

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Giugno 2017

Indice

L'economia mondiale va meglio del previsto	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	4
Materie prime: <i>risk-off</i>	6
Petrolio: l'OPEC taglia, ma lo shale oil continua a crescere	8
Stati Uniti: l'economia è in equilibrio - cosa verrà dopo?	13
Area euro: un ciclo quasi da favola, grazie anche al minor rischio politico	17
Un lungo ciclo espansivo, anche più forte delle attese	18
Inflazione: risalita lenta e incerta verso il target	23
Politica monetaria, verso una lenta normalizzazione	25
Germania: <i>it's the economy, stupid!</i>	28
Francia: <i>en marche!</i>	32
Italia: 2017 meglio del previsto	36
Spagna: l'espansione continua, ma il picco è alle spalle	41
Paesi Bassi: 2017 - terzo anno di crescita sopra il 2%	46
Grecia: accordo raggiunto in extremis per onorare la scadenza di luglio, ma una soluzione strutturale non c'è ancora	50
Portogallo: 2017: un anno positivo sotto l'ombrello BCE	52
Asia	53
Giappone: la crescita prosegue, prezzi e salari stentano a partire	53
Cina: decelerazione moderata e flessibilità monetaria	57
India: l'inflazione sorprende al ribasso ma la RBI resta cauta	64
 Mercati valutari: riassorbito del tutto l'effetto Trump, il focus torna sulle politiche monetarie	70

Giugno 2017

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Economista - Materie Prime

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista - Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

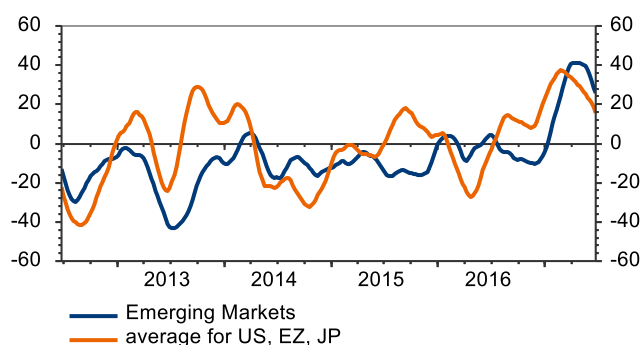
L'economia mondiale va meglio del previsto

Il 1° semestre 2017 ha dato piena ragione a chi si attendeva quest'anno un rafforzamento dell'economia mondiale. Anche il rischio politico europeo si è fortemente ridimensionato. Tuttavia, non ci aspettiamo un'ulteriore significativa accelerazione della crescita globale nel 2018 dopo quella del 2017. Dopo la Fed, anche la BCE si appresta a imboccare la via della normalizzazione che però sarà percorsa molto lentamente, a nostro giudizio. I rischi maggiori vengono dagli eccessi speculativi cinesi e dall'imprevedibilità dell'amministrazione Trump.

Luca Mezzomo

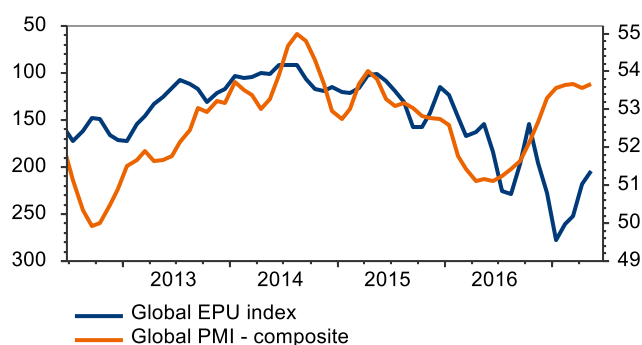
La percezione del rischio politico ha subito un drastico cambiamento nel corso del 2° trimestre. Dopo il referendum inglese sull'UE, si era diffuso il timore che la vittoria della Brexit potesse fare da traino ai movimenti euroscettici in Europa continentale. Al contrario, le elezioni in Olanda, Francia e Regno Unito hanno evidenziato un rafforzamento delle forze pro-UE e pro-euro in Europa continentale, in particolare in Francia, mentre il partito conservatore britannico è uscito molto indebolito dalle elezioni anticipate di giugno. Al momento, i sondaggi di opinione suggeriscono che gli euroscettici uscivano sconfitti anche in Germania (24 settembre) e probabilmente anche in Austria (15 ottobre), dove soltanto pochi mesi fa avevano sfiorato la conquista della presidenza. Grazie anche ai segnali di rafforzamento del ciclo economico europeo e allo sblocco della nuova tranche di finanziamenti alla Grecia, la zona euro ha sostanzialmente cessato di essere considerata una significativa fonte di incertezza. Tale conclusione potrebbe essere un po' prematura, considerando che l'unione economica e monetaria resta caratterizzata da debolezze strutturali (in parte derivanti dagli squilibri che gli Stati membri si sono portati dietro al momento dell'ingresso) che potrebbero tornare a essere evidenti in una fase ciclica meno favorevole. Ma è indubbio che il clima è ora più positivo rispetto a un anno fa, e che tale rimarrà almeno fino all'autunno. Di contro, il rischio politico è cresciuto negli Stati Uniti, dove l'amministrazione Trump, che soffre di una grave crisi reputazionale, incontra molti problemi nell'implementare il suo programma sul fronte domestico e si muove in modo poco prevedibile sul fronte internazionale. Le aspettative di stimolo fiscale si sono in larga misura sgonfiate, anche se a nostro parere resta probabile che la maggioranza approvi un taglio delle tasse in tempo per le elezioni congressuali di *mid-term* del 2018. In ogni caso, le misure di incertezza della politica economica sembrano aver perso negli ultimi tempi ogni legame con l'andamento del ciclo economico (v. fig. 2 in questa pagina).

Fig. 1 – Indici di sorpresa economica positivi



Fonte: IHS Markit, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 2 – Misure di incertezza della politica economica decorrelate con la crescita



Fonte: EPU, Thomson Reuters Datastream, IHS Markit

Il flusso dei dati economici ha offerto per lo più indicazioni positive negli ultimi mesi, sia nei paesi emergenti, sia nelle maggiori economie avanzate. Il quadro è stato relativamente peggiore per gli Stati Uniti e per la Cina (Paese, quest'ultimo, che mostra di nuovo qualche segnale di rallentamento). Nel complesso, tuttavia, la crescita dell'economia mondiale si è fatta più diffusa e sostenuta, e anche il commercio mondiale appare in netta accelerazione (v. Fig. B a pag. 3),

trainato dalla ripresa della domanda fra i paesi emergenti dopo due anni di debolezza. Perciò la crescita mondiale dovrebbe risultare effettivamente più sostenuta rispetto al 2016, proprio come ci si attendeva a inizio anno. Grazie alla minore incertezza e ai buoni dati, le previsioni di consenso sulla crescita globale sono salite di 0,1% per tutto il biennio 2017-18 da gennaio, con revisioni più marcate al rialzo per Eurozona e Giappone. Anche le nostre stime sono salite: a trainare la revisione è, in particolare, l'Eurozona.

In prospettiva, è difficile che la crescita possa accelerare ancora. Le politiche fiscali dovrebbero diventare complessivamente restrittive nel 2018, anche se gli Stati Uniti potrebbero risultare in controtendenza se, come probabile, un taglio delle imposte sarà alla fine approvato. Le politiche monetarie rimarranno accomodanti, anche se lo saranno meno rispetto al 2016 e il livello dei tassi sarà generalmente più alto. Inoltre, i consumi non beneficeranno più di miglioramenti del potere di acquisto, mentre si esaurirà il rimbalzo dei paesi esportatori di materie prime. Di contro, la dinamica degli investimenti dovrebbe risultare più robusta in molti paesi avanzati.

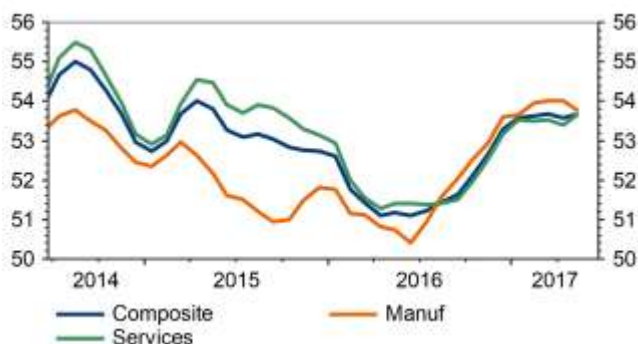
Che cosa potrebbe minacciare questo scenario altrimenti così benigno? In primo luogo, i prezzi delle materie prime energetiche potrebbero tornare a scendere per l'eccesso di offerta, mettendo di nuovo in difficoltà i paesi esportatori. Tale sviluppo potrebbe sì favorire la domanda interna nei paesi importatori, ma il potenziale destabilizzante potrebbe prevalere; d'altro canto, è difficile che un calo del prezzo del petrolio originato da fattori di offerta possa da solo far deragliare la fase di espansione. Un altro rischio, ben più minaccioso, è legato ai segnali di eccessi speculativi in Cina, legati a un *credit gap* (eccesso di credito al settore privato non finanziario rispetto al trend) superiore al 24% del PIL a fine 2016 secondo le stime della BRI. Gli squilibri potrebbero aggravarsi fino a sfociare in una crisi finanziaria, per esempio sulla scia di un nuovo rallentamento dell'economia, attivando canali di trasmissione reali (attraverso le importazioni cinesi), finanziari e, infine, attraverso il clima di fiducia. Però è probabile che nel breve termine le Autorità dispongano di strumenti in grado di evitare una crisi conclamata e, quindi, è impossibile valutare quando tale rischio potrebbe effettivamente concretizzarsi, se le misure precauzionali fallissero. Infine, non si può escludere che le difficoltà dell'amministrazione Trump inducano a inseguire pericolose rivalse sul fronte internazionale o che, al contrario, il taglio delle imposte l'anno prossimo sia più aggressivo del previsto.

Difficile, invece, che sia la politica monetaria a guastare la festa. Nessuno nutre dubbi sull'intenzione della Banca del Giappone di continuare con le attuali misure di stimolo. Per quanto la Federal Reserve abbia accelerato il passo del rialzo dei tassi e si appresti anche a ridimensionare la politica di reinvestimento dei titoli in scadenza, tuttavia, ha dimostrato più volte di non voler sorprendere i mercati e di non avere una particolare urgenza di completare la normalizzazione. Perciò, anche se un'ulteriore mossa entro fine anno rimane nell'orizzonte delle possibilità, i mercati potrebbero non sbagliare ad attendersi ora una lunga pausa nella sequenza dei rialzi e, anche se sbagliassero, probabilmente il margine di errore sarebbe nell'ordine di soli 25pb. Di contro, i mercati si attendono già che la BCE annunci entro fine anno una prossima graduale chiusura del suo programma di acquisti (APP), che riteniamo sarà ridotto fino a sospenderlo forse alla fine del 3° trimestre 2018. Invece, la BCE ha riaffermato l'intenzione di effettuare i rialzi dei tassi soltanto dopo la chiusura dell'APP, e riteniamo che non cambierà tale sequenza. Se i mercati scontano un sentiero di rialzo molto lento, tuttavia, i nodi non verranno al pettine prima di dodici-diciotto mesi.

Di fronte a movimenti così limitati della politica monetaria, i tassi di cambio saranno privi di *drivers* potenti. In teoria, la tendenza della politica monetaria resta divergente fra Stati Uniti, da una parte, Eurozona e Giappone dall'altra; come effetto, riteniamo che i differenziali di tasso fra euro e dollaro diventeranno ancora più sfavorevoli all'euro nei prossimi mesi. Tuttavia, non è chiaro se ciò basterà a compensare la maggiore attrattività dei mercati azionari europei o l'impulso derivante dagli annunci di politica monetaria della BCE.

Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



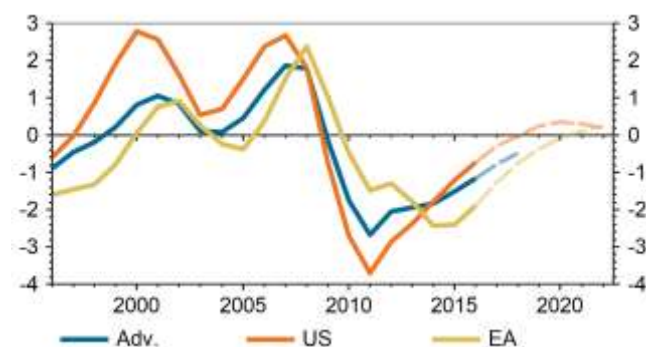
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



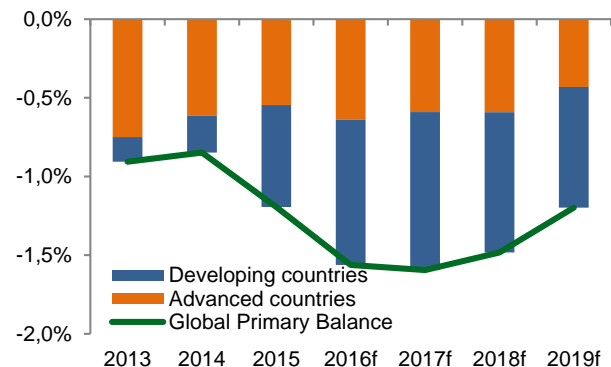
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



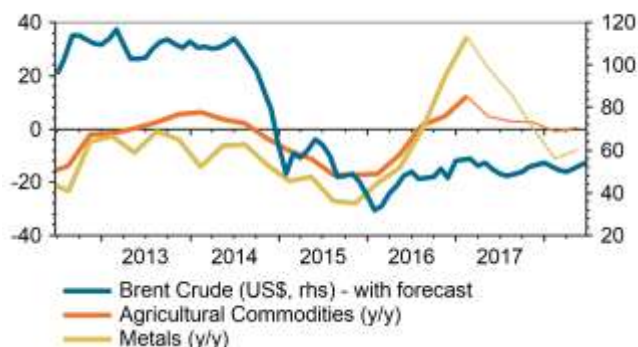
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



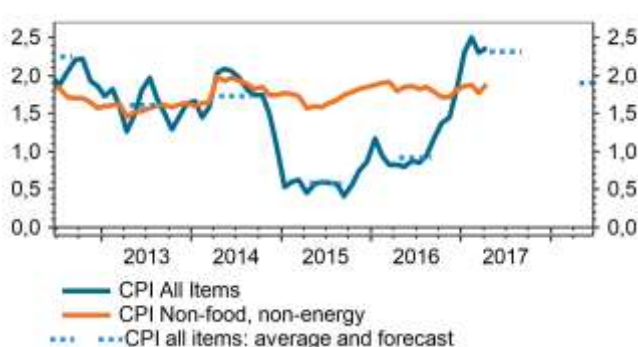
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



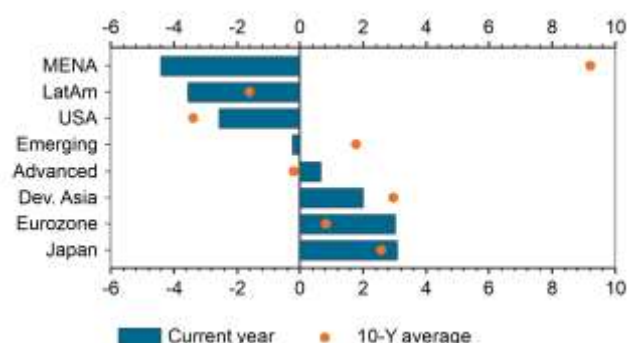
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



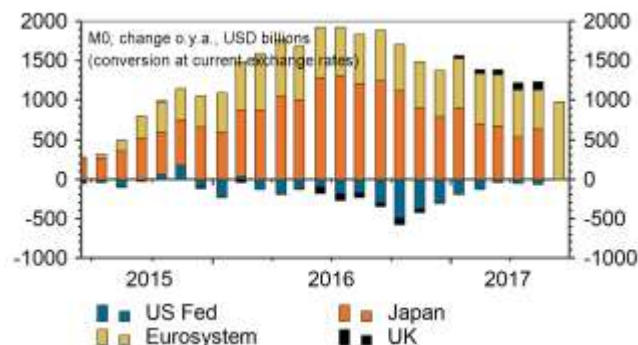
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



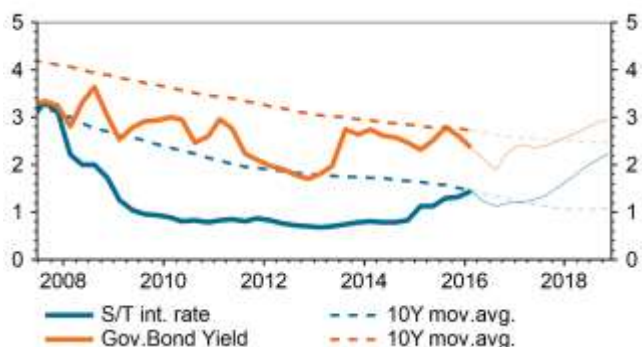
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



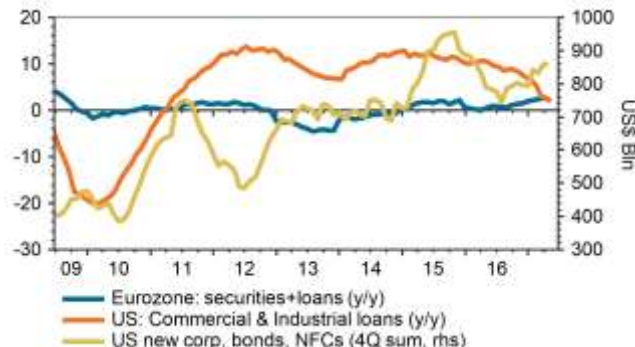
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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, Federal Reserve

La crescita economica per area geografica

	2015	2016	2017	2018	2019
Stati Uniti	2.6	1.6	2.1	2.5	2.3
Giappone	1.1	1.0	1.2	0.9	0.7
Area euro	1.9	1.7	2.0	1.7	1.5
Europa Orientale	-0.1	1.3	2.0	2.4	2.7
America Latina	-0.8	-1.0	1.9	3.0	3.2
OPEC	1.0	0.8	1.2	3.3	3.5
Asia Orientale	6.9	6.7	6.5	6.1	6.0
Africa	7.5	7.9	7.4	7.6	7.4
Crescita mondiale	3.2	3.0	3.6	3.8	3.7

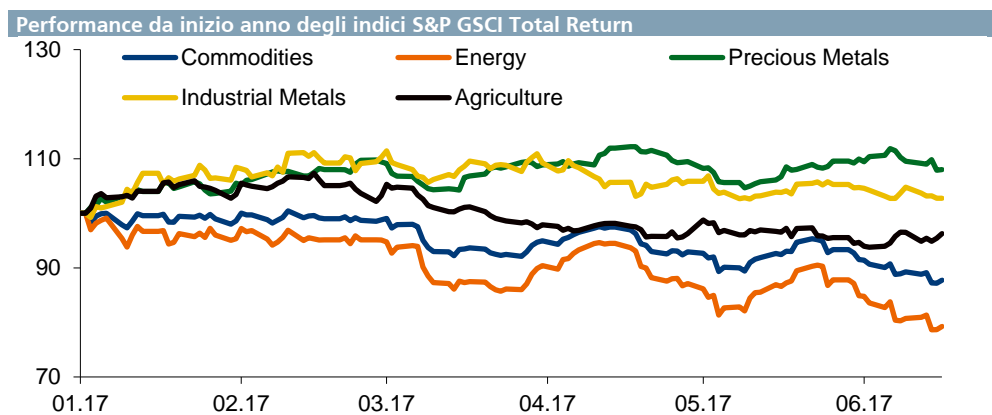
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Materie prime: *risk-off*

Lo scenario macroeconomico resta favorevole ed i fondamentali di domanda e offerta sono ancora positivi per molte materie prime, soprattutto industriali. Tuttavia, al momento vediamo come principale freno per il comparto l'avversione al rischio: i mercati finanziari stanno mantenendo sulle commodity un atteggiamento *risk-off* a causa del recente deterioramento dei fondamentali per il petrolio, dei rischi politici in Stati Uniti e Brasile e dell'intensificazione dei rischi geopolitici in Medio Oriente.

Daniela Corsini

Nel 2° trimestre, quasi tutte le materie prime hanno perso terreno e solo il comparto dei metalli preziosi ha registrato rendimenti positivi, guidato al rialzo da oro, per la forte domanda di beni rifugio, e palladio, per l'attesa di un deficit in espansione.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il peggiore comparto è stato quello energetico, negativamente influenzato dai timori che la crescita dell'offerta non-OPEC possa più che compensare i tagli dell'OPEC e dal livello persistentemente alto di scorte mondiali.

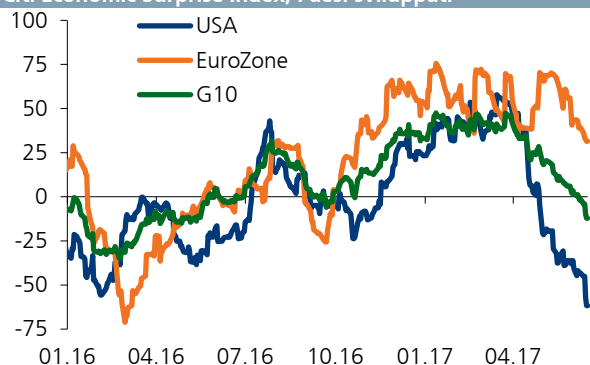
I metalli industriali hanno sofferto un sentiment di mercato più negativo verso la Cina: alcuni dati macroeconomici meno brillanti delle attese e il primo downgrade dal 1989 da parte di Moody's hanno alimentato la speculazione che l'economia possa rallentare e che le riforme non saranno sufficienti ad evitare un incremento del debito. Nonostante in Cina il consumo apparente di metalli si mantenga su livelli soddisfacenti e per alcuni metalli i fondamentali si siano addirittura rafforzati nel corso del 2° trimestre, le quotazioni sono scese per presa di profitto e per una maggiore avversione al rischio da parte degli investitori.

I prezzi delle materie prime agricole sono scesi per vari fattori: abbondanti scorte mondiali (cereali); temporaneo, ma forte incremento dell'offerta da parte dei produttori brasiliani per beneficiare della svalutazione del real contro dollaro (caffè, soia, succo d'arancia); svalutazione della sterlina (cacao) e condizioni metereologiche complessivamente favorevoli (frumento).

Tuttavia, lo scenario macroeconomico resta favorevole al comparto delle materie prime: la crescita mondiale è prevista in accelerazione e sarà guidata dai Paesi emergenti, caratterizzati da modelli economici a maggiore intensità di utilizzo di materie prime; si manterranno politiche fiscali pro-cicliche e si potenzieranno le infrastrutture in India e Cina; la liquidità mondiale resterà abbondante grazie a politiche monetarie ancora accomodanti.

Come mostrano gli indici di sorpresa economica di Citigroup, il *momentum* è nettamente peggiorato negli ultimi mesi, ma resta positivo nei Paesi emergenti e nei Paesi sviluppati (pur con l'importante eccezione degli Stati Uniti). In Cina, sinora, i dati macroeconomici hanno confermato uno scenario di complessiva stabilizzazione dell'economia.

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

Infine, nel nostro scenario di base manteniamo la previsione di un modesto indebolimento del dollaro statunitense nella seconda metà del 2017. Eventuali rischi al rialzo per il dollaro sono soprattutto concentrati nei mesi centrali dell'anno e spiegati dalla temporanea divergenza delle politiche monetarie fra Stati Uniti ed Europa e dal rischio di una elevata domanda di beni rifugio.

S&P GSCI Industrial Metals Index Spot vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In questo scenario macroeconomico comunque favorevole, al momento indichiamo come principale freno per il comparto l'avversione al rischio: i mercati finanziari si stanno mantenendo in atteggiamento *risk-off* sulle commodity a causa di una crescente negatività sul petrolio, i rischi politici in Europa, Stati Uniti, Brasile e l'intensificazione dei rischi geopolitici in Medio Oriente. Inoltre, la forte correlazione fra commodity e inflazione innesca circoli viziosi che alimentano il pessimismo verso il comparto.

Previsioni per l'universo commodity

Nel nostro scenario di base, la crescita economica mondiale si mantiene soddisfacente e le principali economie emergenti continueranno a richiedere crescenti volumi di materie prime, anche da destinare a riserve strategiche, approfittando di quotazioni relativamente basse. La liquidità resta abbondante ed il dollaro statunitense si indebolisce marginalmente nel prossimo biennio. Non ci sono gravi deterioramenti nelle relazioni internazionali e gli Stati Uniti non implementano significative variazioni alle attuali politiche commerciali né nelle relazioni diplomatiche, mentre implementeranno una politica fiscale espansiva.

Nel resto del 2017, i metalli industriali dovrebbero registrare un rialzo delle quotazioni. Infatti, i fondamentali di domanda e offerta restano molto positivi e lo scenario macroeconomico è

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

favorevole. Il principale rischio al ribasso è l'atteggiamento *risk-off* sui mercati finanziari delle commodity e un sentiment negativo verso la Cina.

L'oro dovrebbe essere la materia prima che più di ogni altra beneficerà della domanda di beni rifugio a fronte dei numerosi elementi di rischio ed incertezza che gravano sullo scenario mondiale. Inoltre, ci attendiamo un significativo rialzo della domanda sul mercato fisico, soprattutto in India. Confermiamo quindi che l'oro potrebbe toccare il nostro target di 1.300 dollari nel 4° trimestre 2017.

Per quanto riguarda gli agricoli, l'impatto delle condizioni meteorologiche sui principali cereali sembra essere sinora positivo, favorendo le coltivazioni. Escludendo eventi inattesi, prevediamo un recupero delle materie prime più esposte verso il Brasile (caffè, soia e di conseguenza oli vegetali) e rendimenti quasi nulli per mais e frumento, i cui prezzi saranno limitati dalle elevatissime scorte mondiali.

Previsioni di prezzo per le principali commodity							
	3T17	4T17	1T18	2T18	2017	2018	2019
ICE BRENT	49.0	53.0	51.0	53.0	51.9	53.5	59.0
NYMEX WTI	46.0	51.0	49.0	51.0	49.2	51.5	58.0
NYMEX NATURAL GAS	3.15	3.50	3.50	3.10	3.23	3.25	3.00
COMEX GOLD	1,280	1,290	1,285	1,275	1,262	1,265	1,250
COMEX SILVER	17.8	18.3	18.3	18.1	17.7	18.2	18.5
COMEX PLATINUM	900	890	880	870	926	865	850
COMEX PALLADIUM	810	790	780	770	795	765	750
LME COPPER 3M	5,650	5,750	5,850	5,900	5,735	5,950	6,125
LME ALUMINIUM 3M	1,905	1,950	1,975	2,000	1,905	2,000	2,050
LME NICKEL 3M	8,980	9,055	9,200	9,500	9,400	9,600	11,000
LME ZINC 3M	2,600	2,700	2,750	2,775	2,665	2,775	2,850
LME LEAD 3M	2,155	2,170	2,180	2,200	2,190	2,210	2,250
LME TIN 3M	19,800	20,000	20,150	20,300	19,930	20,425	20,750
SGX IRON ORE	60	60	60	60	67	60	60
TSI US HRC STEEL	600	600	605	610	611	610	620
CBT CORN	364	368	375	380	367	385	400
CBT WHEAT	440	445	450	450	436	450	475
CBT SOYBEAN	940	950	950	960	965	965	1,000
MDE PALM OIL (MYR)	2,800	2,910	2,950	3,000	2,880	3,025	3,100
NYB-ICE ARABICA COFFEE	136	140	147	150	138	151	155
LIFFE ROBUSTA COFFEE	2,110	2,150	2,150	2,175	2,111	2,175	2,250
CBT SOYBEAN MEAL	305	310	312	314	313	314	320
CBT SOYBEAN OIL	33.0	34.0	35.0	35.0	33.2	35.0	36.0

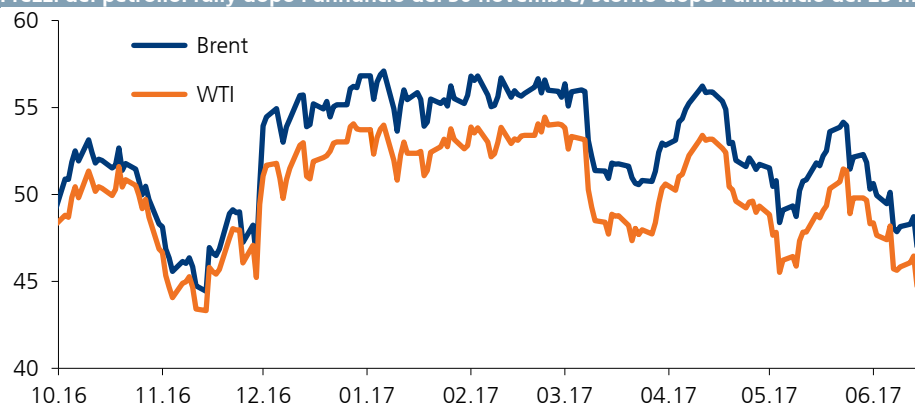
Fonte: stime Intesa Sanpaolo. Ferro: contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un basket di prezzi di riferimento pubblicati da The Steel Index. Acciaio: The Steel Index, indice calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil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

Petrolio: l'OPEC taglia, ma lo shale oil continua a crescere

Nel tanto atteso meeting del 25 maggio scorso svoltosi a Vienna fra membri OPEC e alleati non-OPEC, è stata confermata un'estensione di nove mesi degli attuali tagli alla produzione ed è stata lasciata aperta la possibilità di rinnovare nuovamente l'accordo se a marzo 2018 le riserve mondiali non saranno ancora tornate alla media a 5 anni. Nigeria e Libia manterranno le esenzioni, mentre l'Iran, a cui era stato concesso di aumentare l'offerta a seguito della rimozione delle sanzioni internazionali, potrà mantenere invariato il proprio target produttivo. A seguito dell'annuncio le quotazioni del greggio sono scese perché il mercato sperava in un segnale ancora più forte: un ampliamento dei tagli e forse la rimozione delle esenzioni.

Tagli OPEC insufficienti a stabilizzare il mercato. Scenario più complicato a causa delle crescenti tensioni politiche in Medio Oriente

Prezzi del petrolio: rally dopo l'annuncio del 30 novembre, storno dopo l'annuncio del 25 maggio



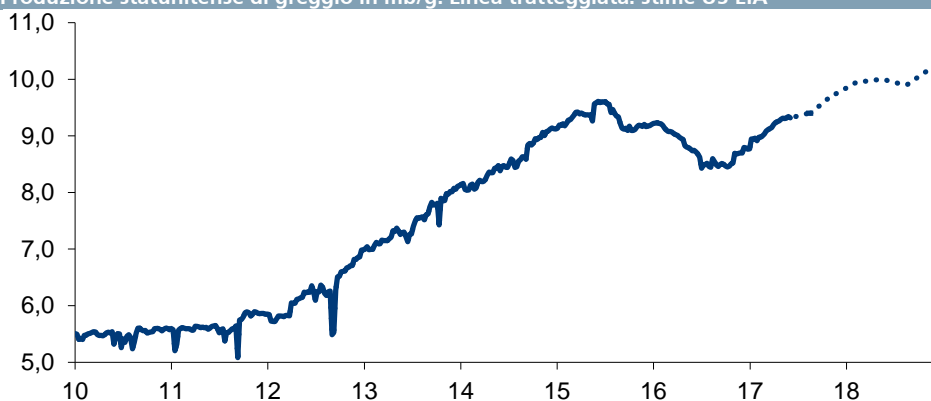
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A nostro avviso, resta apprezzabile la rassicurazione che il gruppo farà tutto quanto necessario per riportare le scorte in linea con l'obiettivo prestabilito. Anche la coesione fra membri OPEC e Russia, apparentemente allineati in una coerente politica energetica e uniti nella volontà di erodere il surplus di scorte mondiali, sembra incoraggiante.

Tuttavia, **molti fattori giustificano un atteggiamento cauto** ed impediscono un marcato rialzo delle quotazioni:

- **Crescita della produzione statunitense.** L'offerta non-OPEC continuerà ad espandersi grazie all'incremento della produzione americana di shale oil. Già nel 1° trimestre 2018 la produzione negli Stati Uniti dovrebbe superare la barriera dei 10 mb/g, polverizzando il precedente record di 9,6 mb/g registrato nel 1970. Inoltre, la prima stima dei fondamentali di domanda e offerta per il 2018, pubblicata dall'International Energy Agency (IEA) il 14 giugno, indica che il prossimo anno per la prima volta dal 2014 l'offerta non-OPEC crescerà più della domanda mondiale: +1,5 milioni di barili al giorno (mb/g) vs. +1,4 mb/g. A meno che nel 2018 l'offerta cumulata dell'OPEC non registri una contrazione su base annua, è impossibile che il mercato si mantenga bilanciato. Al contrario, l'eccesso di offerta rischia di diventare molto rilevante.

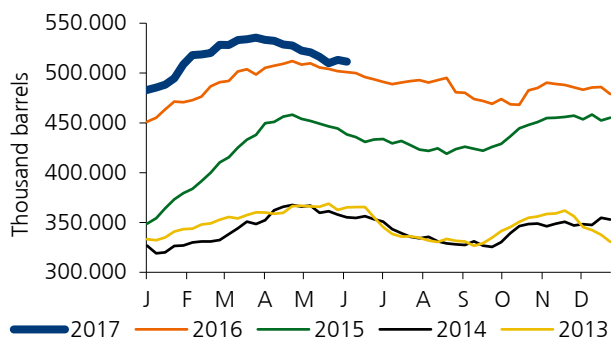
Produzione statunitense di greggio in mb/g. Linea tratteggiata: stime US EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US EIA

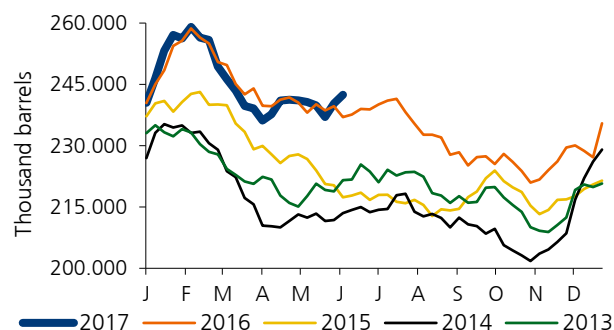
- **Scorte molto elevate.** Nonostante gli sforzi di OPEC e alleati non-OPEC, le scorte presso i paesi OCSE rimarranno ancora per molti mesi al di sopra della media a 5 anni e le scorte statunitensi di petrolio e prodotti derivati, monitorate settimanalmente sia dall'US Department of Energy (DOE) che dall'American Petroleum Institute (API) restano vicine ai massimi stagionali.

Scorte totali di greggio in USA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US EIA

Scorte di benzina in USA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US EIA

- **Rischio di un'aderenza all'accordo inferiore alle attese** da parte di OPEC e alleati non-OPEC. Sinora, l'OPEC ha esibito livelli di compliance ritenuti eccezionali. Non abbiamo motivi di ritenere che l'aderenza debba peggiorare almeno sino a che i principali attori, Arabia Saudita e Russia, avranno interesse a mantenere in vita l'accordo. Infatti, riteniamo che entrambi i Paesi siano interessati a stabilizzare il mercato del petrolio, favorendo la progressiva erosione delle scorte mondiali, e a beneficiare di quotazioni relativamente stabili e mediamente più alte di quanto sarebbe ragionevole aspettarsi in assenza dei tagli alla produzione: ricordiamo che nel 2018 è prevista l'IPO di Saudi Aramco (dovrebbe essere quotato il 5% della società petrolifera di stato dell'Arabia Saudita e le prime stime di capitalizzazione indicano una forchetta di 1-2 trilioni di dollari: sarà l'IPO più grande da sempre) e ci saranno le elezioni presidenziali in Russia.
- **Tensioni geopolitiche** che possano portare al crollo dell'accordo. Nel corso del suo primo viaggio di stato a Riyadh (19-21 maggio), il presidente americano Trump ha pronunciato uno storico discorso che sancisce il netto cambio di politica estera statunitense. L'Iran è considerato il principale finanziatore, e quindi responsabile, del terrorismo islamico e i paesi mediorientali sono invitati a collaborare più attivamente alla guerra del terrorismo in cambio di rinsaldati rapporti (anche e soprattutto economici) con gli Stati Uniti e di una minore interferenza nella gestione degli affari domestici (ovvero: forma di governo e diritti civili). I primi sviluppi di questo nuovo cambio di equilibri si sono già verificati.
- Il 5 giugno Arabia Saudita, Emirati Arabi, Bahrain, Egitto e altri piccoli paesi alleati hanno annunciato la sospensione dei rapporti diplomatici con il Qatar e di molti rapporti economici (inclusa la chiusura delle frontiere, anche terrestri, e il divieto di attracco ai porti per imbarcazioni battenti bandiera qatariota), per ritorsione contro il presunto supporto a gruppi terroristici. Si tratta di una decisione senza precedenti, che potrebbe segnare l'avvio di una nuova fase politica in Medio Oriente. Infatti, il supporto di cui ha sinora beneficiato il governo saudita da parte della nuova Amministrazione statunitense guidata dal presidente Trump potrebbe favorire un atteggiamento più aggressivo da parte dell'Arabia Saudita verso Paesi o gruppi meno allineati alla propria politica estera e che mantengono buone relazioni con l'Iran.
- Per la prima volta, il 7 giugno a Teheran si sono verificati degli attacchi terroristici rivendicati da jihadisti dell'ISIS. Vari attori in Iran hanno immediatamente attribuito all'Arabia Saudita la responsabilità morale degli attentati. Il messaggio lanciato dal presidente iraniano Rouhani, un moderato, rieletto ad ampia maggioranza il 22 maggio, sottolinea l'importanza di unità nazionale e cooperazione regionale ed internazionale per combattere la comune minaccia del terrorismo islamico. Tuttavia, resta il serio rischio che un'escalation delle tensioni fra le due principali potenze della regione (Arabia e Iran) possa diventare tanto seria da mettere in crisi ogni possibilità di cooperazione, incluso il coordinamento delle politiche energetiche, e quindi far crollare l'accordo OPEC.

Fondamentali di domanda e offerta

Nell'aggiornamento mensile pubblicato il 6 giugno, l'US Energy Information Administration (EIA) ha rivisto le stime di domanda e offerta, includendo per la prima volta l'estensione dell'accordo fra OPEC e Russia. Sotto l'ipotesi di buona compliance e tagli OPEC mantenuti sino a fine 2018, i fondamentali sono inevitabilmente previsti in netto rafforzamento. Il bilancio di mercato dovrebbe quindi registrare un deficit nel 2017 (-0,2 mb/g) e potrebbe tornare in modesto surplus nel 2018 (+0,1 mb/g). Le elevatissime scorte mondiali dovrebbero quindi ridursi quest'anno, ma torneranno a crescere, seppur lentamente, nell'anno successivo.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'US EIA a giugno 2017							
Stime pubblicate a giugno 2017 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**
2016	96.69	58.2	8.9	6.5	32.5	32.3	0.3
2017	98.5	59.1	9.3	6.9	32.3	32.5	-0.2
Variazione a/a	1.5	0.9	0.5	0.4	-0.2	0.2	
2018	100.1	60.3	10.0	7.1	32.8	32.7	0.1
Variazione a/a	1.6	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2	

Note:* "Call on OPEC crude = World Consumption - Non OPEC Supply - OPEC LNG supply"; ** "Market balance = OPEC crude supply - Call on OPEC crude" Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US EIA

La crescita della produzione di *shale oil* statunitense (+0,5 mb/g nel 2017 e +0,7 mb/g nel 2018) rappresenta la principale minaccia agli sforzi dell'OPEC. Inoltre, come accennato in precedenza, lo scenario delineato dall'IEA è ancora più negativo perché prevede una crescita dell'offerta non-OPEC addirittura superiore alla crescita dei consumi mondiali.

Previsioni

Riteniamo che il petrolio Brent continuerà a scambiare in un intervallo relativamente stretto, attorno a 51 dollari in media nel 2° semestre. Al momento, vediamo più probabili rischi al ribasso nel 3° trimestre a causa del marcato deterioramento dei fondamentali atteso nel 2018. Nel nostro scenario di base non riteniamo che il greggio potrà scambiare al di sopra della soglia dei 60 dollari, in assenza di sorprese positive dal lato della domanda o gravi shock all'offerta, perché alti prezzi stimolerebbero ulteriormente la produzione da fonti non-convenzionali, aumentando quindi l'offerta totale e giustificando successivamente un calo delle quotazioni. Nell'ipotesi di un perdurante sentiment di mercato negativo, spiegato da scorte negli Stati Uniti ai massimi da sempre per questo periodo dell'anno, vediamo 40 dollari come un'importante supporto per il Brent.

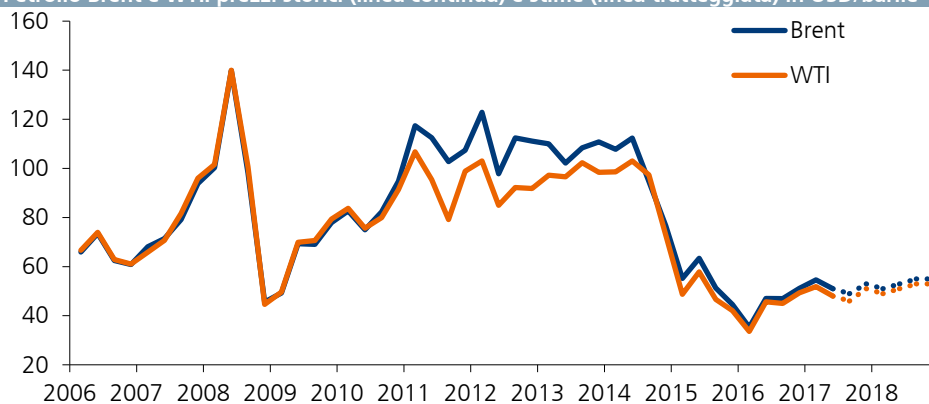
Abbiamo inserito nel nostro scenario di base uno spread fra Brent e WTI di circa 3 dollari nel 3° trimestre 2017 e successivamente di 2 dollari sino a fine 2018 per l'attesa che l'amministrazione americana non modificherà la tassazione di importazioni ed esportazioni, diversamente da quanto promesso, e di conseguenza l'erosione delle scorte statunitensi sarà più lenta di quanto previsto in precedenza.

Infine, sembra che anche molti membri OPEC si attendano che anche nel medio periodo il potenziale di rialzo per le quotazioni del greggio sarà limitato. Secondo i commenti dei ministri dell'energia di Nigeria e Iran, l'intervallo di prezzo ritenuto più adeguato a ridonare stabilità al mercato del greggio, stimolare gli investimenti nel settore e al contempo sostenere i consumi mondiali sarebbe fra i 50 e i 60 dollari al barile.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

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



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

Stime di prezzo del petrolio Brent

Al 15.06.2017	3T17	4T17	1T18	2T18	2017	2018	2019
ICE BRENT	49.0	53.0	51.0	53.0	51.9	53.5	59.0
Median, Bloomberg	56.0	58.0	59.0	59.0	55.5	60.2	62.0
Forward Curve	47.6	48.4	49.0	49.4	50.4	49.5	50.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 15.06.2017	3T17	4T17	1T18	2T18	2017	2018	2019
NYMEX WTI	46.0	51.0	49.0	51.0	49.2	51.5	58.0
Median, Bloomberg	54.0	55.0	56.0	56.5	53.6	57.5	60.0
Forward Curve	45.2	45.9	46.4	46.8	47.8	46.9	47.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: l'economia è in equilibrio - cosa verrà dopo?

L'economia americana continua a stare "molto bene", come ha detto Yellen a giugno. La crescita è poco sopra il potenziale, il mercato del lavoro è al pieno impiego, l'inflazione, pur moderata, è su un trend verso il 2%. Questo stato da "Riccioli d'oro" è ideale, ma apre un elemento di incertezza: **cosa verrà dopo?** Greenspan ricordava nel 1997 che "non c'è evidenza (...) che il ciclo economico sia stato abolito" e questo è ancora vero: il raggiungimento dello stato stazionario, peraltro raro, è inevitabilmente seguito o da riscaldamento o da raffreddamento dell'economia. Qui sta il dubbio che circonda la valutazione positiva dello scenario USA. A fine 2016 i rischi erano prevalentemente verso l'alto, con l'aspettativa di reflazione spinta da politiche fiscali. Oggi, i rischi sono bilanciati, con le riforme fiscali più incerte. L'economia, senza shock esogeni, dovrebbe proseguire nel 2017-18 su un sentiero moderato e senza eccessi, ma anche senza un chiaro indirizzo in termini di direzione, restando quindi più esposta a possibili rischi sia verso il basso sia verso l'alto. A nostro avviso, **i rischi di una svolta ciclica (reflattiva o recessiva?) si manifesteranno nel corso del 2018.**

Giovanna Mossetti

Nonostante il forte aumento dell'incertezza politica (v. sotto), le prospettive restano positive, **con una crescita attesa di 2,1% nel 2017 e di 2,5% nel 2018**, un ulteriore calo del tasso di disoccupazione e un graduale rialzo dell'inflazione verso il 2% nel 2018. In questo quadro, **la Fed dovrebbe proseguire sul sentiero di normalizzazione della politica monetaria**, alzando ancora gradualmente i tassi e iniziando entro fine 2017 la fase di riduzione dei reinvestimenti dei titoli in scadenza. I rischi sono bilanciati e, per ora, concentrati sul fronte politico.

1. Scenario macroeconomico: crescita moderata e diffusa. Nonostante un 1° trimestre in crescita modesta (+1,2% t/t ann.), lo scenario per il 2017 è invariato: il PIL dovrebbe aumentare a un ritmo appena sopra il 2%, con un'espansione moderata di tutte le componenti della domanda finale domestica privata. La **stima nowcasting** dell'Atlanta Fed per il 2° trimestre vede una crescita del PIL di 2,9% t/t ann., sostenuta dai consumi e dagli investimenti fissi non residenziali, con investimenti residenziali poco variati, e un contributo positivo delle scorte e negativo del canale estero. Si rileva una "rotazione" dei contributi delle componenti della domanda che permette di mantenere la crescita vicina al potenziale, né troppo calda, né troppo fredda.

I **consumi**, dopo il rallentamento di inizio anno, stanno riaccelerando, sostenuti dal reddito da lavoro, con espansione occupazionale solida e moderata crescita dei salari. Nel 2017-18 il contributo dei beni durevoli all'espansione della spesa delle famiglie dovrebbe moderarsi, lasciando spazio a servizi e non durevoli. Grazie ai fondamentali solidi del mercato del lavoro e dei conti finanziari, **i consumi dovrebbero essere in aumento di 2,5% nel 2017 e 2,8% nel 2018.** Il **mercato del lavoro** resta il motore della spesa delle famiglie. La crescita solida degli **occupati**, in media vicina a 200 mila nuovi posti al mese nel 2015-16, è rallentata nel 2017 (a 162 mila, 1,5% a/a a maggio) ma, essendo al di sopra della dinamica della forza lavoro (+0,7% a/a), ha determinato un calo del tasso di disoccupazione di 5 decimi fra gennaio e maggio 2017, a 4,3%.

Gli **investimenti non residenziali** stanno rallentando, come è fisiologico dopo l'aumento di inizio anno spinto soprattutto dall'estrattivo (v. Fig. 3). Le indagini del manifatturiero restano in territorio espansivo, con un solido sostegno anche dagli ordini. La persistenza della ripresa e il miglioramento del ciclo mondiale sono alla base della crescita moderata attesa per gli investimenti delle imprese, pur di fronte alla notevole incertezza riguardo al futuro della riforma tributaria. La previsione per il 2017 e per gran parte del 2018 era già comunque indipendente dalla realizzazione delle promesse pre-elettorali e manteniamo un quadro di crescita degli investimenti fissi non residenziali di 4,8% nel 2017 e 4,6% nel 2018. Gli **investimenti residenziali** nel 2° trimestre stanno dando segnali di ritracciamento, con una crescita appena positiva, dopo i rialzi a due cifre visti fra fine 2016 e inizio 2017. La previsione per l'anno in corso rimane comunque moderatamente positiva (5,4%). Il **canale estero** dovrebbe contribuire negativamente alla crescita (-0,4pp).

2. La turbolenza politica ha travolto il sentiero delle riforme: incertezza in aumento. A sei mesi dall'insediamento di Trump, gli unici progressi politici finora sono quelli verso una possibile apertura (se pure molto lontana e incerta) di un processo di *impeachment* del Presidente. Sul fronte delle riforme, la strada fatta è irrisoria. Una versione della **riforma sanitaria** è stata approvata alla Camera, ed è in discussione al Senato. La leadership repubblicana spinge per l'approvazione di una versione modificata entro breve al Senato, in modo da potere approvare un testo prima della chiusura estiva del Congresso a fine luglio. Il risultato non è scontato, ma riteniamo che ci sia una probabilità superiore (non di molto) al 50% di un voto favorevole entro luglio, più che altro per sfinimento e per occuparsi della **riforma tributaria** a settembre, quando il Congresso riaprirà i lavori. Il tempo sarà comunque scarso per costruire un consenso su uno scheletro condiviso che permetta il passaggio di una legge entro fine 2017. I repubblicani sono sotto pressione per ottenere dei risultati: senza un

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

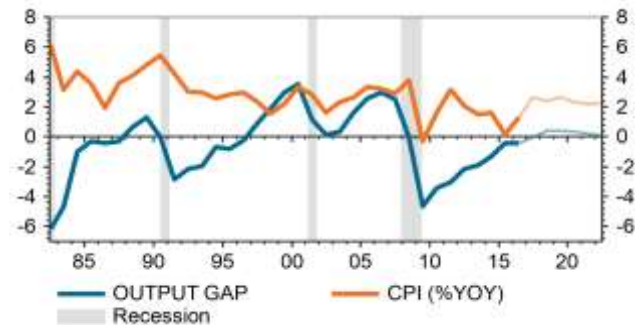
progetto chiaro entro fine anno, la probabilità di avere un taglio delle imposte prima delle elezioni *midterm* cala drasticamente. Inoltre, si riproporrà il problema del **limite del debito**, raggiunto diversi mesi fa, che richiede un intervento probabilmente entro metà settembre. La frangia conservatrice rimane rigida e potrebbe esserci un nuovo scontro con il rischio, molto basso ma non nullo, di una chiusura del Governo. **Che cosa ha fermato il processo delle riforme?** Alla ben nota spaccatura interna al partito repubblicano, si sono aggiunti, in misura determinante, la turbolenza politica legata all'indagine sui legami con la Russia della campagna Trump e lo spostamento del focus del Congresso sul ruolo del Presidente. Il coinvolgimento di Trump nel Russiagate ha subito un'accelerazione in seguito al licenziamento del direttore dell'FBI e alla nomina del consigliere speciale Mueller. La probabile (anche se non confermata) iscrizione di Trump nella lista degli indagati per ostruzione alla giustizia, oltre a indebolire la capacità del Presidente di guidare le riforme, potrebbe costituire la base per l'apertura di un processo di *impeachment*. Però le conseguenze "processuali" del Russiagate sono assai incerte e comunque lontane. Anche una conclusione con risvolti penali dell'indagine del consigliere Mueller non porterebbe all'incriminazione del Presidente, secondo la giurisprudenza accettata. Un'eventuale conclusione di colpevolezza sposterebbe la palla nel campo del processo politico di *impeachment*. Tuttavia, l'apertura del procedimento deve essere votata a maggioranza semplice dalla Camera e non è mai avvenuta con una maggioranza dello stesso partito del Presidente. Inoltre, per rimuovere il Presidente occorre una maggioranza di due terzi al Senato, quasi impossibile da raggiungere. Anche nella peggiore delle ipotesi per Trump, un eventuale iter di *impeachment* molto difficilmente potrebbe essere aperto prima delle elezioni del 2018. Nel frattempo, i **repubblicani navigheranno a vista, e il sentiero delle riforme sarà lento e non molto ambizioso.**

3. Politica monetaria: avanti con la normalizzazione della politica monetaria. Il FOMC a giugno ha alzato il tasso dei Fed funds (a 1-1,25%) e annunciato il programma di riduzione dei reinvestimenti da attuare "quest'anno". Lo scenario economico dovrebbe giustificare ancora "aumenti gradualisti" dei tassi: nelle proiezioni, la mediana per i prossimi anni prevede un altro rialzo nel 2017 e tre rialzi in ciascuno dei due anni successivi. La previsione di normalizzazione dei tassi "ben avviata" entro pochi mesi, sposta il focus sulla **politica del bilancio**. Il programma delineato dal FOMC prevede riduzioni graduali e prevedibili dei reinvestimenti. Inizialmente i riacquisti verranno ridotti di 10 mld di dollari al mese (-6 mld di Treasury e -4 mld di agenzie e MBS). Ogni trimestre, la riduzione sarà aumentata di 6 mld per i Treasury e di 4 mld per le agenzie, fino ad arrivare a un ritmo regolare di riduzioni complessive di 50 mld al mese. Mancano ancora due dettagli importanti: la data di inizio e il punto di arrivo per il bilancio. Sul livello finale del portafoglio desiderato, il FOMC indica solo che sarà al di sopra del livello pre-crisi e "apprezzabilmente al di sotto di quello visto negli anni recenti". In conclusione, la Fed conferma la volontà di proseguire la normalizzazione della politica monetaria, per essere in grado in futuro di reagire a un'eventuale inversione ciclica. Prevediamo entro fine 2017 un altro **rialzo dei tassi e l'inizio del tapering**. La sequenza sarà influenzata dall'andamento dei dati di inflazione: lo scenario centrale per ora è un rialzo a settembre e il *tapering* a dicembre, ma se in estate l'inflazione sarà ancora debole, l'ordine si potrebbe invertire.

Previsioni	2016			2017			2018			2016			2017			2018											
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			2016			2017			2018								
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3											
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.6	2.1	2.5	1.3	1.7	2.0	2.0	2.4	2.0	2.1	2.4	2.4	2.4	2.5	- trim./trim. annualizzato	1.4	3.5	2.1	1.2	2.7	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7		
Consumi privati	2.7	2.5	2.8	4.3	3.0	3.5	0.6	2.9	2.5	2.5	3.0	2.8	3.0	IFL - privati non residenziali	-0.5	4.8	4.6	1.0	1.4	0.9	11.4	4.4	4.5	4.0	4.5	5.1	5.0
IFL - privati non residenziali	-0.5	4.8	4.6	1.0	1.4	0.9	11.4	4.4	4.5	4.0	4.5	5.1	5.0	IFL - privati residenziali	4.9	5.4	5.3	-7.8	-4.1	9.6	13.7	2.5	4.2	6.5	6.2	4.9	4.7
Consumi e inv. pubblici	0.8	-0.1	0.7	-1.7	0.8	0.2	-1.1	0.3	0.4	0.5	0.9	0.7	0.8	Consumi e inv. pubblici	0.8	-0.1	0.7	-1.7	0.8	0.2	-1.1	0.3	0.4	0.5	0.9	0.7	0.8
Esportazioni	0.4	2.3	2.2	1.8	10.0	-4.5	5.9	1.3	0.9	1.5	2.5	2.6	3.0	Esportazioni	0.4	2.3	2.2	1.8	10.0	-4.5	5.9	1.3	0.9	1.5	2.5	2.6	3.0
Importazioni	1.1	4.3	4.4	0.2	2.2	8.9	3.8	3.7	3.9	4.2	4.6	4.6	4.5	Importazioni	1.1	4.3	4.4	0.2	2.2	8.9	3.8	3.7	3.9	4.2	4.6	4.6	4.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.0	0.1	-1.2	0.4	1.0	-1.1	0.3	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.0	Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.0	0.1	-1.2	0.4	1.0	-1.1	0.3	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.6	-2.6	-2.7											Partite correnti (% PIL)	-2.6	-2.6	-2.7										
Deficit Federale (% PIL)	-5.0	-4.8	-5.6											Deficit Federale (% PIL)	-5.0	-4.8	-5.6										
Debito pubblico (% PIL)	127.6	127.4	127.2											Debito pubblico (% PIL)	127.6	127.4	127.2										
CPI (a/a)	1.3	2.3	2.1	1.0	1.1	1.8	2.5	2.0	2.4	2.1	1.8	2.3	2.2	CPI (a/a)	1.3	2.3	2.1	1.0	1.1	1.8	2.5	2.0	2.4	2.1	1.8	2.3	2.2
Produzione Industriale (a/a)	-1.2	2.1	2.9	-0.2	0.2	0.2	0.4	1.3	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6	Produzione Industriale (a/a)	-1.2	2.1	2.9	-0.2	0.2	0.2	0.4	1.3	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
Disoccupazione (%)	4.9	4.6	4.6	4.9	4.9	4.7	4.7	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	Disoccupazione (%)	4.9	4.6	4.6	4.9	4.9	4.7	4.7	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
Federal Funds (%)	0.5	1.2	1.8	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0	1.3	1.5	1.5	1.8	1.8	Federal Funds (%)	0.5	1.2	1.8	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0	1.3	1.5	1.5	1.8	1.8
Cambio effettivo (1973=100)	91.7	94.0	95.5	89.6	90.2	93.7	94.4	93.1	94.0	94.5	95.0	95.5	95.8	Cambio effettivo (1973=100)	91.7	94.0	95.5	89.6	90.2	93.7	94.4	93.1	94.0	94.5	95.0	95.5	95.8

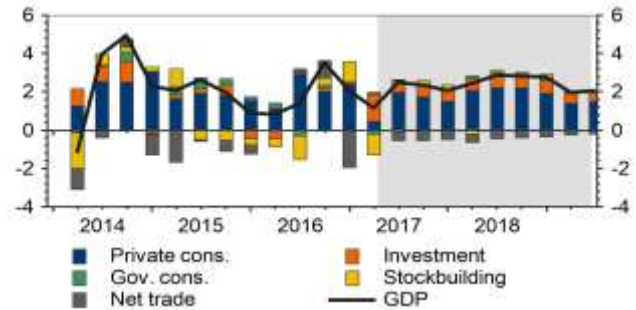
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'economia USA è in equilibrio: quanto durerà?



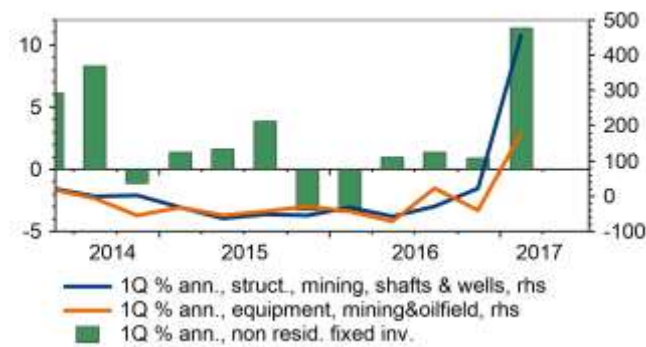
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Previsioni FMI.

Fig. 2 – Previsioni di crescita moderata per tutte le componenti della domanda domestica



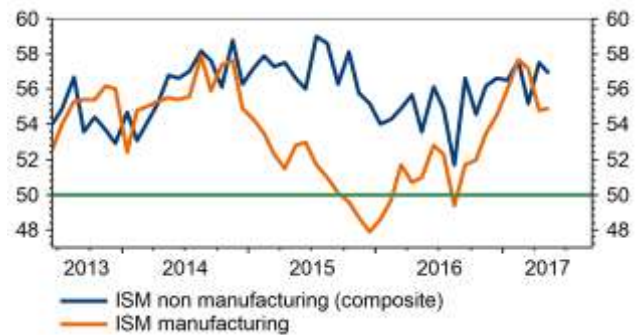
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Gli investimenti non residenziali in rialzo



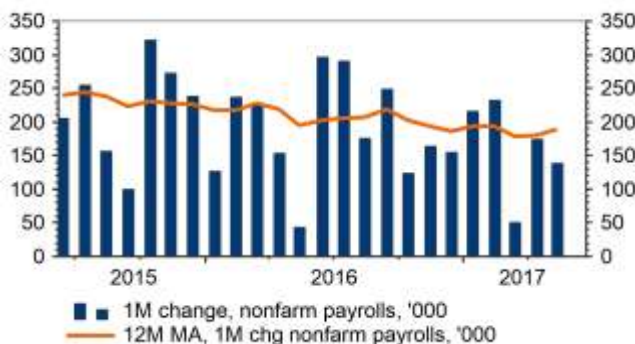
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ISM: indicazioni positive per la crescita



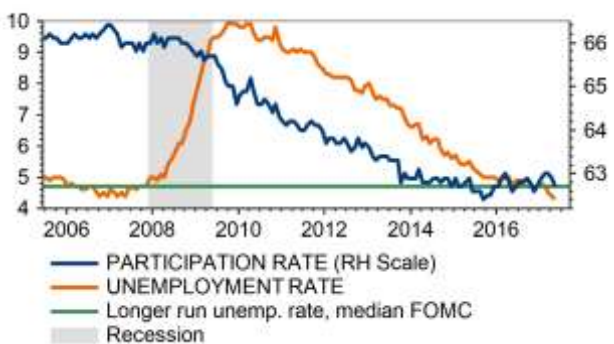
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Nuovi occupati: il trend resta superiore alla creazione "normale", stimata intorno a 60 mila posti!



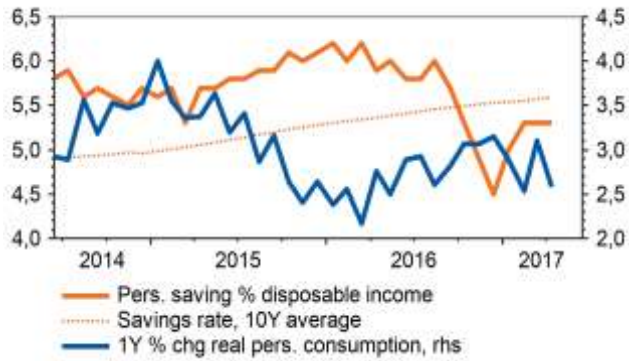
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Risorse inutilizzate in esaurimento sul mercato del lavoro



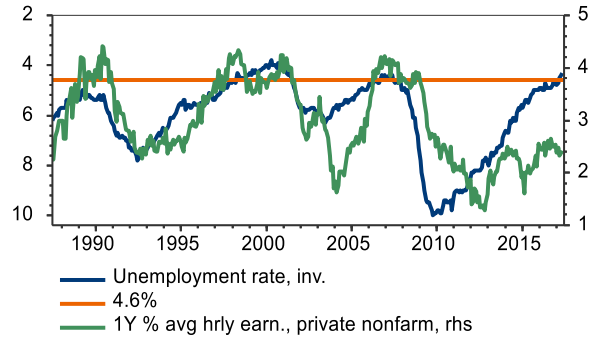
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Consumi e risparmio: equilibrio sostenibile



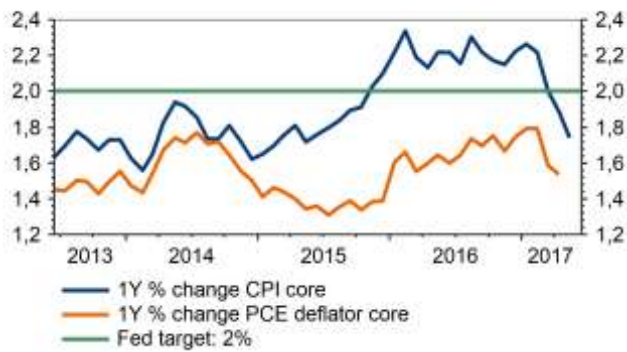
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La crescita salariale rimane molto moderata



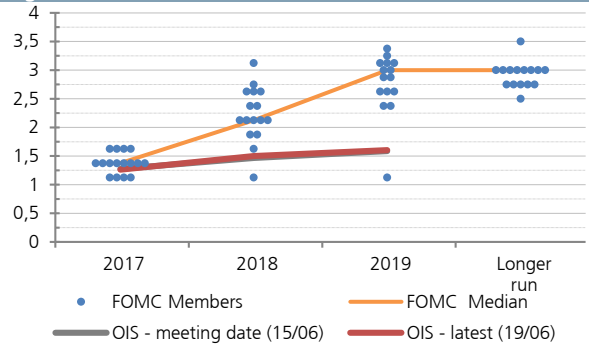
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – L'inflazione è vicina al 2%



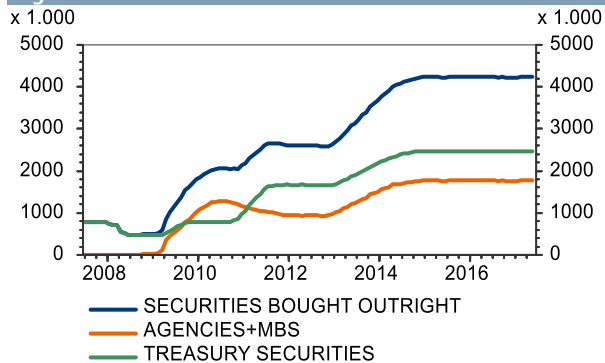
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Il mercato continua a non credere al FOMC



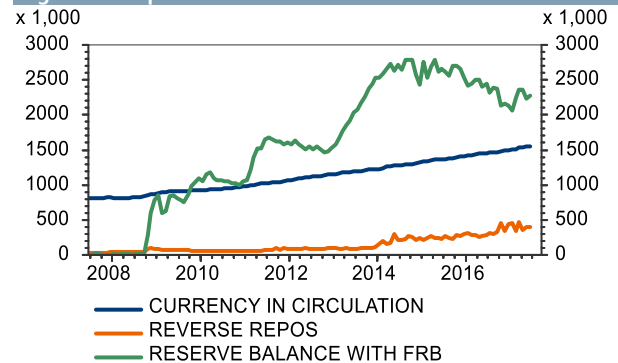
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Bilancio della Fed: attivo...



Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 12 – ...e passivo



Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Thomson Reuters Datastream

Area euro: un ciclo quasi da favola, grazie anche al minor rischio politico

Siamo più ottimisti sul ciclo euro zona non solo per gli sviluppi ampiamente positivi dai dati ma anche per l'esito più che rassicurante delle elezioni in Francia e Olanda. Abbiamo, quindi, rivisto ancora una volta al rialzo le nostre previsioni di crescita per l'anno in corso al 2,0%, dall' 1,7% di tre mesi fa. Il picco di questo ciclo dovrebbe vedersi tra la primavera e l'estate, ma l'espansione al di sopra del potenziale, iniziata a metà 2014, riteniamo proseguirà anche nel 2018 (1,7%) e nel 2019 (1,5%). Si tratterebbe del ciclo espansivo più lungo della storia dell'euro.

Anna Maria Grimaldi

La ripresa, a nostro avviso, è diffusa a tutta l'area: Germania (2,0%), Spagna (3,3%) e Olanda (2,3%) rimangono in testa ma si ridurrà il gap con la media anche per Francia (1,5%) e Italia (1,2%). L'espansione coinvolge tutti i settori. Il recupero del commercio mondiale ha dato nuovo impulso all'industria, mentre i servizi e commercio al dettaglio sembrano aver passato il picco. Nonostante il recupero dell'export, la domanda interna farà ancora da volano, sostenuta più dagli investimenti fissi che dai consumi privati attesi moderare rispetto ai due anni precedenti.

La ripresa è stata "job rich" e le indagini di fiducia suggeriscono che la creazione di posti di lavoro rimarrà solida. Vi è margine prima di toccare il pieno impiego. Il tasso di disoccupazione allargato U-6 è il doppio rispetto al tasso ILO (9,5% ad aprile), ciò spiega almeno in parte l'inerzia della dinamica salariale e indirettamente la debolezza dell'inflazione (in particolare *core*) attesa risalire in modo più stabile verso l'1,7% solo per l'autunno del 2018.

Il rischio politico e, in particolare, di deriva verso posizioni populiste si è sensibilmente ridotto ma non è del tutto rientrato. Mentre le elezioni in Germania (24 settembre) non dovrebbero riservare sorprese, è più a rischio, invece, l'esito delle elezioni in Austria (ottobre) e Italia (inizio 2018).

La crescita riteniamo sarà ancora sostenuta dalla politica monetaria e dai bassi costi dell'energia, il cambio sottrarrà uno 0,2% alla crescita. Secondo l'European Fiscal Board, la politica fiscale dovrebbe essere neutrale nel 2018, ma le prescrizioni del patto impongono una restrizione.

L'incertezza sulla risalita dell'inflazione *core* giustifica la retorica ultra accomodante della BCE e l'impegno a normalizzare la politica monetaria con estrema cautela. La BCE completerà il QE per settembre 2018 ed inizierà ad alzare il tasso sui depositi solo alla fine del prossimo anno.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	2.0	1.7	1.6	1.8	1.8	1.9	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
- t/t				0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
Consumi privati	2.0	1.6	1.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	3.4	4.6	4.2	1.2	0.0	3.4	1.3	-0.1	0.5	1.1	1.5	1.1	1.0
Consumi pubblici	1.8	1.2	1.2	0.3	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	2.9	4.1	3.8	1.2	0.4	1.7	1.2	0.5	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
Importazioni	4.2	5.8	4.3	1.6	0.3	3.8	1.3	0.4	0.9	1.0	0.9	1.5	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.5	-0.1	-0.1	0.1	0.4	0.1	0.2	0.0	-0.2	-0.3	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	3.4	3.3	3.2										
Deficit pubblico (% PIL)	-1.5	-1.4	-1.3										
Debito pubblico (% PIL)	91.3	90.3	89.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	1.5	1.4	-0.1	0.3	0.7	1.8	1.5	1.3	1.3	1.0	1.4	1.5
Produzione industriale (a/a)	1.4	1.9	1.3	1.1	1.0	2.3	1.5	2.2	2.5	1.4	1.4	1.3	1.3
Disoccupazione (ILO, %)	10.0	9.1	8.7	10.2	9.9	9.7	9.4	9.2	9.0	8.9	8.7	8.7	8.7
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
EUR/USD	1.11	1.09	1.13	1.13	1.12	1.08	1.06	1.10	1.09	1.11	1.12	1.13	1.13

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

Un lungo ciclo espansivo, anche più forte delle attese

La prima metà del 2017 è stata sorprendentemente positiva sia per l'andamento dei dati economici, sia sul fronte politico. La crescita del PIL riteniamo viaggerà al 2,0% quest'anno, circa mezzo punto in più rispetto alle stime di dicembre scorso (1,5). Il PIL è cresciuto di 0,6% t/t a inizio anno dopo lo 0,5% t/t del 4° trimestre 2016. Le indagini di fiducia segnalano un'espansione anche più marcata nel trimestre in corso, ma manteniamo una stima di 0,5-0,6% t/t¹ (v. fig. 1). L'altro aspetto positivo di questa fase di crescita è che la ripresa è vista diffondersi su tutta l'area, sia pure con intensità diversa (v. fig. 5) ed è quindi più sostenibile.

La spinta alla crescita, in questa fase, è venuta dal **commercio estero** che è accelerato tra fine 2016 e inizio 2017 dando nuovo impulso all'attività manifatturiera, ma l'espansione continua anche nei servizi e nel commercio al dettaglio (v. fig. 2). La produzione industriale è in rotta per un aumento di oltre l'1,0% anche a giugno, grazie alla tendenza particolarmente solida in Francia e Germania (v. fig. 3). La domanda mondiale ha sorpreso verso l'alto grazie al recupero degli emergenti (v. fig. 4) e la tendenza dovrebbe essere confermata nei prossimi mesi stando alle indicazioni del PMI globale. Le indicazioni di breve termine suggeriscono una **crescita del commercio estero nel 2017-18 più solida (3,5%) rispetto a quanto da noi ipotizzato tre mesi fa (3,0%)** anche se ancora più debole rispetto al periodo pre-crisi. Le stime di crescita della domanda mondiale nel 2018 sono soggette ancora ad incertezza dal momento che il quadro geopolitico internazionale rimane fragile. L'andamento recente del **prezzo del petrolio** e le stime per la dinamica di domanda e offerta suggeriscono un rialzo più contenuto rispetto alle nostre previsioni di tre mesi fa (espresso in euro +13% nel 2017 e +2,0% nel 2018) con effetti di freno sulla crescita di 0,2% quest'anno e 0,1% il prossimo. Il **cambio potrebbe limare 0,1-0,2%** dalla crescita sull'orizzonte di previsione. Il cambio effettivo dovrebbe aumentare di circa il 2% di qui a fine 2018.

La principale spinta alla crescita e in particolare della domanda interna verrà ancora dalla **politica monetaria**. A giugno, con la rimozione dell'*easing bias* sui tassi la BCE ha di fatto dato avvio al processo di normalizzazione della politica monetaria, ma l'inerzia dell'inflazione *core* e il permanere di un *output gap* negativo fino a fine 2018 (v. fig. 12), giustificano un'uscita molto cauta. Nel nostro scenario di tassi fermi fino a fine 2018 e chiusura del programma di acquisti per settembre 2018 (si veda la sezione sulla politica monetaria) la BCE continua a sostenere l'economia, anche se meno rispetto ai due anni precedenti.² La **politica fiscale a nostro avviso non potrà fornire supporto alla crescita** nei prossimi anni, almeno a livello nazionale. Dopo un periodo di neutralità o di modesto allentamento nel 2016-17, la politica fiscale dovrebbe tornare ad essere restrittiva secondo le prescrizioni del Patto (v. fig. 13). Lo scorso 20 giugno l'European Fiscal Board ha indicato come adeguata una *stance* neutrale di politica fiscale per l'area euro, ma le raccomandazioni non sono vincolanti. Le **ultime raccomandazioni della Commissione aprono ad un uso più attivo della flessibilità** e che nella valutazione dello sforzo strutturale "adeguato", per i paesi lontani dall'obiettivo di MTO (almeno 0,5% del PIL) va tenuto conto della necessità di rafforzare il ciclo.

Per quanto riguarda i contributi alla crescita del PIL, il **commercio estero offrirà ancora un contributo di -0,5% nel 2017** dal momento che a fronte di una crescita più sostenuta dell'export (4,1%) le importazioni sono attese in aumento del 5,6% per effetto della dinamica assai sostenuta tra fine 2016 e inizio 2017. Nel 2018, le esportazioni dovrebbero avanzare ancora a ritmo

Questo è il ciclo espansivo più lungo dall'avvio della moneta unica. Ma l'economia non è ancora al pieno impiego

La domanda estera è più forte delle attese ma le prospettive per il 2018 sono incerte

La politica fiscale adeguata per l'euro zona nel 2018 è neutrale rispetto al ciclo secondo le ultime raccomandazioni dell'European Fiscal Board

Il commercio estero peserà ancora sulla crescita

¹ Come segnalavamo nello scenario trimestrale di marzo 2017, a stessi livelli di fiducia corrisponde una crescita più bassa del PIL rispetto ai livelli pre-crisi, per effetto di una rottura strutturale nella serie che in parte riflette attese di crescita potenziale più basse. La Commissione UE ha dettagliato su quella che viene definita "nuova modestia" nelle stime d'inverno 2017.

² Secondo la BCE, le misure adottate tra dicembre 2015 e dicembre 2016 dovrebbero aver potenziato la crescita del PIL di 1,7% nel periodo 2015-18 Draghi conferenza stampa dello scorso 9 marzo 2017. Si veda anche ECB working paper No 1956, 2016: *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*. Il lavoro stima che acquisti pari all'11% del PIL, dovrebbero avere un impatto massimo di 0,4% sull'inflazione e dell'1,0% sulla crescita dopo due anni.

sostenuto (3,8%) mentre le importazioni sono attese rallentare al 4,3%.

Il **principale motore di crescita** sarà ancora la **domanda interna** (v. fig. 6) che si conferma più forte delle attese. Mentre tre mesi fa ci aspettavamo un lieve rallentamento della domanda interna, ora prevediamo una stabilizzazione al 2,0% come nel 2016 e un aumento dell'1,8% nel 2018. La **crescita più solida della domanda interna è spiegata dalla dinamica degli investimenti in macchinari** che sembra finalmente avviata verso un ciclo più vivace (v. fig. 7). Tra fine 2016 e inizio 2017 si è vista una forte accelerazione della spesa delle imprese in Germania, Francia e soprattutto Olanda (+12% t/t nel 1° trim.). Nel complesso dell'euro zona, la spesa in macchinari è cresciuta del 3,1% t/t a fine 2016 e di un più normale 1,3% t/t nei mesi invernali. L'andamento della capacità produttiva al di sopra della media storica, il calo del debito delle imprese, la tenuta dei profitti, condizioni finanziarie ancora ampiamente di supporto e prospettive di aumento della domanda nel manifatturiero insieme alla minore incertezza politica dovrebbero garantire una crescita degli investimenti del 6,3% quest'anno e del 3,4% nel 2018 (si noti che le medie annue sono influenzate dalla volatilità dei dati tra fine 2016 – inizio 2017). Anche l'attività nelle **costruzioni** sta facendo meglio delle attese (+1,3% t/t in inverno) grazie ai contributi di Germania, Spagna e Olanda. Il nostro indicatore sulla spesa in costruzioni suggerisce un proseguimento della fase di espansione e una crescita media nei prossimi due trimestri vicina all'1,0% (v. fig. 8). È confermato, invece, che il picco per i **consumi privati** dovrebbe essere alle spalle. La spesa delle famiglie potrebbe viaggiare all'1,5% nel 2017 dall'1,9% (in media) dei due anni precedenti. Il rallentamento (v. fig. 9) è spiegato dalla perdita di potere d'acquisto, associato al rialzo del prezzo del greggio, e risalita dell'inflazione all'1,4% da 0,4% dello scorso anno. La risalita dell'inflazione non è compensata da un'accelerazione dei salari (v. fig. 10). A inizio 2017 il costo del lavoro cresceva appena di 0,3% e il reddito disponibile reale è frenato all'1,3% dall'1,9% dei sei mesi precedenti. Nel 2017, ci aspettiamo una crescita del costo del lavoro di 0,9%, mentre è possibile che si vedano aumenti più generosi nel 2018 con il consolidarsi della ripresa. Tuttavia, **l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro rimane ampio**. La disoccupazione è tornata al 9,3% ad aprile dal 12,1% del 2013, ma rimane al di sopra del NAIRU (v. fig. 11). Il tasso di disoccupazione allargato U-6 è del 18%, circa doppio rispetto al tasso ILO. La tenuta dei consumi dipende, quindi, da una crescita ancora solida degli occupati e sui livelli del 2016 (1,4%) che riteniamo possibile dato il contesto ciclico.

Rispetto a tre mesi i rischi per lo scenario di crescita euro zona si sono significativamente attenuati e sono ora bilanciati. Gli sviluppi dai dati sono stati sicuramente incoraggianti, ma parte della revisione è spiegata dalla minore incertezza politica. L'esito delle elezioni in Olanda e soprattutto in Francia è stato anche meglio di quello che si poteva sperare. Per ora la deriva populista in Europa sembra essere arginata. In autunno, sarà il turno della Germania (24 settembre) e dell'Austria 15 ottobre. In Germania, i sondaggi suggeriscono una riconferma del governo a guida cristiano-democratica con il sostegno della SPD, mentre i populistici di *Alternative für Deutschland* sono in calo. In Austria, si è ridotto il rischio di una vittoria dei populistici di FPÖ, che però resta una delle tre maggiori forze politiche del paese. Sarà da verificare se dopo le elezioni tedesche, l'asso franco-tedesco riuscirà a promuovere un processo di riforma dell'Unione Europea coerente con il discorso di Berlino³ di gennaio scorso. Il rischio politico si riacutizzerà a inizio 2018, quando l'Italia andrà al voto. Infatti, il movimento Cinquestelle contende il posto di primo partito al Partito Democratico e il sistema elettorale proporzionale potrebbe rendere molto ardua la formazione di coalizioni di governo. Anche in caso di un esito incerto delle elezioni in Italia, però, il contesto è più robusto rispetto al 2011: oggi un paese può accedere a programmi di sostegno finanziati dall'ESM ed eventualmente alle OMT della BCE; inoltre, con la crescita del PIL sopra trend, gli investitori esteri hanno già ridotto l'esposizione all'Italia e il paese presenta già un significativo avanzo strutturale di partite correnti che sta velocemente migliorando la sua posizione finanziaria netta.

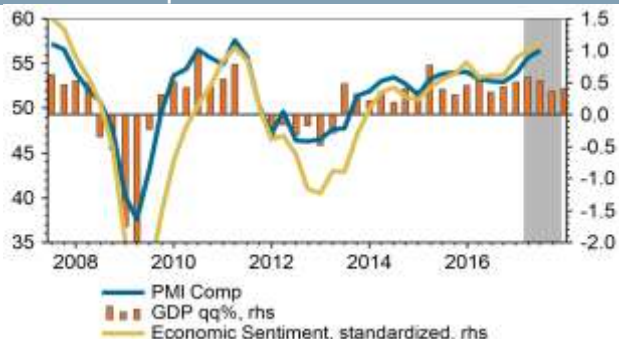
La domanda interna rimarrà il principale motore di crescita. La spinta viene ora dagli investimenti aziendali e dalla spesa in costruzioni

L'ampio eccesso di offerta sul mercato del lavoro continuerà ad esercitare pressioni ribassiste sui salari

I rischi sono ormai bilanciati. La svolta politica in Olanda e soprattutto Francia ha cambiato il quadro in modo sostanziale

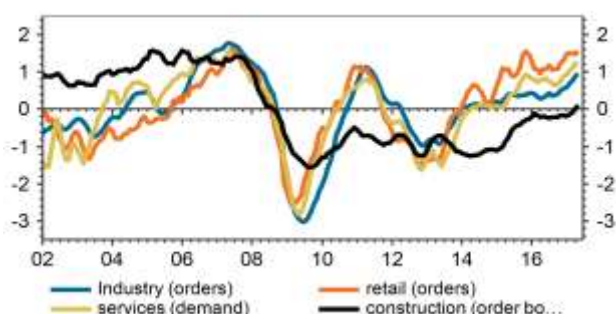
³ Si veda: <https://en-marche.fr/article/meeting-macron-berlin-discours>

Fig. 1 – Le indagini indicano un'ulteriore accelerazione della crescita nei mesi primaverili



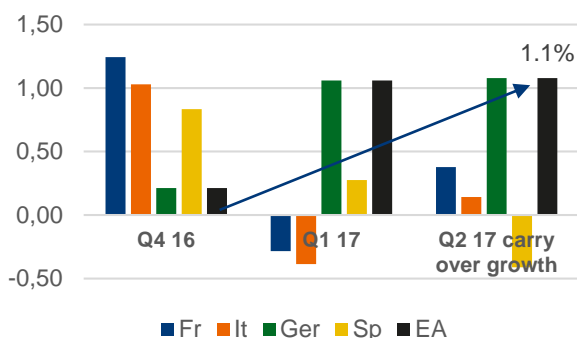
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Tutti i settori spingono la ripresa



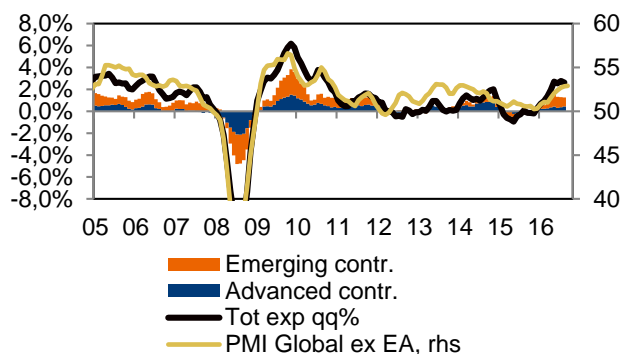
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'attività nel manifatturiero si è stabilizzata su ritmi di crescita ben più solidi che a fine 2016



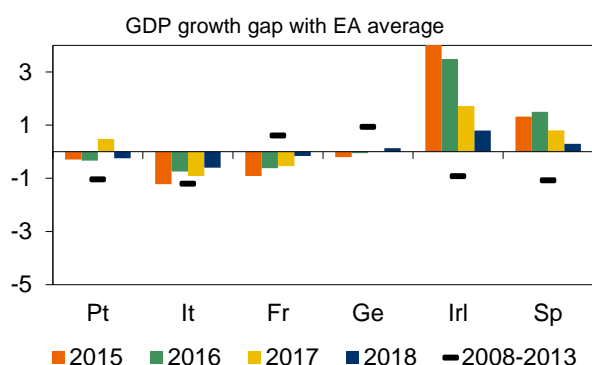
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – L'impulso viene dall'export che dovrebbe continuare a crescere a ritmi sostenuti



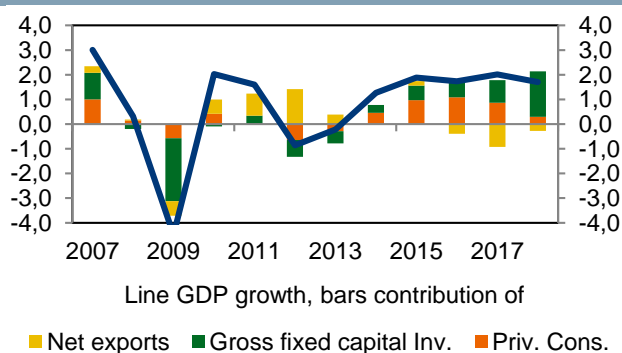
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La ripresa è diffusa a tutta l'area. Per tutti si riduce il gap con la media



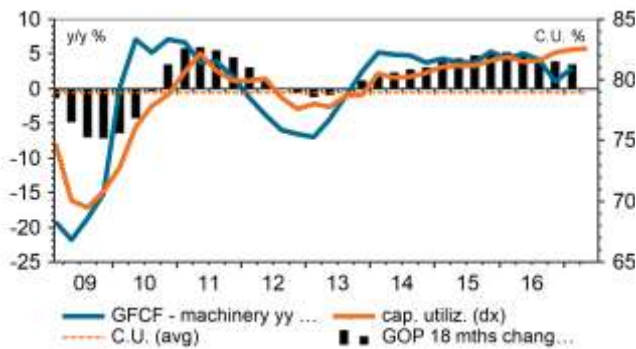
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La spinta si sposta dai consumi privati agli investimenti



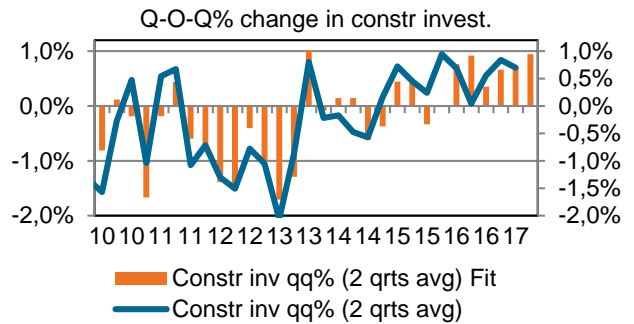
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Investimenti aziendali finalmente avviati verso un ciclo più vivace dati i fondamentali solidi



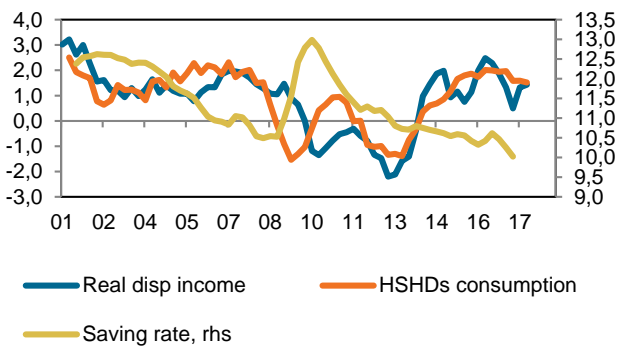
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Anche gli investimenti in costruzioni cresceranno a ritmi sostenuti



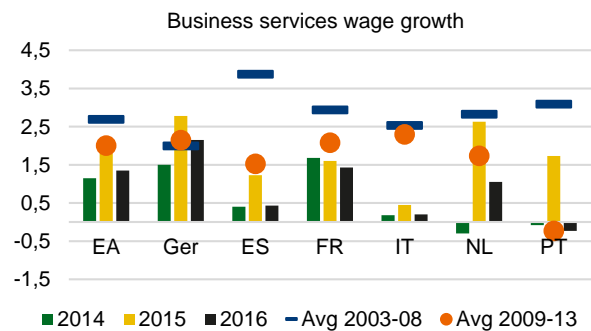
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Il picco per i consumi è alle spalle. Il tasso di risparmio potrà compensare solo in parte il calo di reddito disponibile dovuto al rialzo dell'inflazione e ...



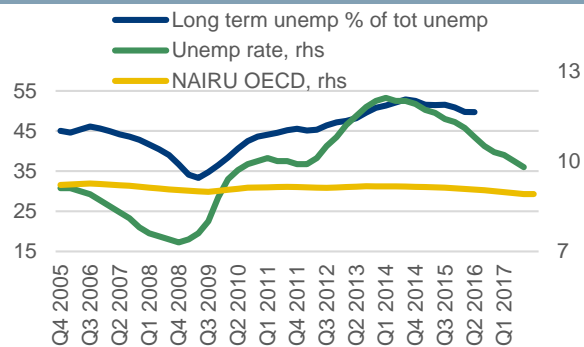
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ...alla mancata accelerazione dei salari (almeno fin ora)



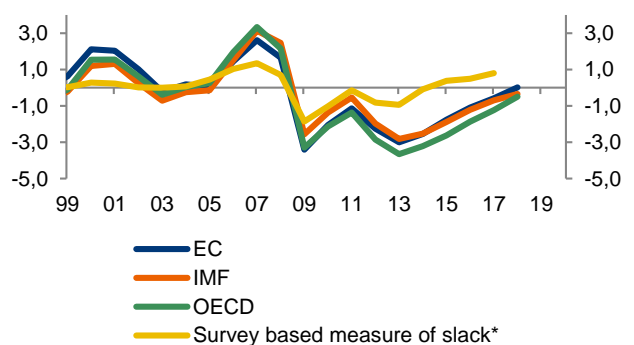
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – La bassa crescita dei salari è in parte spiegata dal fatto che il tasso di disoccupazione allargato è ben più ampio del tasso ILO



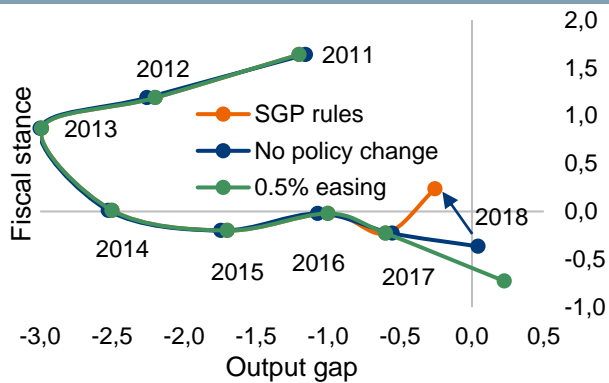
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – L'output gap tornerà ad essere positivo solo a inizio 2019



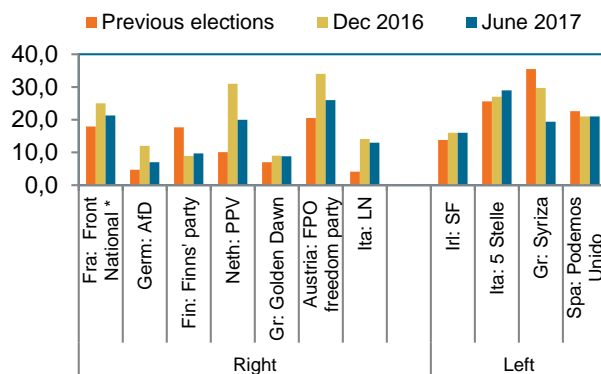
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – La politica fiscale secondo le regole del Patto di stabilità dovrebbe tornare ad essere restrittiva in media



Nota: variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Fonte: Commissione UE stime di primavera 2017 ed elaborazioni ISP

Fig. 14 – La deriva populista si è fermata nei paesi del Nord Europa



*Per il *Front National* il risultato è quello al 1° turno delle elezioni presidenziali
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: risalita lenta e incerta verso il target

L'inflazione è salita al 2% a marzo per poi tornare all'1,4% a maggio (v. fig. 1). La volatilità recente è spiegata dalla cadenza ritardata della Pasqua, che ha spinto i prezzi dei servizi ricreativi a marzo (in particolare in Germania) e li ha quindi frenati ad aprile. Rispetto a marzo scorso abbiamo rivisto al ribasso di 0,1% all'anno le previsioni di inflazione: 1,5% nel 2017; 1,4% nel 2018 e 1,6% nel 2019. Le nostre stime sono allineate con le previsioni BCE di giugno (riviste al ribasso all'1,4% dall'1,6% nel 2018 e all'1,6% dall'1,8% nel 2019). Il contributo dall'energia rimarrà modesto sull'orizzonte di previsione e al margine anche inferiore rispetto alle stime di tre mesi fa. Abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime per il petrolio di circa 3 dollari all'anno (a 53 dollari a barile nel 2018 e 58 nel 2019 da 52 dollari quest'anno). Il tasso di cambio frenerà la dinamica inflazionistica dal momento che il cambio effettivo è atteso apprezzarsi di circa l'1,5%. Il contributo dal prezzo degli alimentari è stimato in linea con la media storica, a 0,2/0,3% all'anno.

Nelle nostre stime, come nelle previsioni BCE e di consenso, la risalita dell'inflazione verso l'1,6% nel 2019, dipende ancora dalla dinamica sottostante che dovrebbe accelerare in media all'1,4% nel 2018 e all'1,6% nel 2019. A fine anno, l'inflazione core è vista salire all'1,4% nel 2018 e all'1,7% nel 2019. L'incertezza sulle stime di inflazione core rimane ampia, dal momento che nonostante ormai si siano registrati quattro anni di crescita euro zona al di sopra del potenziale, l'inflazione core rimane inerziale. Dopo la puntata all'1,2% a marzo, la dinamica dei prezzi al netto di energia, alimentari e tabacchi era ancora all'1,0% a maggio, poco al di sopra dei minimi (0,7%) post crisi. Anche la mediana calcolata su più misure d'inflazione sottostante risulta poco mossa rispetto ad un anno fa (v. fig. 2). Nelle nostre stime l'inflazione core sarà frenata da effetti base sfavorevoli verso fine 2017 (v. fig. 3) ma dovrebbe risalire gradualmente verso l'1,6% da settembre 2018.

La stessa BCE ha sistematicamente sottostimato l'inflazione core negli ultimi quattro anni ed anche a giugno ha rivisto le stime al ribasso (all'1,4% dall'1,5% nel 2018 e all'1,7% dall'1,8% nel 2019). Le cause e implicazioni della bassa inflazione nel periodo 2012-16 sono state ampiamente esaminate in un lavoro recente della BCE⁴ che conclude indicando che la modellistica tipo curva di Phillips rimane valida per spiegare le dinamiche recenti. La bassa inflazione core può, in parte, ricondursi alla dinamica inerziale dei salari, dinamica che sorprende se rapportata a quella dell'occupazione: tra metà 2013 e fine 2016 sono stati creati circa 5 milioni di posti di lavoro, mentre i salari sono cresciuti dell'1,4% nel 2016 dall'1,5% nel 2015 e dall'1,3% nel 2014, la metà rispetto al periodo 2005-08. Una delle spiegazioni è che l'eccesso di offerta di lavoro è più ampio rispetto a quello misurato dal tasso di disoccupazione. Non a caso, anche la BCE ha cominciato a guardare all'aggregato U-6⁵, monitorato dalla Fed, per capire quanta forza lavoro potenziale di riserva dovrebbe essere riassorbita, prima di vedere una crescita dei salari più solida ed i salari sono il principale motore dell'inflazione nei servizi (v. fig. 5). Il tasso di disoccupazione allargato è del 18%, circa il doppio rispetto a quello ILO (v. fig. 6). È possibile, quindi, che il rialzo dell'inflazione salariale e inflazione core si verifichino con ritardo. Sebbene riconosciamo l'incertezza che circonda le previsioni di inflazione core sull'orizzonte di previsione va notato che il rischio di deflazione è rientrato. I dati macro segnalano che la ripresa è più solida del previsto. Inoltre, l'andamento recente delle attese di prezzo, ed in particolare delle attese derivabili dalle indagini di fiducia, indica che il rischio di disancoraggio è rientrato e con esso il rischio di deflazione. Del resto la BCE ha rimosso a giugno l'*easing bias* sui tassi di politica monetaria.

Anna Maria Grimaldi

La fiammata di marzo si è presto spenta: l'inflazione ancora intorno a 1,4%

Il ritorno dell'inflazione verso il target dipende dalla risalita della dinamica *core* verso 1,7% a fine 2019

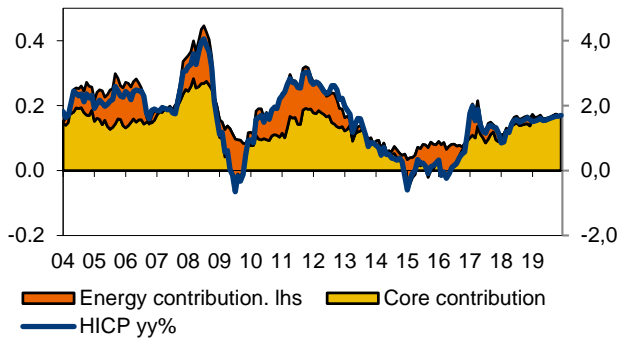
La lenta risalita dell'inflazione *core* potrebbe essere dovuta all'inerzia salariale a sua volta spiegata dal fatto che il tasso di disoccupazione allargato è il doppio rispetto a quello ILO

Si riducono i rischi verso il basso

⁴ Si veda: *Low inflation in the euro area causes and consequences*, ECB occasional paper No. 18, January 2017. Lo studio evidenzia che la sovrastima dell'inflazione *core* negli ultimi quattro anni ha sollevato il dubbio che i modelli di previsione non riescano a catturare l'effetto di nuovi fattori strutturali che potrebbero incidere sulla dinamica dei prezzi interni (fattori demografici, innovazione tecnologica, e-commerce).

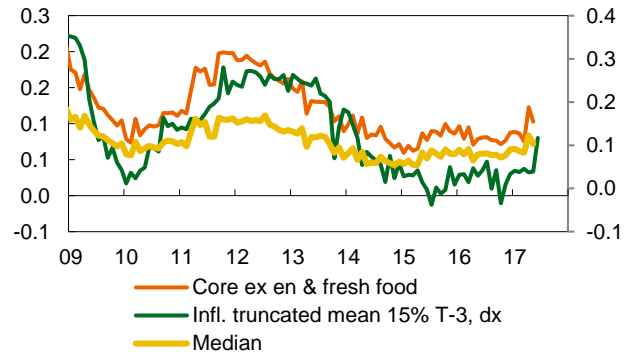
⁵ Si veda ECB Economic Bulletin, issue 3/2017 *Assessing Labor market Slack* pp. 31-35

Fig. 1 – La risalita dell’inflazione verso il target BCE dipende ancora dalla dinamica sottostante



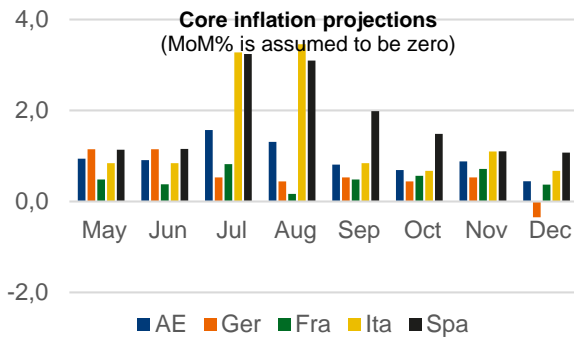
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – L’inflazione core rimane inerziale



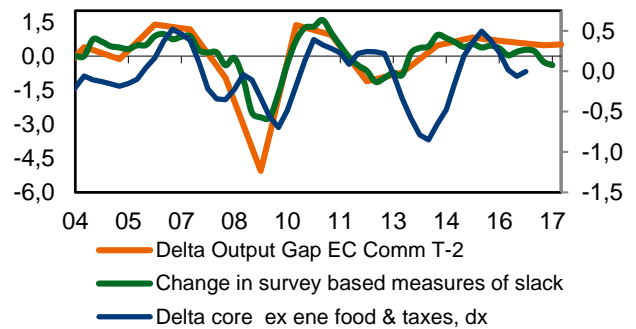
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L’inflazione core sarà aiutata da un effetto base favorevole in estate ma da settembre è il contrario



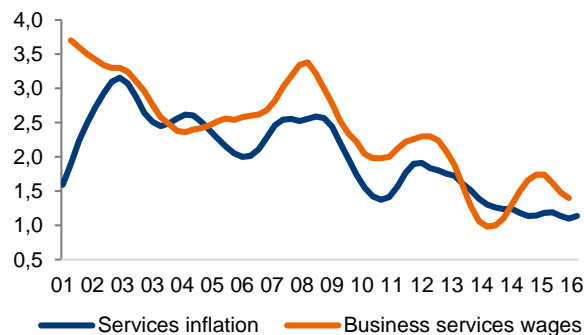
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Nel periodo recente, l’inflazione core ha risposto meno che in passato a variazioni dell’output gap



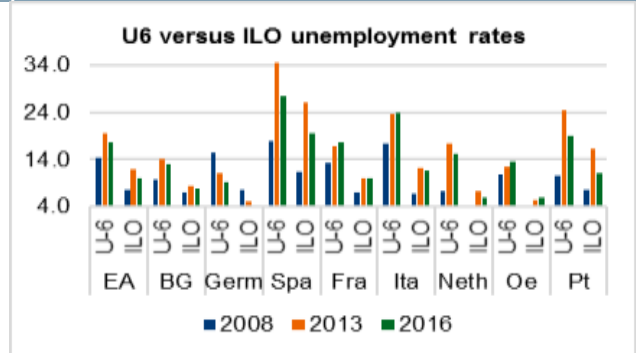
Nota: *Output gap* Commissione UE, variazione su anno precedente. Le misure di eccesso di offerta derivate dalle indagini si basano sulla domanda dall’indagine trimestrale della Commissione UE: “la domanda è un limite alla produzione?” per industria, costruzioni, servizi e commercio al dettaglio. Le serie sono normalizzate e aggregate con i pesi dei settori nel valore aggiunto. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – I salari rimangono una delle principali determinanti dell’inflazione nei servizi e per ora non accelerano...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ... potrebbe essere solo questione di tempo dal momento che il tasso di disoccupazione U-6 è circa il doppio di quello ILO ed anche la BCE ha cominciato a monitorarlo



Nota: tasso di disoccupazione allargato U-6 = disoccupati ILO + forza lavoro potenziale Eurostat (sotto occupati+ marginalmente attaccati al mercato del lavoro) in percentuale della popolazione attiva in età 15-74 anni +forza lavoro potenziale. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politica monetaria, verso una lenta normalizzazione

Anna Maria Grimaldi

La BCE, a giugno, ha compiuto il primo cauto passo verso la normalizzazione delle politiche monetarie non convenzionali. Dal comunicato è stato rimosso il riferimento a "tassi più bassi rispetto ai livelli attuali". Si tratta di una modifica "omeopatica", come ha chiarito Hansson, ma è pur sempre una presa d'atto che il rischio deflazione è rientrato del tutto, al consolidarsi della ripresa. Inoltre, i rischi per la crescita sono valutati ora come circa bilanciati e non più verso il basso. Per il resto la postura della BCE rimane ultra accomodante. Il Consiglio ha confermato l'impegno a proseguire con gli acquisti fino a dicembre 2017 dal momento che il ritorno dell'inflazione verso il 2% nel medio periodo dipende ancora "da un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire l'accumularsi di spinte inflazionistiche di fondo". Inoltre, la BCE ha mantenuto, quello che Draghi ha definito come *easing bias* sugli acquisti, implicito nella frase: "se le prospettive diverranno meno favorevoli o se le condizioni finanziarie risulteranno incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, siamo pronti a incrementare il nostro programma di acquisto di attività in termini di entità e/o durata".

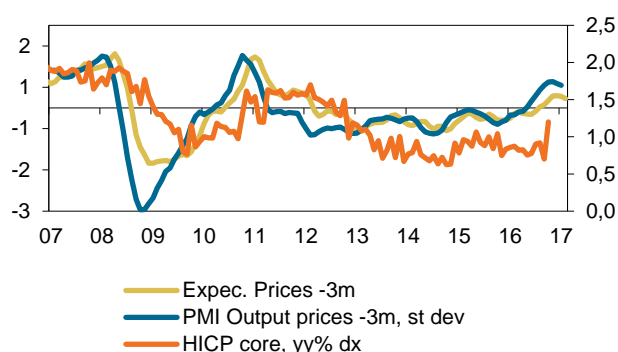
La sequenza di uscita è inalterata, dal momento che il Consiglio si aspetta che i tassi rimarranno sui livelli attuali ben oltre la fine degli acquisti.

Draghi ha chiarito che l'*easing bias* sugli acquisti di APP è parte della funzione di reazione della BCE che ricordiamo dipende da un aumento verso il 2% dell'inflazione nel medio termine. L'*easing bias* sui tassi era un'attesa del Consiglio legata all'evoluzione del rischio di coda deflazione, rischio che è del tutto rientrato.

La vera domanda riguardo gli acquisti è a che velocità la BCE spegnerà il programma

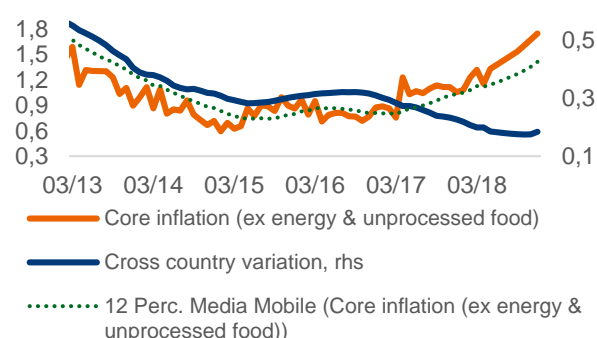
La BCE ha chiarito che prima di procedere ad una graduale normalizzazione vuole essere certa che la dinamica dei prezzi *core* sia avviata 1) su di un sentiero compatibile con il target BCE nel medio termine; 2) che la risalita possa autosostenersi; 3) che sia diffusa a tutta l'area.

Fig. 1 - Il rischio deflazione è ormai rientrato



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Le scelte BCE dipendono da un rialzo duraturo dell'inflazione *core* e diffuso a tutta l'area, che pensiamo si verifichi da 2018 inoltrato



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In termini di tempistica delle prossime mosse riteniamo che:

1. La BCE rimuoverà l'*easing bias* sugli acquisti a settembre, posto che lo scenario macro venga confermato.
2. Alla riunione di ottobre, dopo le elezioni tedesche, il Consiglio darà delle indicazioni di massima sul destino dell'APP nel 2018.

3. **Entro dicembre la BCE potrebbe annunciare il ritmo di acquisti per inizio 2018** e forse la data ultima di spegnimento del programma. Non escludiamo che la BCE decida di annunciare l'aggiustamento agli acquisti di riunione in riunione, senza indicare esplicitamente una data ultima – scenario che diverrebbe più probabile se il ritmo di risalita dell'inflazione *core* dovesse confermarsi più lento delle attese. Ipotizziamo orientativamente una riduzione degli acquisti a 45 miliardi nel 1° trimestre 2018 e quindi di ulteriore riduzione a 30 miliardi fino a giugno 2018 e ancora a 15 miliardi fino a settembre 2018. In ogni caso andare oltre settembre ci sembra poco probabile dal momento che l'inflazione *core* Eurozona dovrebbe essere avviata stabilmente verso l'1,7%.

Le decisioni sulla durata residuale del programma di acquisti, dopo dicembre 2017, riteniamo saranno solo in parte influenzati dai vincoli di scarsità sulla curva tedesca e su quella portoghese e di altri paesi minori, dal momento che i vincoli potrebbero risultare stringenti con i parametri di implementazione degli acquisti attualmente in vigore già a fine 2017 (quando la BCE arriverà a detenere il 41% del debito tedesco, il 37% di quello del Lussemburgo e il 32% del debito portoghese e di Cipro) e la BCE dovrà dunque intervenire con acquisti sostitutivi.

In ogni caso la politica monetaria continuerà a supportare la crescita anche nel 2018 sia pure ad un ritmo più lento. Nel nostro scenario centrale il bilancio BCE salirebbe ancora di 195 miliardi tra gennaio e giugno 2018, mentre nell'ultimo anno il ritmo di aumento semestrale è stato di 360 miliardi.

L'impatto sui rendimenti dipende non solo dalla riduzione dei volumi mensili ma anche dalla tempistica in relazione alle dinamiche di offerta netta sul mercato. Il beneficio di uno scenario di *tapering* per fine settembre 2018, come evidenziato dai nostri analisti (si veda *Interest Rate Strategy* del 31.05.2017, *Considerazioni sul tapering BCE nel 2018*), sarebbe quello di smussare l'aumento di offerta sui paesi *core* nel 3° trimestre e nel complesso, sull'anno, di ridurre quasi del 50% l'offerta netta che il mercato dovrà assorbire, limitando l'impatto sul rialzo dei rendimenti. L'effetto sui tassi della riduzione degli acquisti dipende anche dalla comunicazione della BCE e dalla preparazione dei mercati alla graduale rimozione dello stimolo monetario. Ricordiamo che secondo le stime BCE un aumento del bilancio per circa 1 trilione di euro equivarrebbe ad una riduzione dei tassi di circa 100 punti base⁶. Ma è difficile fare estrapolazioni sull'effetto della revisione degli acquisti sull'aumento dei rendimenti.

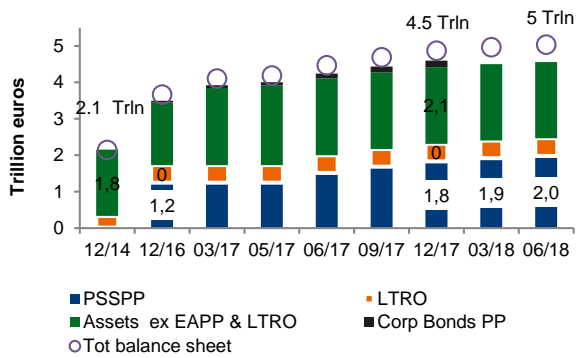
Tab. 1 – Principali previsioni macroeconomiche BCE versus Intesa Sanpaolo e Consensus Economics

	BCE giu 2017 previsioni in [] previsioni di marzo				ISP & () Consensus forecasts, maggio 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL %	1.7	1.9 [1.8]	1.8 [1.7]	1.7[1.6]	1.7	2.0 (1.7)	1.6 (1.6)	1.5
HICP a/a %	0.2	1.5 [1.7]	1.3 [1.6]	1.6 [1.7]	0.2	1.6 (1.6)	1.5 (1.4)	1.7
HICP core y/y %	0.9	1.1 [1.1]	1.4 [1.8]	1.7 [1.8]	0.9	1.0	1.5	1.7
Giu 17 Ipotesi BCE su EUR	1.11	1.08 [1.07]	1.09 [1.07]	1.09 [1.07]	1.11	1.09 (1.075*)	1.13 (1.079*)	1.17 (1.099*)
Giu 17 Ipotesi BCE su BRT	43.1	56.4 [51.6]	56.5 [51.4]	55.9 [51.5]	45	54.2 (53.4*)	55.8 (54.9*)	60

* Stime di *Consensus Economics* per il cambio EUR e prezzo del petrolio sono per luglio 2017, luglio 2018 e luglio 2019. Le previsioni ISP sono medie annue
Fonte: BCE, stime macroeconomiche di giugno e marzo 2017, Intesa Sanpaolo previsioni di maggio 2017 e *Consensus Economics* maggio 2017

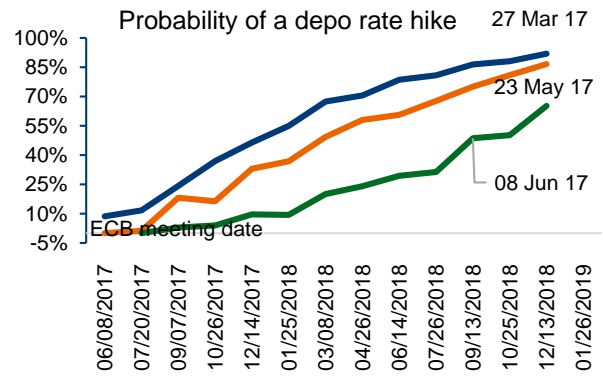
⁶ Si veda ECB working paper No 1956, 2016: *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*.

Fig. 3 – Il bilancio BCE supererà i 5 trilioni di euro a giugno 2018 (45% del PIL), da circa 2 trilioni a fine 2014 (21% del PIL)



Nota: assumiamo un'estensione degli acquisti fino a giugno 2018 ad un ritmo di 40 miliardi al mese nel 1° trimestre e quindi di 25 miliardi nel 2°. Per memoria: Il bilancio Fed è stato quadruplicato tra il 2008 ed il 2013.
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Probabilità di rialzo più bassa dopo riunione di giugno



Fonte: Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

Germania: *it's the economy, stupid!*⁷

La Germania si avvia verso le elezioni del Bundestag il prossimo 24 settembre su di uno sfondo macroeconomico più che solido. La **fase di espansione al di sopra del potenziale (1,4%), iniziata a metà 2014, prosegue a ritmi anche più sostenuti rispetto alle attese di qualche mese fa**. L'indice IFO e PMI composito sono tornati su livelli pre-crisi a maggio scorso e indicano una crescita di almeno 0,7% t/t nei mesi primaverili dallo 0,6% t/t del 1° trimestre (v. Fig. 2). Abbiamo, quindi, rivisto al rialzo le previsioni di crescita di due decimi sia quest'anno (al 2%, 1,7% al netto degli effetti di calendario) che il prossimo (all'1,8%). L'output gap tornerà in territorio positivo già a metà di quest'anno e supererà il punto e mezzo percentuale alla fine del 2018. La spinta alla crescita, in questa fase, viene dal manifatturiero, che beneficia del recupero del commercio mondiale. La produzione industriale, dopo l'aumento di aprile, è in rotta per una crescita dell'1,4% a giugno come nei mesi invernali. L'espansione continua anche nei servizi e nel commercio al dettaglio, anche se gli indicatori di fiducia sono tornati indietro dal picco di metà 2016 (v. Fig. 3). Sull'orizzonte di previsione, **sarà ancora la domanda interna** a spingere la crescita offrendo un contributo medio di 1,7%, in calo rispetto al 2,2% del 2016. Il **commercio estero darà un contributo circa neutrale dopo aver pesato per 0,3% lo scorso anno**. Le esportazioni sono cresciute a ritmi più sostenuti da fine 2016, grazie all'aumento di domanda sia dagli emergenti che da altri paesi avanzati. La tendenza recente di ordini di beni capitali, e le attese per l'export dalle indagini IFO e PMI globale segnalano una crescita ancora sostenuta dell'export fino all'estate (v. Figg. 4 e 5). Le esportazioni sono attese accelerare dal 2,2% del 2016 al 4,3% nel 2017 per poi frenare al 3,7% nel 2018; si tratta comunque di un ritmo di crescita inferiore al periodo pre-crisi⁸. Anche le importazioni, però, cresceranno a ritmi più sostenuti (4,9% quest'anno e 4,4% nel 2018), dal momento che l'export tedesco è ad alta intensità di beni e componenti importati. La **spinta alla domanda interna verrà progressivamente più dagli investimenti aziendali che dai consumi privati** (v. Fig. 6), principale motore di crescita nei due anni precedenti. Gli investimenti delle imprese sono già accelerati nel 1° trimestre (+1,1% t/t) e ci aspettiamo che crescano in media di 1,3% t/t nella restante parte dell'anno. L'utilizzo della capacità produttiva, ben al di sopra della media storica, le attese di tenuta di ordini e produzione, il buon andamento dei profitti e condizioni finanziarie ampiamente di supporto (v. Figg. 7 e 8) dovrebbero garantire una **crescita della spesa in macchinari** del 3,2% quest'anno e del 2,9% nel 2018. Gli **investimenti in costruzioni** sono visti accelerare al 3,2% da un precedente 2,5% e quindi moderare verso il 2,8% nel 2018. La tendenza recente di ordini e permessi indica solo un modesto rallentamento dell'attività edilizia nei prossimi mesi (v. Figg. 9 e 10), dopo il boom di inizio anno. Il ciclo espansivo nelle costruzioni residenziali sarà sostenuto ancora dal forte afflusso di forza lavoro da altri paesi UE. I **consumi delle famiglie continueranno a crescere a ritmi sostenuti (1,4-1,5%), ma meno che nei due anni precedenti (1,9%)**, quando hanno beneficiato (per circa 0,6% del reddito disponibile) del calo del prezzo del greggio e di condizioni finanziarie ultra-accomodanti. Il reddito disponibile reale è atteso in rallentamento all'1,8% nel 2017-18, dal 3,1% del 2016. A pesare sarà non solo l'aumento dell'inflazione (v. sotto) ma anche un rallentamento della crescita degli occupati dall'1,4% del 2016 all'1,0% nel biennio in corso, non compensato dalla dinamica dei salari. Le indagini di fiducia indicano una crescita degli occupati ancora solida, ma il mercato del lavoro è al pieno impiego e la creazione di posti di lavoro non può tenere il ritmo di fine 2016-inizio 2017 (1,5% a/a occupati totali, e 2,3% a/a occupati soggetti a contribuzione). Il **tasso di disoccupazione** è calato ancora al 5,7% a maggio, **nuovo minimo storico, ed è vicino al NAIRU (5% secondo l'OCSE)**. La creazione di forza lavoro è soddisfatta principalmente tramite l'immigrazione da altri paesi UE, che tra l'altro ha contribuito a **mitigare le pressioni su salari e retribuzioni**. La maggior parte degli accordi per il 2017 prevede aumenti modesti e vicini a quelli del 2016 (2,2%), dal momento che sono stati siglati lo scorso anno in un regime di bassa inflazione e prospettive ancora modeste per il comparto industriale. Il prossimo round di accordi, nel 2018, dovrebbe concludersi con incrementi più vicini

Anna Grimaldi

Merkel può contare su di un quadro macro più che solido nella corsa elettorale. La fase di espansione al di sopra del potenziale continua anche più forte delle attese

Export più vivace, ma la crescita rimane trainata dalla domanda interna

Verso un ciclo più vivace degli investimenti aziendali

Crescita dei consumi: il picco è alle spalle. Il reddito disponibile rallenterà nel 2017-18

Nonostante il mercato del lavoro sia al pieno impiego i salari rimangono sotto controllo. L'inflazione resterà sotto il target BCE fino a fine 2018

⁷ Frase coniata dal J. Carville per la campagna presidenziale di Bill Clinton nel 1992.

⁸ La Germania sta perdendo quote di mercato all'interno della zona euro. La dinamica dell'export risentirà del calo di domanda dal Regno Unito e, in parte, dello spostamento della domanda cinese da beni capitali a beni di consumo.

al 2,7%. L'inflazione è attesa in aumento da 0,4% nel 2016 a 1,4% nel 2017-18, quindi sotto il target BCE, date le modeste pressioni attese da salari (v. sopra) e prezzi energetici.

La rigorosa amministrazione Schäuble e il tanto osteggiato regime di tassi bassi garantiranno il mantenimento di un ampio surplus di bilancio sia in termini nominali che strutturali, pari allo 0,6% del PIL nel 2017 dallo 0,8% del 2016. Il rapporto debito/PIL è atteso calare al 63% nel 2018 dal 68% di quest'anno. È possibile che nel dopo elezioni parte del surplus di bilancio venga usato per aumentare la spesa in investimenti e ridurre le tasse. Nel 2017, il rapporto entrate/PIL è previsto invariato⁹, mentre la spesa è attesa in crescita, in particolare quella contributiva e per *child care*.

Oltre a un quadro ciclico chiaramente positivo, il Paese si avvia alle elezioni senza particolari squilibri interni. L'eccesso di risparmio pubblico e privato, riflesso nell'elevato surplus di parte corrente ancora all'8,5% del PIL a marzo 2017, criticato da molti perché segno di politiche fiscali ed economiche non sufficientemente espansive, e indirettamente dannose per il resto della zona euro, rappresenta in realtà un cuscinetto in caso di shock avversi. Il solido quadro macro di riferimento e il continuo flusso di soprese positive dai dati contribuiscono a spiegare almeno in parte il recupero della CDU di Merkel che, lo scorso 13 maggio, ha messo a segno una vittoria schiacciante alle elezioni in Renania, il Land più popoloso, storica roccaforte della SPD. L'euforia Schulz, nominato leader dei socialdemocratici a gennaio, si è sgonfiata. I consensi per l'SPD sono calati dal picco del 30% a metà febbraio al 25%, tra 11 e 15 punti indietro rispetto alla CDU (v. Fig. 1). Mancano ancora due mesi all'appuntamento elettorale, ma è assai probabile che Merkel verrà riconfermata come cancelliere e che governerà ancora con una *grosse koalition* CDU-SPD¹⁰. Sarà da verificare se Merkel, in questo quarto mandato, riuscirà a spostare il focus della leadership tedesca dal rigore fiscale verso riforme dell'Unione Europea che consolidino il processo di integrazione economica e politica.

Non sorprende che Merkel
abbia riguadagnato consensi

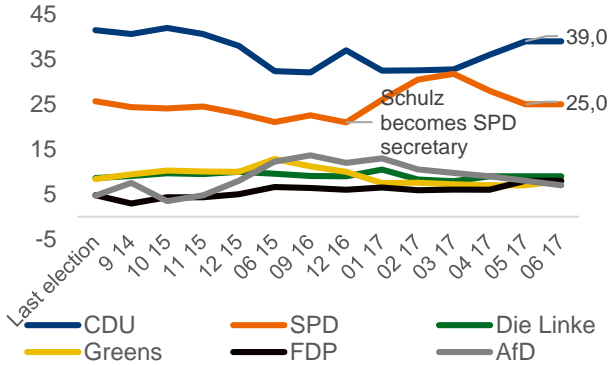
Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a) *	1.8	2.0	1.8	1.8	1.7	1.8	1.7	1.9	2.3	2.3	2.2	1.9	1.7
- t/t				0.5	0.2	0.4	0.6	0.7	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
Consumi privati	1.9	1.4	1.5	0.4	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.0	3.0	3.4	-1.4	-0.1	0.4	1.7	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Consumi pubblici	4.0	1.7	1.7	0.7	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4	0.3	0.5	0.4
Esportazioni	2.5	4.3	3.7	1.1	-0.3	1.7	1.3	1.2	0.8	0.8	1.1	0.8	0.8
Importazioni	3.7	4.9	4.4	0.2	0.6	2.5	0.4	1.7	1.4	0.9	1.0	1.3	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.3	0.4	-0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.1	-0.3
Partite correnti (% PIL)	8.5	8.3	8.0										
Deficit pubblico (% PIL)	0.8	0.5	0.3										
Debito pubblico (% PIL)	68.3	65.8	63.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	1.4	1.3	0.1	0.5	1.1	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1	1.3	1.4
Produzione industriale (a/a)	1.2	3.3	1.9	0.6	1.0	1.4	1.2	3.6	4.3	4.2	2.6	1.7	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	6.1	5.8	5.7	6.1	6.1	6.0	5.9	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.6
Tasso a 10 anni (%)	0.10	0.34	0.81	0.12	-0.12	0.11	0.25	0.30	0.33	0.48	0.65	0.80	0.90

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

⁹ Le minori entrate associate a variazioni delle deduzioni dovrebbero essere coperte da aumenti della progressività delle aliquote.

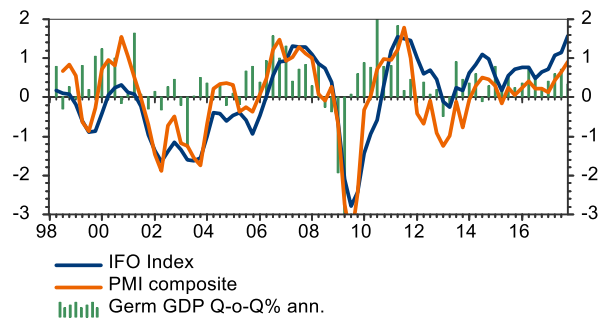
¹⁰ Nelle ultime settimane, il recupero dell'FDP fino al 9% (ricordiamo che i democratici alle elezioni del 2018 non erano arrivati a superare la soglia di sbarramento del 5%) e la tenuta dei Verdi intorno al 7% hanno fatto ipotizzare una "coalizione Giamaica" dal colore dei tre partiti CDU, FDP e Verdi.

Fig. 1 – La CDU è di nuovo in testa nei sondaggi... "It's the economy, stupid!"



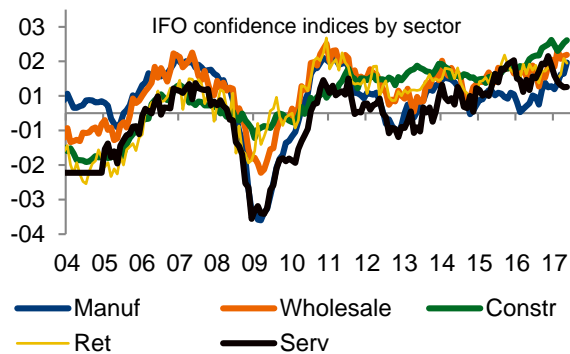
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Le indagini di fiducia indicano un'accelerazione almeno verso 0,7% t/t in primavera



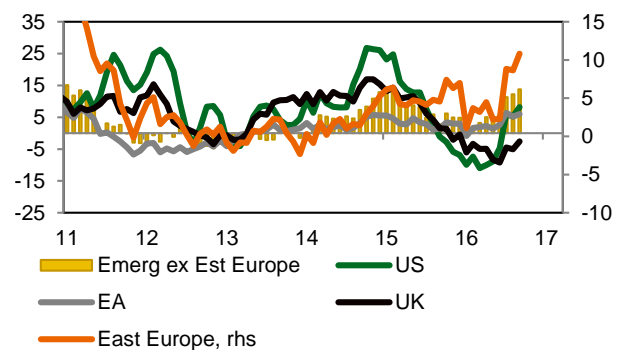
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'espansione in questa fase è trainata dal manifatturiero che beneficia...



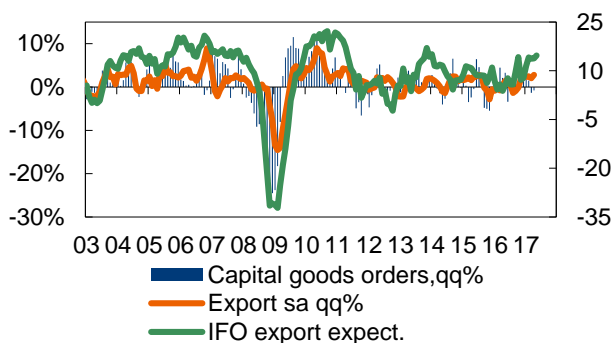
Fonte: IFO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ...del recupero dell'export in particolare verso gli emergenti



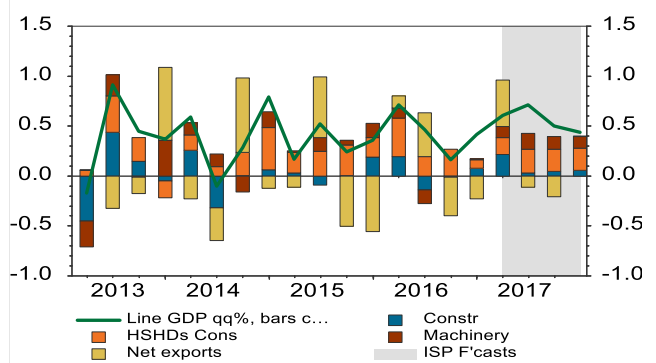
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Le indagini indicano una crescita sostenuta dell'export anche in estate



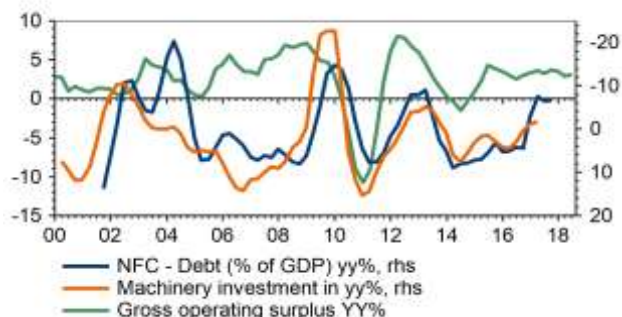
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna ma il testimone passerà da consumi agli investimenti aziendali



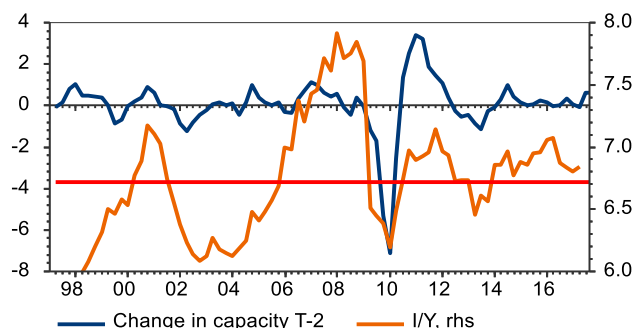
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – I fondamentali e...



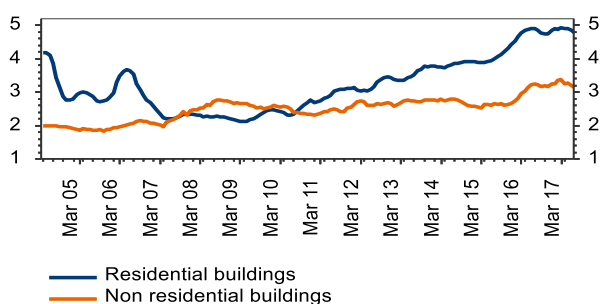
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 8 – ...l'elevato utilizzo della capacità produttiva coerenti con una dinamica più vivace della spesa per investimenti



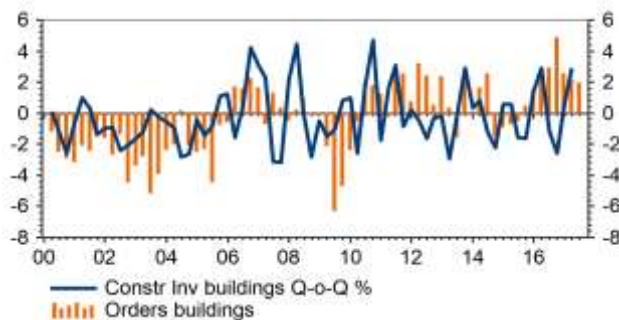
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 9 – L'andamento di permessi e...



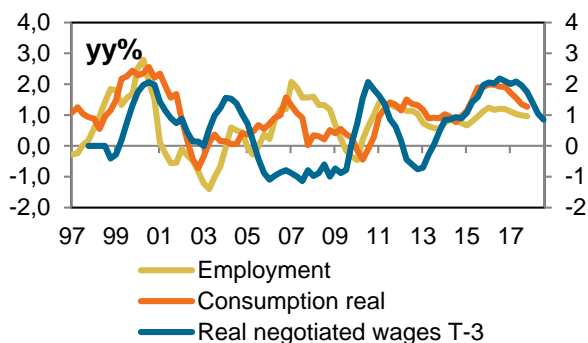
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 10 – ...ordini suggerisce una tenuta degli investimenti in costruzioni



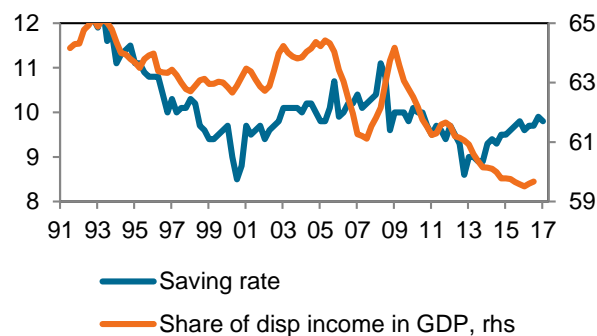
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 11 – Il picco per i consumi privati è alle spalle. Le condizioni finanziarie rimarranno ampiamente espansive, ma occupazione e salari reali sono attesi rallentare



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 12 – L' aumento del tasso di risparmio dovrebbe offrire un buffer in caso di shock



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Francia: *en marche!*

Concluse le elezioni presidenziali a maggio e quelle legislative a giugno, lo scenario che emerge è il migliore possibile per il Paese. **La minaccia populista del Front National è stata disinnescata per il prossimo futuro e il Presidente Macron è riuscito a ottenere una maggioranza assoluta all'Assemblea Nazionale**, che sulla carta gli lascerà mano libera per la messa in opera del suo programma riformista. Questo crea una condizione unica per completare le riforme strutturali di cui il Paese ha bisogno nel prossimo quinquennio per ritornare pienamente competitivo.

Dopo un inizio d'anno migliore delle attese (0,5% t/t), in linea con le stime di Banque de France per il 2° trimestre ci aspettiamo che l'economia mantenga un ritmo simile (0,5% t/t): la crescita acquisita per ora è dello 0,9% a/a. Nella seconda metà dell'anno il **PIL** continuerà a espandersi a un ritmo leggermente inferiore (0,4% t/t, 1,7% a/a), portando l'economia nel 2017 ad accelerare di cinque decimi a 1,6% (abbiamo rivisto al rialzo di due decimi la stima rispetto a tre mesi fa). Per il 2018 prevediamo un ritmo circa simile al 2017 (1,4-1,5%), con i rischi alla previsione orientati verso l'alto alla luce del netto miglioramento di clima interno, della fiducia degli operatori dopo la chiusura del ciclo elettorale e di un miglioramento del mercato del lavoro che dovrebbe accelerare il prossimo anno.

I **consumi delle famiglie** sono ristagnati nel 1° trimestre, ma sono attesi accelerare dalla primavera in poi; in media annua ci aspettiamo tuttavia un fisiologico rallentamento attorno a 1,2% dopo un 2016 molto positivo (2,1%) anche sulla scia della correzione del potere d'acquisto (attorno a 0,6% a/a nel 2017 da 1,9% a/a del 2016) dovuto a un aumento dei salari nominali al di sotto del livello dell'inflazione. Il morale delle famiglie sta però risalendo: l'indice INSEE di fiducia dei consumatori è stabilmente sopra 100 da inizio anno e tra la fine di quest'anno e il 2018 potrebbe riportarsi sui livelli del 2002 (a 109).

Anche il morale delle imprese sta mostrando chiari segni di accelerazione, con l'indice INSEE di fiducia economica nel manifatturiero in media a 107 da inizio anno, in miglioramento rispetto al 103 del 2016. Anche gli indicatori PMI, tutti ampiamente sopra la soglia di espansione (media 2017 del composito a 56 del manifatturiero a 53,8 e dei servizi a 56,2) puntano a un diffuso aumento dell'attività, con i servizi rimarranno anche quest'anno il settore trainante dell'economia. La **produzione industriale**, dopo un 1° trimestre in correzione (-0,3% t/t da 1,2% t/t), nei prossimi mesi è attesa ritornare a crescere al ritmo di circa 0,2-0,3% t/t e in media annua accelerare circa attorno all'1% da 0,3% del 2016. Il livello di **utilizzo della capacità produttiva** è aumentato dell'1,2% t/t nel 1° trimestre ed è ora oltre l'84,5%, in aumento rispetto allo scorso anno (83,2%). Le **costruzioni**, dopo quattro anni di contrazione, nel 2016 avevano visto l'attività ripartire (0,4% a/a). Nel 1° trimestre 2017 l'attività ha nuovamente rallentato (a 0,1% t/t da 0,3% t/t), ma dalla seconda metà dell'anno ci aspettiamo un'accelerazione (media annua a 0,7%).

Anche gli **investimenti produttivi** hanno visto un'accelerazione quest'anno (a 1,2% t/t nel 1° trimestre da 0,7% t/t precedente). La assai positiva evoluzione del quadro politico sarà un fattore di supporto alla prosecuzione della crescita degli investimenti, anche se ci aspettiamo un rallentamento nel trimestre in corso (a 0,9% t/t da 1,2% t/t) visto che il dato di marzo è in parte distorto dal forte contributo del settore automobilistico che dovrebbe rientrare già da giugno. In media annua, tuttavia, ci aspettiamo che gli investimenti totali avanzino a un ritmo di 3,0% a/a, in marginale aumento dal 2,7% del 2016. Gli **investimenti delle famiglie** rimangono ancora deboli e dovrebbero rallentare quest'anno rispetto al 2016 (a 1,9% da 2,4%).

Il contributo del **canale estero** al PIL nel 1° trimestre è stato negativo e pari a -0,8 (con un contributo speculare delle scorte). Le **esportazioni** hanno registrato un brusco calo di -0,7% t/t da +1,1% t/t) a causa della correzione del settore aeronautico dopo il balzo di fine 2016 mentre le **importazioni** hanno accelerato a 1,2% t/t da 0,6% t/t. Nel trimestre in corso ci aspettiamo un recupero delle esportazioni (+0,4% t/t), anche grazie al settore navale, con conseguente decumulo delle scorte, ma anche un aumento delle importazioni (a 1,6% t/t da 1,2% t/t): l'effetto combinato

Guido Valerio Ceoloni

Con un 1° trimestre al di sopra delle attese, il PIL dovrebbe accelerare quest'anno a 1,6% da 1,1%

I consumi, pur positivi, rallenteranno rispetto al 2016

Produzione industriale in accelerazione quest'anno, così come le costruzioni

Investimenti in accelerazione quest'anno sostenuti dal comparto produttivo

Le esportazioni nette daranno un contributo negativo al PIL quest'anno

dovrebbe quindi mantenere ancora negativo il contributo sul PIL delle esportazioni nette. In media annua, ci aspettiamo che l'export manterrà un ritmo simile al 2016 a 1,7% grazie all'espansione del commercio mondiale, mentre le importazioni stimiamo che accelereranno a 4,9% da 4,3% sulla scia dell'aumento degli investimenti: pertanto il contributo netto dell'export sul PIL dovrebbe essere lievemente negativo. L'allargamento del deficit di **bilancia commerciale** dovrebbe continuare quest'anno superando l'11% del PIL da 8,8% del 2016.

Dopo l'accelerazione d'inizio anno, **l'inflazione** è tornata a rallentare da aprile e dovrebbe rimanere sotto l'1% per la restante parte dell'anno per effetto in particolare della debolezza dei prezzi dei prodotti manifatturieri e del rallentamento del prezzo dell'energia dopo la fiammata d'inizio anno. In media annua, nell'orizzonte 2017-2018 il CPI dovrebbe attestarsi quest'anno all'1,0% da 0,2% del 2016 e a 0,9% nel 2018. **L'indice core** rimarrà assai debole a 0,4% quest'anno da 0,5% del 2016 per risalire nel 2018 all'1,0%. Le pressioni inflazionistiche rimarranno quindi moderate fino a fine 2018.

L'inflazione confermata attorno all'1%

La **disoccupazione** ha registrato il primo rilevante calo nel 1° trimestre di quest'anno, a 9,6% t/t da 10,0%, ritornando sotto il 10% per la prima volta dal 2012. Nel corso della restante parte dell'anno ci aspettiamo un calo di circa un decimo a trimestre, per arrivare **in media annua a 9,6% da 10,1% del 2016**. Per il 2018, se le riforme della nuova presidenza verranno avviate in fretta, la disoccupazione potrebbe scendere sotto il 9% (ricordiamo che l'impegno di Macron è portarla sotto il 7% entro la fine del mandato). Complessivamente, nel 1° trimestre sono stati creati circa 130 mila nuovi posti (+0,2% t/t), più del doppio rispetto alla media trimestrale del 2016. Prevediamo che **l'occupazione** dovrebbe mantenere un ritmo circa simile per l'anno in corso, portando il livello 2017 a 65,2% da 64,7% del 2016.

Le riforme di Macron dovrebbero accelerare il calo della disoccupazione

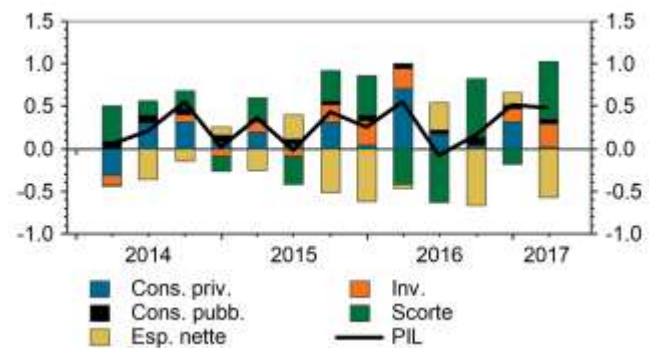
Nel 2017 il **deficit** dovrebbe rientrare nei parametri europei scendendo a 3,0% da 3,4% del 2016. L'attenzione del nuovo Governo per un ripristino della credibilità fiscale del Paese in seno all'eurozona, l'accelerazione economica e le nuove tasse ecologiche dovrebbero aiutare il risanamento dei conti pubblici, anche se la ricapitalizzazione dell'azienda nucleare di Stato (Areva, per lo 0,2% del PIL), la fine nel 2016 del congelamento degli stipendi del settore pubblico e nuovi investimenti statali potrebbero ostacolare il raggiungimento dell'obiettivo. Il **deficit strutturale** è comunque atteso in correzione di due decimi quest'anno da 2,5% a 2,3%, ma senza interventi correttivi si riallargherà nel 2018, pur rimanendo sotto il 3%. Il **debito pubblico**, pur rallentando, aumenterà anche quest'anno di circa mezzo punto percentuale a 96,5% da 96,0% del 2016 e continuerà a salire anche nel 2018.

Il 2017 sarà l'anno del deficit sotto il 3%

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.1	1.6	1.6	1.2	0.9	1.2	1.1	1.7	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
- t/t				-0.1	0.2	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	2.1	1.2	1.4	0.3	0.0	0.6	0.0	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.7	3.0	2.3	0.1	0.1	0.7	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.3	1.3	1.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	1.9	1.7	3.8	0.3	0.7	1.1	-0.7	0.5	1.0	1.2	0.9	0.9	0.9
Importazioni	4.2	4.9	3.6	-0.7	2.8	0.6	1.2	1.6	1.0	1.2	0.7	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.8	-0.1	-0.7	0.6	-0.2	0.6	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.1	-2.4	-2.4										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-3.0	-3.2										
Debito pubblico (% PIL)	96.0	96.4	96.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.3	1.2	1.1	0.0	0.3	0.5	1.2	1.0	1.2	1.2	1.1	1.4	1.6
Produzione industriale (a/a)	0.3	0.9	1.4	0.5	-0.5	0.3	0.7	1.0	1.4	0.7	1.4	1.4	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	10.1	9.4	9.0	10.0	10.0	10.0	9.6	9.7	9.3	9.2	9.1	9.0	8.9

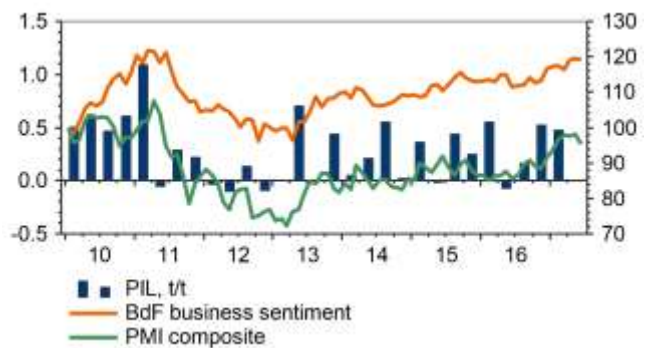
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



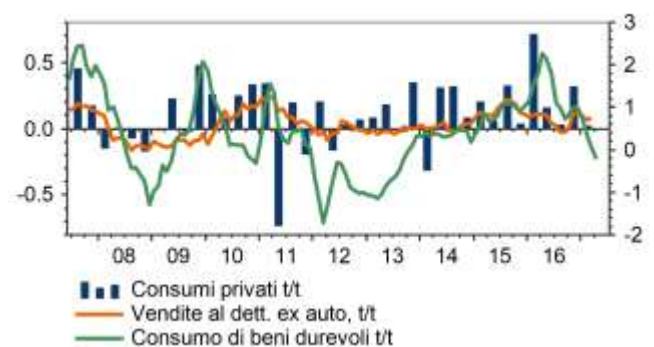
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



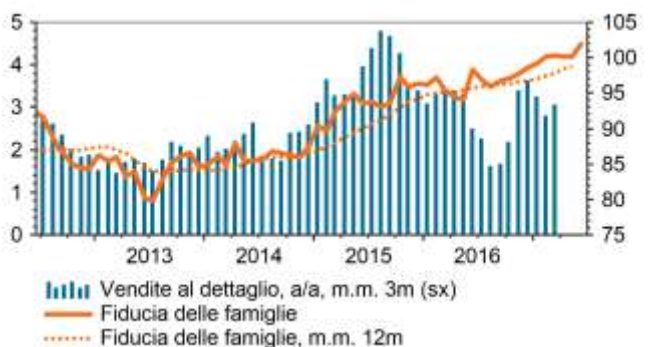
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



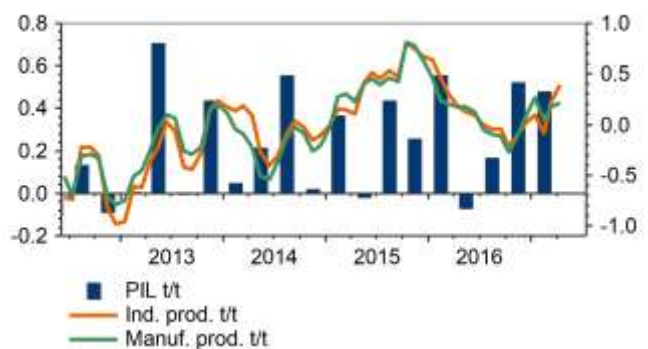
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edilizio



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



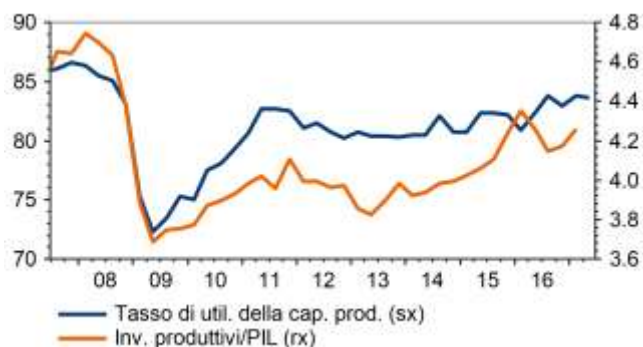
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7- Indici di attività nei vari settori produttivi



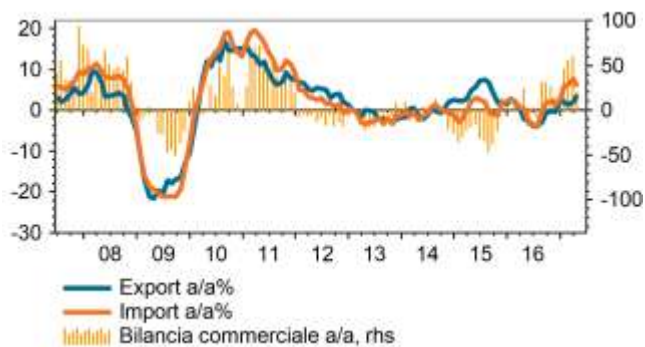
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



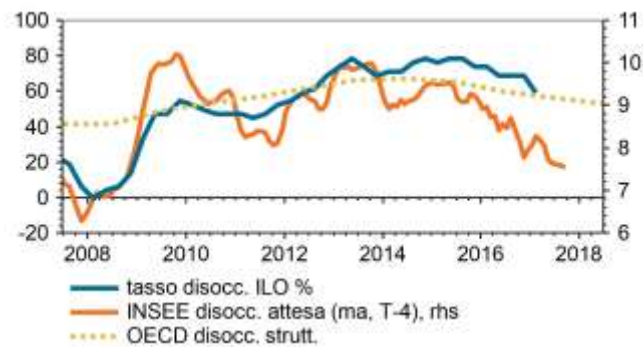
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – 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

Italia: 2017 meglio del previsto

Dopo aver segnalato, già tre mesi fa, la presenza di rischi verso l'alto sulla crescita italiana per l'anno in corso e rischi verso il basso per quanto riguarda il 2018, **rivediamo ora al rialzo la nostra previsione sulla crescita del PIL italiano nel 2017**. Ciò per due principali motivi:

- 1) il **trend positivo degli indici anticipatori** visto tra la parte finale del 2016 e la prima metà del 2017: le indagini di fiducia delle imprese hanno toccato nei mesi primaverili (tra aprile e giugno) dei massimi da quasi dieci anni sia per quanto riguarda l'indice composito diffuso dall'Istat che per quel che concerne in particolare il settore manifatturiero e quello delle costruzioni;
- 2) la **revisione dei dati di contabilità nazionale** comunicata dall'Istat lo scorso 1° giugno, che ha visto una rilettura al rialzo della crescita del PIL non solo relativamente a inizio 2017 ma anche a fine 2016 (il che influisce sulla variazione acquisita per l'anno in corso): l'attività economica è ora stimata essere cresciuta di 0,4% t/t a inizio anno (da 0,2% t/t della prima lettura); il 4° trimestre 2016 è stato riletto al rialzo a 0,3% da un precedente 0,2% t/t. Di conseguenza, la crescita tendenziale è stata rivista di ben quattro decimi, a 1,2% da una precedente stima di 0,8% (e da 1,1% a fine 2016). Si tratta di un record da quasi 6 anni (dal 2° trimestre 2011). Di conseguenza, anche il divario di crescita nei confronti della media Eurozona va riducendosi (è vicino ai minimi da sei anni).

Manteniamo però una certa cautela, scegliendo di rivedere solo marginalmente al rialzo la stima di crescita per l'anno in corso soprattutto in quanto **il dato relativo al 1° trimestre dell'anno è stato in qualche modo "anomalo"**:

- 1) la crescita di inizio anno è interamente venuta dalla **volatilità delle scorte** (contributo: +0,4% t/t), il che introduce incertezza sulla previsione per il trimestre in corso (ipotizziamo nel nostro scenario centrale un possibile rallentamento su base congiunturale, nonostante, a nostro avviso, possa ritornare positivo il contributo sia degli investimenti che del commercio con l'estero);
- 2) sul dato potrebbero aver inciso alcuni **fattori di calendario**: un mese di marzo senza la Pasqua e la maggiore presenza di ponti festivi nel trimestre immediatamente precedente e in quello immediatamente successivo che potrebbe aver causato una concentrazione delle ore lavorate in particolare nel settore dei servizi (dal quale non a caso è venuta buona parte della crescita del valore aggiunto);
- 3) legittimo anche il sospetto che vi sia stata una **sottostima dei deflatori** (sovrastima del deflatore dell'import, sottostima del deflatore degli investimenti?) con conseguente sovrastima della crescita rilevata sui dati concatenati. In effetti, non soltanto si è registrata un'impennata del deflatore delle importazioni (+2,2% t/t, massimo da cinque anni), probabilmente legata all'energia, ma si è anche avuto un anomalo crollo del deflatore degli investimenti (-1,6% t/t per gli investimenti totali, -3,8% per la componente in macchinari e attrezzature: in entrambi i casi si tratta di un record storico); significativo è che il PIL nominale non solo non sia cresciuto nel trimestre, ma sia anzi sceso di un decimo su base congiunturale; poiché per definizione la misurazione degli aggregati di contabilità nazionale dovrebbe essere più accurata in valore che in volume, una divergenza così ampia tra PIL nominale e reale dovrebbe indurre a cautela nel leggere con troppo ottimismo il dato di inizio anno.

Di conseguenza, ipotizzando cautamente una crescita di appena un decimo nel trimestre primaverile e di due decimi nella seconda metà dell'anno, ne risulta una variazione media del PIL nell'anno di 1,1%. A nostro avviso, **i rischi su tale previsione sono comunque verso l'alto**.

Paolo Mameli

Siamo più ottimisti sulla crescita 2017, per via del trend positivo delle indagini e della revisione dei dati di contabilità nazionale a cavallo d'anno

Tuttavia, un 1° trimestre "anomalo" ci induce a cautela: è possibile un rallentamento nel trimestre primaverile

Confermiamo la nostra idea che la composizione della domanda sarà, nel resto del 2017 e guardando poi alle prospettive 2018, significativamente diversa da quella vista a inizio anno (anche in questo senso dunque il 1° trimestre 2017 risulterebbe in qualche modo “anomalo”). Infatti:

La composizione della domanda nel resto dell’anno e nel 2018 sarà differente da quella vista a inizio 2017

- 1) ribadiamo la nostra idea che non saranno i **consumi** il principale motore di crescita nel 2017-18 (a differenza di quanto visto nel 2015-16); tuttavia, anche in merito a questa componente di domanda siamo più ottimisti rispetto qualche mese fa, sia perché la spesa delle famiglie è stata più robusta del previsto a inizio anno (grazie ai beni durevoli, come a fine 2016, ma anche grazie a un’accelerazione dei servizi), sia perché stiamo assistendo a una ripresa di vigore dell’occupazione, il cui rallentamento spiegava in buona parte la frenata della fiducia e della spesa delle famiglie nella seconda metà dell’anno scorso. Ci aspettiamo una crescita dei consumi di poco meno dell’1% quest’anno e dello 0,6% il prossimo.
- 2) La maggiore criticità nell’evoluzione del ciclo tra fine 2016 e inizio 2017 consiste nell’andamento deludente degli **investimenti**, e in particolare della spesa in conto capitale delle aziende in macchinari e attrezzature (media di -0,3% t/t nell’ultimo anno, con un -2,2% t/t reale e -5,9% t/t nominale nel 1° trimestre 2017). Tale andamento potrebbe essere connesso all’incertezza in merito alla proroga degli incentivi fiscali (poi avvenuta anzi in chiave “potenziata” con il pacchetto “Industria 4.0”). In ogni caso, il recupero in corso della redditività delle imprese (almeno misurata dalla quota di surplus operativo lordo sul valore aggiunto), anche tenuto conto degli incentivi di cui sopra, appare coerente con ampi spazi di recupero per tale componente; tuttavia, il miglioramento si vedrà soprattutto sulla media 2018 (che potrebbe avvicinarsi al 4%), mentre la previsione per il 2017 sconta la battuta d’arresto d’inizio anno (0,9%). Per gli investimenti totali ci aspettiamo una crescita media di circa 2,5% nel biennio, su ritmi cioè solo lievemente meno forti di quelli visti in media nel 2016.
- 3) Le **costruzioni** viceversa hanno dato segnali di inattesa vivacità nel periodo più recente, sia pure assai più visibile dai dati di contabilità nazionale sugli investimenti in costruzioni (in crescita di oltre mezzo punto a trimestre in media tra seconda metà 2016 e 1° trimestre 2017) che non dai dati mensili sulla produzione nel settore. In ogni caso, non vediamo certo un boom del settore, ma piuttosto un parziale recupero dopo la crisi epocale vista nell’ultimo decennio: le costruzioni, dopo essersi espanse nel 2016 per la prima volta in un decennio, dovrebbero stabilizzarsi a 1,4% quest’anno, e non è da escludere un rallentamento a 1% l’anno prossimo.
- 4) Anche i contributi speculari di scorte e commercio con l’estero visti a inizio anno sono destinati, a nostro avviso, a cambiare di segno nei restanti trimestri del 2017 e in prospettiva 2018. Il **commercio con l’estero** ha visto una decisa ripresa già a partire dall’ultima parte del 2016, confermata poi a inizio 2017. Tuttavia, il suo contributo al PIL è stato negativo in quanto le importazioni sono cresciute più delle esportazioni. In prospettiva (probabilmente già nei trimestri restanti dell’anno in corso), stimiamo che l’import possa divenire meno dinamico in relazione alla minor vivacità della domanda interna, mentre l’export potrebbe mantenere una crescita robusta (pur senza accelerare dai già elevati ritmi attuali). L’andamento di inizio anno fa sì che l’import possa crescere ancora più dell’export in media nel 2017 (per il quarto anno consecutivo), ma a nostro avviso tale trend potrebbe cambiare nel 2018 (con un export in crescita di 3,5% contro il 2,5% dell’import).

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

Viceversa, **rivediamo contestualmente al ribasso (sempre di un decimo) la nostra previsione di crescita del PIL nel 2018** (a 1,1%). Ciò deriva da due ordini di considerazioni:

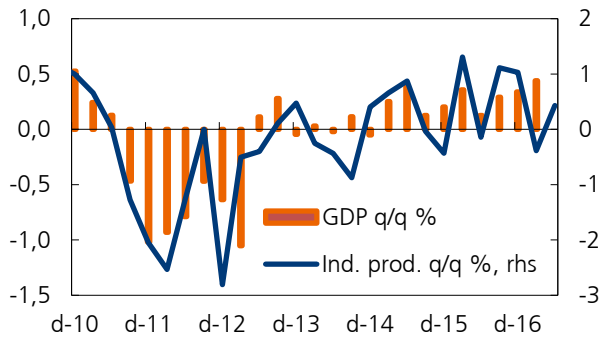
- 1) la **necessità di una restrizione fiscale** a valere sul 2018: in base alle regole europee, l'Italia dovrebbe correggere il deficit strutturale in misura pari allo 0,6% del PIL nel 2018 rispetto al 2017; del 1° giugno scorso è la lettera del Ministro dell'Economia Padoan alla Commissione UE, nel quale il Governo italiano propone di ridurre a 0,3% l'entità dell'aggiustamento strutturale; ad oggi non è arrivata una risposta ufficiale dalla Commissione, tuttavia, è possibile che una certa flessibilità venga concessa, specie se la Legge di Bilancio verrà fatta dall'attuale governo ovvero prima delle prossime elezioni politiche. Peraltro, visto che la Commissione stima nelle Previsioni Economiche di primavera un peggioramento di due decimi del saldo, un miglioramento di tre decimi significherebbe dover implementare nella Legge di Bilancio misure correttive (strutturali) per mezzo punto di PIL (circa 8,6 miliardi); è probabile, a nostro avviso, visto l'approssimarsi della scadenza elettorale, che la manovra netta possa risultare di ammontare inferiore (potrebbe essere ragionevole uno 0,3% del PIL ovvero circa 5 miliardi); in tal caso, l'impatto sul ciclo sarebbe negativo ma limitato a uno-due decimi di PIL;
- 2) l'**eventualità di tensioni sui mercati finanziari** in caso di esito inconcludente delle prossime elezioni politiche: dopo che è naufragato l'accordo tra i principali partiti sulla riforma del sistema elettorale sul modello tedesco, lo scenario di base ritorna a essere quello di elezioni alla scadenza naturale della legislatura (ovvero tra febbraio e maggio del 2018); in ogni caso, una legge elettorale (almeno per armonizzare i sistemi di voto per le due camere) dovrà essere fatta, e difficilmente avrà un impianto diverso da un proporzionale (eventualmente con una soglia relativamente elevata). D'altra parte, dato l'attuale scenario politico, qualsiasi sistema elettorale (diverso da un sistema alla francese ovvero con ballottaggio, che pare da escludere nell'attuale contesto politico) non pare in grado di scongiurare i rischi di ingovernabilità; ove tale scenario si concretizzasse, non si può escludere un ritorno di tensioni sui mercati finanziari, sebbene non paragonabili a quello del 2011, che potrebbe avere un impatto sulla fiducia degli operatori economici nonché sul canale del credito.

Rivediamo invece al ribasso la stima di crescita 2018, per via della necessità di restrizione fiscale e dei rischi connessi all'incertezza politica

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	1.1	1.1	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1	0.9	0.8	1.1	1.2
- t/t				0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
Consumi privati	1.3	0.9	0.6	0.5	0.2	0.1	0.5	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Investimenti fissi	3.1	2.3	2.5	0.4	1.5	1.2	-0.8	0.9	1.0	0.5	0.6	0.6	0.4
Consumi pubblici	0.6	1.0	0.6	-0.2	-0.2	0.6	0.5	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
Esportazioni	2.6	4.3	3.5	2.2	0.3	1.9	0.7	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
Importazioni	3.1	5.2	2.5	2.2	1.0	2.3	1.6	0.5	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.2	2.1										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.4	-2.0	-1.9										
Debito pubblico (% PIL)	132.6	134.1	134.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.1	1.5	1.6	-0.4	0.0	0.1	1.3	1.5	1.3	1.5	1.1	1.3	1.7
Produzione industriale (a/a)	1.9	1.4	1.2	0.7	1.8	3.3	1.6	2.2	1.5	0.5	1.1	1.2	1.2
Disoccupazione (ILO, %)	11.7	11.2	10.7	11.7	11.6	11.8	11.6	11.2	11.1	11.0	10.9	10.8	10.6
Tasso a 10 anni (%)	1.48	2.30	3.15	1.48	1.19	1.77	2.15	2.19	2.26	2.59	2.95	3.20	3.28

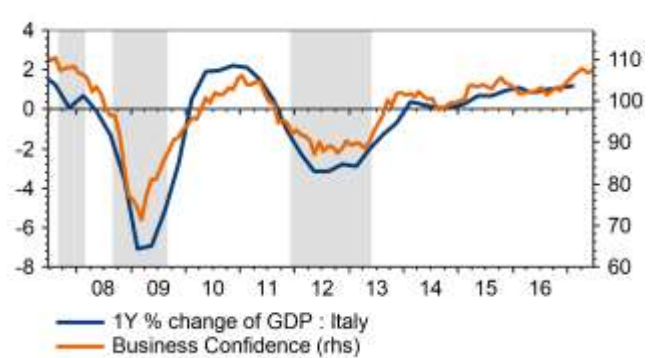
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PIL a inizio 2017 è accelerato nonostante il freno dall'industria, che stimiamo però essere tornata a crescere già dal trimestre primaverile



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli indici anticipatori sono coerenti con un'ulteriore accelerazione tendenziale: i rischi sulla crescita 2017 sono al rialzo



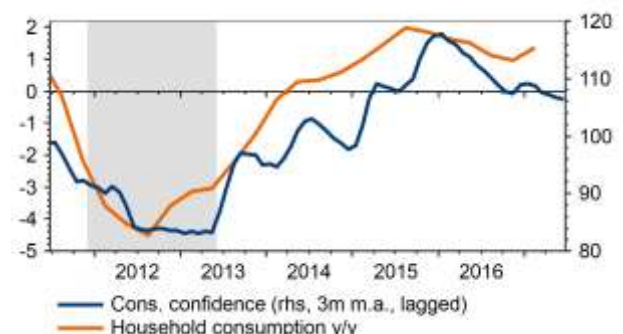
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Va riducendosi il ritardo di crescita nei confronti della media dell'Eurozona



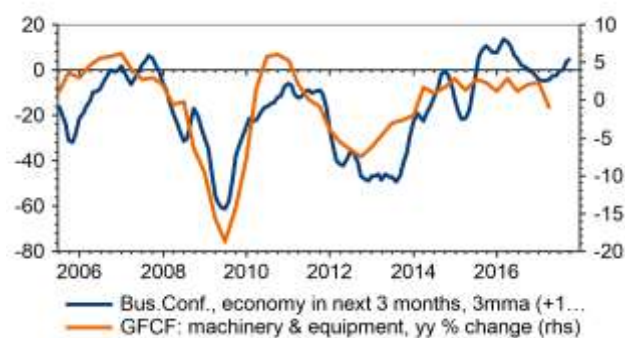
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 4 – I consumi hanno visto una riaccelerazione a inizio anno, ma difficilmente saranno un motore di crescita visto il trend ancora depresso della fiducia delle famiglie



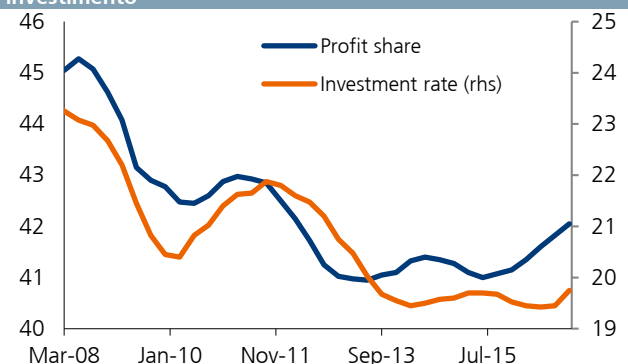
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 5 – Sulla base delle aspettative delle imprese sull'economia, sembrano esserci ampi margini di recupero per gli investimenti in macchinari e attrezzature



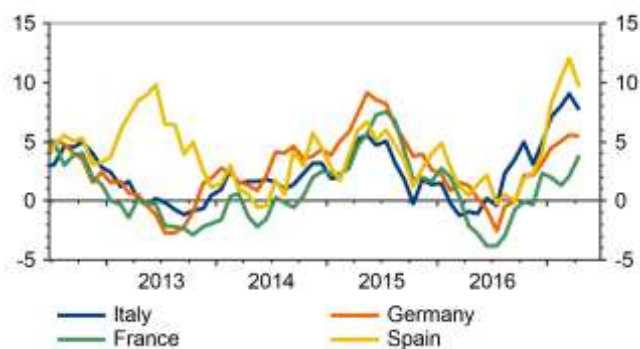
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il miglioramento della redditività delle imprese si è riflesso sinora solo marginalmente in un maggior tasso di investimento



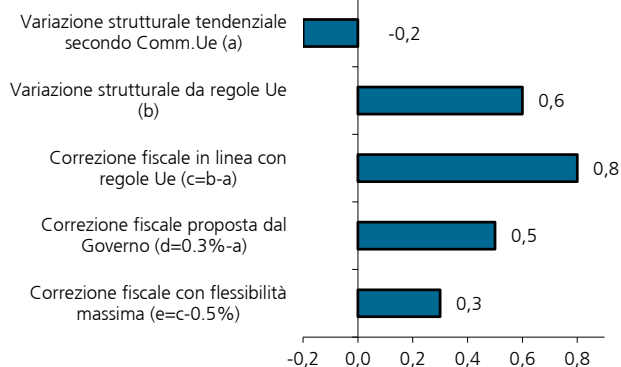
Nota: quota del risultato lordo di gestione e degli investimenti fissi lordi sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Le esportazioni sono in netta ripresa (più che in Germania o Francia)



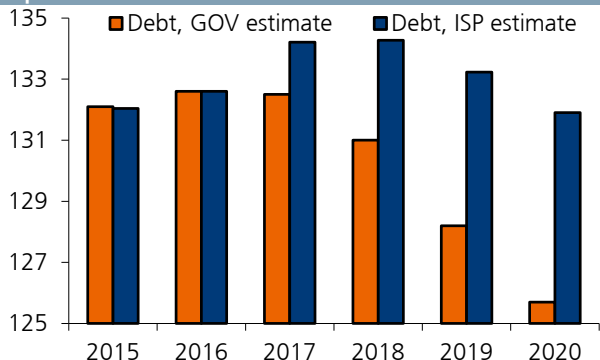
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Il budget per il 2018 dovrebbe in teoria includere una restrizione pari almeno allo 0,8% del PIL; probabilmente l'aggiustamento sarà inferiore (non meno però dello 0,3%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE

Fig. 9 – Visto anche l'andamento inferiore al previsto del deflatore del PIL, il debito pubblico potrebbe nelle nostre stime superare il 134% nel biennio



Fonte: MEF e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Nell'attuale scenario politico, un sistema proporzionale anche con soglia elevata non è in grado di garantire governabilità

	Intenzioni di voto (%)	Soglia 5%		Soglia 3%		Soglia 2.5%	
		N seggi	% N seggi	N seggi	% N seggi	N seggi	%
PD	29.3	217	35.1	199	32.2	188	30.4
M5S	28.6	212	34.3	195	31.6	184	29.8
Lega N.	13.0	97	15.7	88	14.2	84	13.6
FI	12.4	92	14.9	85	13.8	80	12.9
FdI	4.5			31	5.0	29	4.7
MDP	3.0			20	3.2	19	3.1
AP	2.7					18	2.9
SI	2.5					16	2.6
Altri	3.9						
TOTALE	100.0	618	100	618	100	618	100
PD+FI	41.7	309	50.0	284	46.0	268	43.4
M5S+LN	41.6	309	50.0	283	45.8	268	43.4

Nota: simulazioni attribuzione seggi alla Camera; sono esclusi i 12 deputati eletti all'estero. Fonte: LUISS, Il Sole 24 Ore 28 maggio 2017, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spagna: l'espansione continua, ma il picco è alle spalle

L'economia spagnola continua a crescere a ritmi sostenuti. Dopo un 2016 al 3,2%, più forte delle nostre attese e delle stime di consenso, rivediamo ancora una volta al rialzo le previsioni di crescita per il biennio in corso: al 2,8% dal 2,5% nel 2017 e al 2,3% dal 2,0% nel 2018. Le indicazioni recenti dalle indagini PMI e di fiducia economica suggeriscono una tenuta della dinamica congiunturale intorno a 0,7% t/t, nei mesi primaverili dopo il +0,8% t/t di inizio anno. Il picco di questo ciclo dovrebbe, quindi, essere alle spalle. L'impulso massimo da basso prezzo del petrolio e condizioni finanziarie ultra accomodanti si è avuto tra il 2° trimestre 2016 e questa primavera. Le condizioni finanziarie diverranno progressivamente meno espansive anche se resteranno di supporto, inoltre la politica fiscale da espansiva è tornata a stringere già quest'anno.

In parte la revisione alle stime di crescita scontano un andamento dell'export superiore alle attese.

La tenuta delle esportazioni più che nel resto della zona euro è stata una caratteristica del periodo 2015 metà 2016, e che sembra essere confermata anche negli ultimi sei mesi e gli indici sull'export suggeriscono un proseguimento della tendenza recente grazie all'apporto da paesi al di fuori della zona euro (v. fig. 3). Nel 1° trimestre, il **saldo di parte corrente è peggiorato** (v. fig. 4) per effetto del ritorno a zero del saldo merci al netto dell'energia. Il saldo energetico riteniamo tornerà ad allargare nel 2017 con il rimbalzo del prezzo del petrolio data l'elevata dipendenza dall'estero della bolletta energetica. Il rallentamento atteso della domanda interna dovrebbe limitare l'allargamento del saldo merci nei prossimi anni. **Il contributo del commercio estero alla crescita del PIL sarà nettamente positivo sull'orizzonte di previsione (0,5%).** Dopo la forte accelerazione ad inizio anno al 4% t/t ci aspettiamo una crescita su base congiunturale più moderata in media dell'1,0% t/t. Sull'anno le esportazioni sono viste in crescita del 7,3% nel 2017 e moderare al 4,9% nel 2018. Le **importazioni** sono attese in crescita del 6,6% nel 2017 (per effetto della forte entrata nell'anno) e quindi del 4,1% nel prossimo anno. Come per il PIL abbiamo **rivisto al rialzo le stime di crescita della domanda interna** di circa tre decimi all'anno per il biennio in corso. La revisione si spiega con un andamento più solido del previsto degli investimenti. Le **costruzioni sono in un nuovo ciclo espansivo**: a inizio 2017 gli investimenti residenziali viaggiavano al 2,7% t/t da 0,9% t/t dei 18 mesi precedenti. La forte entrata nell'anno lascia la dinamica delle costruzioni residenziali in rotta per un aumento del 7% nel 2017. Nel 2018, ci aspettiamo una moderazione verso il 4%. Per le costruzioni non residenziali la nostra stima è di una crescita del 2,4% in media nel 2017-18. Il valore aggiunto è tornato a contribuire a ritmi pre-crisi (v. fig. 11). Il ciclo espansivo può proseguire ma è sperabile che rallenti ulteriormente nel 2019, onde evitare l'insorgere di nuovi eccessi. Il valore aggiunto è tornato a contribuire a ritmi pre-crisi (v. fig. 11). I dati per inizio 2017, hanno mostrato una riaccelerazione degli **investimenti in macchinari** al 3,1% t/t dopo la pausa dei mesi precedenti. Riteniamo tuttavia che si tratti di un fenomeno isolato e che gli investimenti in macchinari rallenteranno nei prossimi trimestri dal momento che la dinamica congiunturale è stata superiore all'utilizzo della capacità produttiva (v. fig. 12)., la fiducia nel comparto dei beni capitali è calata negli ultimi mesi e il supporto da condizioni finanziarie ultra espansive verrà progressivamente meno. Ci aspettiamo una crescita del 4% nel 2017-18 dal 5,0% dello scorso anno. **I consumi privati sono visti crescere in media del 2,2% a/a**, più che nella media euro zona, ma in rallentamento dal 2,8% a/a del biennio precedente, per effetto del rialzo dell'inflazione 0,2% a +1,8% nel 2017, e di una creazione più lenta di posti di lavoro (v. sotto), non compensati dalla dinamica dei salari negoziali attesi in aumento dell'1,1% nel 2017 da 0,7% del 2016, (v. fig. 9). Inoltre, verrà meno il supporto da parte dalla politica fiscale.

Anna Maria Grimaldi

La crescita rimarrà solida anche nel 2017-18, ma il picco è alle spalle

Il commercio estero darà un contributo positivo alla crescita

La domanda interna rallenta meno delle attese e crescerà più che nella media area euro, grazie agli investimenti in particolare nelle costruzioni

Investimenti in macchinari crescita solida ma meno che nel 2016

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

Il mercato del lavoro resta lontano dal pieno impiego, nonostante i progressi degli ultimi tre anni. Il tasso di disoccupazione è calato di quasi 10 punti da un picco del 26% nel 2017 al 17,8% ad aprile scorso. Tuttavia il tasso di disoccupazione allargato ai marginalmente attaccati e inattivi per motivi economici è ben più elevato e pari al 26%, il più elevato in assoluto nella zona euro. L'occupazione cresceva ancora a ritmi sostenuti a inizio 2017 e meglio di quanto ci si poteva attendere sulla base delle intenzioni ad assumere dichiarate dalle imprese: 2,3% ma meno che nel 2016 (2,7%) quando era già rallentata. Nell'ultimo anno, la creazione di posti di lavoro si è avuta esclusivamente nel settore privato (+378 mila, il settore pubblico ha espulso -32 mila occupati). Negli ultimi sei mesi industria (+4,2% a/a) e costruzioni (3,2%) hanno visto una crescita degli occupati superiore ai servizi (1,6%). Le indagini di fiducia segnalano un ulteriore rallentamento nei prossimi trimestri verso l'1,5% a/a, dunque al di sotto della crescita del PIL. Il tasso di disoccupazione calerà meno sull'orizzonte di previsione rispetto 2015-16 (-2,4 punti) non solo per il rallentamento atteso nella creazione di posti di lavoro ma anche perché la partecipazione al mercato del lavoro continua a scendere 58,8 a inizio 2017 dal 59,3% di settembre 2016, al 59,4%, per effetto di un aumento degli inattivi ed è più basso che nel 2012-13 (60,5%).

La Spagna rimane nel braccio correttivo del patto di Stabilità. Il deficit è atteso tornare entro la soglia del 3% solo nel 2018, dal 4,5% del 2016. Nel 2017, il deficit è atteso al 3,2% del PIL. Il miglioramento dei saldi nominali è in larga misura dovuto al contributo dal ciclo. La Commissione, nelle raccomandazioni di primavera, valutava come appena adeguato l'aggiustamento strutturale per il 2017, ma, a legislazione vigente, giudicava insufficiente la variazione del saldo strutturale nel 2018 (0,0% a fronte di uno sforzo richiesto, in base alle regole del Patto di Stabilità, di 0,5% del PIL). L'incertezza sull'evoluzione dei saldi deriva dall'impatto delle misure sulla tassazione (approvate a dicembre scorso: tassazione delle imprese, aumento delle accise su alcol e tabacchi, ampliamento della base imponibile per i contributi sociali) ma anche dalle misure di controllo della spesa (in particolare la Commissione fa riferimento alla regola per rafforzare la sostenibilità delle finanze pubbliche). Nelle stime del Governo il rapporto debito PIL è visto in calo al 98,8% già quest'anno e al 97,6% nel 2018. La Commissione ha una stima più cauta di calo del debito al 98,8% in parte per l'incertezza legata alla realizzazione di entrate da privatizzazioni (stimate intorno a 0,4% del PIL quest'anno e 0,2% il prossimo).

Nonostante i ritmi di crescita più che solidi e ampiamente al di sopra della media area euro, le sfide per il paese restano. Il tasso di disoccupazione, nonostante i cali recenti, rimane su livelli inaccettabili per la coesione sociale, e la sua riduzione resta una delle principali sfide. (v. fig. 11). Il debito del settore privato anche se è calato dal picco del 2007 è ancora al di sopra della media Eurozona (v. fig. 12). L'elevata posizione debitoria sull'estero (v. fig. 14) rimane un elemento di fragilità e lascia il Paese esposto a cambiamenti di *sentiment* del mercato. È, quindi, cruciale mantenere il surplus di parte corrente e proseguire con il processo di *deleveraging* interno.

Consumi in rallentamento sul rialzo dell'inflazione, inerzia dei salari e...

...crescita meno solida degli occupati

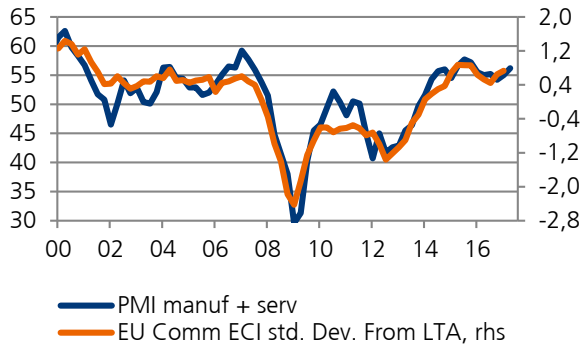
Tasso di disoccupazione rimane su livelli socialmente inaccettabili

La politica fiscale torna a stringere. Il debito calerà sotto il 100% del PIL, grazie soprattutto alla crescita

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.2	2.8	2.3	3.4	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5	2.4	2.3
- t/t				0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Consumi privati	3.2	2.3	2.2	0.7	0.6	0.8	0.4	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.4
Investimenti fissi	3.1	3.0	2.8	1.4	-0.1	0.5	2.0	-0.2	0.5	0.8	1.0	0.6	0.8
Consumi pubblici	0.8	0.7	0.9	-0.6	0.5	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	3.7	5.0	2.7	0.8	0.4	1.4	2.7	0.4	0.4	0.9	0.8	0.5	0.5
Importazioni	3.3	6.6	4.1	2.6	-2.0	1.8	3.8	1.0	1.2	1.0	0.8	1.0	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.3	0.3	0.1	-0.5	-0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	1.6	1.8	1.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-3.2	-2.8										
Debito pubblico (% PIL)	99.4	99.2	98.8										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.3	1.9	1.4	-0.9	-0.2	1.0	2.7	1.9	1.4	1.3	0.5	1.5	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	19.6	18.3	18.3	20.2	19.3	18.6	18.2	18.4	18.4	18.3	18.3	18.3	18.2

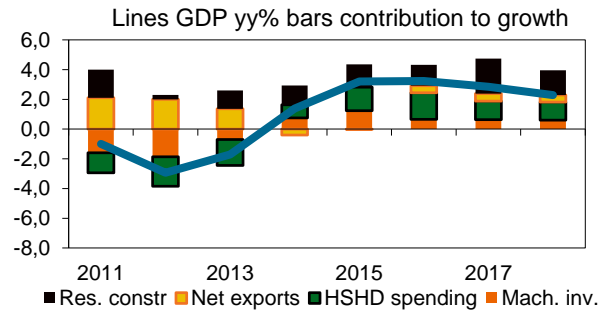
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Segnali contrastanti da PMI composito e indagini di fiducia. Il picco molto probabilmente è alle spalle



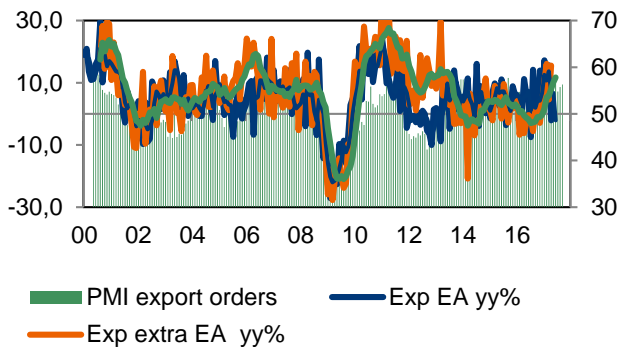
Fonte: PMI Markit, Commissione UE e elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Consumi il picco è alle spalle ma la crescita resterà solida (2,2%). Investimenti in macchinari il ciclo sembra essere maturo. Ma le costruzioni residenziali stanno nuovamente accelerando



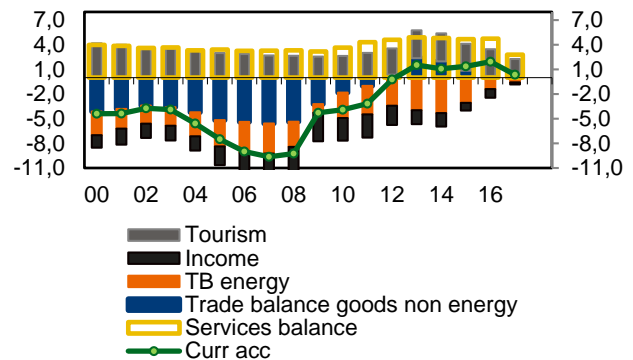
Fonte: INE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'export ha fatto peggio delle attese negli ultimi sei mesi. La riaccelerazione della domanda globale fa sperare in un recupero più deciso nel 2017



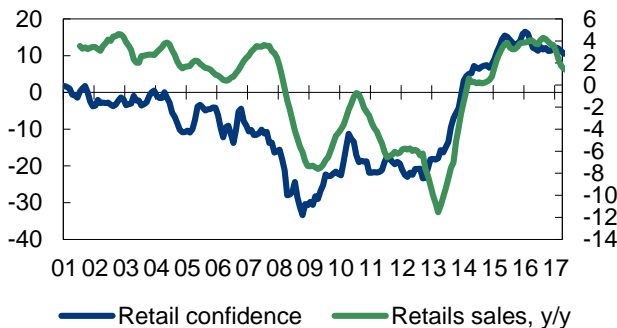
Fonte: Eurostat, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Il saldo merci è peggiorato, ma migliora il saldo energetico. Saldo servizi in calo per effetto dei minori ingressi nel turismo



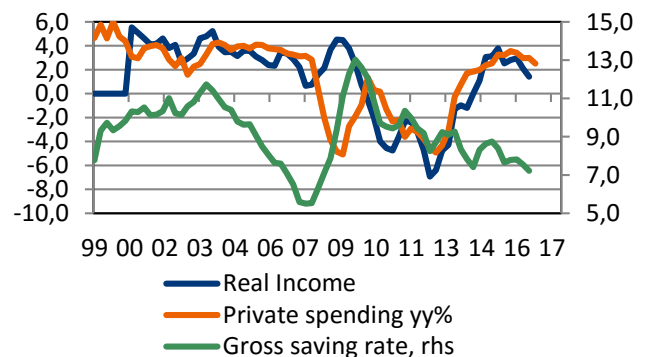
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il picco per i consumi privati potrebbe essere alle spalle. Ma la crescita resterà solida



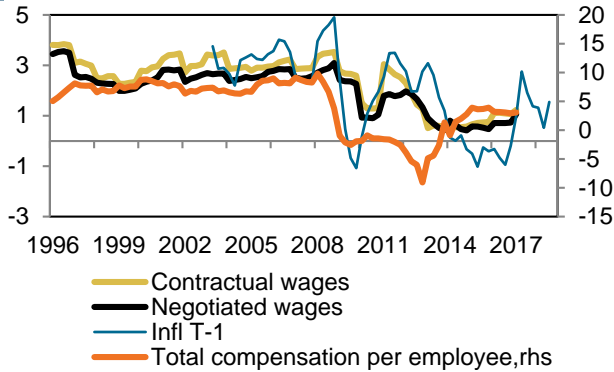
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – I consumi avanzano in linea con il reddito. Il basso tasso di risparmio offrirà supporto limitato al rallentare del reddito reale associato al...



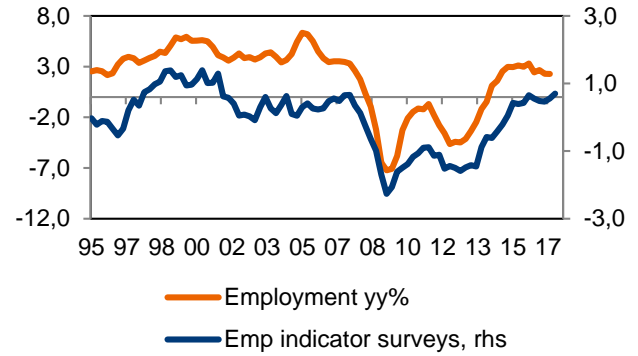
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – ...rialzo dell'inflazione e inerzia salariale



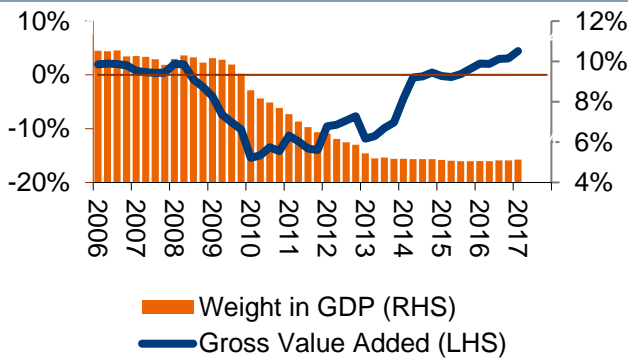
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 –La tenuta dell'occupazione rimane la chiave per la coesione sociale



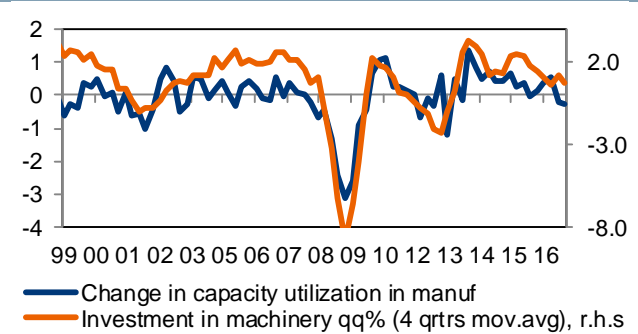
Fonte: Commissione UE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Valore aggiunto nelle costruzioni residenziali di nuovo in forte crescita



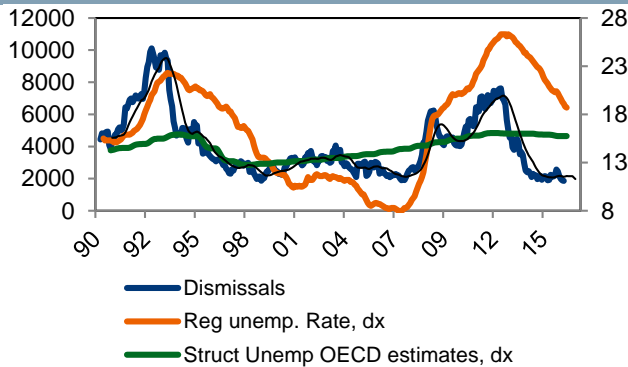
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Il ciclo degli investimenti in macchinari è maturo



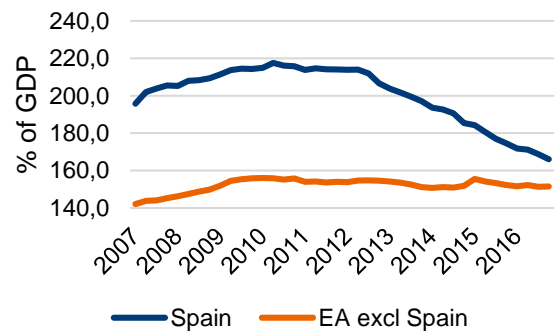
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – La disoccupazione è calata di quasi 8 punti ma resta su livelli socialmente inaccettabili



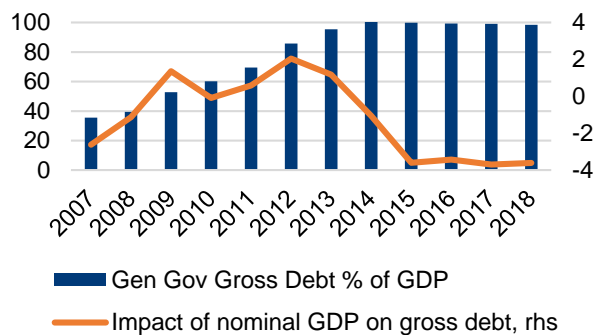
Nota: la linea nera indica la media mobile a 6 mesi dei dismissals
Fonte: INE, OECD ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Il debito del settore privato è calato ma rimane più elevato che nella media area euro



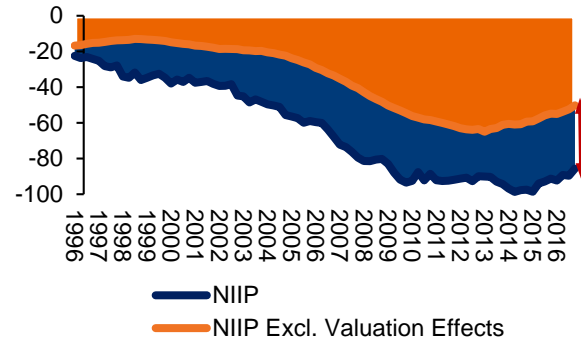
Fonte: BCE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Il debito del settore pubblico dovrebbe calare da quest'anno, per lo più per effetto della crescita solida



Fonte: EU Commission ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – L'elevata posizione debitoria sull'estero rimane un elemento di fragilità



Fonte: Banco de España, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: 2017 - terzo anno di crescita sopra il 2%

Dopo un primo trimestre in cui il PIL è cresciuto di 0,4% t/t, due decimi al di sotto della media Eurozona, ci aspettiamo un'accelerazione a giugno a 0,6% t/t grazie principalmente dalla domanda interna sostenuta da un reddito disponibile in crescita e dall'occupazione in aumento. Attualmente, **la crescita acquisita per il 2017 è pari a 1,5%**. Nella restante parte dell'anno, l'economia dovrebbe leggermente rallentare, assestandosi su un ritmo di 0,5% t/t, portando il dato annuo a 2,3% da 2,1%, sempre al di sopra della media Eurozona per il quarto anno consecutivo. **Il vettore principale della crescita rimarrà anche quest'anno la domanda interna**, mentre il canale estero sarà meno dinamico dell'anno scorso. Per il 2018 prevediamo un rallentamento del PIL sotto il 2% (1,8%).

I **consumi** a marzo hanno segnato la prima pausa dopo quattro trimestri positivi, calando al margine di 0,1% t/t. Dalla primavera in poi dovrebbero però tornare a crescere al ritmo di 0,3-0,4% t/t, anche grazie all'effetto dello stimolo fiscale da 1,1 miliardi per tutto il 2017. L'indice di fiducia dei consumatori è ampiamente al di sopra del suo livello storico e della media Eurozona; nei primi cinque mesi dell'anno è nettamente risalito rispetto al 2016 (a 15,8 da 3,6) grazie anche all'esito positivo delle elezioni primaverili che hanno scongiurato la vittoria dei partiti populistici. **In media annua i consumi sono quindi previsti stabilizzarsi quest'anno all'1,3% da 1,7% del 2016.**

Gli **investimenti fissi** hanno registrato un aumento record a marzo (+4,6% t/t da -1,7% t/t) grazie soprattutto ai macchinari (ben +12,6% t/t da -8,6% t/t). Dopo essere cresciuti dell'1,1% nel 2015 e del 5,3% nel 2016 (specialmente grazie al contributo della componente residenziale): per il 2017 ci attendiamo un **rallentamento** a circa 5,0%, con gli **investimenti produttivi** a raccogliere il testimone di quelli immobiliari, spinti da una decisa accelerazione nei settori dei materiali di trasporto, della chimica e della raffinazione. Gli indicatori di fiducia sull'attività economica rimangono al di sopra della media storica nonostante una modesta correzione a maggio. Il **mercato immobiliare** sta dando i primi segnali di un possibile surriscaldamento, con i **prezzi delle case ad aprile in aumento del 7,4% a/a**. Il massimo storico era stato registrato allo scoppio della bolla di agosto 2008 e i prezzi attualmente sono ancora dell'8,3% inferiori a quei massimi, ma il recente ritmo di crescita di quasi il 2% a trimestre con un aumento delle transazioni ad aprile di quasi il 20% rispetto all'anno prima comincia a diventare un fattore di attenzione. Sulla crescita 2017-18 dovrebbe anche contribuire un **ritorno degli investimenti pubblici**, che in media dovrebbero crescere dell'1% dopo un biennio di contrazione.

La **produzione industriale** ha registrato un fisiologico calo nel primo trimestre di -1,36 t/t dopo la forte crescita di fine 2016, ma in termini di variazione annua da quasi venti mesi la produzione industriale è ininterrottamente cresciuta. Per la restante parte dell'anno ci aspettiamo un aumento di circa 0,3% t/t, per una media annua a 1,7% da 2,0% del 2016, trainata dalla produzione di macchinari e dall'industria chimica.

Le **esportazioni** nel primo trimestre sono cresciute di 0,9% t/t, stesso ritmo di dicembre: ci aspettiamo un'accelerazione a partire dal secondo trimestre a 1,2% t/t (specialmente grazie all'export di elettrodomestici e prodotti chimici diretti soprattutto verso la Germania). Il ritmo dovrebbe stabilizzarsi poi nella restante metà dell'anno per una media annua 2017 a 3,9% da 3,3%. Anche le **importazioni** sono aumentate nel primo trimestre nonostante la frenata dei consumi a 1,2% t/t da 0,5% t/t. Nel secondo trimestre potrebbero al margine migliorare ancora, per poi stabilizzarsi dall'estate in poi, per una media annua a 4,1% da 3,6%. Pertanto **il canale estero dovrebbe essere pressoché neutrale** in termini di contributi al PIL quest'anno. Il saldo di **bilancia commerciale** nel 2016 è stato del 7,4% del PIL: nel 2017 è atteso in allargamento all'8,1%.

Guido Valerio Ceoloni

Il PIL ancora in accelerazione quest'anno a 2,3% da 2,1%

Consumi in stabilizzazione quest'anno, ma il reddito disponibile continua a crescere

Investimenti in lieve rallentamento nel 2017. Mercato immobiliare molto dinamico e prezzi delle case in forte aumento ma sotto i massimi del 2008

Esportazioni nette circa neutrali quest'anno

In primavera il livello dei prezzi in termini armonizzati è andato rallentando rispetto ai primissimi mesi dell'anno e l'inflazione a maggio è scesa sensibilmente da 1,4% a 0,7% e dovrebbe rimanere sotto l'1% per la restante parte dell'anno in particolare per effetto della debolezza della componente *core* ma anche del rientro del rincaro energetico. In media, **l'inflazione è attesa accelerare da 0,1% del 2016 a 0,9% del 2017 per stabilizzarsi attorno all'1% nel 2018**. L'indice *core*, che nel 2016 si era attestato allo 0,6%, quest'anno dovrebbe rallentare di un paio di decimi allo 0,4% per la scarsa pressione dei prezzi pagati nel manifatturiero. Il progressivo assorbimento della capacità inutilizzata nel mercato del lavoro tra fine 2017 e inizio 2018 dovrebbe cominciare a esercitare maggiori pressioni sui salari che si andranno a riflettere sul livello dei prezzi l'anno prossimo.

Il **mercato del lavoro** continua a migliorare: nel primo trimestre sono stati aggiunti 56mila nuovi posti, di cui circa la metà come lavoro temporaneo, e le agenzie di collocamento nel solo primo trimestre hanno registrato un aumento di offerte di lavoro di quasi 13mila nuovi posti (un record dal 2007). Le **ore lavorate** sono aumentate dell'1,4% t/t a marzo, in rallentamento da 2,1% t/t di dicembre. La **disoccupazione** è calata di tre decimi nel primo trimestre, da 5,5% a 5,2% di marzo; a maggio era già calata di un altro decimo, a 5,1%: nella restante parte dell'anno ci aspettiamo un calo complessivo di altri due decimi diffuso omogeneamente ai principali settori produttivi, portando così **la media quest'anno a 5,1% da 6,0% del 2016, oltre quattro punti al di sotto del livello Eurozona**. Sul fronte dell'**occupazione**, rispetto a una media di 35mila nuovi occupati al trimestre del 2016 (+0,6% t/t), quest'anno il ritmo è atteso rallentare a circa la metà (+0,3% t/t), con l'occupazione vista in aumento al 67,5%. Il mercato del lavoro sta continuando a migliorare anche se il tasso di partecipazione rimane al di sotto del livello pre-crisi a causa di un ampio bacino della forza lavoro.

Le condizioni delle **finanze pubbliche** rimangono **eccezionalmente positive**. Il 2016 ha portato un netto miglioramento del **deficit**, che si trova ora **in avanzo di 0,4%** grazie alle entrate superiori alle attese, che hanno compensato i mancati introiti derivanti dalle estrazioni di gas. Per l'anno in corso, è programmato un marginale ulteriore miglioramento dell'avanzo a 0,5%. **L'avanzo strutturale è invece previsto erodersi parzialmente da 0,7% a 0,2% quest'anno. Il debito pubblico si ridurrà ancora scendendo sotto il 60%** dal 62,3% del 2016, completamente in linea con i parametri di Maastricht. Il **principale rischio presente nello scenario attuale rimane di natura politica**, con gli Stati Generali che non sono ancora riusciti a formare un Governo: dopo il fallimento di un'alleanza a quattro tra il VVD di Rutte, i Cristiano Democratici (CDA), D66 e i Verdi (GL), la nuova forma che potrebbe prendere l'esecutivo è quella di una coalizione che escluda i Verdi e li sostituisca con l'Unione Cristiana (CU), dando una maggioranza più esigua (76 seggi su 150). I tempi lunghi e le lunghe contrattazioni sono però una caratteristica della politica olandese e il nuovo esecutivo potrebbe nascere entro l'autunno. Una minaccia potrebbe venire nuovamente da una bolla sul **mercato immobiliare** dopo quella del 2008: per ora, tuttavia, rimane solo un tema di attenzione e non di vero rischio.

Inflazione in rallentamento dopo la fiammata d'inizio anno, attesa poco sotto l'1% nel 2017

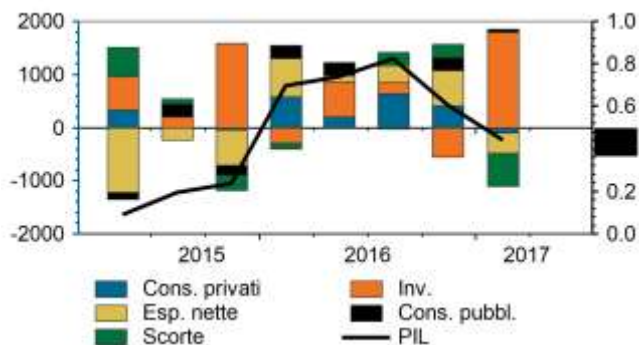
Mercato del lavoro in ottima salute, ma si allarga il divario tra lavori a tempo pieno e quelli a tempo parziale

Finanze pubbliche in avanzo di bilancio e deficit sotto il 60%

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.2	1.8	2.0	2.4	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8
- t/t				0.7	0.7	0.6	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	1.5	1.4	1.4	0.2	0.8	0.5	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	5.2	5.0	2.3	1.8	0.8	-1.7	4.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
Consumi pubblici	1.1	0.5	1.0	0.5	0.0	0.4	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	4.1	4.6	3.7	0.5	0.9	1.1	1.4	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
Importazioni	3.9	5.0	3.8	0.5	0.9	0.6	2.0	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	8.2	7.6	7.2										
Deficit pubblico (% PIL)	0.4	0.5	0.8										
Debito pubblico (% PIL)	62.3	59.8	57.2										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	0.1	1.0	1.4	-0.2	-0.2	0.5	1.3	0.9	0.9	0.8	1.0	1.3	1.6

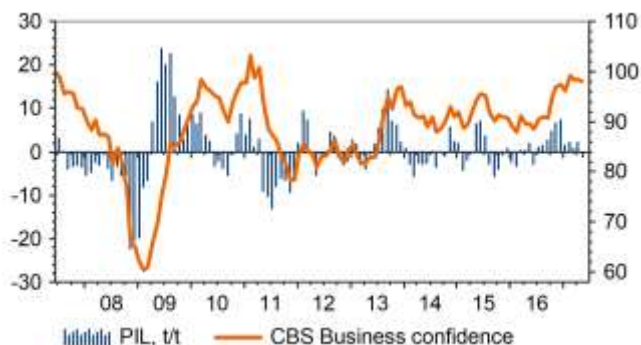
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



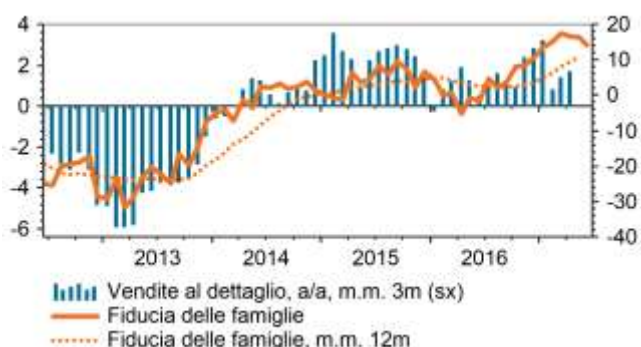
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



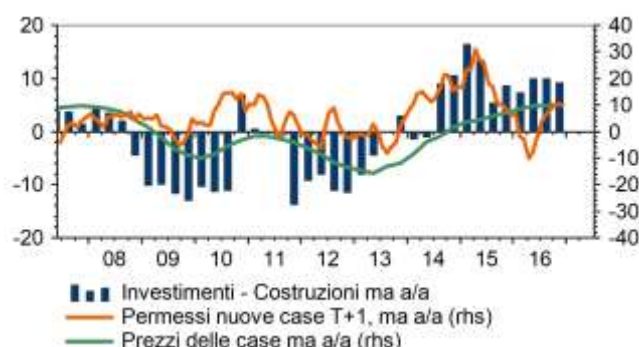
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



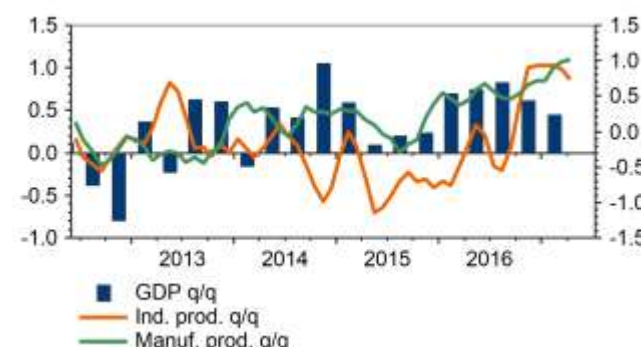
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



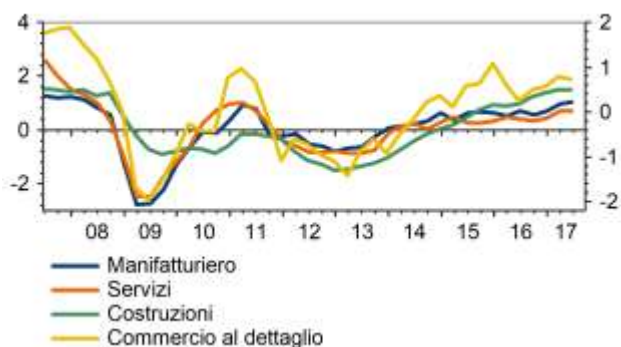
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



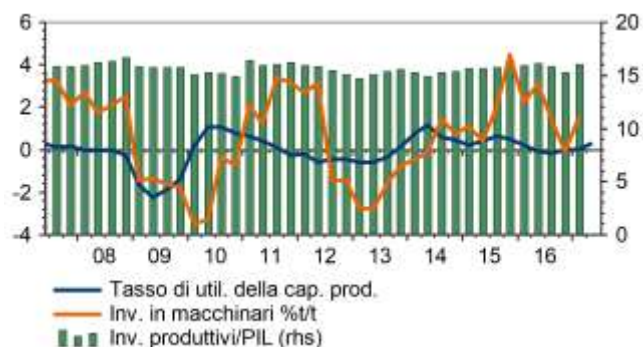
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



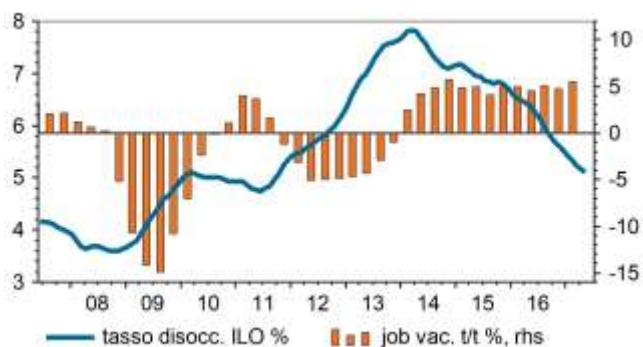
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Esportazioni, ordini all'export 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

Grecia: accordo raggiunto in extremis per onorare la scadenza di luglio, ma una soluzione strutturale non c'è ancora

L'ultima riunione di giugno dell'Eurogruppo ha raggiunto qualche risultato, mettendo fine a mesi di speculazioni e rinvii per la conclusione della seconda revisione del programma di aiuti, in stallo dall'anno scorso: il **tasso decennale** ha chiaramente beneficiato dell'accordo, calando dal 15 giugno scorso di oltre 25pb e toccando un minimo storico al 5,4%. I termini dell'accordo prevedono che verrà **sbloccata la tranche da 8,5 miliardi che permetterà ad Atene di onorare la prossima scadenza di luglio da 7 miliardi. Nulla però è stato concordato per preparare il Paese al "dopo-bailout"** a parte l'accordo sul mantenimento di un saldo primario al 3,5% dal 2018 fino al 2022 e al 2% dal 2023 al 2060, e la generica previsione di una dilazione del pagamento di alcune tranche di interessi "nel caso se ne dovesse verificare la necessità"; dal canto suo, Atene si è impegnata a tagliare le pensioni e ad allargare la base imponibile dal 2019 in poi (per un taglio delle spese complessivo pari al 2% del PIL). **La posizione del FMI è rimasta immutata, in attesa di un concreto piano di alleggerimento del debito**, che però i partner europei hanno fatto capire di non voler affrontare prima del prossimo anno. Il FMI si è detto disposto a erogare ulteriori 2 miliardi, ma solo dopo una ristrutturazione che renda il debito sostenibile nel lungo periodo. Senza un nulla osta sulla sostenibilità del debito da parte del FMI, anche l'inclusione della carta greca nel QE della BCE sembra ormai inverosimile, prima della chiusura del programma di acquisti (e le emissioni che potrebbero essere incluse sarebbero comunque scarse). **La strategia europea con la Grecia quindi è rimasta quella consueta di evitare all'ultimo la minaccia incombente, rimandando una soluzione strutturale.** Il 2017, pertanto, dovrebbe essere ormai al riparo da nuove tensioni, ma nell'estate 2018 sarebbe previsto che il Paese esca dal programma di aiuti e ritorni sul mercato (con un costo di rifinanziamento del debito che si aggira ora attorno al 15% del PIL e che crescerà fino al 20% nel lungo termine).

Per quanto attiene allo scenario economico, nel 1° trimestre il **PIL** è avanzato a sorpresa di 0,4% t/t da -1,1% t/t (crollo dovuto alla stretta dei consumi pubblici e alla frenata dell'export). **La crescita acquisita nel 1° trimestre è pertanto appena dello 0,1%** data la debole chiusura del 2016. **Per il trimestre in corso ci attendiamo, in linea con il consenso, un'accelerazione** attorno a 0,3% t/t su spinta della domanda interna. Nella seconda metà dell'anno il PIL dovrebbe crescere a un ritmo superiore grazie alla fine dell'incertezza sullo stato del programma di aiuti che sta pesando dall'ultimo trimestre 2016. In media annua **la crescita del PIL 2017 è prevista quindi attorno all'1% dopo la stagnazione del 2016:** la Commissione ha rivisto in primavera le proprie stime al ribasso (da 2,7% a 2,1%), ma le sue rimangono comunque ben più ottimiste rispetto al consenso. I **consumi** erano arretrati l'anno scorso di 0,3% a/a, ma nel 2017 dovrebbe vedersi un rimbalzo attorno all'1,5% (soprattutto dall'estate in poi), stimolato dall'aumento dell'**occupazione**, che l'anno scorso è aumentata dell'1,3% e quest'anno dovrebbe mantenere un ritmo simile; la **disoccupazione** l'anno scorso era calata a 23,6% e quest'anno è atteso un ulteriore calo a 22,8% (era 22,5% ad aprile), rimanendo comunque la più alta di tutta l'Eurozona. La fiducia dei consumatori rimane su un livello ancora ampiamente al di sotto della media storica: considerato anche il nuovo consolidamento fiscale atteso per quest'anno e **l'inflazione** in risalita oltre l'1% anche per il rialzo delle accise sui tabacchi, c'è la possibilità che i consumi ne risentano più del previsto. Gli **investimenti** potrebbero registrare un incremento quest'anno di 3,6% dopo l'1,6% del 2016: l'indice ESI della Commissione ha registrato un lieve miglioramento nel 2° trimestre rispetto al primo, attestandosi su livelli medi superiori al 2016 (a 93,9 da 91,7) ma sempre al di sotto della soglia di espansione, anche gli indici PMI che rimangono ancora al di sotto di 50. Il canale estero dovrebbe beneficiare della stagione turistica e di una crescente domanda di servizi legati ad esso, con le **esportazioni** in ripresa quest'anno a 2,4% da -1,2% del 2016, mentre le **importazioni** accelereranno quest'anno (a +8,8% da 1,3%), alimentate dai consumi in risalita: complessivamente le esportazioni nette agiranno da freno alla crescita anche quest'anno. Sul

Guido Valerio Ceoloni

Revisione al ribasso del PIL 2017, l'economia rimane fragile e i termini dell'accordo di giugno si limitano a guadagnare tempo fino al 2018

fronte dei **conti pubblici**, nel 2016 Atene ha superato gli obiettivi fissati¹¹, raggiungendo un avanzo dello 0,7% del PIL e un **avanzo primario** del 3,5% (rispetto allo 0,5% concordato nel MoU). **Per l'anno in corso l'obiettivo è di un avanzo primario dell'1,75%** (e del 3,5% per il 2018): viste le prospettive di crescita più deludenti del previsto, c'è la possibilità che le entrate fiscali siano inferiori alle stime e, considerando che l'obiettivo 2017 è più alto rispetto al 2016, **i rischi al suo raggiungimento appaiono concreti**. Il debito pubblico da quest'anno dovrebbe stabilizzarsi, scendendo appena di qualche decimo dopo aver toccato il picco di 179,0% nel 2016; dal 2018 il calo dovrebbe procedere in termini apprezzabili.

Rispetto alla precedente nota trimestrale, **l'accordo per lo sblocco della tranche legata alla seconda revisione non ha modificato sostanzialmente lo scenario, con i rischi che rimangono orientati verso il basso**. Anche se in termini di contrazione dell'attività il peggio è ormai alle spalle, il PIL rimane inferiore del 27% ai livelli pre-crisi, la ripresa appare assai fragile (con le stime di crescita riviste al ribasso) e la scelta dell'Eurogruppo di rimandare ancora la soluzione dei nodi sul debito alimenterà presto l'incertezza su cosa succederà dall'estate 2018.

¹¹ Comunque va tenuto conto che l'obiettivo di avanzo primario dello 0,5%, inferiore a quelli previsti per quest'anno e il prossimo, è stato raggiunto anche tramite *una tantum* legate p. es. ai pagamenti arretrati e con condoni fiscali.

Portogallo: 2017: un anno positivo sotto l'ombrello BCE

Dopo una seconda metà 2016 in accelerazione, nel 1° trimestre il PIL ha proseguito la sua fase espansiva aumentando dell'1,0% t/t grazie soprattutto al risultato delle esportazioni nette. Per il 2° trimestre ci aspettiamo tuttavia un rallentamento attorno a 0,3% t/t, un ritmo che poi dovrebbe mantenere fino a fine anno; ma i rischi alla previsione sono orientati verso l'alto. Già ora **la crescita acquisita è pari a 2,0%** da 1,4% del 2016. **Per l'anno in corso abbiamo quindi rivisto al rialzo la precedente stima da 1,7% a 2,5%**, al di sopra delle stime della Commissione (1,8%), ma al di sotto di quelle del Ministero dell'Economia e della banca centrale, che vedono una crescita al 3% quest'anno. Il livello del PIL rimane però ancora di oltre il 3% inferiore ai picchi pre-crisi. Il vettore principale della crescita dovrebbe rimanere la **domanda interna**, mentre già da questo trimestre ci aspettiamo un rallentamento del canale estero. I **consumi** sono attesi rallentare quest'anno a 1,7% da 2,3%; la rimozione della sovrattassa sul reddito e l'aumento del salario minimo dovrebbero permettere di compensare gli effetti sul reddito disponibile della risalita dell'**inflazione** (attesa quest'anno a 1,4% da 0,6%). Il mercato del lavoro continuerà a migliorare e la **disoccupazione** potrebbe scendere di oltre un punto in media annua a 9,9% da 11,2% del 2016 (al di sopra, ma vicina alla media Eurozona), con l'**occupazione** in aumento quest'anno di circa 0,2% t/t a trimestre specialmente grazie alla fase positiva del comparto edilizio. Gli **indicatori di fiducia economica** stanno migliorando ulteriormente rispetto a inizio anno, con l'indice ESI della Commissione Europea ai massimi da nove anni a 112,7 da 110,3 del 1° trimestre, notevolmente risalito rispetto al 106,4 del 2016: gli indicatori suggeriscono che gli **investimenti** dovrebbero vedere una decisa accelerazione da 0,1% del 2016¹² a 6,4%, sulla scia del forte inizio d'anno (a 8,9% a/a da 5,2% a/a) spinto dalle costruzioni e dalla ripresa degli investimenti pubblici e dei fondi UE del programma 2014-2020, che dall'autunno dovrebbe entrare nel vivo. Ci sono tuttavia segnali di un rallentamento nell'importazione di beni capitali, a indicare che la fase espansiva degli investimenti produttivi potrebbe rallentare in futuro e lasciare il testimone alle costruzioni, che sono in forte ripresa anche grazie agli investimenti dall'estero. Le **esportazioni** rallenteranno dall'estate, pur rimanendo vivaci grazie al turismo, che quest'anno sta registrando flussi del 10% superiori rispetto al 2016: in media annua il forte ingresso le porterà a salire del 7,6% da 4,4% del 2016, mentre le **importazioni** saranno sostenute dalla tenuta dei consumi e dalla ripresa degli investimenti e passeranno quest'anno a 5,6% da 4,5%. I **conti pubblici** del Paese hanno visto un miglioramento lo scorso anno grazie alla sanatoria sulle tasse arretrate, con il **deficit** che dovrebbe migliorare anche quest'anno, calando di due decimi da 2,0% a 1,8% grazie in particolare al rientro (*una tantum*) della garanzia statale per la banca BPP e pari a circa 0,25% del PIL. Visto il limitato impatto quest'anno del consolidamento fiscale, il **deficit strutturale** dovrebbe aumentare di due decimi a 2,2% da 2,0% del 2016, mentre il **debito** pubblico è atteso scendere marginalmente attorno al 129% dopo che nel 2016 era salito a 130,4% a causa dei fondi stanziati per il salvataggio della Caixa Geral de Depositos.

Per l'anno in corso, la vivacità dell'attività economica, il positivo andamento del ciclo elettorale dell'Eurozona e il programma APP della BCE manterranno il Paese al riparo da rischi; tuttavia, dal 2018 il graduale esaurirsi del QE della BCE porterà un aumento del costo del debito e quindi l'attenzione dei mercati sarà puntata sull'andamento dei conti pubblici del Paese. I rischi allo scenario, dopo la pausa 2017, rimarranno orientati verso il basso, con chiare criticità sulla debolezza del settore bancario e sull'alto livello d'indebitamento strutturale del Paese (sia dello Stato sia del settore privato).

Guido Valerio Ceoloni

Il quadro è positivo per il 2017, con le stime di crescita nuovamente riviste al rialzo. Esportazioni e costruzioni molto vivaci. Dal 2018 l'esaurirsi del QE potrebbe riportare tensioni sui conti pubblici

¹² Una fase d'instabilità politica aveva particolarmente pesato nel 1° trimestre 2016 deprimendo gli investimenti.

Asia

Giappone: la crescita prosegue, prezzi e salari stentano a partire

Giovanna Mossetti

L'economia giapponese prosegue su un sentiero di crescita superiore al potenziale, spinta dai contributi positivi di tutte le principali componenti della domanda aggregata. L'assenza di nuovi shock fiscali restrittivi e la chiusura dell'output gap, insieme alla spinta positiva degli utili delle imprese, sostengono gli investimenti, il mercato del lavoro e i consumi. La ripresa della domanda internazionale contribuisce a mantenere in territorio positivo la bilancia commerciale. Il mancato rialzo dell'inflazione dovrebbe impedire alla BoJ di iniziare l'uscita dall'attuale programma di stimolo (QQE + controllo della curva) almeno fino a metà 2018, se non anche oltre. Lo scenario per la crescita nel 2017-18 resta quindi positivo e vede una dinamica del PIL di 1,2% quest'anno e di 0,9% nel 2018. I rischi sulla crescita sono verso l'alto.

1. Quadro macroeconomico: crescita oltre il potenziale, eccesso di domanda di lavoro in aumento. Lo scenario per l'economia giapponese è positivo per il 2017-18, con previsioni di espansione al di sopra del potenziale, stimato a 0,8% dal Cabinet Office e fra 0,5% e 1% dalla BoJ (con stima intorno a 1% nel 2016). L'economia è ormai in fase di eccesso di domanda, sia in termini di capacità produttiva sia in termini di risorse di lavoro (v. fig. 2): la BoJ stima che l'output gap sia chiuso dal 2016 e le indagini delle imprese segnalano crescente difficoltà a coprire le posizioni aperte. Il PIL nel 1° trimestre è cresciuto di +0,3% t/t. La domanda domestica finale è accelerata rispetto a fine 2016, con consumi in rialzo di 0,3% t/t (dopo la stabilità di fine 2016) e investimenti non residenziali in crescita di 0,6% t/t. Anche la spesa pubblica ha contribuito positivamente (investimenti +0,4% t/t). Le esportazioni nette hanno contribuito per +0,1pp, le scorte per -0,1pp.

Nel resto del 2017, il trend dovrebbe restare verso l'alto per tutte le componenti della domanda aggregata. Gli **investimenti non residenziali** dovrebbero essere in crescita solida (prev. +3,1%, dopo 1,4% nel 2016). Le indagini delle imprese restano coerenti con espansione nel manifatturiero, sostenuta da ordini domestici ed esteri positivi, e sono in linea con i dati effettivi di produzione industriale (v. fig. 4), in ampio rialzo nel 2° trimestre. Inoltre, l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e la difficoltà di reperire manodopera dovrebbero sostenere la spesa in conto capitale mirata ad aumentare la produttività del lavoro.

Per quanto riguarda i **consumi**, la moderazione vista nel 2016 (+0,3%) è da collegare ancora al rialzo del tasso di risparmio (v. fig. 8), seguito all'ultimo incremento dell'imposta sui consumi. Con il continuo miglioramento delle prospettive del mercato del lavoro, nonostante la dinamica sempre contenuta dei salari, i consumi dovrebbero essere in moderata accelerazione nel 2017-18 (+0,9% in ciascuno dei due anni), mentre il tasso di risparmio si stabilizza sui livelli recenti.

Il **mercato del lavoro** è l'elemento centrale dello scenario giapponese nel 2017-18, perché potrebbe generare finalmente una spinta verso l'alto per prezzi e salari. Qui si scontrano forze opposte: aumento della domanda e riduzione dell'offerta (v. fig. 6). Il tasso di disoccupazione è sceso al 2,8% ad aprile (minimo da maggio 1994) e il *jobs to applicant ratio* ha toccato 1,48 (massimo da febbraio 1974), confermando il crescente eccesso di domanda, in linea con i risultati delle indagini delle imprese (v. fig. 2). Finora tale eccesso non ha dato luogo a un aumento dei salari (v. fig. 9): i salari contrattuali appaiono addirittura in rallentamento, nonostante la dinamica positiva degli occupati. L'evoluzione della partecipazione alla forza lavoro è la variabile da monitorare per spiegare il puzzle degli anni passati e prevedere l'andamento futuro del reddito da lavoro. Da settembre 2012 a marzo 2016, la partecipazione è aumentata di 1,2pp (da 59% a 60,2%), generando un incremento di 930 mila potenziali occupati, in un periodo in cui la popolazione fra 15-64 anni è calata di circa 1 mln di individui. L'aumento è avvenuto grazie alla componente femminile e a quella oltre i 65 anni (v. fig. 5). Un'analisi della composizione degli individui non nella forza lavoro a inizio 2017 mostra che ormai le riserve a cui attingere per mantenere in crescita i partecipanti sono molto limitate e, anche con interventi di politica economica in questa direzione, entro fine 2017 la dinamica della forza lavoro potrebbe rallentare significativamente. La scarsità di lavoratori assume rilievo diverso a seconda della crescita della

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

produttività. Con la stagnazione attuale, sarebbe necessario un incremento di occupati di oltre 1 mln per sostenere una crescita del PIL intorno all'1%; un'accelerazione della produttività verso 0,5% richiederebbe un incremento più realistico di circa 350 mila occupati. Questo quadro spiega gran parte della crescita contenuta dei salari del 2015-16, e dà supporto alla previsione di un'accelerazione nel 2017-18. Inoltre, va ricordato che con la quota crescente di lavoratori anziani in uscita, il salario medio è frenato dall'entrata di lavoratori giovani alla base della scala retributiva.

Il **canale estero** dovrebbe dare ancora un modesto contributo positivo, grazie alla dinamica positiva dell'export, sulla scia di yen debole e ciclo internazionale in miglioramento.

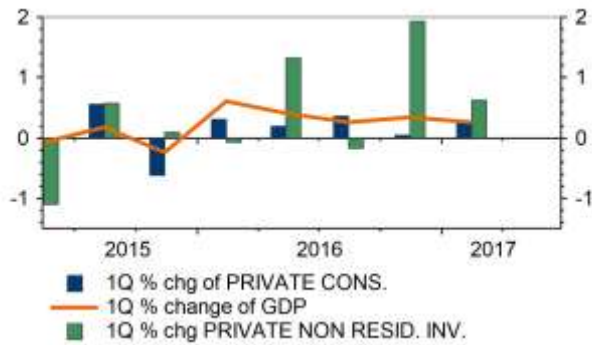
2. Politica fiscale ancora espansiva. La politica fiscale dovrebbe contribuire alla crescita del 2017, grazie all'entrata a regime dell'aumento della spesa pubblica deliberato nel 2016.

3. Politica monetaria e inflazione: la BoJ prende tempo. L'**inflazione** resta lontana dall'obiettivo del 2%. L'indice al netto degli alimentari freschi (v. fig. 11) è stato su un trend in calo per tutto il 2016 e solo a inizio 2017 ha dato un timido segnale di svolta, frenato però ancora dalla correzione delle tariffe telefoniche. La BoJ mantiene la previsione di ritorno al 2% nel medio termine (1,9% alla fine dell'a.f. 2019), ma il sentiero nelle proiezioni della Banca centrale appare eccessivamente ottimistico: riteniamo che verrà rivisto verso il basso al prossimo aggiornamento a luglio. A giugno, la BoJ ha mantenuto in vigore la **strategia di QQE con controllo della curva**, con obiettivi invariati sui tassi (zero per i JGB a 10 anni, -0,1% per il tasso di policy sui depositi presso la Banca centrale) e sugli acquisti (inclusa l'indicazione di "circa 80 tln di yen" per i JGB). Per raggiungere il tasso specificato nelle linee guida per il controllo della curva, gli acquisti potrebbero dover essere aumentati, se ci sarà pressione verso l'alto da un eventuale rialzo dei rendimenti americani. Per ora, comunque, l'obiettivo sui tassi prevale su quello sulle quantità: Kuroda ha specificato che gli acquisti variano su base mensile e 80 tln è una "linea guida". La BoJ ribadisce che la strategia attuale proseguirà "fino a quando necessario" per raggiungere e stabilizzare l'obiettivo dell'inflazione al 2%. Recentemente erano circolate voci secondo cui la BoJ avrebbe entro breve iniziato a preparare l'uscita dal programma attuale. Kuroda ha sottolineato che è prematuro parlare di uscita, che riguarderà tassi a breve e bilancio, perché si genererebbe confusione dannosa. Tuttavia Kuroda ha detto che gli acquisti di ETF non sono collegati a quelli di JGB e potrebbero essere modificati anche prima del raggiungimento del 2%. Per ora sembra probabile che **la Banca centrale resti in una fase di attesa: le prime indicazioni sulla sequenza dell'uscita (prima la stabilizzazione del bilancio o il rialzo dei tassi?) potrebbero venire nella parte finale dell'anno**, con una possibile implementazione più lontana, non prima della prima metà del 2018.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	1.2	0.9	0.9	1.0	1.6	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
- trim/trim annualizzato				1.6	1.0	1.4	1.0	1.5	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0
Consumi privati	0.3	0.9	0.9	0.8	1.4	0.1	1.1	0.9	1.0	1.0	0.7	0.8	0.9
IFL - priv. non residenziali	1.4	3.1	1.2	5.4	-0.7	7.9	2.5	1.8	2.2	2.3	0.6	0.6	0.3
IFL - priv. residenziali	5.5	2.5	0.6	13.2	11.0	0.8	1.1	-0.7	0.9	0.8	0.4	0.5	0.8
Investim. pubblici	-2.9	-0.6	1.4	2.7	-5.0	-11.5	-0.6	12.0	1.5	-0.3	-0.4	2.0	1.5
Consumi pubblici	1.3	0.6	1.4	-4.8	0.8	0.2	0.0	2.6	1.6	1.6	1.6	0.8	0.8
Esportazioni	1.1	5.6	1.6	-5.6	8.0	14.1	8.7	0.6	1.2	0.9	0.5	3.0	2.7
Importazioni	-2.3	3.1	2.3	-4.4	-0.9	5.3	5.6	3.5	2.5	2.3	2.3	2.1	2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.3	0.0	1.0	-1.3	-0.6	-0.5	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	3.7	4.3	4.3										
Deficit (% PIL)	-5.0	-6.0	-5.6										
Debito/PIL (% PIL)	219.5	223.1	224.9										
CPI (a/a)	-0.1	1.0	1.2	-0.4	-0.5	0.3	0.3	0.9	1.2	1.4	1.2	1.2	1.1
Produzione Industriale	-0.2	5.7	2.5	-1.5	1.0	2.8	4.0	7.6	6.4	4.9	5.2	1.8	1.7
Disoccupazione (%)	3.1	2.8	2.6	3.2	3.0	3.1	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6
Dollaro/Yen (Yen)	108.8	113.6	117.8	107.9	102.4	109.6	113.6	111.1	113.9	115.8	116.6	117.6	118.3

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

Fig. 1 – Crescita spinta dagli investimenti fissi non residenziali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Output gap è chiuso ed eccesso di domanda di lavoro in aumento



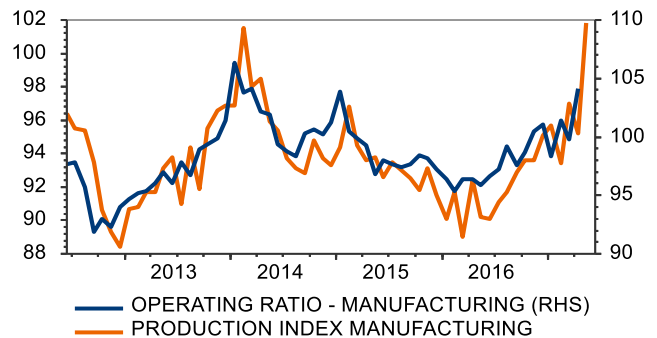
Fonte: BoJ.

Fig. 3 – Le imprese riprendono a investire, grazie all'aumento degli utili societari



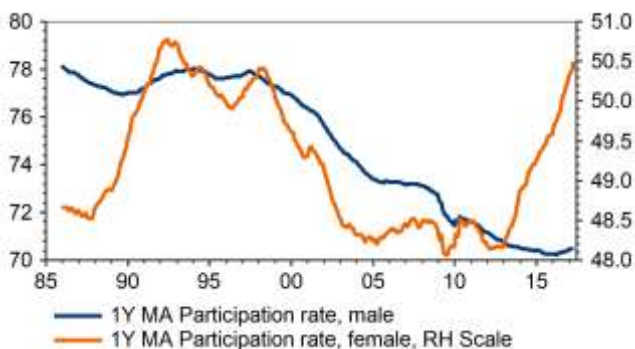
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La produzione industriale è in netto aumento



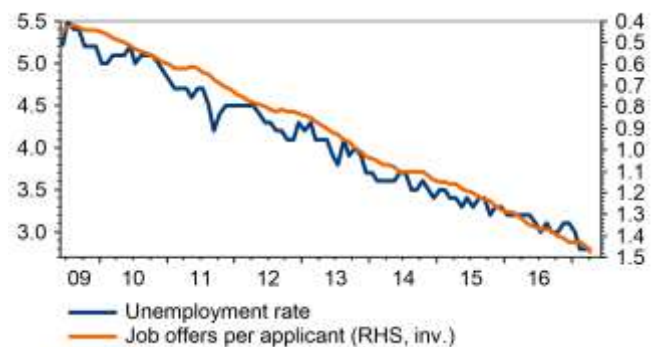
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - Aumento della partecipazione femminile



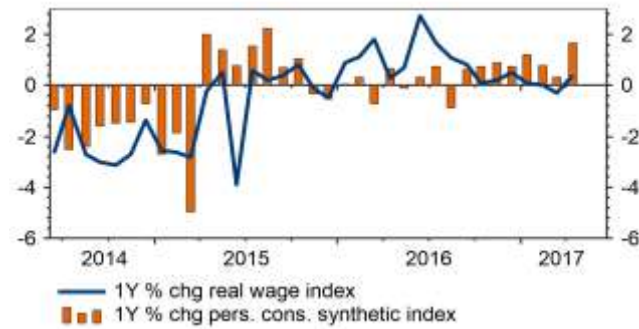
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Disoccupazione in calo, posizioni aperte in aumento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Consumi in moderata ripresa nonostante la debolezza dei salari



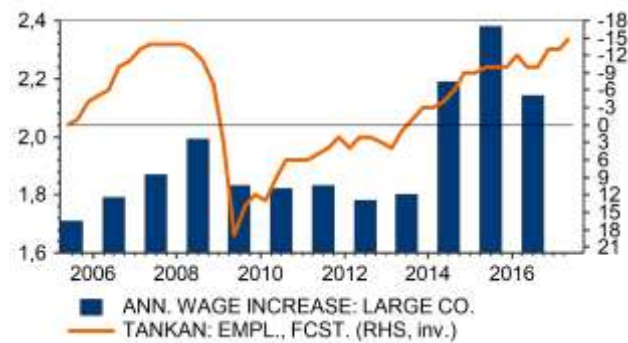
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La propensione al risparmio in continuo aumento dopo i rialzi dell'imposta sui consumi



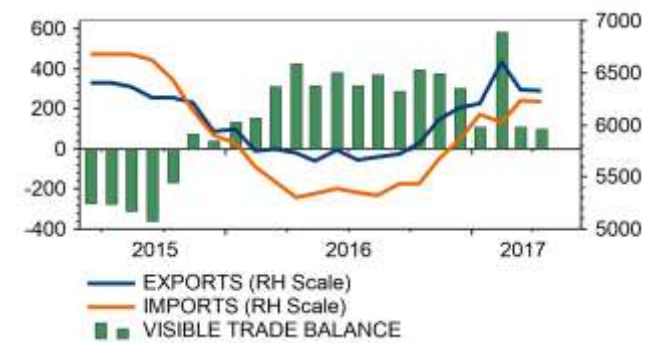
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Salari contrattuali deboli, nonostante l'eccesso di domanda di lavoro



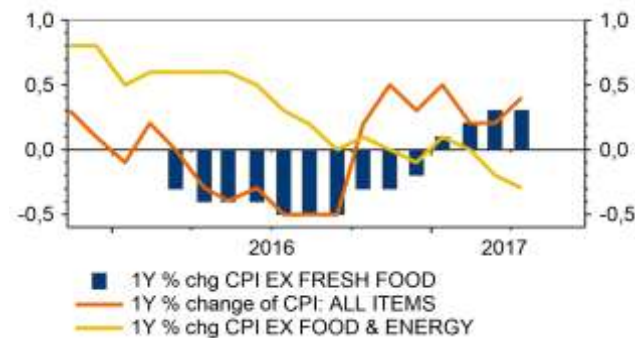
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Saldo commerciale positivo



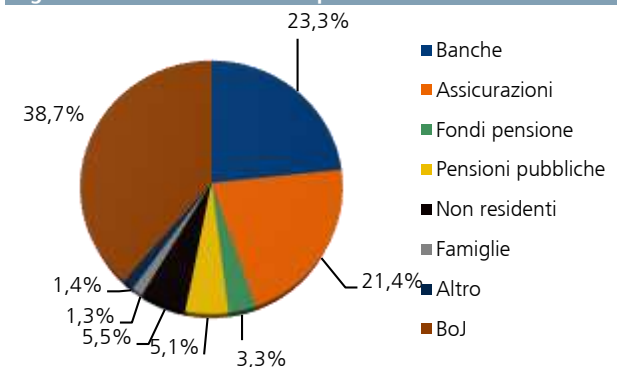
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Inflazione core: il 2% è sempre lontano



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – La Banca centrale è il primo detentore di JGB



Nota: dati a fine dicembre 2016; totale JGB: 958.1 tln di yen
Fonte: Ministry of Finance

Cina: decelerazione moderata e flessibilità monetaria

- Il PIL è salito del **6,9% a/a nel 1° trimestre** lievemente al di sopra del 6,8% registrato nel 4° trimestre 2016. La riaccelerazione del settore agricolo e di quello industriale ha più che compensato la contenuta decelerazione del settore dei servizi, guidata dal comparto di trasporti e stoccaggio. Dal lato della domanda i consumi hanno tenuto bene, anche grazie all'accelerazione della spesa pubblica, e il rallentamento degli investimenti è stato marginale. I dati a frequenza mensile puntano nel complesso a una marginale decelerazione della crescita tra marzo e maggio, con alcuni segnali contrastanti tra gli indici anticipatori.
- I vari enti regolatori (CBRC, CSRC, CIRC) insieme alla PBOC hanno continuato ad introdurre nuovi e più stringenti regolamenti su **mercati finanziari e varie tipologie di credito** e di operatori negli scorsi mesi. Il graduale **movimento al rialzo dei tassi** partito a inizio anno sia sul mercato monetario sia su quello obbligazionario è proseguito nel 2° trimestre in assenza di altri rialzi dei tassi ufficiali. La PBOC ha confermato la **stance neutrale della politica monetaria**, recentemente definita "**tatticamente flessibile**", dimostrandosi pronta a fornire liquidità al mercato in caso di necessità. In un contesto di rendimenti in rapida risalita qualche temporanea tensione potrebbe ripresentarsi dato l'elevato **ammontare di titoli in scadenza nel 3° trimestre del 2017** (ca. 7480 miliardi di CNY), **in gran parte bancari**, con il picco delle scadenze concentrato tra agosto e settembre.
- Il nostro **scenario centrale** continua a prevedere un **rallentamento graduale dell'economia**, in parte sostenuto dall'azione delle Autorità per favorire una dinamica di crescita più sostenibile e per limitare i rischi finanziari, soprattutto in vista del delicato congresso del partito comunista in autunno. Lo spazio di manovra della politica fiscale e monetaria sarà ridotto rispetto al 2016 e finirà per rallentare la crescita del credito ridimensionando il sostegno agli investimenti. Ci aspettiamo che nella seconda parte dell'anno la tenuta degli investimenti in infrastrutture pubbliche e dei servizi non riesca a compensare un nuovo rallentamento degli investimenti nel settore immobiliare e manifatturiero. A causa di una crescita del PIL più alta delle attese nel 1° trimestre **rivediamo lievemente le previsioni per il 2017 da 6,4% a 6,5% mantenendo invariato il nostro scenario di moderato rallentamento a 6,1% nel 2018.**
- I **rischi sulla crescita restano al rialzo nel breve termine**, perché il sostegno della politica fiscale e una politica monetaria meno restrittiva delle attese, potrebbero fornire nuovo supporto agli investimenti. Nonostante ciò, la probabilità di uno **scenario alternativo** caratterizzato da una crisi finanziaria e da un eventuale brusco rallentamento dell'economia non può essere considerata trascurabile. L'espansione del credito, e in particolare non bancario, l'innalzamento del livello sia dei crediti incagliati sia del livello del debito degli enti locali continuano infatti a rimanere una crescente fonte di **rischio sia per la stabilità finanziaria sia per la dinamica economica.**

Previsioni	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.8	7.3	6.9	6.7	6.5	6.1
Consumi privati	9.6	7.9	8.2	8.1	8	7	6.8
Consumi pubblici	6.2	5.1	3.7	7.8	10	6.6	4.8
Investimenti fissi	8.7	9.3	6.9	7.3	6.4	4.8	4.3
Esportazioni	5.7	7.9	5.7	0.1	1.8	9.1	4.2
Importazioni	6.7	10.6	7.7	0.7	3.8	9.5	4.5
Produzione industriale	8.4	8	7.4	6.2	6.1	6	5.2
Inflazione (CPI)	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	2.0	2.4
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
Salari medi	14.4	11.8	10.8	9.5	8.3	7.7	7.4
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	4.2	4.9	4.8	3.8	3	4.5	3.8
Cambio USD/CNY (media)	6.31	6.15	6.16	6.28	6.64	6.92	7.01
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1360	912	1458	1912	1296	1386	1422
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.5	1.5	2.3	2.8	1.7	1.7	1.6
Saldo di bilancio (% del PIL)*	-1.6	-1.8	-1.8	-3.4	-3.8	-4.9	-4.8

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

Crescita reale e inflazione

Il PIL è salito del 6,9% a/a nel 1° trimestre lievemente al di sopra del 6,8% registrato nel 4° trimestre. La riaccelerazione del settore agricolo e di quello industriale ha più che compensato la contenuta decelerazione del settore dei servizi, guidata dal comparto di trasporti e stoccaggio. Dal lato della domanda i consumi hanno tenuto bene, anche grazie all'accelerazione della spesa pubblica, e il rallentamento degli investimenti è stato marginale. I dati a frequenza mensile puntano nel complesso a una marginale decelerazione della crescita tra marzo e maggio, con alcuni segnali contrastanti tra gli indici anticipatori.

La **produzione industriale** è rimasta stabile a 6,5% a/a in aprile e maggio, ma in rallentamento da 7,6% di marzo, in linea con il PMI manifatturiero dell'ufficio statistico che è oscillato in area 51 da fine anno, ed è rimasto stabile a 51,2 negli ultimi due mesi segnalando un forte miglioramento delle condizioni per le piccole e medie imprese, dove l'indice è salito sopra 50, ma un peggioramento per quelle grandi. Al contempo l'indagine sulle imprese industriali redatta dalla PBOC registra per il 2° trimestre consecutivo un aumento della fiducia, soprattutto delle aspettative future, con un miglioramento degli ordini. Al contrario, l'indice PMI redatto da Markit è progressivamente sceso fino a 49,2 a maggio, con la componente ordini che, pur rimanendo poco sopra 50, è peggiorata da inizio anno. Il PMI dei **servizi** è stato invece in marginale aumento in entrambe le rilevazioni tra aprile e maggio, anche se in moderato calo rispetto al 1° trimestre.

Gli **investimenti fissi** nominali sono saliti dell'8,6% a/a, in rallentamento dal picco del 9,2% a/a di marzo, a causa della decelerazione degli investimenti nel settore immobiliare e delle infrastrutture di trasporto, nonché del continuo calo degli investimenti nel settore delle costruzioni. La crescita degli investimenti fissi totali è stimata essere molto più bassa (2,9% a/a in maggio) in termini reali. Il mercato immobiliare continua a risentire degli effetti delle misure anti-speculative messe in atto da diverse provincie. Dopo il rallentamento della dinamica mensile dei prezzi a cavallo d'anno, negli ultimi due mesi si rileva una riaccelerazione nelle città di seconda e soprattutto di terza fascia, mentre la dinamica rimane piatta per le città di prima fascia, per le quali essa resta negativa nel mercato degli immobili di vecchia costruzione. Sia la superficie venduta sia i nuovi cantieri stanno rallentando.

Le **esportazioni** sono state in rapido miglioramento negli ultimi due mesi, registrando tassi di crescita a due cifre (+10,9% 3m a/a in maggio) che si sono avvicinati a quelli dell'import (15,7% 3m a/a). In termini di volumi entrambe le variabili sono sui massimi da metà 2016. Le **importazioni**, in particolare, hanno beneficiato dell'aumento delle importazioni di petrolio e, in misura minore, di prodotti agricoli e di fibre tessili. Tuttavia i segnali provenienti dagli ordini esteri degli altri paesi asiatici non puntano ancora, nel complesso, a un miglioramento della domanda estera.

La dinamica delle **vendite al dettaglio** è rimasta elevata a maggio (+9,5% a/a in termini reali) anche se in lieve rallentamento rispetto ad aprile. Lo stesso andamento ha registrato la fiducia dei consumatori, che resta sui massimi dal 2008. Le vendite on-line continuano a registrare tassi stabili a doppia cifra e in marginale accelerazione (26,5% a/a in maggio) mentre l'aumento delle imposte sui veicoli continua a pesare negativamente sull'andamento delle vendite di auto, in frenata da inizio anno. La componente occupazione degli indici PMI è peggiorata negli ultimi due mesi e rimane ora sopra 50 solo nella rilevazione Markit dei servizi, mentre l'indagine Manpower per il terzo trimestre, pur in lieve aumento, resta sui minimi della serie.

La volontà delle Autorità di non alimentare ulteriori squilibri economici ridurrà lo spazio di manovra della politica fiscale e monetaria rispetto al 2016 e finirà per rallentare la crescita del credito ridimensionando il sostegno agli investimenti. Ci aspettiamo che nella seconda parte dell'anno la tenuta degli investimenti in infrastrutture pubbliche e dei servizi non riesca a compensare un nuovo rallentamento degli investimenti nel settore immobiliare e manifatturiero. A causa della crescita del PIL più alta delle attese nel 1° trimestre **rivediamo lievemente le previsioni per il 2017 da 6,4% a 6,5% mantenendo invariato il nostro scenario di ulteriore rallentamento a 6,1% nel 2018.**

Il nostro scenario centrale continua a prevedere un rallentamento graduale dell'economia, in parte sostenuto dall'azione delle Autorità per favorire una dinamica di crescita più sostenibile e per limitare i rischi finanziari, soprattutto in vista del delicato congresso del partito comunista in autunno. I **rischi sulla crescita** restano **al rialzo per l'anno in corso** e per il successivo, perché il sostegno della politica fiscale e una politica monetaria meno restrittiva delle attese, potrebbero fornire nuovo supporto agli investimenti. Nonostante ciò, la probabilità di uno scenario alternativo caratterizzato da una crisi finanziaria e da un eventuale brusco rallentamento dell'economia non può essere considerata trascurabile. Riteniamo infatti che i **rischi nel medio-lungo termine** rimangano **al ribasso**.

L'espansione del credito, e in particolare delle forme di finanziamento alternative a quelle del canale bancario, l'innalzamento del livello sia dei crediti incagliati sia del livello del debito degli enti locali, nonché l'incertezza dell'evoluzione del mercato immobiliare continuano a rimanere una crescente fonte di rischio sia per la **stabilità finanziaria** sia per la dinamica economica. Simili preoccupazioni sono state alla base del downgrading da parte dell'agenzia Moody's del debito sovrano da Aa3 ad A1 (da AA- ad A+ equivalente) a fine maggio e sono state ribadite nel *Financial Stability Report* di aprile dal Fondo Monetario Internazionale. Il Fondo evidenzia, in particolare, come il totale attivo del solo sistema bancario sia ormai oltre 3 volte il PIL e come molte istituzioni finanziarie siano troppo dipendenti dai finanziamenti interbancari (*wholesale funding*) rispetto ai depositi, in particolare le banche di più piccola dimensione come le banche regionali che presentano inoltre significative differenze di scadenza tra attività e passività. A questi squilibri si affiancano poi crescenti interconnessioni tra il mercato interbancario e i prodotti finanziari del settore non bancario, come ad esempio i prodotti di gestione del risparmio.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo, dopo un minimo a 0,8% a febbraio è risalita fino a 1,5% a/a in maggio, in parte per un effetto base sfavorevole e in parte per la risalita dell'inflazione nel comparto dei servizi (+2,9% a/a), mentre gli aumenti nel comparto dei beni restano più contenuti (+0,7%) perché beneficiano del calo dei prezzi degli alimentari che prosegue da inizio anno. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è rimasta stabile a 2,1% mentre l'inflazione dei prezzi alla produzione a 8,0% a/a in maggio, è rallentata rispetto al picco di marzo. Nel complesso l'inflazione nei primi mesi dell'anno è stata inferiore alle nostre attese. Un effetto base favorevole (in gran parte nella seconda metà del 2017) sarà solo parzialmente compensato dalle pressioni al rialzo provenienti dall'aumento dei prezzi dei carburanti e da un marginale deprezzamento del cambio. **Ci aspettiamo che l'inflazione dei prezzi al consumo resti comunque contenuta al 2,0% nel 2017 e risalga poi al 2,4% nel 2018.**

Politica monetaria e cambio

Il nuovo **credito** è salito del 9,7% cum a/a nei primi cinque mesi dell'anno mentre la dinamica dello stock è rimasta stabile a 12,9% a/a tra aprile e maggio, in lieve aumento da 12,4% di marzo ma in decelerazione da fine 2016 (13,5% a/a in dicembre). Continua il progressivo miglioramento dei prestiti a lungo termine alle imprese, che sono saliti del 14,8% a/a in maggio dal minimo di 11,2% di dicembre. Contemporaneamente i prestiti a lungo termine alle famiglie stanno rallentando (+29,6% a/a, essenzialmente mutui) a favore di una accelerazione di quelli a breve termine. Anche l'andamento dell'aggregato della finanza sociale si è mantenuto sostanzialmente stabile, soprattutto grazie a un forte aumento dei nuovi prestiti fiduciari, che ha compensato il rallentamento delle altre voci, in particolare delle emissioni nette negative di titoli corporate, disincentivate dal rialzo dei rendimenti. A queste si è aggiunta la riduzione delle emissioni nette dei governi locali che nei primi cinque mesi dell'anno sono state positive ma del 60% in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso.

Sul **mercato monetario** è proseguito il graduale movimento al rialzo dei tassi partito a inizio anno: lo shibor overnight è salito di altri 45pb tra metà marzo e metà giugno, portandosi a 2,85, similmente lo shibor a un mese si è portato a 4,65%. Lo storno ha riguardato anche il **mercato obbligazionario**, dove i rendimenti dei titoli corporate sono saliti tra i 21pb (AAA) e i 66pb (AA)

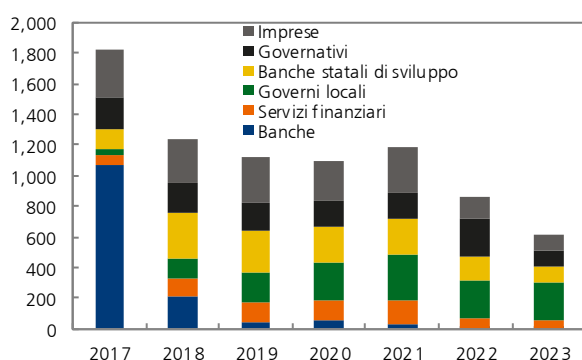
Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

sulla scadenza a 5 anni. Sulla stessa scadenza i rendimenti dei titoli governativi sono saliti di ca. 48pb e di 63pb su quella a due anni, con un appiattimento della curva. Riteniamo che comunque l'inversione della curva sul tratto 2-10 anni e 5-10 anni sia dovuta a fattori di liquidità e non al pessimismo degli operatori: l'ammontare in circolazione sulla scadenza a 10 anni (2027) è di 172 miliardi di CNY, molto inferiore rispetto a quello sulla scadenza a 2 anni (2019) di 1145 miliardi o a 5 anni (2022) di 1718. La situazione non è migliore sulle scadenze 2026 o 2028.

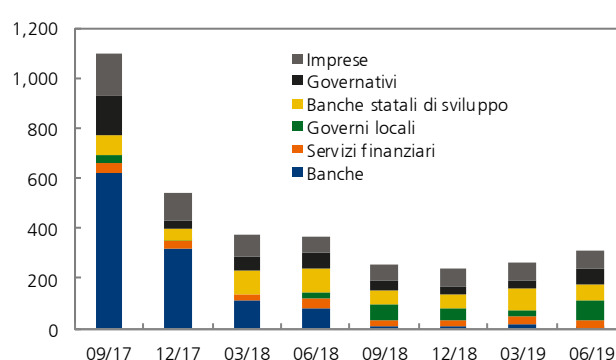
I rendimenti sono scesi nella terza settimana di giugno. La PBOC ha infatti effettuato una immissione di **liquidità** di 430 miliardi di CNY nella seconda settimana di giugno, la prima di tale entità dopo mesi, anche a copertura delle prossime scadenze dei reverse repo (ca. 250 miliardi di CNY a settimana fino a metà luglio). Da qui a fine anno scadranno inoltre ca. 370 miliardi di CNY al mese di operazioni attraverso la finestra di rifinanziamento a lungo termine (Medium-term Lending Facility, MLF). Anche il Ministero delle Finanze è intervenuto acquistando 1,2 miliardi di CNY di titoli a un anno per sostenere i corsi dei titoli a breve, secondo un programma reso pubblico lo scorso novembre di impegno all'acquisto o all'emissione, nel caso di domanda insufficiente o in eccesso in alcune scadenze. La situazione sui mercati a giugno è comunque stata esacerbata da scadenze fiscali e controlli regolamentari e di valutazione dei rischi da parte della PBOC nel contesto della valutazione prudenziale dei rischi macroeconomici (Prudential Macro Assessment framework) in vigore da inizio anno.

Titoli in scadenza per anno (miliardi di dollari)



Fonte: Bloomberg SRCH al 20/06/2017

Titoli in scadenza per trimestre (miliardi di dollari)

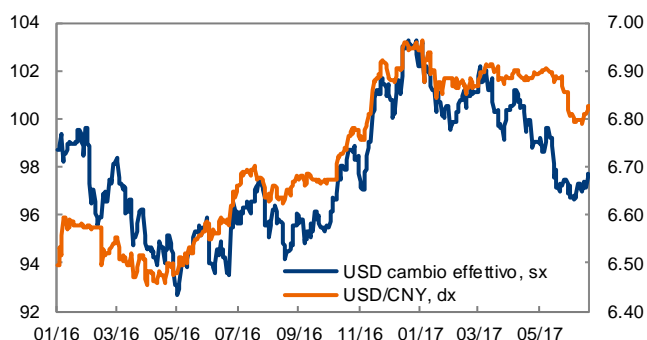


Fonte: Bloomberg SRCH al 20/06/2017

La **politica monetaria** è stata recentemente definita **“tatticamente flessibile”** e **“strategicamente prudente”** in un editoriale del People's Daily¹³. Ci aspettiamo che la PBOC continui a mantenere una *stance* marginalmente restrittiva per stabilizzare la crescita del credito e limitare i rischi finanziari ma che il grado di normalizzazione della politica monetaria dipenda molto dall'evoluzione del mercato. In assenza di problemi di liquidità o di reazione troppo brusca dei mercati, ci aspettiamo che la PBOC possa procedere ad altri rialzi delle operazioni di rifinanziamento nel corso dell'anno al massimo per complessivi 50pb, senza toccare i tassi benchmark. Riteniamo che PBOC continuerà a fornire tutta la liquidità necessaria soprattutto in caso di temporanee tensioni che potrebbero riemergere in un contesto di rendimenti in salita dato che l'**ammontare di titoli in scadenza** nel corso della seconda metà del 2017 è elevato. In particolare **nel 3° trimestre del 2017** scadranno complessivamente ca. 7500 miliardi di CNY di titoli (ca. 1100 miliardi di USD), **in gran parte bancari**. L'ammontare di fatto è di poco superiore all'anno scorso, quando però i rendimenti erano più bassi e tendenzialmente in lieve calo. Il picco delle scadenze sarà in agosto (ca. 2880 miliardi di CNY) seguito da settembre (ca. 2695 miliardi di CNY), mese in cui è atteso anche un altro rialzo da parte della Fed.

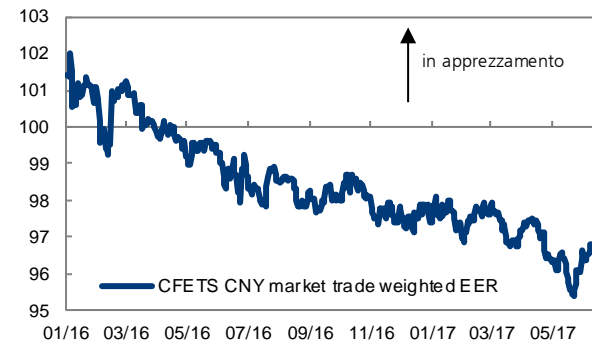
¹³ Bloomberg News del 20.06.2017- "China's Monetary Policy to Remain "Tactically Flexible": Daily

Lo yuan è stato meno reattivo al cambio effettivo del dollaro



Fonte: Bloomberg

Cambio effettivo



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

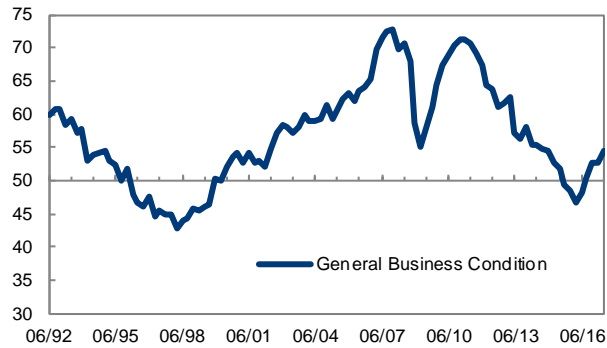
Gli enti regolatori (CBRC, CSRC, CIRC) insieme alla PBOC hanno continuato ad introdurre nuovi e più stringenti regolamenti su mercati finanziari e varie tipologie di credito e di operatori finanziari negli scorsi mesi¹⁴. Inoltre, il governatore della PBOC in occasione del Lujiazui Forum, ha ribadito che la Cina deve continuare la graduale apertura dei mercati finanziari. Quest'ultima sarebbe particolarmente positiva anche per le istituzioni finanziarie perché le esporrebbe a una maggiore concorrenza e al confronto con gli standard internazionali. Le Autorità si stanno muovendo in questo senso con l'annuncio ufficiale del progetto Shanghai-Hong Kong Bond Connect, canale che permette l'acquisto di titoli obbligazionari, e con l'entrata, seppur con una percentuale minoritaria, delle azioni di tipo A nell'indice MSCI degli emergenti annunciata il 20 giugno, che sarà effettiva dall'anno prossimo.

Al contempo però le Autorità rimangono caute, continuando a porre dei freni all'uscita di capitali. Il programma Bond Connect, infatti, funzionerà inizialmente solo da Hong Kong verso la Cina e i controlli ai flussi di capitali messi in atto l'anno scorso rimangono in vigore, e in alcuni casi sono stati inaspriti. Queste misure, insieme all'aumento dei rendimenti e al generale deprezzamento del dollaro hanno contribuito a sostenere il cambio, che dopo una fase di stabilizzazione intorno a 6,9 tra febbraio e metà maggio, si è poi ulteriormente apprezzato fino a toccare un massimo a 6,79 a metà giugno, per poi ritracciare. Nel contempo, secondo notizie di stampa di fine maggio, la PBOC avrebbe dichiarato l'adozione di un "fattore contro-ciclico" nella determinazione della parità centrale, in aggiunta ai fattori di cui tiene conto (andamento del cambio effettivo, condizioni di mercato e prezzo di chiusura del giorno precedente). Non esistono altri chiarimenti ufficiali, tuttavia l'andamento del cambio già da inizio anno è sembrato meno reattivo ai movimenti di apprezzamento del cambio effettivo del dollaro. Nel contempo si sono ridimensionati i flussi di capitali in uscita e le riserve sono salite di 55 miliardi di dollari dal minimo di febbraio, portandosi a 3054 miliardi in maggio, in parte anche per effetti di valutazione.

Il cambio sarà sempre più governato dalle forze del mercato in un regime di fluttuazione controllata ma le Autorità continueranno a supportare la stabilità dello yuan. **Lasciamo invariato il nostro scenario di contenuto deprezzamento dello yuan rispetto al dollaro con un massimo a 7,0 a fine anno**, che potrebbe essere superato solo in caso di una sensibile revisione al rialzo delle aspettative Fed o di notizie molto negative sul fronte macroeconomico interno.

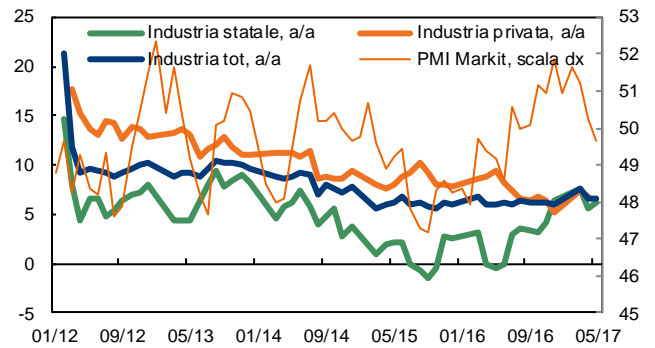
¹⁴ Per esempio, sono state emanate nuove linee guida per la corretta valutazione delle garanzie e per il controllo dei rischi bancari, segnalando come prioritari quelli relativi agli investimenti in obbligazioni, ai prestiti interbancari, ai prodotti di gestione del risparmio e ai finanziamenti via internet e al mercato immobiliare. Le banche devono classificare i fondi ottenuti attraverso i certificati di deposito negoziabili come prestiti interbancari, che non possono superare un terzo dell'attivo. Inoltre, i nuovi titoli con rating inferiore alla tripla A non possono più essere utilizzati come garanzia nelle operazioni di repo da aprile.

La fiducia delle imprese migliora



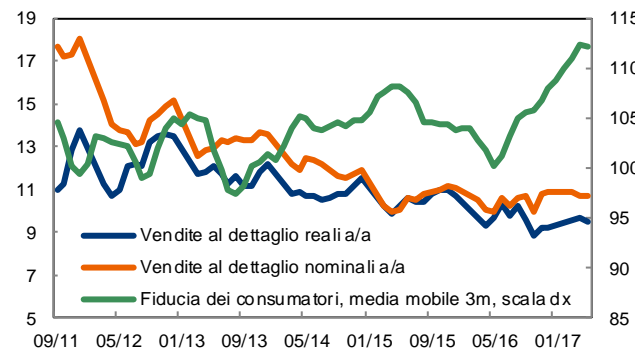
Fonte: Industrial Enterprise Survey PBOC da CEIC

La produzione industriale si stabilizza ma l'indice PMI peggiora



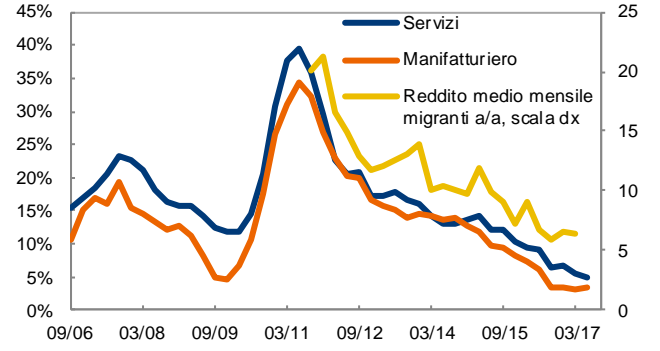
Fonte: CEIC, IHS Markit

Vendite al dettaglio



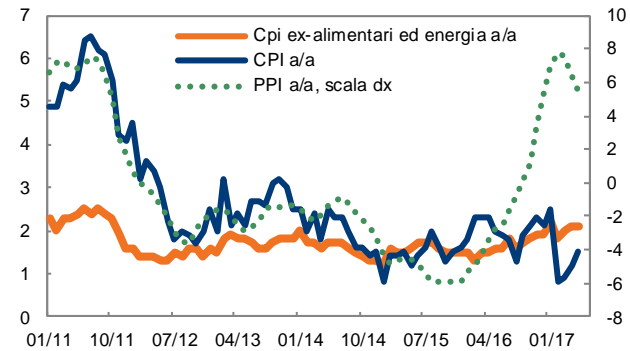
Fonte: CEIC

Occupazione: percentuale di imprese che intendono assumere



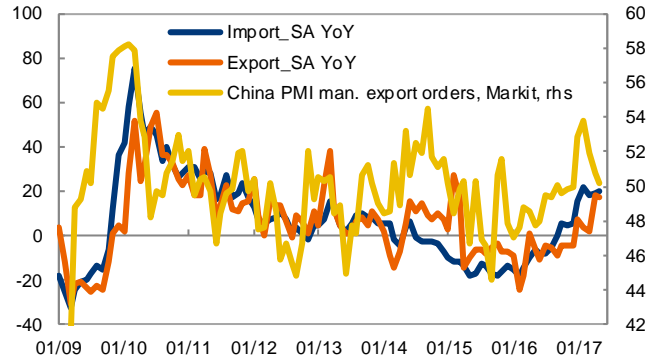
Fonte: Manpower, CEIC

Inflazione



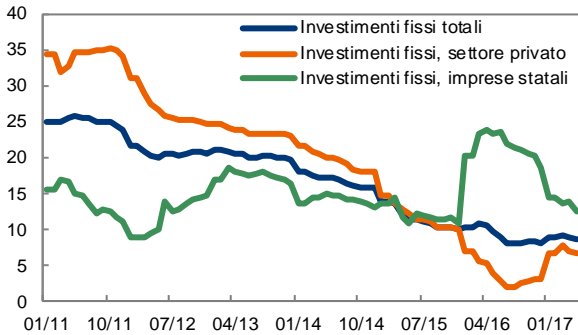
Fonte: CEIC

Commercio estero



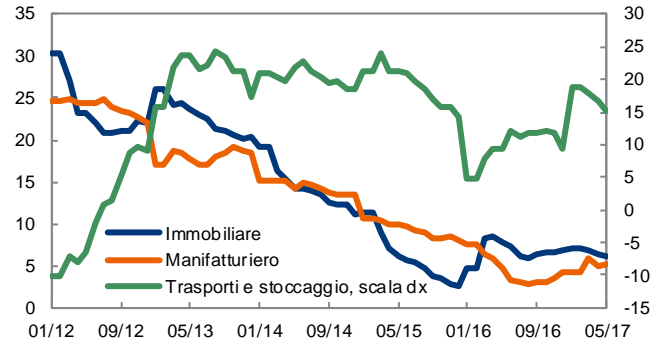
Nota: dati destagionalizzati, var. 2m a/a. Fonte: CEIC, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti nominali a/a



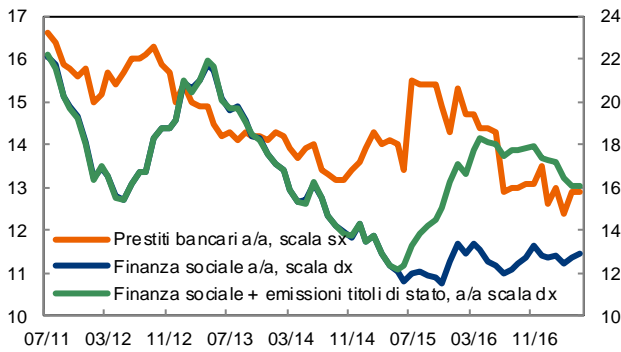
Fonte: CEIC

Investimenti per settori a/a



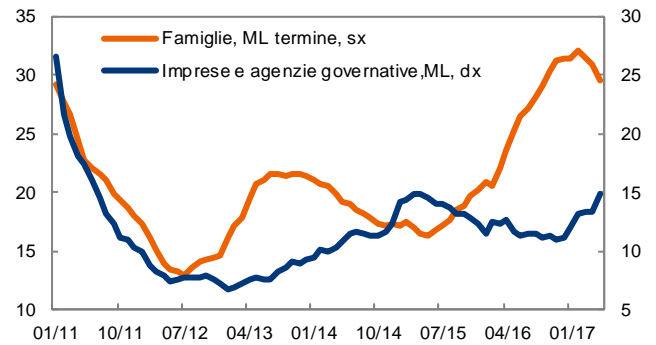
Fonte: CEIC

La dinamica del credito è stabile



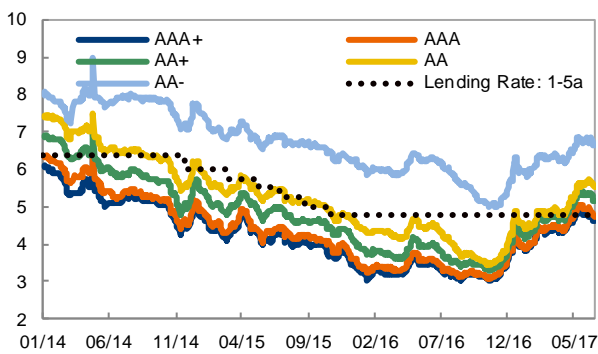
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prestiti bancari domestici a/a



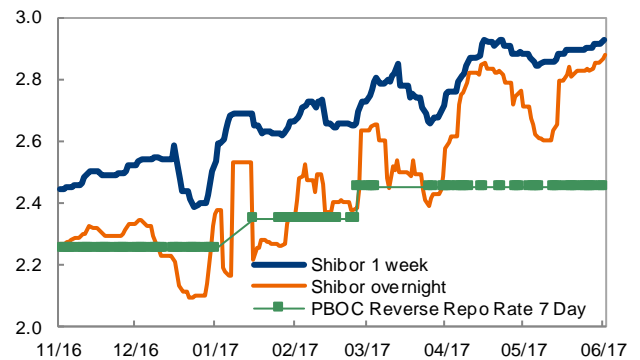
Fonte: CEIC

Rendimenti dei titoli corporate a 5 anni



Fonte: CEIC

I tassi monetari salgono



Fonte: CEIC, Bloomberg

India: l'inflazione sorprende al ribasso ma la RBI resta cauta

- **Le stime preliminari del PIL** per l'anno fiscale 2016-2017 (AF 2016-17) e per il 1° trimestre del 2017, pubblicate a fine maggio dall'Ufficio Centrale di Statistica, **sono state oggetto di una sensibile revisione al rialzo**. La crescita del PIL nel 2016 è risultata quindi del **7,9%**, sostenuta principalmente dai consumi (+10,2%). La crescita del PIL al valore aggiunto è stata del 7,4% a/a grazie all'ottima performance del settore agricolo che ha compensato il moderato rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi.
- **Il PIL è salito del 6,1% a/a nel 1° trimestre**, grazie a un forte sostegno dei consumi pubblici (+31,9%) e, in misura minore, privati; gli investimenti hanno invece registrato un calo tendenziale (-2,1% a/a) e il contributo del canale estero alla crescita è stato negativo. I dati a frequenza mensile segnalano un consolidamento dei consumi e del commercio estero e puntano a una contenuta ripresa degli investimenti, in linea con la graduale risalita della fiducia di consumatori e imprese dopo i cali a cavallo d'anno dovuti alla manovra di demonetizzazione, i cui effetti si confermano temporanei. Le prospettive del settore dei servizi restano migliori di quelle del manifatturiero.
- **Rivediamo la nostra previsione d'inflazione per il 2017 a 3,2%** da un precedente 4% e a **5,0% per il 2018** da un precedente 4,7%. L'inflazione dei prezzi al consumo è infatti scesa a 2,2% a/a in maggio, toccando il minimo degli ultimi due anni, spinta al ribasso dal calo dei prezzi degli alimentari e dei carburanti. Un effetto base ancora fortemente favorevole fino a luglio e un ulteriore rallentamento dei prezzi degli alimentari e dei carburanti dovrebbe far scendere ancora l'inflazione fino a metà anno. La forza della domanda interna, e possibili interventi statali per arrestare un eccessivo crollo dei prezzi dei prodotti agricoli uniti a un atteso modesto aumento del prezzo del petrolio nell'ultima parte dell'anno, contribuiranno a far risalire l'inflazione nella seconda metà del 2017 e nel 2018.
- Nell'ipotesi di un andamento normale delle piogge del monzone estivo la dinamica dei consumi dovrebbe rimanere solida nel resto dell'anno supportata dal buon andamento del settore agricolo e del mercato del lavoro. Al contempo il profilo degli investimenti privati dovrebbe continuare in un sentiero di modesto recupero, trainato dagli investimenti pubblici, da una politica monetaria ancora neutrale e dal consolidamento delle esportazioni. **Rivediamo pertanto di due decimi al rialzo le previsioni di crescita per il 2017 a 7,4% e a 7,6% nel 2018** (7,6% nell'anno fiscale 2017-18 e a 7,8% nell'AF2018-19). I **rischi sullo scenario sono principalmente al ribasso** e provengono, esternamente, da un aumento del protezionismo a livello globale e da un rallentamento della Cina più marcato delle attese e, internamente, da una ulteriore debolezza degli investimenti privati.

Silvia Guizzo

Previsioni	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
PIL (prezzi costanti)	5.5	6.1	7	7.5	7.9	7.4	7.6
Consumi privati	6.5	6.6	6.3	5.6	9.2	7.7	8.6
Consumi pubblici	4.6	2.6	6.9	1.3	15.1	12	8.3
Investimenti fissi	6.2	2.5	2.5	5.1	5.1	1.4	6.2
Esportazioni	9.9	4.6	6.9	-6.1	1.2	9.3	4.5
Importazioni	11.2	-5.9	0.3	-6.1	-1.7	11.9	4.3
Produzione industriale	0.7	1.9	4.6	2.6	5.8	4.7	7.8
Inflazione (CPI)	9.4	9.9	6.6	4.9	4.9	3.2	5.0
Tasso di disoccupazione (%)	2.0	2.5	2.8	3.0	3.3	3.3	3.3
Salari medi	12.2	11.2	9.8	7.6	8.6	11.1	10.4
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.3	9.1	8	7.2	6.6	6.7
Cambio USD/INR (media)	53.47	58.57	61.04	64.15	67.21	65.56	63.34
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-4893	-2780	-1661	-1451	-800	-3978	-3530
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-5.1	-2.5	-1.4	-1.1	-0.5	-2.4	-1.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-5.5	-4.3	-3.4	-3.7	-3.3	-3.5

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

Economia reale e inflazione

Le stime preliminari del **PIL** per l'anno fiscale 2016-2017 (AF 2016-17) e per il 1° trimestre del 2017, pubblicate a fine maggio dall'Ufficio Centrale di Statistica, sono state oggetto di una **sensibile revisione al rialzo**. La revisione è dipesa dall'adozione di nuove serie dell'indice di produzione industriale e dell'indice dei prezzi all'ingrosso, e dall'aumento delle stime della produzione agricola, sostenuta da una stagione monsonica particolarmente favorevole. **La crescita del PIL nel 2016 è risultata quindi del 7,9%**, 4 decimi al di sopra della stima pubblicata a fine febbraio, con un fortissimo contributo positivo dei consumi privati, pari al 5,2%, e una stabilità della dinamica degli investimenti rispetto al 2015 (5,1%). La crescita del PIL al valore aggiunto è stata del 7,4% a/a, rivista al rialzo da 7,1%, grazie all'ottima performance del settore agricolo che ha compensato il moderato rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi.

Il PIL è salito del 6,1% a/a nel 1° trimestre, in rallentamento dal 7% del 4° trimestre, grazie a un forte sostegno dei consumi pubblici (+31,9%) e, in misura minore, privati; gli investimenti hanno invece registrato un calo tendenziale (-2,1% a/a) e il contributo del canale estero alla crescita è stato negativo. Dal lato dell'offerta è proseguito il rallentamento del settore industriale che risente della contrazione del settore delle costruzioni (-3,7% a/a).

Il settore dei **servizi** è cresciuto del 7,2% a/a nel 1° trimestre, in lieve accelerazione rispetto al 6,9% del 4° trimestre 2016, sostenuto in gran parte dai servizi pubblici che hanno compensato la decelerazione del settore retail e il netto rallentamento dei servizi finanziari, immobiliari e alle imprese. L'effetto della manovra di demonetizzazione sul settore dei servizi si sta rivelando temporaneo. L'indice PMI dei servizi è infatti risalito nella prima metà dell'anno fino a 52,2 a maggio, con una stabilizzazione delle aspettative che, nonostante il ritracciamento dal picco di marzo, restano elevate intorno ai livelli dell'autunno 2016. Le presenze turistiche continuano a crescere a ritmi sostenuti (18% 3m a/a in maggio) così come i ricavi ad esse associati, fornendo supporto alla dinamica del settore.

Restano nel complesso positivi gli indicatori mensili sui **consumi**. Le vendite di autoveicoli sono accelerate, sostenute dalla domanda di autovetture nelle aree urbane mentre le vendite di veicoli commerciali e a tre ruote si sono contratte, in parte depresse a causa di nuove norme sulle emissioni di inquinanti entrate in vigore dal 1° aprile. Continuano a migliorare invece le vendite delle vetture a due ruote, in precedenza le più colpite dalla manovra di demonetizzazione, e le vendite di telefoni cellulari. La circolazione delle banconote sta progressivamente migliorando grazie all'emissione delle nuove banconote e alla rimozione dei limiti sul ritiro dai bancomat all'inizio di febbraio. La fiducia dei consumatori, dopo il netto calo del 1° trimestre, è risalita nel 2° e la situazione del mercato del lavoro rimane buona anche se sia l'indice PMI di maggio sia l'indagine Manpower per il 3° trimestre indicano un peggioramento nel settore manifatturiero.

Il nuovo indice di **produzione industriale** migliora la copertura delle attività industriali e riclassifica pesi e attività (con un maggior peso del settore manifatturiero rispetto a quello della produzione di elettricità e l'introduzione del comparto dei beni per le infrastrutture), smorzando gli impatti dei comparti più volatili. La dinamica della produzione industriale nel 2016 è così risultata molto migliore (+5,8% a/a) rispetto alla serie precedente (+0,3% a/a). La produzione industriale in aprile è salita del 3,1% a/a, solo poco al di sopra del 1° trimestre (2,9%) ma in rallentamento rispetto a marzo (3,8% a/a), spinta ancora al ribasso dal calo tendenziale della produzione di beni capitali e di beni di consumo durevoli. La dinamica è stata in linea con quella del PMI manifatturiero, sceso a 51,6 a maggio da 52,5 nei due mesi precedenti. Le indagini di fiducia delle imprese relative alle aspettative per il 2° trimestre hanno avuto un andamento divergente: l'indagine della RBI (Reserve Bank of India) è balzata verso l'alto sui massimi degli ultimi due anni mentre l'indagine *Dun&Bradstreet* è marginalmente scesa. Entrambe le indagini segnalano comunque un netto miglioramento delle aspettative sugli ordini ma le componenti ordini dell'indice PMI, dopo il recupero del 1° trimestre sono gradualmente scese in aprile e maggio, quella degli ordini esteri al di sotto di 50. Il **commercio estero** ha proseguito, anche al netto del petrolio, nel sentiero di

accelerazione avviato a cavallo d'anno, confermata dai dati sul traffico cargo. La dinamica dovrebbe continuare ad essere positiva nei prossimi mesi anche se meno brillante rispetto al 1° trimestre.

A seguito della revisione del PIL la crescita tendenziale degli **investimenti**, in precedenza negativa, è risultata positiva seppur degradante nel 2016, in linea con l'aumento dei progetti industriali presentati per l'approvazione al Ministero dell'Industria che nel 2016 erano saliti del 14,3% in numero vs. 8,3% dell'anno precedente e, dopo anni di cali tendenziali, erano saliti anche in valore, registrando un aumento del 33,1% a/a. Nei primi cinque mesi del 2017 il numero delle nuove proposte è in linea con l'anno precedente mentre gli importi stanno riaccelerando. Questa riaccelerazione e la dinamica ancora sostenuta delle importazioni di macchinari dovrebbero supportare un modesto miglioramento degli investimenti fissi nel corso dell'anno, dopo la contrazione tendenziale del 2,1% a/a registrata nel 1° trimestre.

Continuiamo a ritenere comunque che la ripresa degli investimenti sarà contenuta a meno di un'inversione della **dinamica del credito** che resta stabile sui minimi storici (4,3% in aprile) e in calo per quanto riguarda il settore delle costruzioni e quello immobiliare. Su di essa continua a influire negativamente l'aumento dei crediti incagliati che, secondo l'ADB¹⁵, sono saliti a 9,1% del totale crediti a settembre 2016 da un 7,8% nel marzo precedente. Questo rapporto sale a 12,3% se si conteggiano anche i crediti ristrutturati ed è pari a 15,8% nelle banche a partecipazione pubblica. In queste ultime si concentra la maggior parte dei crediti incagliati e ristrutturati che riguarda soprattutto prestiti ai settori dei metalli di base, delle costruzioni, del tessile, della lavorazione del cibo e delle infrastrutture. L'attuazione del nuovo codice sulla bancarotta, approvato a metà del 2016, dovrebbe facilitare i processi di ristrutturazione delle imprese e favorire progressivamente un miglioramento dei crediti incagliati.

Nell'ipotesi di un andamento normale delle piogge del monzone estivo (giugno-settembre) la dinamica dei consumi dovrebbe rimanere solida nel resto dell'anno supportata dal buon andamento del settore agricolo e del mercato del lavoro. Al contempo il profilo degli investimenti privati dovrebbe continuare in un sentiero di modesto recupero, trainato dagli investimenti pubblici, da una politica monetaria ancora neutrale e dal consolidamento delle esportazioni. La crescita annua, tuttavia, sarà in rallentamento rispetto al 7,9% del 2016, a causa di un effetto base sfavorevole, della decelerazione dei consumi pubblici e di un contributo marginalmente negativo del canale estero. **Rivediamo di due decimi al rialzo le previsioni di crescita per il 2017 a 7,4% e a 7,6% nel 2018.** La crescita è prevista a 7,6% nell'AF2017-18 e a 7,8% nell'AF2018-19.

I **rischi sullo scenario sono principalmente al ribasso** e provengono da un aumento del protezionismo a livello globale e da un rallentamento della Cina più marcato delle attese, entrambi fattori che frenerebbero la ripresa della domanda internazionale. Internamente permangono i rischi di una ulteriore debolezza degli investimenti privati, frenati dall'indebitamento delle imprese, dall'aumento dei crediti incagliati e dal loro impatto sull'offerta di nuovo credito bancario, nonché da mancati progressi nel campo delle riforme strutturali o da effetti meno positivi delle attese di quelle attuate a causa delle difficoltà di implementazione (dell'imposta GST o del codice sulla bancarotta). Un aumento del prezzo delle materie prime molto superiore alle attese, riteniamo impatterebbe poi negativamente sulle ragioni di scambio.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo è scesa da 3,9% a/a in marzo fino a 2,2% a/a in maggio, toccando il minimo degli ultimi due anni. La discesa è da imputare a un forte effetto base favorevole associato a un calo dei prezzi degli alimentari più forte delle attese, in particolare nei comparti delle verdure e dei legumi, in contrasto con la dinamica stagionale di solito in aumento da maggio con un picco tra luglio e agosto. I prezzi dei carburanti, in salita fino a marzo, hanno subito aggiustamenti al ribasso in linea con il calo dei prezzi del petrolio. Anche l'inflazione al

¹⁵ Asian Development Outlook, April 2017

netto di alimentari e carburanti è scesa a 4,3% in maggio da 4,9% in marzo, grazie al rallentamento dei prezzi in diversi comparti dei servizi. L'entrata in vigore dell'imposta sui beni e servizi (Good and Service Tax, GST) prevista per il 1° di luglio non dovrebbe avere un effetto significativo sul profilo d'inflazione perché rimpiazza una serie di altre imposte e non è applicata agli alcoolici e, almeno inizialmente, nemmeno ai prodotti petroliferi. Inoltre, il Consiglio per la GST, presieduto dal Ministro delle Finanze e preposto all'implementazione, ha recentemente abbassato le aliquote su molti prodotti.

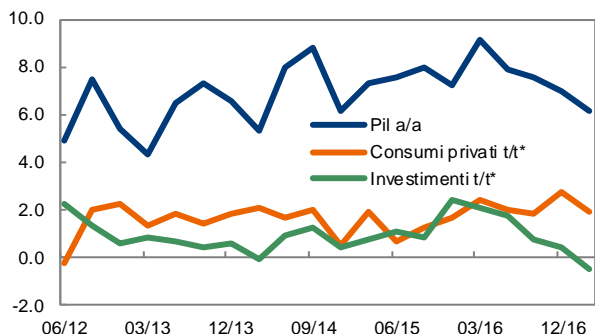
Un effetto base ancora fortemente favorevole fino a luglio e un ulteriore rallentamento dei prezzi degli alimentari e dei carburanti dovrebbe far scendere ancora l'inflazione fino a metà anno. In ogni caso la forza della domanda, sostenuta dal buon andamento dei salari, e possibili interventi statali per arrestare un eccessivo crollo dei prezzi dei prodotti agricoli (attraverso acquisti effettuati dalle agenzie statali anche con un prezzo minimo di supporto) uniti a un atteso contenuto aumento del prezzo del petrolio nella seconda parte dell'anno, contribuiranno a far risalire l'inflazione nella seconda metà del 2017 e nel 2018. Alla luce di un'inflazione minore delle nostre attese negli ultimi mesi, **rivediamo al ribasso la nostra previsione d'inflazione per il 2017 a 3,2%** da un precedente 4% **e al rialzo a 5,0% per il 2018** da un precedente 4,7%.

Politica monetaria e cambio

I rischi sull'inflazione sono bilanciati anche se esiste notevole incertezza sulla loro evoluzione. I rischi al ribasso vengono da un prezzo del petrolio molto più basso delle attese (vedi pezzo sul petrolio). I rischi al rialzo provengono dalle richieste di cancellazione dei debiti per gli agricoltori e dagli esborsi delle indennità previste dalla VII^a Commissione sui Salari (7th Pay Commission). La cancellazione dei debiti rurali, inizialmente annunciata dall'Uttar Pradesh in aprile, successivamente è stata proposta anche dal Maharashtra e da altri stati, dopo violente proteste degli agricoltori che, stremati dai precedenti anni di siccità e più colpiti dalla manovra di demonetizzazione, richiedono un condono a livello nazionale. La RBI, senza incorporare questi rischi e in assenza di interventi sui tassi, prevede un'inflazione totale compresa tra il 2,0 e il 3,5% tra il secondo e il terzo trimestre 2017 e tra il 3,5% e il 4,5% nei due trimestri successivi. La Banca centrale ha sottolineato alla recente riunione di inizio giugno che la politica monetaria potrà svolgere un ruolo più attivo solo quando la ripresa degli investimenti sarà consolidata, saranno rimossi i principali colli di bottiglia nelle infrastrutture e il settore bancario godrà di migliore salute. Essa ha confermato il proprio orientamento neutrale riservandosi di monitorare strettamente i dati in quanto la discesa dell'inflazione potrebbe rivelarsi guidata principalmente da fattori temporanei. Un membro del comitato ha espresso voto contrario. **Manteniamo quindi il nostro scenario di tassi fermi per il resto dell'anno** con la possibilità di avvio di una moderata restrizione monetaria a metà del 2018.

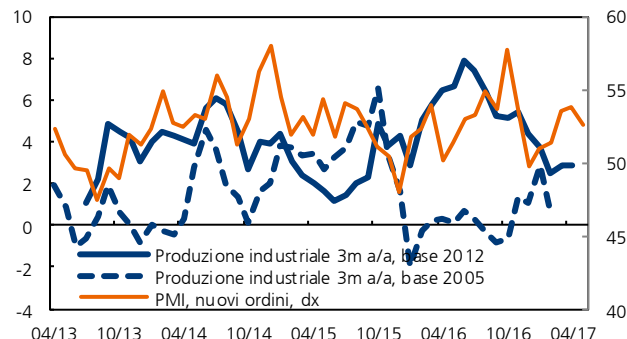
La *stance* neutrale della RBI annunciata alla riunione di febbraio, un dollaro in generale deprezzamento, le notizie positive sul fronte macroeconomico interno e il ritorno dei flussi di portafoglio in entrata hanno supportato la **rupia** che, dopo una fase di apprezzamento del 4,5% nel 1° trimestre, si è stabilizzata in area 64 vs. dollaro tra aprile e la prima metà di giugno, con un apprezzamento totale del 5,1% dall'inizio dell'anno. Il cambio effettivo nello stesso periodo si è apprezzato del 2,7% in termini nominali e del 2,5% in termini reali. La riduzione del deficit delle partite correnti nel 1° trimestre 2017, supportata da un minor deficit commerciale, e il miglioramento dei flussi di capitali in entrata hanno favorito un aumento delle riserve di 9 miliardi di dollari nel 1° trimestre, a cui se ne sono aggiunti altri 8 tra aprile e maggio. Le riserve sono così salite a 355 miliardi di dollari a fine maggio dai 337 di fine 2016, e sono in grado di coprire quasi 9 mesi di importazioni e quattro volte il debito a breve termine. Riteniamo che il **cambio continuerà ad essere supportato** dal miglioramento dello scenario macroeconomico e degli indicatori di vulnerabilità esterna, nonché dalla neutralità della RBI. Il cambio potrebbe comunque essere soggetto a un contenuto ritracciamento nella seconda metà dell'anno in vista del rialzo dei tassi della Fed atteso per settembre.

La crescita risente del rallentamento degli investimenti



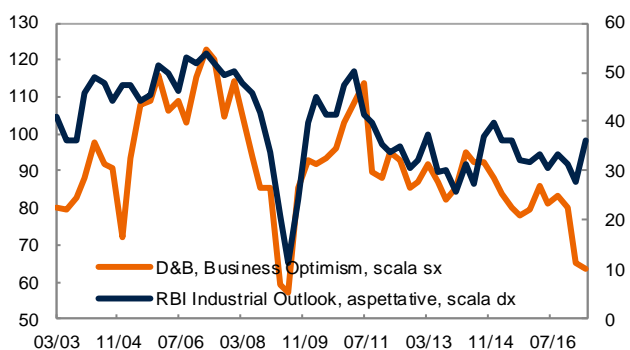
* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

La produzione industriale si stabilizza



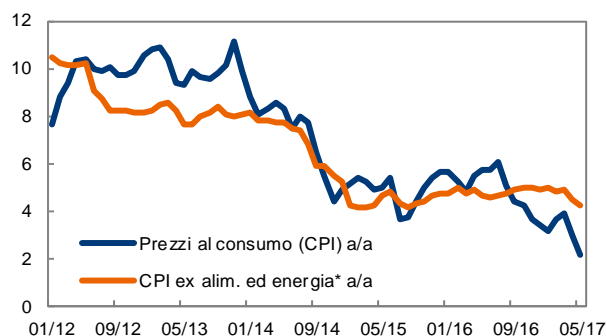
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

Fiducia delle imprese



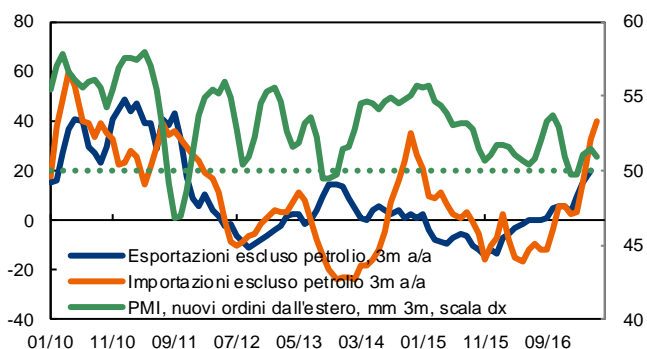
Fonte: CEIC

Inflazione



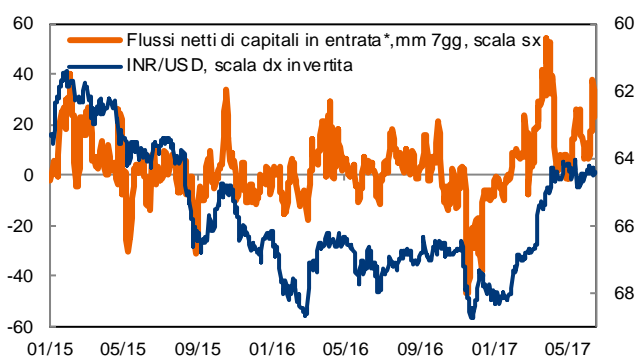
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Migliora il commercio estero



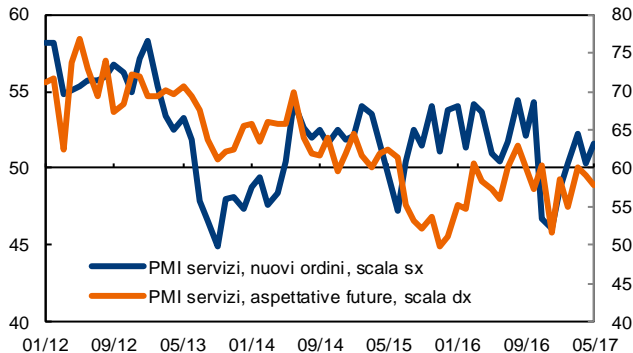
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La rupia si stabilizza



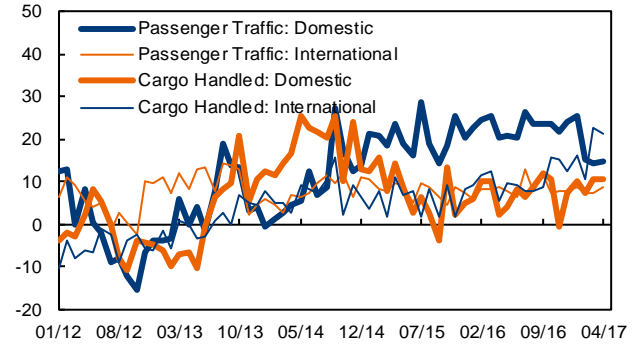
Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Servizi in miglioramento



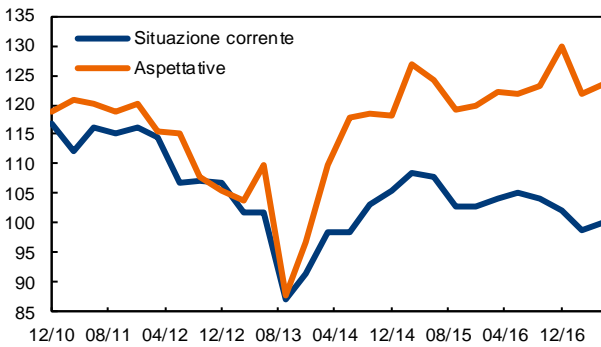
Fonte: Markit

Traffico passeggeri e cargo



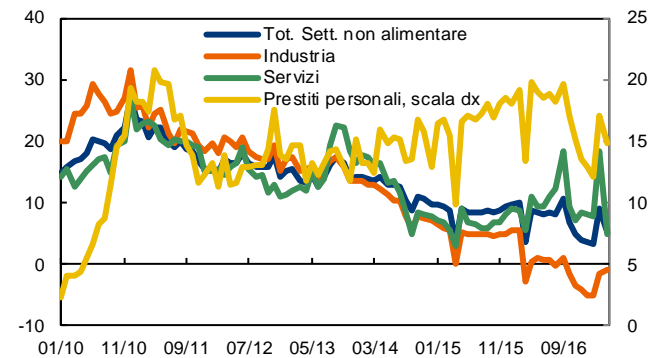
Fonte: CEIC

Fiducia dei consumatori



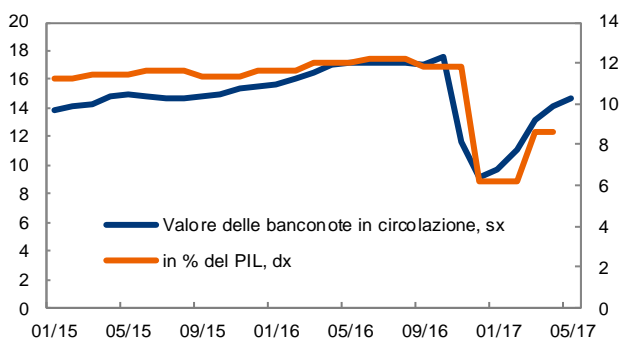
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Cala il credito all'industria (var. % a/a)



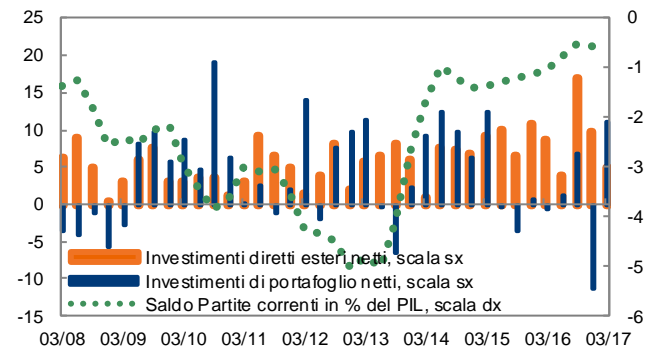
Fonte: CEIC

Banconote in circolazione (triloni di INR)



Fonte: CEIC

Partite correnti



Nota: scala sinistra in miliardi di USD. Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercati valutari: riassorbito del tutto l'effetto Trump, il focus torna sulle politiche monetarie

Dollaro: riassorbita l'ascesa post-vittoria di Trump, l'attenzione torna sugli sviluppi economici

La correzione avviata dal dollaro a inizio anno è proseguita e l'apprezzamento registrato per effetto della vittoria di Trump è stato riassorbito completamente (Fig. 1). I problemi politici che hanno colpito la nuova amministrazione hanno infatti significativamente ridimensionato l'entità attesa del piano di stimolo fiscale che Trump aveva invece promesso in campagna elettorale e di conseguenza le prospettive di crescita, che rimangono comunque positive. La Fed ha infatti potuto attenersi al programma di rialzi che aveva comunicato a dicembre, e ha alzato i tassi sia a marzo sia a giugno, confermando la previsione di un altro rialzo prima di fine anno.

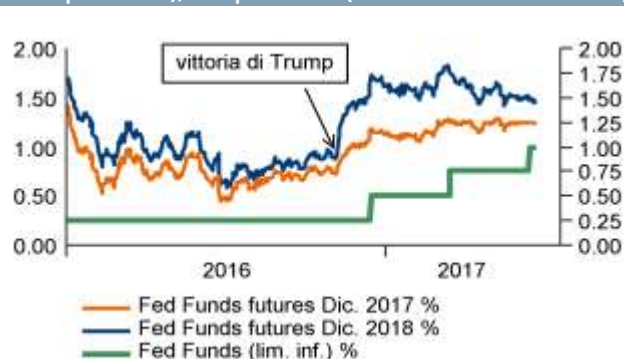
Asmara Jamaleh

Fig. 1 – Dollaro: si riassorbe completamente l'apprezzamento post-vittoria di Trump



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Mercato allineato allo scenario Fed per il 2017 (un altro rialzo quest'anno), non per il 2018 (ne sconta uno invece di tre)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

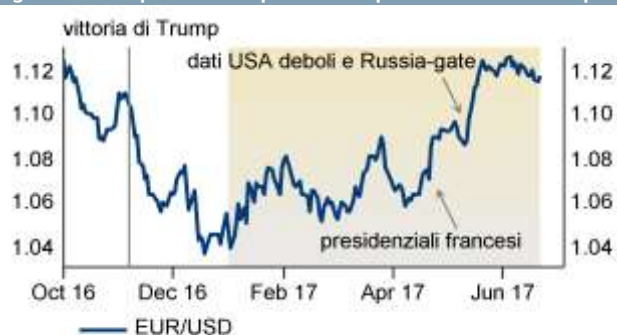
Tale prospettiva dovrebbe rappresentare il principale fattore di sostegno per il dollaro nel breve, soprattutto perché la Fed resterà l'unica Banca centrale tra le economie avanzate ad alzare i tassi quest'anno. Il sostegno al dollaro su questo fronte appare però limitato, perché il mercato ha in buona parte già incorporato questo profilo di tassi Fed per il 2017 (Fig. 2). **Importanza maggiore andranno pertanto assumendo i dati USA**, perché saranno questi a giocare un ruolo discriminante nelle decisioni della Fed per l'anno prossimo. **Al momento infatti il mercato ha uno scenario particolarmente prudente**: i futures sui fed funds con scadenza dicembre 2018 incorporano un solo rialzo l'anno prossimo, contro i tre prospettati invece dalla Fed (Fig. 2). Eventuali sorprese positive dai dati USA potrebbero pertanto favorire un rafforzamento del dollaro nel breve, per quanto modesto. Una **nuova fase di indebolimento** del biglietto verde dovrebbe invece partire **l'anno prossimo**, quando anche altre Banche centrali inizieranno ad alzare i tassi o a normalizzare la politica monetaria. L'ulteriore recente miglioramento del quadro di crescita globale sta offrendo sostegno a tale scenario, ma al momento la generalizzata difficoltà di risalita dell'inflazione sta spingendo tali banche centrali a mantenere una comunicazione molto cauta in merito al punto di partenza del processo di normalizzazione, il che suggerisce che la finestra temporale più favorevole per il dollaro è il breve termine (orizzonte 1m-3m). Questo è infatti anche il periodo in cui si dovrebbe osservare il prossimo rialzo Fed, dal momento che verso fine anno la Fed farà una pausa nei rialzi per dare avvio alla normalizzazione del bilancio.

I rischi dello scenario centrale sono **leggermente verso il basso**, ovvero per un dollaro che potrebbe rivelarsi più debole delle attese nel breve in caso di delusioni dai dati USA, di ulteriore rinvio della manovra di stimolo fiscale e/o di mancato accordo sul limite del debito (che potrebbe far slittare – da settembre a ottobre – il rialzo Fed).

Euro: la svolta rialzista è iniziata, ma l'*upside* è compresso – soprattutto nel breve

L'euro ha proseguito nel 2° trimestre il rimbalzo avviato nel 1°, più che recuperando la correzione post-vittoria di Trump e risalendo dai minimi d'inizio anno in area 1,03 EUR/USD a massimi tra maggio e giugno in area 1,12 EUR/USD. Il riscatto rialzista è iniziato nella parte finale di aprile, dopo l'esito del primo turno delle presidenziali francesi (Fig. 3) che, suggellando il sorpasso di Macron su le Pen, ha sancito la "definitiva" marginalizzazione delle forze euroscettiche di Front National. Il netto ridimensionamento del rischio politico legato al ciclo elettorale europeo ha permesso al mercato di tornare a focalizzarsi sugli sviluppi economici in senso stretto, che si sono rivelati favorevoli alla moneta unica su entrambe le sponde dell'oceano.

Fig. 3 – L'euro più che recupera il calo post-vittoria di Trump



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Speculativi: torna il lungo euro dopo tre anni di corto



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Negli Stati Uniti infatti, in particolare nella prima metà di maggio, i dati sono risultati più deboli delle attese, sia sul fronte della crescita che su quello dell'inflazione, mentre a livello politico sull'amministrazione Trump hanno cominciato ad addensarsi le nubi del Russia-gate. Al contrario nell'area euro i dati (solo però sul fronte crescita) si sono rivelati (leggermente) migliori delle attese, portando la BCE alla riunione dell'8 giugno a rivedere in senso migliorativo il bilancio dei rischi da "verso il basso" a "circa bilanciati" e a eliminare dalla *guidance* il riferimento a tassi più bassi di quelli attuali, primo passo – implicito – verso l'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria, che ci attendiamo avvenga tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo. Ci aspettiamo infatti che la BCE – a meno di un inatteso deterioramento dello scenario macro – dia indicazioni sulla rimozione del QE dopo le elezioni tedesche di settembre annunciando una prima riduzione degli acquisti a dicembre.

In corrispondenza degli sviluppi d'inizio maggio il mercato speculativo ha svoltato, tornando lungo euro dopo tre anni di corto ininterrotto (Fig. 4). Questo a nostro avviso segnala non solo una svolta di *sentiment* nei confronti della moneta unica, ma forse segnala anche che con quest'anno si può considerare avviata la svolta rialzista dell'euro: il movimento del cambio e il riposizionamento degli investitori si sono realizzati in un momento in cui gli sviluppi sia sul versante economico che su quello politico si sono rivelati favorevoli all'euro su entrambe le sponde dell'oceano. Questo però non implica necessariamente un'immediata prosecuzione del trend rialzista.

Nel breve dovrebbe infatti prevalere ancora una dinamica di *range*, concentrata nella parte medio/bassa della fascia 1,10-1,15 EUR/USD con possibilità di temporanea discesa nel canale 1,10-1,08 EUR/USD. A determinare una dinamica di *range* dovrebbe contribuire la prospettiva che la BCE si sta avvicinando al momento della svolta di *policy*, ma per ora deve lasciare invariati sia i tassi sia il QE (il che comprime lo spazio di rialzo dell'euro) mentre contemporaneamente la Fed si accinge a alzare di nuovo i tassi (probabilmente a settembre) ma farà poi una pausa nei rialzi verso fine anno per avviare il processo di normalizzazione del bilancio (il che riduce lo spazio di salita del dollaro e quindi di discesa dell'euro). A mantenere la possibilità di un calo (poco) sotto

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

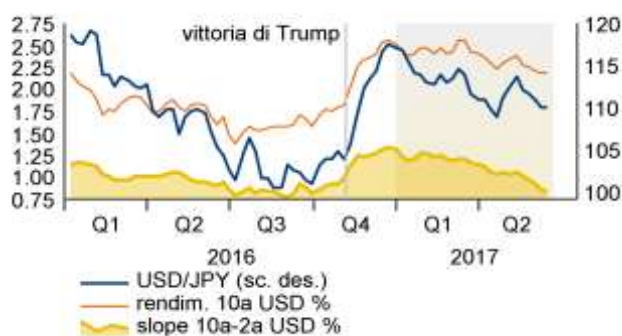
quota 1,10 EUR/USD è il rischio che l'inflazione nell'area euro tardi ancora a reimmettersi sul sentiero di rientro verso il *target*. alla riunione di giugno la BCE – mentre ha rivisto al rialzo le proiezioni di crescita – ha invece rivisto al ribasso quelle di inflazione, e non solo per quest'anno. Se l'inflazione dovesse deludere la BCE potrebbe posticipare l'avvio del processo di uscita dal QE.

I rischi dello scenario centrale iniziano ad essere leggermente sbilanciati verso l'alto, ovvero a favore di un euro che possa rivelarsi più forte delle attese, soprattutto in caso di sviluppi negativi negli Stati Uniti, dal momento che il mercato ha di fatto ormai incorporato la prospettiva di un altro rialzo Fed entro fine anno e questo rende il dollaro più esposto a un ulteriore indebolimento nel breve. Manteniamo tuttavia come scenario di previsione centrale dell'euro livelli non superiori ai massimi dell'anno scorso (1,15-1,16 EUR/USD) sull'orizzonte a un anno per tenere conto dei rischi legati alle elezioni italiane che si terranno entro la prossima primavera e perché, nel corso del 2018, mentre la BCE attuerà la rimozione del QE, la Fed continuerà ad alzare i tassi: ne ha in programma tre, ma il mercato ne sconta solo uno.

Yen: fermo restando l'ampio stimolo BoJ il *driver* resta la dinamica dei tassi/rendimenti USA

Lo yen si è rafforzato contro dollaro nella prima metà del 2017, riassorbendo circa metà della correzione post-vittoria di Trump e passando da minimi in area 118 a massimi in area 108 USD/JPY. In questo caso il recupero riflette soprattutto gli sviluppi sul fronte USA, e ben poco quelli sul versante domestico. Il cambio infatti ha seguito soprattutto la dinamica dei rendimenti USA, in particolare di quelli a lunga, che sono andati scendendo, replicando il *flattening* della curva USA (Fig. 5), dove il tratto breve ha seguito i rialzi Fed mentre sul lungo ha prevalso il rallentamento dell'inflazione statunitense.

Fig. 5 – La dinamica dello yen segue quella dei rendimenti (a lunga) USA, replicando il *flattening* della curva dei *Treasuries*



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Rientrata l'anomalia dell'anno scorso: il mercato speculativo è tornato corto yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La tendenza di fondo dello yen dovrebbe però tornare ribassista, reimmettendo il cambio sul sentiero di ritorno verso 118 USD/JPY (massimi d'inizio anno) sull'orizzonte a 12m. In prospettiva di altri quattro rialzi dei tassi Fed da qui a fine 2018 (queste sono le proiezioni attuali del FOMC) i rendimenti USA dovranno tornare a salire anche sul tratto lungo della curva portandosi dietro un ampliamento dei differenziali sostanzialmente di pari entità, perché la BoJ ha confermato la prosecuzione – protratta – del QE con strategia del controllo della curva e tasso di *policy* a breve a -0,10% e obiettivo sul rendimento a 10 anni intorno allo zero.

Mentre infatti il quadro di crescita è in miglioramento, il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione rimane ancora molto lontano ed è probabile che nell'aggiornamento di luglio la BoJ ne riveda al ribasso le proiezioni (attualmente prevede che l'inflazione salga a 1,9% - a ridosso del target del 2% - per la fine dell'anno fiscale 2019). Il governatore Kuroda ha pertanto rassicurato sulla necessità di proseguire con la strategia attuale, smentendo voci secondo le quali la Banca centrale avrebbe entro breve iniziato a preparare l'uscita dal programma di stimolo.

I rischi dello scenario centrale sono leggermente verso l'alto, ovvero per uno yen che potrebbe indebolirsi meno delle attese, principalmente in funzione della persistenza di fattori che tendono a contenere le spinte inflazionistiche, con l'effetto che – a parità di numero di rialzi Fed – si avrebbe un riassorbimento solo parziale del recente *flattening* della curva USA. Anche il ritorno alla normalità del posizionamento speculativo del mercato – che è tornato significativamente corto yen dopo un 2016 di lungo anomalo (Fig. 6) – può contribuire a contenere il *downside* della valuta nipponica, così come il riemergere di vari focolai di rischio geopolitico a livello internazionale.

La tendenza di fondo dello yen dovrebbe essere ribassista anche nei confronti dell'euro, con ritorno del cambio sopra quota 130 EUR/JPY nel corso del prossimo anno, in funzione del parallelo rafforzamento atteso dell'EUR/USD.

Sterlina – la BoE è spaccata sui rialzi dei tassi, ma i rischi verso il basso sulla crescita derivanti da Brexit dovrebbero prevalere e convincerla a non rimuovere ancora lo stimolo monetario

Nonostante l'elevata incertezza per Brexit, la sterlina è andata leggermente rafforzandosi contro dollaro nella prima metà del 2017, salendo da un minimo di 1,19 a un massimo di 1,30 GBP/USD. Contro euro è andata piuttosto stabilizzandosi, tra minimi in area 0,88 e massimi in area 0,83 EUR/GBP, salvo mostrare una leggera propensione al ribasso di recente, tra maggio e giugno (Fig. 7). Complessivamente però, in termini di cambio effettivo, la valuta britannica è riuscita a riassetarsi al di sopra dei minimi post-referendum, mantenendo da essi una discreta distanza di sicurezza. **Ad aiutare la sterlina è stato il fatto che la performance dell'economia – almeno fino a un certo momento (1° trimestre) – si è rivelata migliore di quanto previsto all'indomani del referendum.** Da novembre in poi infatti la Bank of England è andata rivedendo al rialzo le proiezioni di crescita e al ribasso quelle di inflazione di trimestre in trimestre (Figg. 8-9).

Fig. 7 – Sterlina: modesta risalita dalla caduta post-referendum



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Continua revisione al rialzo delle proiezioni di crescita

	crescita (Pil)		
	IR Nov. 2016	IR Feb. 2017	IR Mag. 2017
2017	1.4%	2.0%	1.9%
2018	1.5%	1.6%	1.7%
2019	1.6%	1.6%	1.7%

Fonte: Bank of England

I dati recenti hanno tuttavia cominciato a fornire qualche motivo di preoccupazione. Nel 1° trimestre infatti la crescita del PIL ha deluso, frenando più delle attese (da 0,7% a 0,2% t/t), a causa di un ampio rallentamento dei consumi (da 0,7% a 0,3%), provocato dalla salita dell'inflazione dovuta al deprezzamento post-referendum del cambio in contrapposizione a una dinamica invece molto (troppo) contenuta di crescita dei salari. Ciononostante la BoE, nell'*inflation report* di maggio (Fig. 8), ha rivisto solo marginalmente al ribasso la crescita 2017 (da 2,0% a 1,9%) mentre ha rivisto al rialzo quella per il biennio 2018-19 (da 1,6% a 1,7%). E per quanto riguarda l'inflazione (Fig. 9), ha si ritoccato al rialzo la proiezione per quest'anno (da 2,7% a 2,8%) ma ha rivisto al ribasso – più ampiamente – quelle per il prossimo biennio (da 2,6% a 2,4% nel 2018 e da 2,4% a 2,2% nel 2019). **Gli ultimi dati però, unitamente agli sviluppi politici, suggeriscono una revisione leggermente peggiorativa** (al ribasso per la crescita e al rialzo per l'inflazione) – almeno per quanto riguarda quest'anno – **nell'IR che verrà pubblicato in occasione della prossima riunione BoE del 3 agosto.** L'inflazione infatti è salita più del previsto, arrivando a

2,9% già a maggio laddove la BoE si aspettava che arrivasse a 2,8% per fine anno, il che - a fronte di una crescita salariale ancora bassa - prospetta debolezza dei consumi anche più avanti in corso d'anno. Complessivamente comunque il quadro dipinto dalla BoE è moderatamente positivo se lo si legge alla luce dell'elevata incertezza che tuttora permane - e permarrà ancora a lungo - in ragione di Brexit. **La Banca centrale infatti ha chiarito che alla base delle proprie analisi pone un'ipotesi di "smooth Brexit". Contestualmente la BoE si aspetta che il rallentamento dei consumi venga controbilanciato da un miglioramento dell'export e degli investimenti**, che dovrebbero invece essere favoriti dalla combinazione di cambio più debole e miglioramento del quadro di crescita globale. Il rallentamento atteso della crescita nel prossimo biennio sarebbe pertanto solo marginale (da 1,9% a 1,7%) e si accompagnerebbe comunque a una chiusura dell'*output gap* con risalita dei salari che permetterebbe alla BoE di riprendere ad alzare i tassi già l'anno prossimo: secondo la BoE il profilo di rialzi prezzato dal mercato (uno l'anno prossimo e forse un altro nel 2019 secondo i *futures* sul *bank rate*: Fig. 10) è troppo prudente.

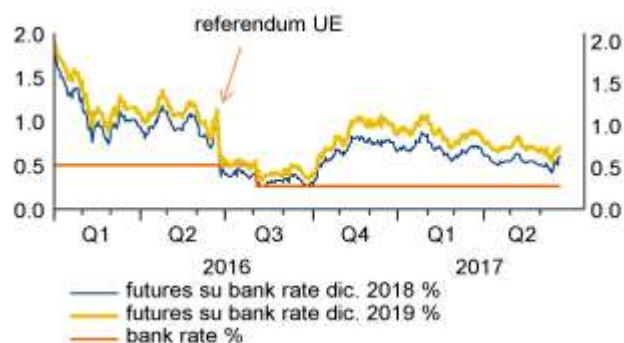
Fig. 9 – Inflazione attesa rimanere sopra *target* per tutto l'orizzonte previsivo

inflazione (CPI) (*)			
	IR Nov. 2016	IR Feb. 2017	IR Mag. 2017
2017	2.8%	2.7%	2.8%
2018	2.7%	2.6%	2.4%
2019	2.5%	2.4%	2.2%

(*) valori di fine anno (4° trim.)

Fonte: Bank of England

Fig. 10 – Mercato "troppo" prudente secondo la BoE sul sentiero di rialzi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

All'ultima riunione, quella di giugno, tre membri su otto (attualmente c'è un posto vacante nel comitato - normalmente composto da 9 membri - quello di Charlotte Hogg che aveva dovuto dimettersi), Forbes, McCafferty e Saunders, hanno votato a favore di un rialzo immediato dei tassi a causa della salita dell'inflazione e un altro membro (Haldane) ha detto di aver preso in considerazione l'ipotesi di votare per un rialzo ora, ma di aver alla fine deciso per tassi fermi a causa della bassa crescita salariale e dell'ulteriore incertezza politica - anche per quanto riguarda Brexit - prodottasi con l'esito delle elezioni. Haldane si è però espresso a favore di un rialzo dei tassi entro fine anno. Riteniamo tuttavia che - a meno di rapidi progressi positivi sul fronte Brexit, il numero di falchi non sia destinato ad aumentare, e che quindi i tassi restino fermi a 0,25% quest'anno. Forbes infatti, una dei tre falchi, terminerà l'incarico questo mese, e a luglio sarà sostituita da Silvana Tenreyro che, per le indicazioni emerse finora, si colloca dal lato delle colombe. Inoltre, la linea che al momento sembra prevalere all'interno della BoE, e che sicuramente è quella sostenuta dal governatore Carney, è quella per cui al momento si può accettare un'inflazione sopra *target* perché la crescita dei salari è bassa e vi è ancora un certo grado di capacità inutilizzata nell'economia, per cui non vi sono pressioni inflative rilevanti se si escludono quelle da tasso di cambio. Di conseguenza, dato il livello di incertezza - più elevato del solito - che Brexit pone in termini di rischi verso il basso sulla crescita, la Banca centrale dovrebbe optare per lasciare che la politica monetaria fornisca ancora supporto alla crescita.

Questo appare ancora più necessario data l'incertezza aggiuntiva prodotta dall'esito delle elezioni dell'8 giugno che, anziché rafforzare la leadership di Theresa May, hanno sancito la perdita da parte dei conservatori della maggioranza assoluta che prima detenevano in parlamento, per cui ora - per restare al governo (di minoranza) - stanno cercando l'appoggio esterno degli unionisti

nordirlandesi del DUP (Democratic Unionist Party), che con i loro 10 seggi, sommati ai 318 dei Tories, permetterebbero a May di continuare a governare, seppure con una maggioranza quanto mai risicata (solo 2 seggi in più rispetto alla soglia minima di 326).

L'aspetto negativo dell'esito di queste elezioni – ovvero l'aver un governo che è decisamente più debole del precedente – viene forse più che compensato dall'aspetto positivo che, avendo May perso il consenso di cui invece godeva prima, **si dovrebbero ridimensionare significativamente sia la prospettiva di una hard Brexit, sia il rischio di un'uscita senza accordo**, scenari entrambi molto sfavorevoli per l'economia britannica.

Un primo indizio in tal senso si è avuto in sede di apertura ufficiale dei negoziati con l'UE, il 19 giugno, dove infatti **il Regno Unito ha accettato la condizione posta dall'UE che prima di iniziare a discutere dei termini delle relazioni commerciali future si dovranno affrontare i temi dell'*exit bill* (stimato attorno ai 100 miliardi di euro) e dei diritti dei cittadini UE residenti nel Regno Unito e viceversa. Tra i due temi il più spinoso è il primo**, e non si tratterà probabilmente di una questione facile.

Se l'ammorbidente delle posizioni del Regno Unito su Brexit aumenta la probabilità di un esito finale positivo dei negoziati, la posizione indebolita di May la lascia invece più esposta ad attacchi anche dall'interno che potrebbero riflettersi sui negoziati. In particolare, il cancelliere dello scacchiere Hammond ha sottolineato la necessità di mettere in primo piano nei negoziati l'obiettivo di supportare l'economia, ideando misure di transizione per rendere l'uscita dall'UE più graduale, laddove l'obiettivo primo di May resterebbe ancora quello del controllo dell'immigrazione. Mentre dall'opposizione vera e propria è giunta una lettera da parte di più di cinquanta parlamentari laburisti che chiedono che il Regno Unito rimanga nel mercato unico, opzione sempre scartata da May.

Nel discorso della regina, che apre formalmente la nuova legislatura e che consiste nella lettura del programma di governo redatto da Theresa May, **il nuovo governo si è impegnato ad agire in modo da garantire il miglior accordo possibile su Brexit. Contemporaneamente però tra i disegni di legge elencati come programma di lavoro per i prossimi mesi compare anche quello sul controllo dell'immigrazione**, il che fa capire che sul tema più importante, ovvero quello dei termini dell'accesso al mercato unico, l'incertezza rimane elevata.

Alla luce dell'incertezza prodotta dal risultato elettorale e in considerazione della possibilità che nell'IR di agosto la BoE riveda leggermente al ribasso le proiezioni di crescita e al rialzo quelle di inflazione (almeno su quest'anno), la sterlina potrebbe indebolirsi ancora nel breve. Lo spazio di discesa dovrebbe però essere contenuto (parte medio/alta del range 1,20-1,25 GBP/USD e fascia 0,88-0,90 EUR/GBP) perché il ridimensionarsi del rischio di hard Brexit e/o di un'uscita senza accordo minimizza i contraccolpi negativi sull'economia britannica. **Al di là del breve invece la sterlina dovrebbe gradualmente iniziare a riprendersi, supportata anche dalla prospettiva che l'anno prossimo la BoE cominci ad alzare i tassi**, il che potrebbe favorire il ritorno del cambio (poco) sopra quota 1,30 GBP/USD nel corso del 2018. Il rafforzamento nei confronti dell'euro sarebbe invece ben più modesto (verso 0,86-0,85 EUR/GBP) per il contestuale rafforzamento atteso dell'EUR/USD. **Su tutto l'orizzonte previsivo i rischi dello scenario centrale sono verso il basso**, ovvero per una sterlina più debole delle attese, soprattutto in caso di negoziati su Brexit ancora più ostici del previsto e/o di esito negativo degli stessi.

Fig. A – Dollaro, cambio effettivo nominale



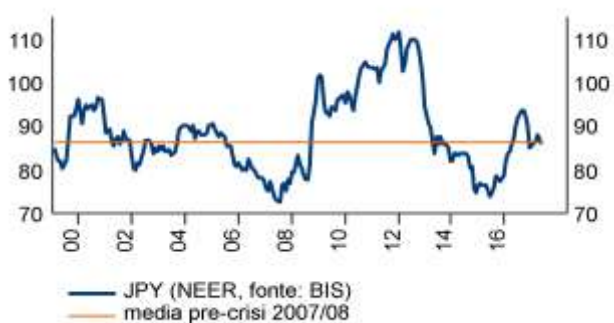
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. B – Euro, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. C – Yen, cambio effettivo nominale



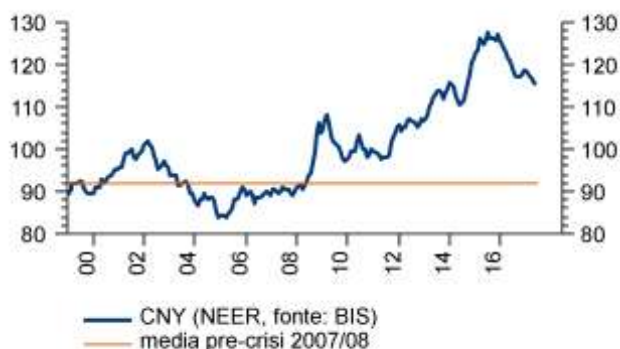
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 – Dollaro, 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

Scenario Macroeconomico

Giugno 2017

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@intesianpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesianpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesianpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesianpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesianpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesianpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesianpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesianpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesianpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesianpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesianpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del 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.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca 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. 16190 del 29.10.2007, 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).

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) 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

informativa, 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 agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - 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 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.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati 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.