, per via del simultaneo atteso rafforzamento dell'EUR/USD.

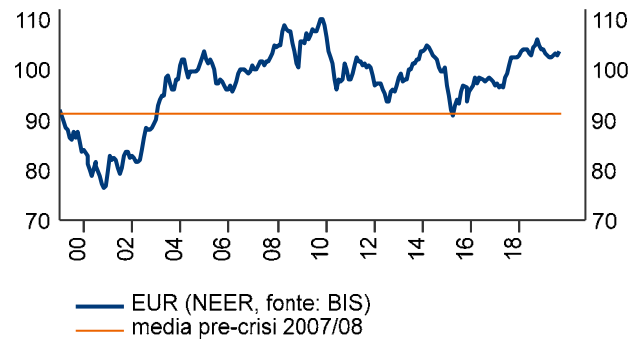
I rischi dello scenario sono **verso il basso**, sia nel breve, per l'incertezza che ancora domina su quelle che saranno le modalità di Brexit, sia successivamente, perché anche in caso di transizione ordinata e graduale almeno all'inizio del nuovo regime vi saranno dei contraccolpi dovuti al cambiamento (*in primis* per l'improvvisa ricostituzione, da un giorno all'altro, di dogane e controlli annessi).

Fig. A - Dollaro, cambio effettivo nominale



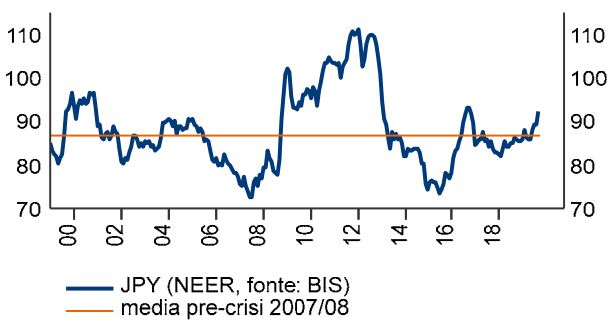
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. B - Euro, cambio effettivo nominale



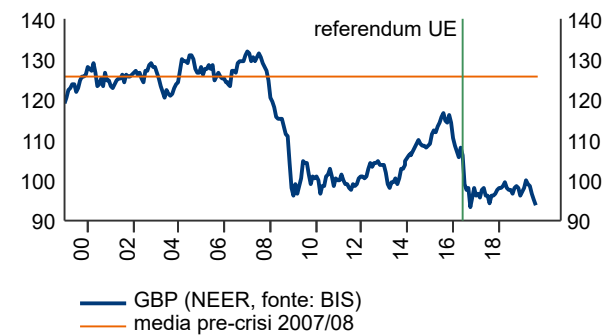
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. C - Yen, cambio effettivo nominale



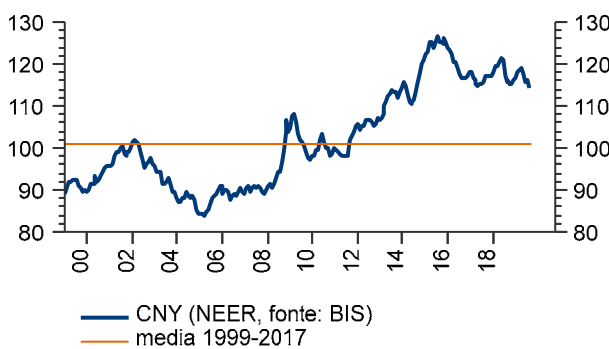
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. D - Sterlina, cambio effettivo nominale



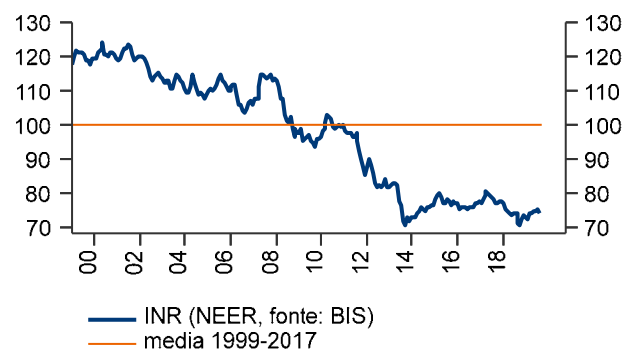
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. E - Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



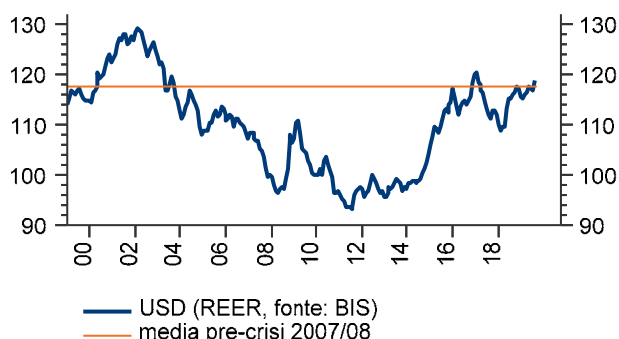
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. F - Rupia indiana, cambio effettivo nominale



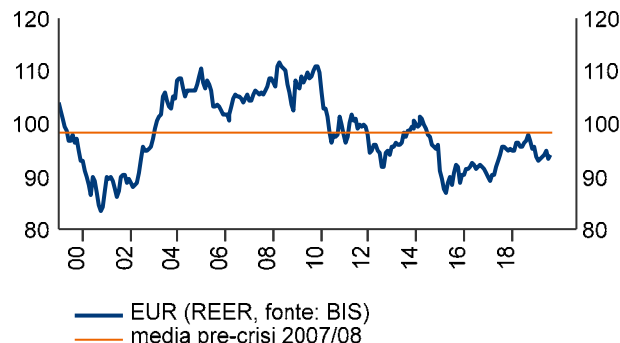
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. G - Dollar, cambio effettivo reale



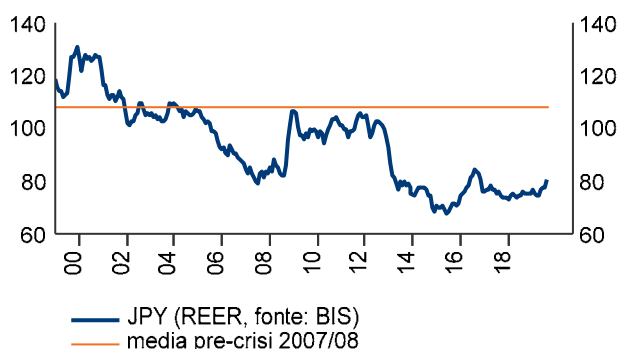
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. H - Euro, cambio effettivo reale



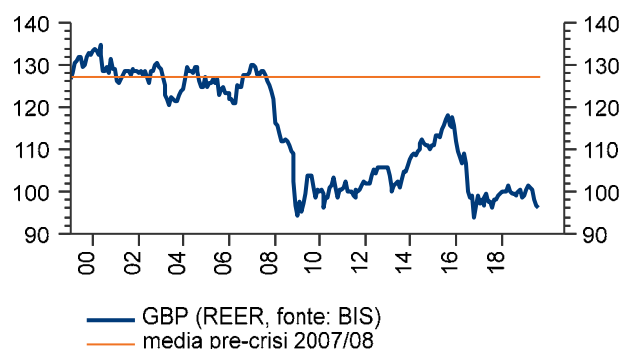
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. I - Yen, cambio effettivo reale



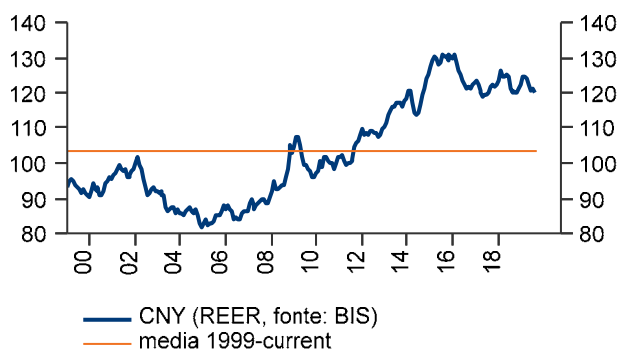
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. J - Sterlina, cambio effettivo reale



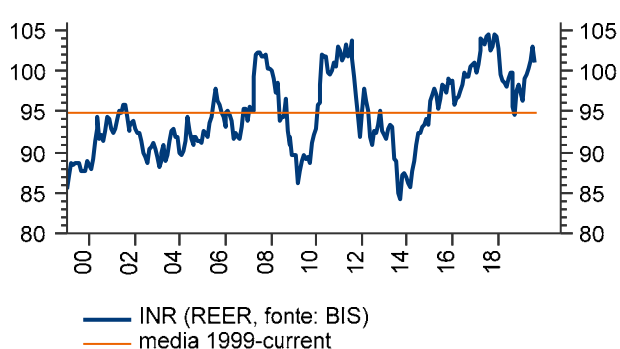
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. K - Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. L - Rupia indiana, cambio effettivo reale



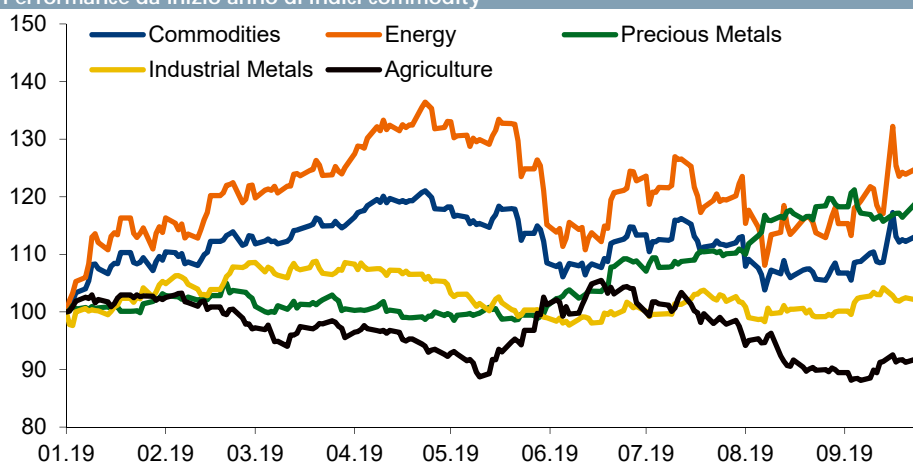
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Materie prime: la volatilità è destinata a permanere

A nostro avviso, le principali fonti d'incertezza che pesano sulle prospettive economiche globali permarranno fino alla fine del 2020. Le tensioni politiche in Asia probabilmente si intensificheranno, a causa della rinuncia degli Stati Uniti al loro ruolo di supervisione, che per molti decenni aveva contribuito a tenere sotto controllo storiche ostilità. Di conseguenza, la volatilità è destinata a permanere sui mercati delle materie prime. Gli annunci delle banche centrali e dei governi, eventi geopolitici e le sorprese sul fronte dei dati macroeconomici innescheranno verosimilmente bruschi movimenti direzionali, dovuti alle rotazioni dei portafogli in cerca di maggiori rendimenti.

Daniela Corsini

Performance da inizio anno di indici commodity

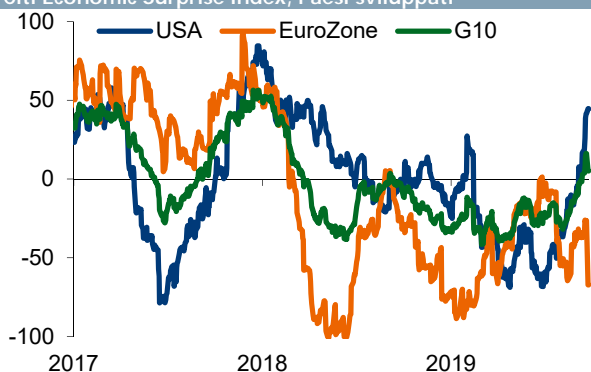


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il termine "incertezza" è quello che meglio descrive in una parola sola il clima che ha prevalso sui mercati finanziari nel 2019. Le incognite note (*known unknowns*, situazioni di cui siamo a conoscenza, ma di cui non possiamo prevedere gli esiti) sono diventate la regola nell'era della guerra commerciale Stati Uniti-Cina, della Brexit, dell'escalation senza precedenti delle tensioni politiche in Asia e dell'inattesa accelerazione degli effetti del riscaldamento globale sugli ambienti più vulnerabili.

Di conseguenza, i mercati appaiono destinati a rimanere volatili per un lungo periodo, vulnerabili a bruschi movimenti di repricing e rapide rotazioni dei portafogli, trainati da sorprese sul fronte macroeconomico o annunci politici inattesi.

Citi Economic Surprise Index, Paesi sviluppati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

Citi Economic Surprise Index, Paesi emergenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

2. Interventi delle banche centrali e guerre valutarie

Stati Uniti, Europa, Asia e mercati emergenti stanno adottando politiche monetarie più espansive. Vari commentatori hanno lanciato l'allarme sulle gravi conseguenze dei tagli dei tassi previsti dalla Fed per controbilanciare una politica commerciale statunitense più aggressiva, poiché tali interventi lascerebbero spazio a un atteggiamento ancora più conflittuale da parte dell'Amministrazione Trump. Tuttavia, la Fed sembra orientata a mantenere una politica espansiva fino a quando ciò sarà necessario per sostenere l'economia domestica. Tutte le altre banche centrali, prima o poi, seguiranno lo stesso percorso adottando misure convenzionali o non convenzionali. Questa forte ondata espansiva dimostra chiaramente che l'attuale guerra commerciale potrebbe trasformarsi in una guerra valutaria su vasta scala. Tutte le principali banche centrali tentano di indebolire la loro valuta per proteggere l'attrattività delle esportazioni dai loro paesi o dalle loro regioni.

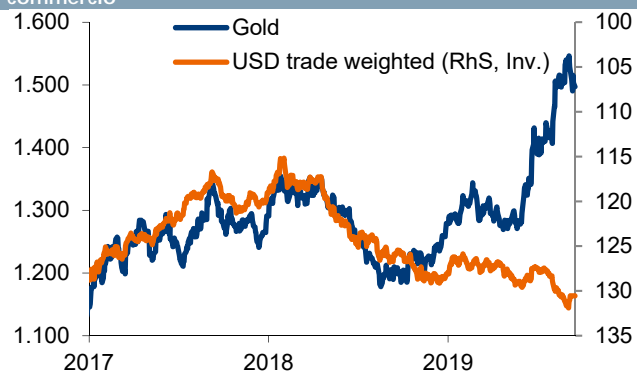
3. L' "insolita" forza del dollaro statunitense

Poiché, a nostro avviso, le banche centrali manterranno un atteggiamento proattivo per mitigare l'impatto delle guerre commerciali e le guerre valutarie non si placheranno, nel nostro scenario di base prevediamo un dollaro americano ponderato per il commercio ancora relativamente forte. Da un lato, i differenziali dei tassi d'interesse con gli altri paesi sviluppati si manterranno sugli attuali livelli, mentre i differenziali con la maggior parte dei paesi emergenti subiranno una forte contrazione, poiché tali economie hanno più spazio per operare tagli aggressivi. Dall'altro lato, riteniamo che attualmente il dollaro statunitense sia percepito come bene rifugio: uno dei pochi investimenti a lungo termine sicuri in un mare d'incertezza, insieme al franco svizzero, allo yen giapponese e alle obbligazioni sovrane dei paesi sviluppati virtuosi. Pertanto, a nostro avviso nel prossimo futuro la domanda globale di dollari statunitensi e asset basati sul dollaro statunitense (come, ad esempio, azioni e Treasury) resterà solida.

La nostra ipotesi di un forte dollaro americano ponderato per il commercio implica rendimenti negativi a lungo termine nei comparti energia e metalli industriali. Come illustrato nei successivi grafici, la correlazione negativa tra biglietto verde e metalli industriali è stata molto forte negli scorsi trimestri. Pur prevedendo un possibile indebolimento di tale correlazione, riteniamo che un dollaro forte sia uno dei principali fattori ad alimentare un sentiment di mercato negativo sui metalli industriali.

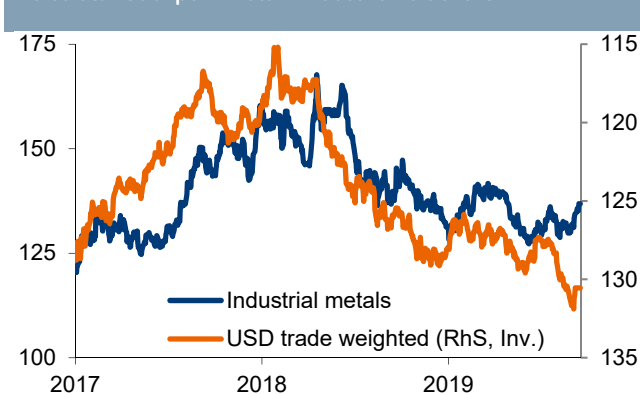
Per contro, la correlazione negativa tra dollaro statunitense e oro si è allentata nel 4° trimestre 2018 e nel 3° trimestre 2019. Interpretiamo questi periodi di discontinuità come un segnale che sia l'oro che il dollaro statunitense al momento vengono percepiti come beni rifugio in un contesto di crescente incertezza.

Il fixing dell'oro di Londra e dollaro americano ponderato per il commercio



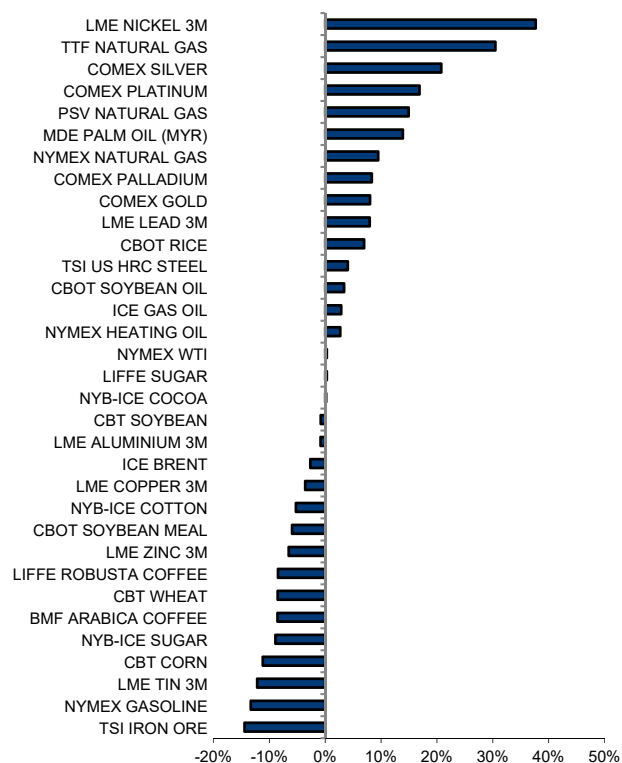
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Indice S&P GSCI per i metalli industriali e dollaro



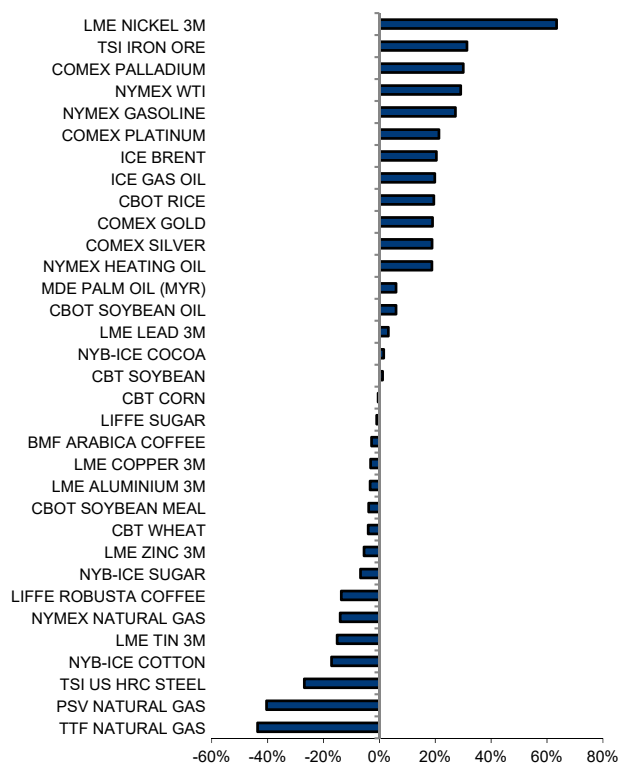
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance da inizio trimestre sino al 23.09.2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance da inizio anno sino al 23.09.2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per l'universo commodity

A nostro avviso, le principali fonti d'incertezza che pesano sulle prospettive economiche mondiali permarranno fino alla fine del 2020: la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina non finirà prima delle elezioni presidenziali americane e nuove tensioni potrebbero nascere tra gli Stati Uniti e i suoi alleati storici, in particolar modo con l'Unione Europea nel settore automobilistico. La Brexit rimane una grande fonte d'incertezza. Le tensioni politiche in Asia probabilmente si intensificheranno, a causa della rinuncia degli Stati Uniti al loro ruolo di supervisione, che per molti decenni aveva contribuito a tenere sotto controllo storiche ostilità.

Di conseguenza, la volatilità è destinata a permanere. Gli annunci delle banche centrali e dei governi, eventi geopolitici e le sorprese sul fronte dei dati macroeconomici innescheranno verosimilmente bruschi movimenti direzionali, dovuti alle rotazioni dei portafogli in cerca di maggiori rendimenti.

Nei mesi estivi, i prezzi della maggior parte delle materie prime hanno subito una forte correzione, poiché i mercati hanno scontato un nuovo scenario pessimistico caratterizzato da tassi d'interesse più bassi di quanto inizialmente previsto, rallentamento della crescita economica globale e tensioni politiche irrisolte. Tuttavia, riteniamo che i bassi volumi estivi abbiano contribuito a portare i prezzi della maggior parte delle materie prime dei comparti energia, metalli industriali e agricoli su livelli che non corrispondono all'attuale contesto macroeconomico. Infatti, nonostante un evidente peggioramento delle aspettative di crescita della domanda di materie prime per i prossimi 2-3 anni, il consumo di materie prime a livello mondiale continua a crescere, e diversi mercati delle materie prime sono in deficit, soprattutto tra i metalli industriali e gli agricoli.

Pertanto, ci attendiamo che i prezzi della maggior parte delle materie prime registreranno un rimbalzo nel 4° trimestre 2019. Successivamente, nel nostro scenario di base, nel 2020 la maggior parte dei mercati scambieranno in *trading range*, poiché l'incertezza alimenterà il pessimismo sulle prospettive per la crescita economica globale, ma gli stimoli monetari e fiscali (laddove possibile) e le aspettative sulle imminenti elezioni presidenziali statunitensi potrebbero innescare temporanee ondate di ottimismo.

Dopo il 2020, escludendo sconvolgimenti politici negli Stati Uniti, ipotizzando un ulteriore peggioramento degli scambi commerciali a livello mondiale e un ulteriore rallentamento della crescita economica cinese, ci attendiamo una graduale diminuzione dei prezzi della maggior parte delle materie prime verso i livelli medi registrati nel 2015-2016.

Energia. Nonostante la revisione al ribasso delle stime sulla domanda mondiale di greggio, il mercato globale del petrolio dovrebbe comunque essere in media bilanciato nell'intero 2019, in modesto deficit nel 2° semestre 2019 e registrare un leggero surplus nel 2020, poiché i paesi dell'OPEC+ dovrebbero mantenere i limiti di produzione e le interruzioni delle forniture legate alle crisi geopolitiche sono destinate a permanere. Fino a fine 2020, il prezzo del greggio potrebbe restare all'interno di una ampia forchetta e scambiare tra i 50 e i 75 dollari per la maggior parte del periodo. Attualmente, prevediamo un livello medio di 65,5 dollari per il petrolio Brent e di 60,5 dollari per il WTI. Pertanto, ci attendiamo un moderato rimbalzo dai minimi registrati a inizio settembre. Anche per il gas prevediamo un aumento dei prezzi sia negli Stati Uniti che in Europa nel 4° trimestre 2019, dovuto all'accelerazione stagionale della domanda. Successivamente, per l'intero 2020, ci attendiamo un prezzo medio in linea con la media del 2019 negli Stati Uniti, ma inferiore rispetto alla media del 2019 in Europa. Più a lungo termine, dal 2021 in poi, ci attendiamo una diminuzione dei prezzi del greggio e del gas.

Metalli preziosi. I beni rifugio sono i principali beneficiari dell'incertezza e della volatilità che continuano a caratterizzare lo scenario. Durante l'estate, oro e argento hanno rotto il precedente *trading range* e attualmente scambiano sui massimi degli ultimi anni, come previsto nel nostro scenario più pessimistico: a luglio, i forti timori sulla crescita globale si sono intensificati, innescando un nuovo picco di avversione al rischio, con un conseguente crollo degli asset ciclici, mentre la Fed prometteva di intervenire tagliando i tassi d'interesse e riducendo il costo opportunità di detenere metalli preziosi. Nel breve termine, la volatilità attesa potrebbe determinare una temporanea diminuzione delle quotazioni di oro e argento, a condizione che nel 4° trimestre 2019 l'ottimismo prevalga e gli asset ciclici recuperino parte del terreno perso. Tuttavia, 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. Il comparto dei metalli industriali presenta i fondamentali più solidi del settore delle materie prime, poiché, secondo le previsioni, la maggior parte dei metalli dovrebbe registrare un deficit sia nel 2019 che nel 2020, le scorte mondiali stanno diminuendo, i prezzi bassi scoraggiano l'offerta secondaria e negli scorsi anni gli investimenti sono stati scarsi. Tuttavia, questo è anche il comparto maggiormente esposto alla Cina e, di conseguenza, il più penalizzato dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina e dalle previsioni di rallentamento del consumo cinese di materie prime. A nostro avviso, la volatilità costituirà una caratteristica importante nella definizione dei prezzi dei metalli. Secondo le nostre attuali previsioni, fino a fine 2020 i metalli industriali scambieranno all'interno di un'ampia forchetta, ma i prezzi medi resteranno in linea con la media del 2° semestre 2019. Più a lungo termine, dal 2021 in poi, prevediamo una diminuzione più accentuata dei prezzi di tutti i metalli industriali, che si avvicineranno probabilmente ai minimi del 2016.

Agricoli. Durante l'estate, la maggior parte delle merci agricole ha registrato forti oscillazioni di prezzo, a fronte di rischi legati a condizioni meteorologiche, timori sulle forniture, volatilità legata

agli annunci relativi alle guerre commerciali e andamento delle valute di importanti paesi produttori. Nonostante la volatilità attesa nel breve termine, più a lungo termine restiamo positivi su questo settore, poiché il cambiamento climatico continuerà a influire sulle prospettive dei raccolti e le interruzioni inattese legate alle condizioni meteorologiche evidenzieranno il problema della sicurezza delle forniture. Inoltre, alcune merci agricole, come le soft commodity, dovrebbero risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, e i prezzi dovrebbero essere maggiormente influenzati dai loro fondamentali positivi. Pertanto, alcune materie prime agricole attireranno l'attenzione degli investitori in qualità di interessanti strumenti di diversificazione.

Previsioni di prezzo per le principali commodity						
AI 02.09.2019		4Q19	1Q20	2019	2020	2021
CO1 Comdty	ICE BRENT	64.0	65.0	64.3	65.5	60.0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	59.0	60.0	57.4	60.5	55.3
NG1 Comdty	NYMEX NATURAL GAS	3.00	2.80	2.67	2.65	2.50
GOLDLNP Index	LME GOLD	1,500	1,500	1,396	1,505	1,575
SLVRLND Index	LME SILVER	19.0	19.0	16.7	19.0	19.00
PLTMLNP Index	LME PLATINUM	825	825	835	825	800
PLDMLNP Index	LME PALLADIUM	1,500	1,500	1,454	1,550	1,530
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	5,800	5,800	5,988	5,788	5,244
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	1,800	1,800	1,822	1,795	1,698
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	17,500	17,500	14,537	16,500	15,750
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2,300	2,300	2,483	2,295	2,148
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	2,000	2,000	1,985	1,995	1,848
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	16,500	16,500	18,394	16,500	16,250
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	85	80	91	75	70
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	550	550	610	550	550
JBO1 Comdty	LME SCRAP	300	300	303	300	300
JBP1 Comdty	LME REBAR	450	440	463	420	420
C 1 Comdty	CBOT CORN	390	420	386	458	490
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	480	490	482	498	500
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	875	880	880	890	925
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	105	110	100	113	120
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,350	1,375	1,392	1,455	1,545
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	300	300	304	300	300
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	28.0	28.0	28.4	28.0	28.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo. Ferro: contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un basket di prezzi di riferimento pubblicati da The Steel Index. Acciaio: Steel Index: indice calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano

Petrolio: deboli fondamentali, ma rischi geopolitici

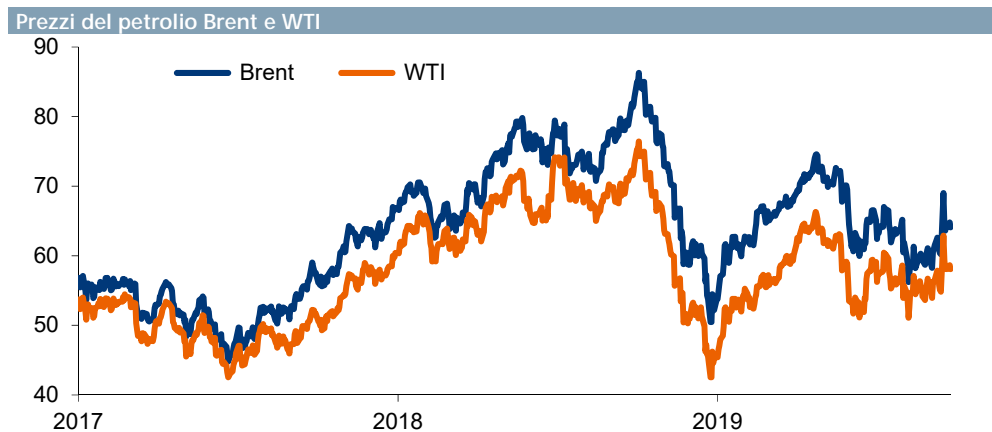
Il mercato globale del petrolio dovrebbe essere in media bilanciato nel 2019, in deficit nel 2° semestre 2019 e registrare un leggero surplus nel 2020, poiché i paesi dell'OPEC+ dovrebbero mantenere i limiti di produzione e le interruzioni delle forniture legate alle crisi geopolitiche sono destinate a permanere. Fino a fine 2020, il prezzo del greggio potrebbe restare all'interno di una ampia forchetta. Attualmente, prevediamo un livello medio di 65,5 dollari per il petrolio Brent e di 60,5 dollari per il WTI.

Daniela Corsini

In luglio e agosto, i timori legati all'intensificarsi delle tensioni commerciali e al loro impatto negativo sulla crescita economica globale si sono acuiti, determinando una revisione al ribasso delle previsioni ufficiali sulla domanda di greggio. Le quotazioni del petrolio sono scese di conseguenza.

Successivamente, dopo settimane di preoccupazioni riguardo l'attesa debolezza della domanda mondiale di petrolio, l'inatteso attacco effettuato il 15 settembre ai danni di infrastrutture petrolifere di Saudi Aramco ha prepotentemente spinto sotto i riflettori le preoccupazioni riguardo la sicurezza degli approvvigionamenti. In particolare, per la prima volta il mercato ha iniziato a prezzare la vulnerabilità dell'infrastruttura petrolifera saudita, mentre il regno mediorientale era in

precedenza percepito come uno dei fornitori più affidabili e sicuri. Questa è la ragione principale per cui la *backwardation* si è ampliata e il premio al rischio geopolitico è salito rapidamente.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il 17 settembre, l'Arabia Saudita ha rivelato che stima di ripristinare completamente l'operatività del complesso di raffinazione di Abqaiq prima del previsto. Nonostante il ritracciamento delle quotazioni di mercato, il greggio resta di circa l'8% superiore ai livelli precedenti l'attacco poiché un premio al rischio geopolitico è stato permanentemente incorporato nei prezzi.

Ora, il principale tema è come l'Arabia Saudita e gli Stati Uniti, storici alleati, risponderanno agli attacchi. Funzionari di entrambi i Paesi hanno additato l'Iran come responsabile. Il Pentagono sta preparando una valutazione che dovrebbe presto rendere pubblica. A nostro avviso, se si provasse la responsabilità dell'Iran, un attacco mirato eseguito da Stati Uniti o Arabia Saudita contro infrastrutture militari iraniane sarebbe la risposta più probabile e potrebbe accadere entro un paio di mesi. Successivamente, riteniamo che le trattative diplomatiche restino lo strumento preferito per allentare le tensioni nell'area. Complessivamente, la volatilità resterà una caratteristica predominante dei mercati nel corso dei prossimi mesi e si rafforzeranno i rischi al rialzo sui prezzi.

Anche prima dell'impressionante interruzione all'offerta, i fondamentali di mercato fisico erano tesi, come evidenziato correttamente dalla forte *backwardation*, ed erano attesi restare tali anche nel 4° trimestre, a fronte dei tagli alla produzione da parte dei paesi OPEC+, complici le limitate esportazioni da Venezuela e Iran.

I dati pubblicati a settembre dalla U.S. Energy Information Administration (EIA) mostrano un mercato globale del greggio mediamente in equilibrio nel 2° semestre; tuttavia, a causa dell'eccesso di offerta registrato nei primi sei mesi dell'anno, l'intero 2019 probabilmente segnerà un leggero surplus di circa 0,2 milioni di barili al giorno (mb/g).

Nel 2020, il surplus dovrebbe aumentare leggermente a circa 0,4 mb/g, poiché la crescita della produzione non OPEC dovrebbe confermarsi eccezionalmente elevata, con ritmi di crescita molto più sostenuti rispetto al consumo totale. Un prolungamento dell'attuale accordo OPEC+ e il mantenimento delle sanzioni statunitensi nei confronti di Iran e Venezuela non saranno sufficienti per evitare un accumulo di scorte.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a settembre 2019							
Stime pubblicate a settembre 2019 In mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2018	99.9	63.5	11.0	5.3	32.0	31.1	0.9
2019	100.8	65.7	12.2	5.4	30.0	29.8	0.2
<i>y/y change</i>	0.9	2.2	1.3	0.0	-1.9	-1.3	
2020	102.2	67.9	13.2	5.1	29.6	29.3	0.4
<i>y/y change</i>	1.4	2.2	1.0	-0.3	-0.4	-0.5	

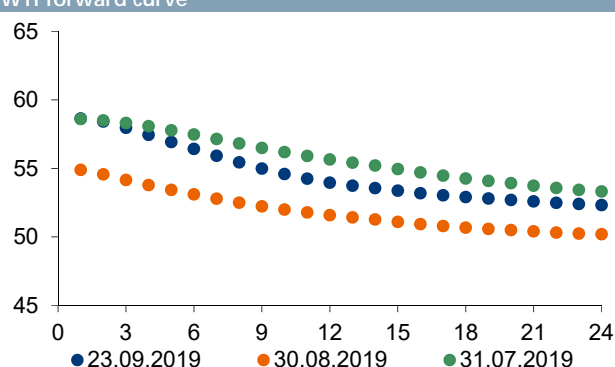
Nota (*) "Call on OPEC crude = Consumo mondiale - Offerta Non OPEC - Offerta OPEC di LNG;
(**) "Bilancio di mercato = Offerta OPEC - Call on OPEC crude". Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

Crescita eccezionale della produzione negli Stati Uniti



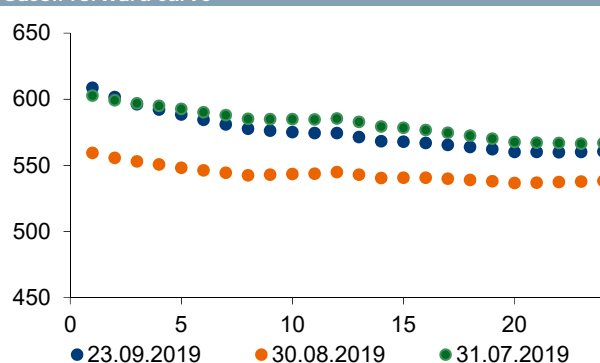
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

WTI forward curve



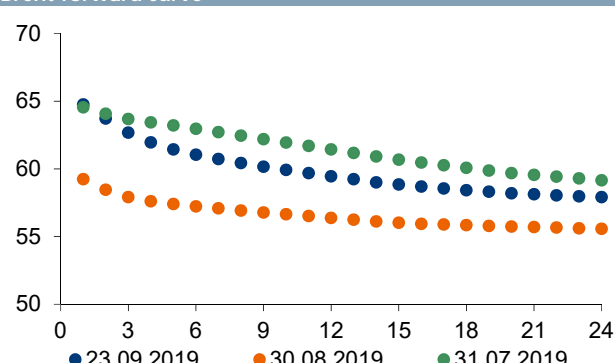
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gasoil forward curve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent forward curve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel medio-lungo periodo, le nostre prospettive macroeconomiche globali non sono favorevoli agli attivi ciclici, come energia e metalli industriali. Tuttavia, nel breve termine, restiamo positivi su tali asset, poiché la maggior parte dei mercati è tesa e il sentiment di mercato potrebbe diventare più ottimista nei prossimi mesi se i timori sulle tensioni commerciali dovessero temporaneamente allentarsi.

In particolare, per quanto riguarda i mercati del petrolio, fino al 4° trimestre 2020 ci attendiamo che i prezzi possano rimanere per la maggior parte del tempo all'interno del trading range registrato da inizio anno e che il mercato sia ancora dominato dalla volatilità. Per il petrolio Brent, l'intervallo di contrattazione è stato di circa 50-75 dollari da inizio anno. Ci attendiamo una quotazione media posizionata nel margine superiore dell'intervallo, con 65,5 dollari per il Brent in media nel 2020, poiché continuiamo a considerare il greggio un investimento interessante all'interno dei portafogli finanziari, grazie alla backwardation che garantisce positivi *roll yields*.

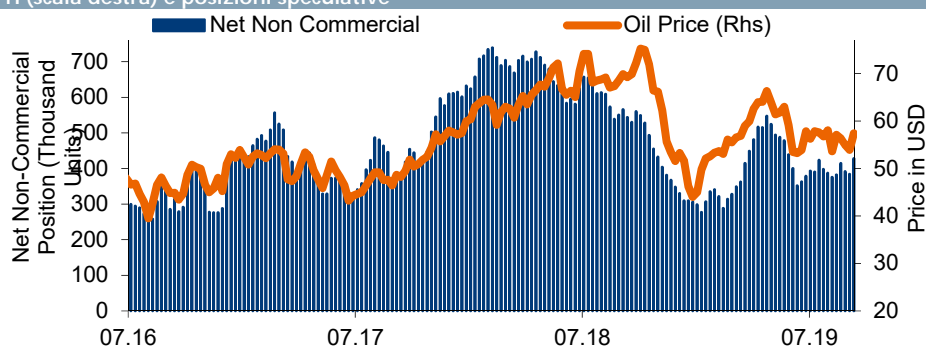
Scenario Macroeconomico

Settembre 2019

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.

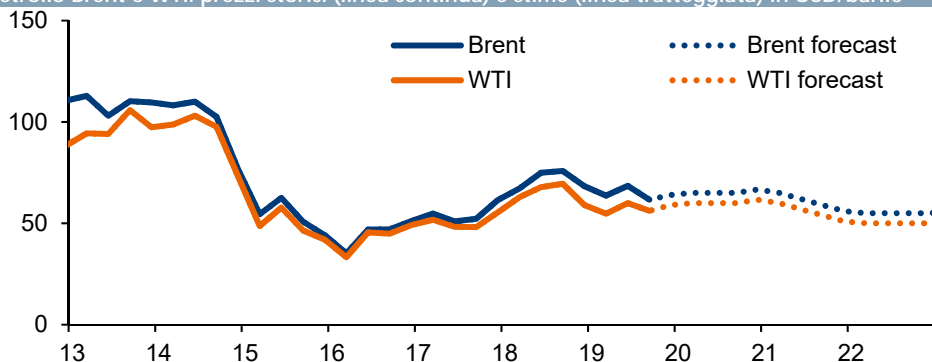
Sottolineiamo che le nostre previsioni sono soggette ad importanti rischi al rialzo, data l'attuale incertezza che grava sul quadro geopolitico.

WTI (scala destra) e posizioni speculative



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC e Bloomberg

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



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

Stime di prezzo del petrolio Brent

Al 16.09.2019	4Q19	1Q20	2019	2020	2021	2022
ICE BRENT	64.0	65.0	64.3	65.5	60.0	55.0
Mediana, Bloomberg	63.6	65.0	65.0	63.5	64.0	65.0
Curva Forward	65.9	63.7	65.8	60.2	56.7	56.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 16.09.2019	4Q19	1Q20	2019	2020	2021	2022
NYMEX WTI	59.0	60.0	57.4	60.5	60.0	55.0
Mediana, Bloomberg	59.0	58.0	58.6	59.3	60.0	59.5
Curva Forward	60.4	58.3	59.4	56.0	51.4	50.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

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.

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.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato 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 Thomson Reuters-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_dlgs_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/chiamo/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.