

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Marzo 2018

Indice

E se il meglio fosse già alle spalle?	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	5
Stati Uniti: le politiche della Casa Bianca complicano lo scenario	7
Area euro: l'espansione può proseguire, l'APP è quasi storia	11
Germania: non c'è due senza tre	17
Francia: l'economia un altro anno sopra al potenziale	22
Italia: sereno variabile	26
Spagna: il ciclo è maturo, ma ancora non in surriscaldamento	32
Paesi Bassi: crescita in lieve rallentamento dopo il miglior anno del decennio	36
Portogallo: un altro anno di solida crescita dopo un 2017 eccezionale	40
Grecia: si sta per concludere il terzo bailout. E dopo?	41
Asia	42
Giappone: crescita "blindata" al di sopra del potenziale, grazie anche alla politica monetaria e al nuovo stimolo fiscale	42
Cina: più flessibilità e più Partito	46
India: crescita in moderata accelerazione	50
Materie prime: aumentano i rischi politici e geopolitici	54
Mercati valutari	62

Marzo 2018

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

E se il meglio fosse già alle spalle?

L'economia mondiale ha iniziato il 2018 in buona salute, e le stime di consenso sono salite ulteriormente. Tuttavia, si sta diffondendo anche l'aspettativa che questo sarà l'anno di picco per la crescita del PIL. Oltre alle condizioni mature del ciclo economico e al tono meno accomodante delle politiche monetarie, l'aumento delle barriere al commercio internazionale potrebbe incidere sul clima di fiducia. Più che Brexit, è la svolta protezionistica degli Stati Uniti a preoccupare: anche se le misure fin qui decise hanno impatti trascurabili, si inseriscono in una strategia di più ampio respiro.

Luca Mezzomo

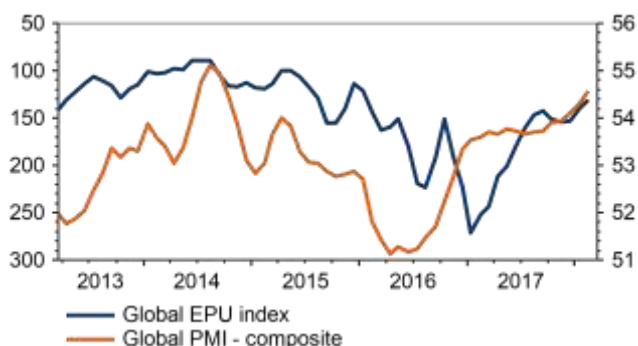
A giudicare dall'andamento degli indici congiunturali, l'economia mondiale ha iniziato il 2018 con slancio. I PMI manifatturiero e dei servizi sono ulteriormente saliti, segnalando una possibile accelerazione della crescita globale nel 1° trimestre. La crescita del commercio mondiale si è stabilizzata, con un'accelerazione delle importazioni dei Paesi avanzati che ha perfettamente compensato il rallentamento dai picchi di inizio 2017 di quelle dei Paesi emergenti. L'incremento della volatilità sui mercati finanziari ha mantenuto caratteristiche ordinate. Il riallineamento dei cambi è rimasto entro limiti del tutto ragionevoli. Non stiamo osservando dinamiche eccessive né dei prezzi, né (nei paesi avanzati, almeno) del credito. Il risultato è stato un ulteriore lieve aumento delle proiezioni medie di consenso sulla crescita rispetto a tre mesi fa, anche se con caratteristiche diverse a seconda del paese. Le stime per gli Stati Uniti sono salite sul 2019 da 2,4 a 2,6%; in Europa, l'aumento ha riguardato più il 2018 (Francia, Regno Unito, Italia, Spagna, Olanda ed Eurozona nel suo complesso).

Fig. 1 – Indici di sorpresa economica positivi ovunque



Fonte: IHS Markit, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 2 – Misure di incertezza della politica economica su livelli bassi, malgrado i dazi USA



Fonte: EPU, Thomson Reuters Datastream, IHS Markit

D'altro canto, si sta consolidando anche l'aspettativa che la crescita dell'economia mondiale difficilmente potrà accelerare oltre, dai livelli attuali. Da una parte, la fase di espansione comincia a essere matura. La locomotiva americana sta andando incontro a limiti di capacità, per esempio sul mercato del lavoro. La saturazione del mercato del lavoro sta iniziando a interessare anche alcune economie europee, sebbene mitigata in parte dalla possibilità di spostamento interno della forza lavoro dai paesi a più alta disoccupazione. Lo stimolo monetario inizia a essere ritirato anche in Europa, dopo gli Stati Uniti, e i tassi reali a medio e lungo termine cominciano ad allontanarsi dai minimi del periodo post-crisi. Inoltre, nel biennio 2017-18 si è già sfruttato il potenziale derivante dall'estensione della ripresa a paesi precedentemente in recessione.

Il 2018 potrebbe rappresentare l'anno di picco per la crescita mondiale

I rischi di recessione globale appaiono comunque ancora remoti. La restrizione della politica monetaria resta molto graduale, anche negli Stati Uniti, e i mercati hanno mostrato finora di essere in grado di adattarsi ai cambiamenti di passo senza panico (semmai, mostrando una forte riluttanza a incorporare scenari di correzione monetaria più rapida). L'orientamento delle politiche fiscali non è globalmente sfavorevole, considerando che la modesta riduzione del

I rischi di recessione appaiono ancora limitati, nonostante la durata della fase di espansione

disavanzo primario aggregato avviene in un contesto di crescita economica relativamente sostenuta.

Potrebbe l'espansione essere invece minacciata dall'aumento delle barriere al commercio mondiale? Nei prossimi anni si prospetta un freno agli scambi commerciali in Europa per effetto del recesso del Regno Unito dall'UE. Inoltre, gli Stati Uniti appaiono orientati ad adottare politiche commerciali deliberatamente finalizzate a sostituire importazioni con produzione domestica, (mediante imposizione di dazi, barriere non tariffarie o accordi di auto-limitazione), oltre che a scoraggiare investimenti diretti da parte di rivali geo-strategici (come la Cina).

Le barriere al commercio sono destinate a crescere nei prossimi anni

Per quanto riguarda Brexit, i negoziatori hanno raggiunto un accordo condizionato su un periodo transitorio che rinvierebbe al 1° gennaio 2021 le conseguenze del recesso, mantenendo nel frattempo il Regno Unito dentro il mercato unico. Tuttavia, l'accordo non ha ancora valenza legale, perché è subordinato al pieno recepimento da parte del Regno Unito, e quindi anche alla soluzione dello spinoso problema del confine irlandese, entro la fine di marzo del 2019. Il trattato di recesso prevede una salvaguardia legale a tale proposito, ma essa implica il mantenimento dell'Irlanda del Nord nell'unione doganale UE, e quindi è politicamente inaccettabile per il governo britannico (che poggia sul sostegno di un partito unionista nord-irlandese). Quindi, malgrado l'intesa resta ancora un rischio potenziale di uscita disordinata nel 2019. Se tutto andasse per il meglio, però, durante il periodo transitorio sarebbe garantita una perfetta continuità dei rapporti commerciali, mentre dal 2021 è probabile che sia applicato un accordo di libero scambio (FTA) che garantirà l'assenza di dazi e limitazione quantitative su tutte le merci scambiate fra UE e Regno Unito, inclusi forse i prodotti agro-alimentari. Inizialmente, anche le barriere non tariffarie sarebbero assenti, per quanto successivamente tutto dipenderà dalla capacità del Regno Unito di garantire l'allineamento normativo con l'UE. Se l'ipotesi di FTA con zero dazi andasse in porto, gli impatti negativi sui flussi commerciali bilaterali sarebbero più contenuti di quanto stimato dal governo inglese nella relazione al Parlamento del gennaio 2018, che era basata su un FTA standard. Per quanto riguarda i servizi, invece, dal 2021 il Regno Unito avrà accesso al mercato unico soltanto sulla base dell'equivalenza normativa, ove applicabile, ma in diversi casi non sarà più possibile fornire servizi dal Regno Unito all'UE e viceversa. Nel complesso, salvo collasso dei negoziati, Brexit porterà a una crescita meno sostenuta dei flussi commerciali in Europa e a un modesto impatto negativo sulla crescita di lungo periodo, ma non nel prossimo biennio.

Le nuove misure protezionistiche americane, prima su pannelli solari, legname e lavatrici, ora sulle importazioni di alluminio e acciaio, riguardano una quota troppo modesta delle importazioni totali per rappresentare di per sé un problema. Inoltre, le misure di salvaguardia anti-dumping non sono affatto nuove e sono già state utilizzate ampiamente in passato¹. Potenzialmente, le ultime misure annunciate nei confronti dell'export tecnologico e degli investimenti cinesi potrebbero essere più rilevanti, ma come si è visto fra l'annuncio e l'implementazione possono ancora cambiare molte cose. Tuttavia, i provvedimenti annunciati fanno parte di una strategia dichiarata di riduzione del disavanzo commerciale mediante misure che inducano gli altri paesi ad aprire i propri mercati alle merci statunitensi, nonché tramite una revisione dei trattati commerciali esistenti (per esempio, il NAFTA o l'accordo di libero scambio con la Corea del Sud) o l'abbandono degli stessi (come già avvenuto per la TPP). L'ampio deficit commerciale degli Stati Uniti viene attribuito non a fattori macroeconomici (come un eccesso di domanda degli Stati Uniti, dovuto anche a una politica fiscale troppo espansiva, o a un cambio troppo forte), ma piuttosto a pratiche commerciali sleali e discriminatorie da parte degli altri

L'amministrazione Trump ha abbracciato una politica commerciale deliberatamente protezionista

¹ The Peterson Institute for International Economics stima che nel 2017 fossero già in vigore 392 misure anti-dumping mirate.

paesi, che metterebbero gli Stati Uniti in posizione di svantaggio². Il Presidente ha avviato un riesame di tutti gli accordi commerciali bilaterali e multilaterali ed ha messo in discussione anche il beneficio di far parte della WTO, sostenendo che è stata utilizzata strumentalmente da paesi come la Cina per difendere barriere di accesso ai propri mercati, *dumping*, sussidi e altre pratiche distorsive del mercato. Inoltre, le misure su acciaio e alluminio sono state decise non sulla base di accuse di concorrenza sleale (come misura di salvaguardia), ma di presunte minacce alla sicurezza nazionale che rischiano di coinvolgere la WTO nella controversia e di mettere alla prova la promessa che gli Stati Uniti non consentiranno alla WTO di impedire azioni ritenute "essenziali per il benessere della popolazione americana"³. In teoria, l'obiettivo dichiarato è quello di conseguire una sostituzione autonoma di importazioni con produzione americana e/o un miglioramento dell'accesso ai mercati esteri della produzione americana. In pratica, però, nel corso dei prossimi anni l'Amministrazione Trump potrebbe finire con il promuovere soltanto un aumento delle barriere al commercio internazionale, innescando guerre commerciali su più fronti.

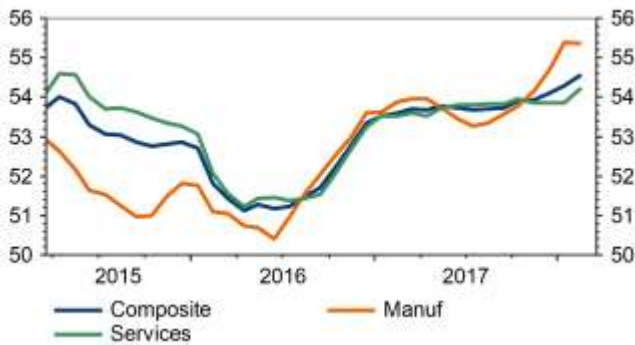
Il livello dei dazi resta basso nel confronto storico, e probabilmente resterà tale nei prossimi anni. Secondo le statistiche WTO, il livello medio dei dazi sui prodotti non-agricoli è del 3,3% per gli Stati Uniti e del 3,9% per l'UE, mentre risulta più alto nei paesi emergenti; fino al secondo conflitto mondiale, il livello medio dei dazi applicati dagli Stati Uniti ha sempre superato il 30%, con picchi del 60%. Tuttavia, la minaccia di svolta protezionistica ha iniziato a influire negativamente sulle aspettative delle imprese industriali in Europa ed ha modificato il comportamento dei mercati valutari rispetto al dollaro (che si è chiaramente sganciato da quella relazione con i tassi di interesse che aveva mantenuto per un decennio). Le ripercussioni sull'orizzonte di previsione sono ancora contenute, anche se potrebbero non rimanere tali a più lungo andare.

² Si veda Office of the US Trade Representative, *2018 Trade Policy Agenda and 2017 Annual Report*, capitolo I. Che l'annuncio presenti risvolti problematici è evidente anche dalle esenzioni che sono state successivamente accordate a un numero sempre maggiore di paesi.

³ Cit., p. 2.

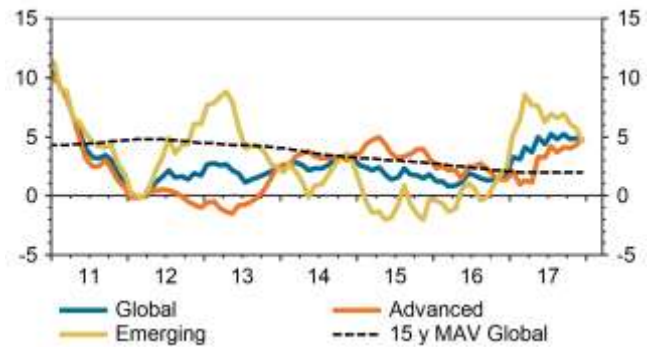
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



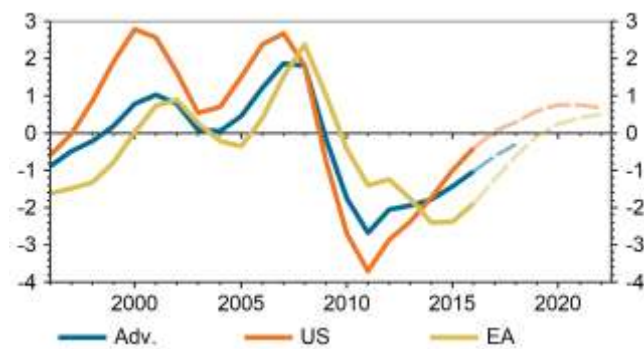
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



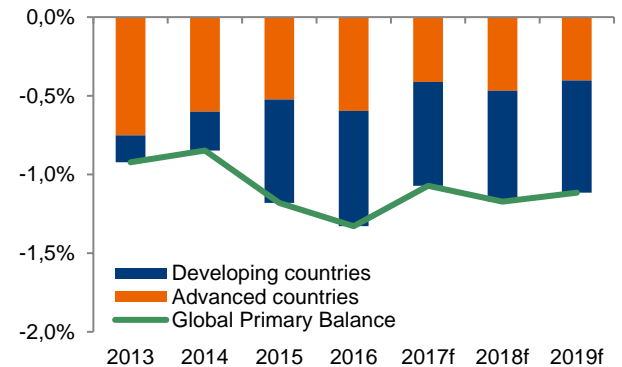
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



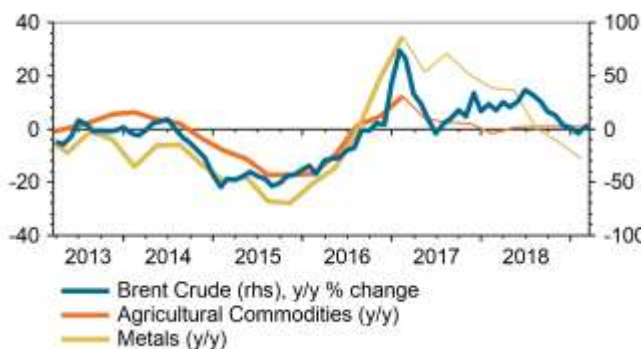
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



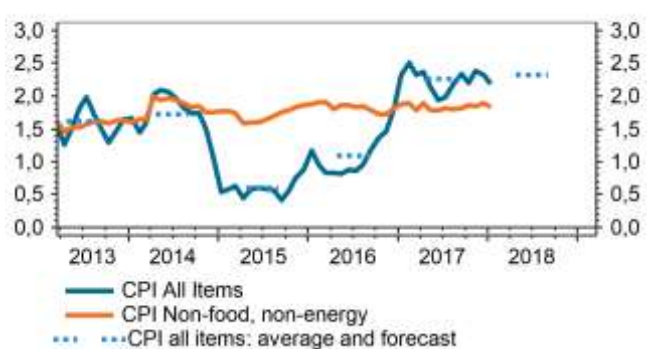
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



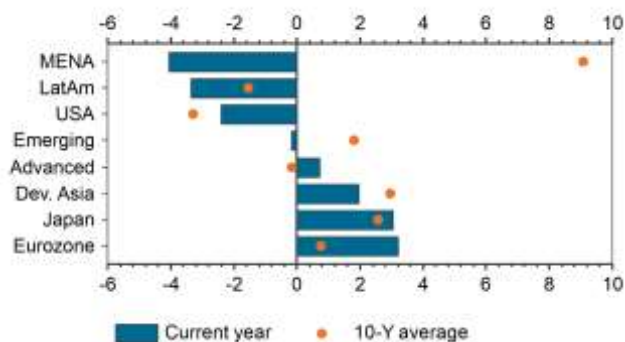
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



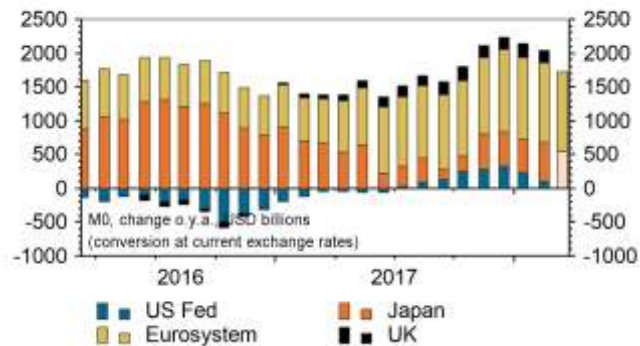
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



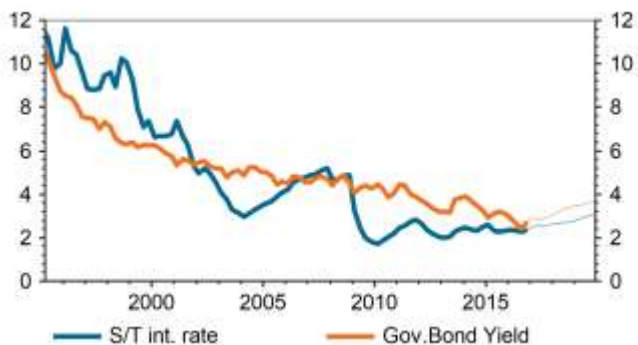
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



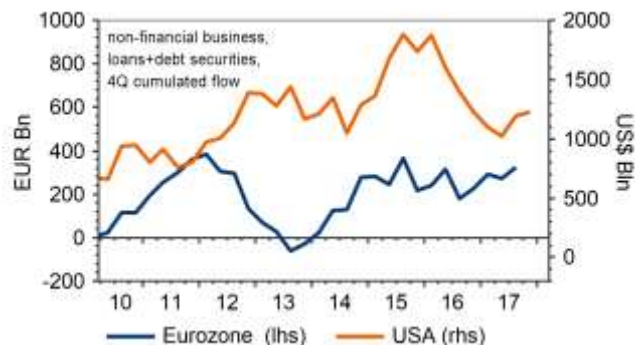
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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 (integrated sector accounts), Federal Reserve (Flow of Funds)

Stati Uniti: le politiche della Casa Bianca complicano lo scenario

Giovanna Mossetti

Il 2017 si è chiuso con un quadro quasi perfetto: crescita forte, inflazione bassa, mercati in rialzo e volatilità sui minimi storici. I timori che uno scenario da "Riccioli d'oro" non potesse durare a lungo si sono rivelati fondati. Il 2018 si apre con un aumento di rischi su più fronti: politica fiscale super-espansiva in fase di pieno impiego, possibili guerre commerciali e incertezza sulla politica monetaria. Lo **scenario per quest'anno rimane positivo**: l'economia è un transatlantico, e non svolta in un attimo. La domanda domestica cresce, l'inflazione in rialzo graduale, i tassi ancora relativamente bassi e il ciclo mondiale in ripresa. Ma il 2018 non si può prendere in isolamento, dato che **molte nubi si addensano sulle prospettive del 2019-20**, con varie forme possibili: surriscaldamento dell'economia e accelerazione dei rialzi Fed, sentiero in forte aumento per il deficit e il debito e ritorno dei "bond vigilantes", ulteriore stallo in Congresso dopo le elezioni *midterm*, oppure guerre commerciali e possibili rischi di recessione. Perciò le previsioni per l'economia americana sono favorevoli, ma molto più incerte e circondate da rischi.

Nel 2018, la crescita prevista è del 2,7%, con un 1° trimestre debole, ma un sentiero successivo sostenuto da una dinamica solida della domanda domestica privata e pubblica. Il contributo del canale estero dovrebbe essere negativo per il quinto anno consecutivo. L'inflazione *core* dovrebbe arrivare al 2% a fine anno, dopo un breve *overshooting* dovuto al confronto con il 2017. **Nel 2019, la crescita prevista è di 2,8%**, da 2,4% della nostra previsione precedente per via della nuova legge di spesa 2018-19, con 320 mld di dollari aggiuntivi, e probabili effetti prevalentemente sulla seconda metà del 2018 e sul 2019, sia in termini di crescita sia in termini di deficit. L'**inflazione** dovrebbe accelerare, restando su un sentiero moderato, coerente con una curva di Phillips quasi piatta. La **politica monetaria** si avvicinerà alla neutralità, entrando in una fase rischiosa, in cui si dovrà determinare la dose appropriata di restrizione. La **politica fiscale** sarà espansiva, nel momento sbagliato, con un sentiero del deficit più alto, mentre le nuove tariffe dovrebbero avere effetti transitori su inflazione (verso l'alto) e crescita (verso il basso).

Crescita e occupazione: "il troppo stropia"? Tutte le componenti della domanda domestica contribuiranno alla crescita del PIL nel 2018-19, ancora ampiamente sopra il potenziale, determinando un ulteriore aumento dell'*output gap*, positivo dal 2017. La dinamica dei **consumi** a inizio 2018 dovrebbe rallentare rispetto a fine 2017, ma successivamente dovrebbe riportarsi su un sentiero di espansione sostenuta (2,7%), sia nel 2018 sia nel 2019, in linea con il 2016-17. I fondamentali restano favorevoli: mercato del lavoro al pieno impiego, ricchezza netta in aumento, fiducia elevata e stimolo fiscale spingono nella stessa direzione. Ci sono però alcuni **fattori di rischio** per il medio termine: il risparmio è su un trend in calo (Fig. 8), il debito sta risalendo, lo stimolo fiscale è transitorio e distorto verso i redditi elevati, la nuova legislazione aumenta i costi dell'assicurazione sanitaria e il costo del debito salirà con i rialzi dei fed funds. Per il 2018 e parte del 2019, i rischi saranno più che compensati dai fondamentali positivi, in particolare dal continuo miglioramento del **mercato del lavoro**: l'*unemployment gap* è in persistente rialzo (Fig. 4), la modesta ripresa ciclica della partecipazione e la dinamica sostenuta dell'occupazione proseguono, e i salari sono su un moderato trend verso l'alto (Fig. 6).

Gli **investimenti non residenziali** dovrebbero accelerare nel 2018-19, sulla scia dell'introduzione dell'ammortamento immediato dei macchinari fino al 2022. Riguardo agli effetti della minor tassazione degli utili, manteniamo la previsione che gran parte delle risorse liberate dalla riforma tributaria sia trasferita in dividendi e riacquisti di azioni, con scarsi risultati sulla spesa in conto capitale. Il prezzo del petrolio continuerà a sostenere gli investimenti nell'estrattivo. La crescita degli investimenti fissi delle imprese è prevista a **5,3% nel 2018 e 4,9% nel 2019**. Gli **investimenti residenziali** dovrebbero essere in crescita di 2,3% nel 2018 e 3,6% nel 2019.

Il **canale estero** dovrebbe dare un contributo negativo sia nel 2018 (-0,4pp) sia nel 2019 (-0,2pp), ma lo scenario è particolarmente incerto a causa della svolta della politica commerciale.

Minacce per il ciclo dalle politiche dell'Amministrazione Trump. La **riforma tributaria** era già incorporata nelle previsioni di fine 2017, con l'aspettativa di effetti moderati, concentrati sul

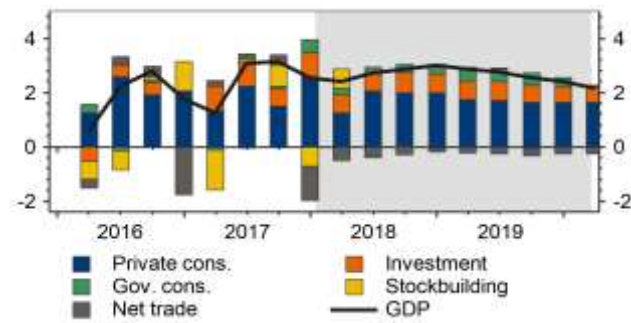
2018-19, per via della transitorietà del taglio delle imposte sulle famiglie e dello scarso impatto della riduzione delle imposte sulle imprese. La **sorpresa di inizio 2018** è stata l'approvazione di una **legge di spesa** per il 2018-19 molto espansiva (+320 miliardi di dollari sul biennio), che genera una significativa revisione verso l'alto della spesa pubblica nella seconda metà di quest'anno e nel 2019 (Fig. 1). L'abbandono dei vincoli alla spesa del *Budget Control Act* ha implicazioni sia per il breve sia per il medio termine: i sentieri del deficit e del debito si spostano permanentemente verso l'alto. In attesa dell'aggiornamento del CBO, il *Committee for a Responsible Federal Budget* stima che, con le misure adottate finora, nel 2028 il debito sarà più elevato di 2,4 tln di dollari rispetto alla previsione del CBO di giugno 2017, e pari a 101% del PIL. Il deficit supererebbe 1 tln già dal 2019, e passerebbe da 3,5% del PIL nel 2017, a 5,3% nel 2019 e a 5,7% nel 2028. Se le misure temporanee contenute nella legislazione approvata da dicembre in poi fossero rese permanenti (come avvenuto spesso in passato), nel 2028 l'aumento del debito sarebbe pari a 3,6 tln, il debito/PIL a 113% e il deficit/PIL a 8,2%. L'elemento più preoccupante dello scenario fiscale è l'**esplosione di debito e deficit in fase di ripresa ciclica**: i margini di manovra quando arriverà la prossima recessione saranno molto più limitati rispetto al passato. La **seconda sorpresa** del 2018 è la **svolta protezionistica**. Finora c'erano state minacce verbali, ma l'implementazione di tariffe su pannelli solari e lavatrici, e l'annuncio di nuove tariffe su acciaio e alluminio segnano un salto di qualità, e aumentano i rischi di una guerra tariffaria. Prese in isolamento, le nuove tariffe avrebbero effetti modesti (più inflazione e meno crescita) e transitori. Il **vero rischio è la ritorsione dei partner commerciali**. L'UE ha già preparato una lista di prodotti USA su cui imporre una risposta proporzionale a quella inflitta con le tariffe americane; la Cina aspetta informazioni ma si prepara a fare altrettanto. In attesa di un chiarimento, lo **scenario del ciclo americano, ma anche quello globale, è molto più fragile che a inizio 2018**.

La **politica monetaria** nell'era Powell prosegue sul sentiero di **graduale rimozione dello stimolo monetario**. Dopo il rialzo di 25pb di marzo, le nuove proiezioni registrano uno spostamento verso l'alto del sentiero dei tassi, con una mediana di altri due rialzi nel 2018, tre rialzi nel 2019 e due nel 2020. La revisione delle proiezioni di crescita è alla base dell'aumento della mediana del 2019. Per il 2018, la minor dispersione dei punti implica che la mediana, per ora stabile rispetto a dicembre, non avrà molti ostacoli ad aggiungere una mossa in caso di accelerazione dell'inflazione nel resto dell'anno. Per ora, la modesta accelerazione del sentiero dei prezzi è in linea con il raggiungimento del 2%, ma la minore dispersione dei punti del 2018 renderebbe facile spostare la mediana aggiungendo un aumento dei tassi a fine anno in caso di rafforzamento dell'inflazione. Calibrare la politica monetaria sarà sempre più difficile: la Fed non è mai riuscita a evitare una recessione dopo il raggiungimento del pieno impiego. La **nostra previsione** per ora è in linea con quella del FOMC.

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
					1	2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.3	2.7	2.8	1.8	2.0	2.2	2.3	2.5	2.8	2.7	2.6	2.7	2.9
- trim./trim. annualizzato				1.8	1.2	3.1	3.2	2.5	2.4	2.7	2.9	3.0	2.9
Consumi privati	2.7	2.7	2.6	2.9	1.9	3.3	2.2	3.8	1.8	3.0	2.9	2.9	2.5
IFL - privati non residenziali	4.7	5.3	4.9	0.2	7.2	6.7	4.7	6.6	5.0	4.6	5.3	5.2	5.0
IFL - privati residenziali	1.8	2.3	3.6	7.1	11.1	-7.3	-4.7	13.0	-1.5	4.3	3.5	3.6	3.5
Consumi e inv. pubblici	0.1	1.6	2.4	0.2	-0.6	-0.2	0.7	2.9	1.5	1.5	1.8	2.0	2.8
Esportazioni	3.4	4.3	3.1	-3.8	7.3	3.5	2.1	7.1	4.5	3.5	3.8	3.1	3.2
Importazioni	3.9	5.9	3.8	8.1	4.3	1.5	-0.7	14.0	6.5	5.2	4.2	3.3	3.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	0.0	1.1	-1.5	0.1	0.8	-0.7	0.7	0	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.8	-3.0										
Deficit Federale (% PIL)	-4.5	-5.2	-5.0										
Debito pubblico (% PIL)	124.3	123.6	123.7										
CPI (a/a)	2.1	2.4	1.8	1.8	2.5	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	2.6	2.3	1.7
Produzione Industriale (a/a)	2.0	3.9	3.1	0.2	0.4	1.4	-0.3	2.0	0.7	1.2	0.8	1.0	0.9
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	3.6	4.7	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	4.0	3.9	3.7	3.6
Cambio effettivo (1973=100)	91.1	85.4	85.0	93.7	94.4	93.0	88.3	88.9	86.1	85.5	85.1	84.8	84.7

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

Fig. 1 – Previsioni di crescita per tutte le componenti della domanda domestica, con una nuova spinta dal settore pubblico



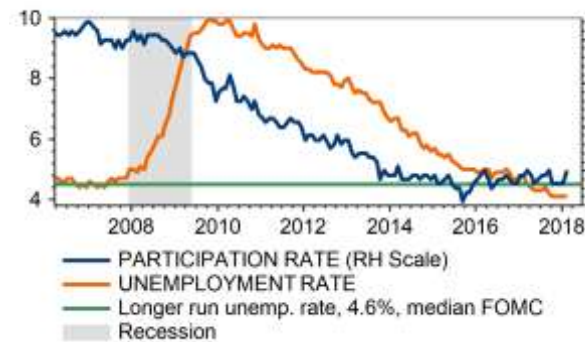
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Investimenti fissi non residenziali: la spesa per macchinari era già in aumento prima della riforma tributaria



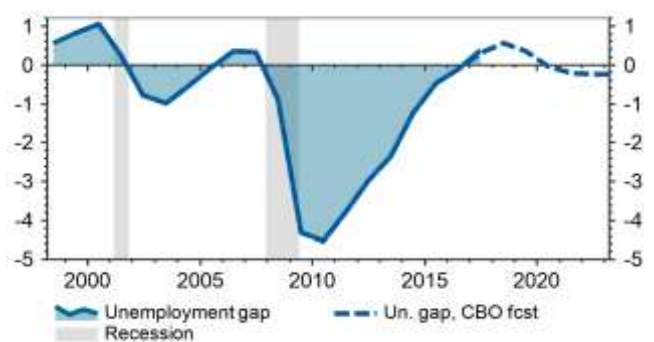
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Il trend della disoccupazione resta in calo, la partecipazione si stabilizza



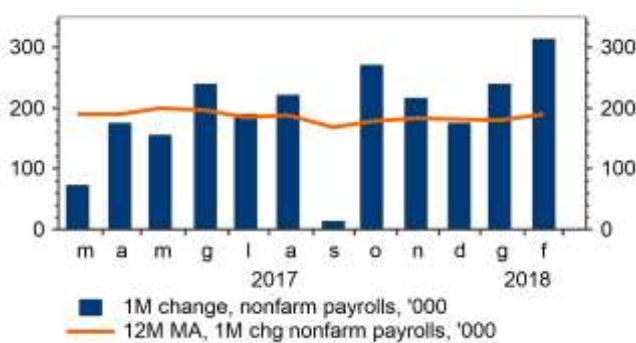
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Evitare una recessione dopo un persistente aumento dell'*unemployment gap*: *mission impossible* per la Fed?



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Nuovi occupati: la crescita non rallenta



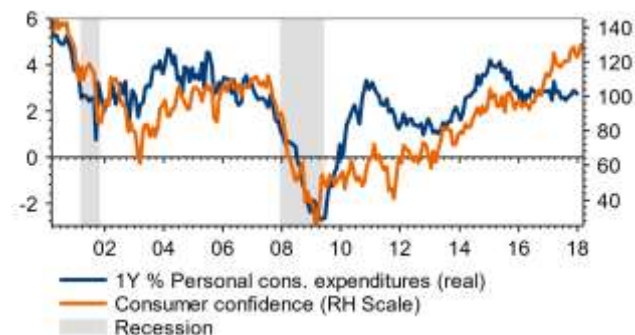
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – L'*unemployment gap* aumenta, ma la dinamica salariale resta moderata



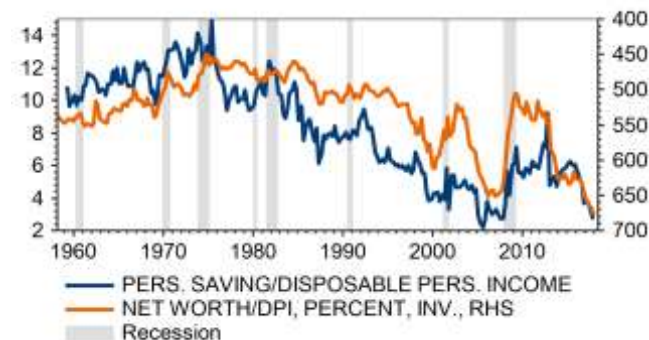
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Consumi su un sentiero sostenibile, fiducia sui massimi dal 2000



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – L’aumento della ricchezza netta ha fatto crollare il risparmio sui livelli pre-crisi



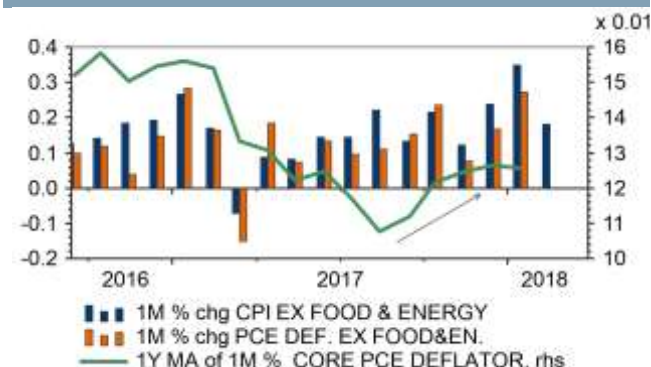
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – La Fed non raggiunge l’obiettivo del 2% per il deflatore core da cinque anni



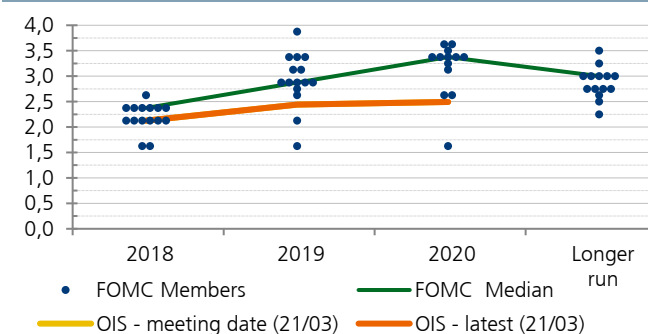
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – L’inflazione core riaccelera, ma non troppo (per ora)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Proiezioni dei tassi: punti e mediane a marzo 2018



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tab.1 - Proiezioni economiche dei membri del Board della Federal Reserve e dei Presidenti delle Federal Reserve Bank regionali – marzo 2018

Variables	Median			
	2018	2019	2020	Longer run
Change in real GDP	2.7	2.4	2.0	1.8
Dec. Projection	2.5	2.1	2.0	1.8
Unemployment rate	3.8	3.6	3.6	4.5
Dec. projection	3.9	3.9	4.0	4.6
PCE inflation	1.9	2.0	2.1	2.0
Dec. projection	1.9	2.0	2.0	2.0
Core PCE	1.9	2.1	2.1	
Dec. projection	1.9	2.0	2.0	
Federal funds rate	2.1	2.9	3.4	2.9
Dec. projection	2.1	2.7	3.1	2.8

Nota: PIL e deflatore: variazione Q4/Q4. Tasso di disoccupazione: media Q4. Fonte: Federal Reserve Board

Area euro: l'espansione può proseguire, l'APP è quasi storia

L'economia dell'Eurozona si conferma più forte delle attese. Nel 2017, il PIL ha chiuso con una crescita del 2,5%, circa un punto in più delle stime di consenso e BCE di un anno fa e ben oltre il potenziale (1,5% nelle stime di autunno della Commissione UE). Rispetto a tre mesi fa rivediamo ancora al rialzo le stime per il 2018 al 2,4% dal 2,1%. Le indagini PMI e Commissione UE tra dicembre e gennaio sono rimaste su livelli coerenti con una crescita del PIL su ritmi simili a quelli di fine 2017, grazie a condizioni di domanda favorevoli sia nel manifatturiero che nei servizi e commercio (v. fig. 2). Le esportazioni sono accelerate dalla scorsa estate (v. fig. 3) e l'andamento del PMI globale suggerisce che la crescita dell'export resterà solida anche nei prossimi mesi. La produzione industriale ha segnato un'entrata debole nel 1° trimestre dell'anno ma riteniamo si tratti di una correzione fisiologica dopo tre mesi di aumenti. Anche il calo delle indagini IFO, PMI e Commissione UE, registrato a febbraio, va letto come una normalizzazione della fiducia da livelli storicamente elevati. Non escludiamo che nei prossimi mesi si vedano ulteriori cali degli indici di fiducia ma questo sarebbe ancora compatibile con una crescita al di sopra del potenziale. Il modello Intesa Sanpaolo⁴, che spiega il tasso di crescita anno su anno del PIL con ritardi dell'indice di fiducia economica (ESI) della Commissione UE, suggerisce che un calo dell'ESI fino a 103 sarebbe ancora compatibile con una crescita del PIL vicina a 1,4% a fine 2020 (v. fig. 4). Dunque, l'espansione al di sopra del potenziale può proseguire su buona parte dell'orizzonte di previsione anche se è probabile che la fase di massima accelerazione sia alle spalle. Il ciclo è ancora giovane nella maggior parte dei paesi e l'output gap si chiuderà soltanto quest'anno (v. fig. 5). Inoltre, non vi sono segnali di accumulo preoccupante di debito: le misure di *credit gap* della Banca per i regolamenti internazionali restano vicine ai minimi storici (v. fig. 6).

La fase di espansione è ancora sostenuta in larga misura dalle politiche BCE che continuano a garantire condizioni finanziarie circa neutrali nonostante la correzione sui mercati (v. figg. 7 e 8). Nonostante la riduzione dei volumi di intervento da 60 a 30 miliardi, nel corso del 2018 la BCE continuerà ad acquistare almeno 300 miliardi di euro (nel nostro scenario centrale assumiamo che dopo settembre, la BCE riduca gli acquisti a 10 miliardi al mese fino a dicembre 2018). Secondo la BCE, le misure annunciate tra marzo 2015 e dicembre 2016 (2.260 miliardi di euro di acquisti) dovrebbero aver potenziato la crescita del PIL dell'1,7% nel periodo 2015-18⁵. Stimiamo che l'effetto degli acquisti effettuati nel 2018 (270 miliardi annunciati) sia pari allo 0,2%, che si aggiunge all'impatto ritardato delle misure adottate negli anni precedenti, per un totale che potrebbe essere vicino allo 0,6% del PIL. Il 2018 vedrà una svolta importante per la politica monetaria: conclusione dell'EAPP e modifica alla *guidance* sui tassi. Nel 2019, la politica monetaria diverrà, quindi, meno accomodante, ma resterà pur sempre di supporto al ciclo dal momento che la BCE si è impegnata a mantenere invariata la dimensione del bilancio (4,8 trilioni di euro per fine 2018) con la politica di reinvestimento dei titoli in portafoglio in scadenza. Inoltre, i tassi resteranno accomodanti dal momento che ci aspettiamo che la BCE avvii un ciclo di rilazi assai moderato in modo da archiviare la politica di tassi negativi per l'autunno del prossimo anno (v. sotto).

⁴ Il modello spiega il tasso di crescita del PIL euro zona anno su anno nel periodo 1997-2017 con il livello corrente e ritardi uno e quattro dell'ESI (indice di fiducia economica della Commissione UE). L'equazione è corretta per un break strutturale nella costante a metà 2009. Troviamo che nel periodo pre-crisi a livelli dell'ESI di 100 corrispondevano tassi di crescita di 1,75% mentre nel periodo post crisi ad un livello di 100 dell'ESI corrispondono tassi di crescita del PIL sotto l'1,0%. La Commissione UE, con una modellistica più sofisticata (si veda Previsioni d'inverno 2017, Box 2: "A New Modesty. Level shift in survey data and the decreasing trend of normal growth") arrivava a conclusioni simili dal momento che valutava che nel periodo post crisi a livelli dell'ESI di 100 corrispondono tassi di crescita poco al di sopra dell'1,0%.

⁵ Si veda 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.

Anna Maria Grimaldi

L'espansione prosegue. Il ciclo è ancora giovane nella maggior parte dei paesi

La spinta viene ancora dalla politica monetaria, che resterà accomodante nonostante la svolta in corso

La **politica fiscale** darà un contributo neutrale o marginalmente restrittivo. A dicembre scorso, l'Eurogruppo, presa visione delle leggi di bilancio 2018, valutava ancora come adeguato un orientamento delle politiche fiscali in media neutrale. Le previsioni di inverno della Commissione UE mostrano un peggioramento di 0,2% del saldo primario strutturale per la zona euro. Secondo le valutazioni della Commissione delle leggi di spesa 2018 più paesi sono a rischio di *non compliance* con le prescrizioni del patto di stabilità: tra questi, Italia, Francia, Belgio e Portogallo. All'Italia è già stata richiesto uno sforzo strutturale aggiuntivo dello 0,2% del PIL.

La politica fiscale resterà circa neutrale

L'**apprezzamento del tasso di cambio effettivo** (6% da aprile 2017) ha avuto un effetto poco visibile sino ad ora, a conferma del fatto che la natura dello shock (endogeno verso esogeno) e la fase del ciclo in cui interviene contribuiscono a determinare una risposta più blanda. L'impatto del cambio sulla dinamica dei flussi commerciali, prezzi e crescita economica potrebbe essere meno rilevante rispetto al passato (per ogni +5% di cambio effettivo, le elasticità standard suggerirebbero una crescita del PIL e inflazione più basse di 0,3/0,4%) per motivi strutturali (i prezzi sono determinati sempre più sul mercato globale) e ciclici (in una fase di domanda mondiale in espansione le imprese possono permettersi di tenere i prezzi quasi invariati). Dati i segnali dai PMI e attese all'export dalle indagini di fiducia ci aspettiamo una crescita ancora sostenuta delle esportazioni nel 2018, come nel 2017 ed un graduale rallentamento nel 2019. Le importazioni cresceranno su ritmi simili a quelli dell'export, quindi, il contributo del commercio estero alla crescita del PIL sarà nullo. Secondo le nostre stime, il **principale motore di crescita resterà la domanda interna** (+1,9%). In questa fase, sono gli investimenti aziendali e immateriali a fare da volano. L'elevato utilizzo della capacità produttiva al di sopra della norma storica (v. fig. 10), la dinamica sostenuta dei profitti e condizioni di accesso al credito favorevoli, dovrebbero garantire una tenuta della spesa per investimenti sugli stessi ritmi medi del 2017 (4,8%). Il ciclo espansivo nelle **costruzioni** proseguirà nel corso del 2018 su ritmi vicini a quelli dello scorso anno (3,3%). I **consumi delle famiglie** sono attesi in crescita di 1,7% nel 2018-19, dal +1,8% dello scorso anno. La dinamica del reddito disponibile reale riteniamo beneficerà di una crescita dell'occupazione ancora vicina all'1,5% e di una modesta accelerazione dei salari nominali (v. sotto) a fronte di un'inflazione in graduale aumento verso l'1,7% per metà 2019.

L'effetto cambio si conferma meno rilevante che in passato

Velocità di crociera stabile per la domanda interna grazie al ciclo espansivo degli investimenti aziendali e costruzioni

I **rischi per lo scenario di crescita sono bilanciati**. La dinamica della domanda interna potrebbe rivelarsi più forte delle attese. Il rischio politico interno all'area euro è confinato all'Italia. L'esperienza di Germania e Olanda insegna che mesi piuttosto che giorni per trovare un accordo di governo sono ormai la prassi. L'Italia, come il resto della zona euro, cresce al di sopra del potenziale e non pensiamo che l'*impasse* politica possa compromettere la ripresa. Inoltre, il paese si trova in una posizione ben diversa dal 2011: l'esposizione sull'estero è ben più contenuta (30% del debito sovrano è detenuto all'estero nel 2017 contro il 50% del 2011) e le necessità di finanziamento ridotte. I **rischi verso il basso derivano per lo più dallo scenario internazionale**, per le spinte nazionaliste e la minaccia di guerre commerciali, rappresenta un rischio verso il basso. La formazione di un esecutivo in Germania con i social democratici in posizioni chiave (finanze) dovrebbe essere positivo per il processo di riforma della **governance** europea. Tuttavia, le attese vanno gestite. La lettera di otto paesi nordici dello scorso 8 marzo indica che la resistenza ad una condivisione dei rischi non è solo di parte dell'establishment tedesco.

I rischi sono per lo più politici e derivano principalmente dallo scenario internazionale

Un fronte franco tedesco per la riforma della governance europea? Si ma le attese vanno gestite

Nonostante le sorprese positive dal ciclo, **la dinamica inflazionistica rimane lontana dagli obiettivi** e i **segnali di rialzo dei prezzi interni restano insoddisfacenti**. A febbraio, l'**inflazione core**, sulla **misura preferita dalla BCE, è rimasta ferma all'1,2%**, tre decimi al di sopra del livello di un anno fa, ma sotto i livelli dell'estate 2017. Il **ritorno dell'inflazione all'1,8% nel 2020** rimane ancora dipendente da un aumento stabile dell'inflazione sottostante all'1,7%. La risposta dell'inflazione **core** alle condizioni cicliche rimane incerta. La **task force** istituita dalla BCE (LIFT *lowflation task force*) valuta che le cause della bassa inflazione nel periodo post crisi siano per lo più di natura

ciclica⁶. Inoltre, usando una specificazione convessa della relazione di Phillips anziché lineare, ovvero assumendo che la pendenza della curva sia dipendente dalle fasi del ciclo, si riesce a catturare meglio la risposta dell'inflazione *core*. Per il momento la dinamica dei salari rimane fiacca nella periferia (v. fig. 13), ma anche al centro l'accelerazione è stata modesta, e questo nonostante il calo della disoccupazione (v. fig. 12). Una possibile spiegazione è che l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro sia più ampia rispetto a quanto suggerito dalla misura ILO. Il tasso di disoccupazione allargato è più elevato del tasso ILO in particolare nella periferia (v. fig. 14). Con l'avanzare della ripresa dovrebbe vedersi un grado maggiore di aggiustamento dei prezzi e salari.

La risposta di salari e prezzi interni e di un aumento sostenuto dell'inflazione al target (v. fig. 15) continuerà a condizionare le scelte BCE nei prossimi mesi, ma la svolta della politica monetaria è già in atto. A marzo, la BCE ha valutato che il grado di fiducia in un ritorno dell'inflazione *core* all'1,7% da fine 2019 fosse maggiore rispetto a dicembre e, come in parte atteso, ha deciso di modificare la *guidance* sugli acquisti, rimuovendo il riferimento ad un aumento dei volumi di intervento. Per quanto Draghi abbia cercato di sminuire la modifica alla comunicazione, si tratta innegabilmente di un ulteriore passo verso la conclusione dell'APP. Rimuovere l'*easing* bias era un passo obbligato per annunciare entro luglio la conclusione del programma. Rimaniamo dell'idea che la BCE scalerà gli acquisti a 10 mld al mese nel 4° trimestre per poi archiviare del tutto il programma. Tra il 2015 e fine 2018 la BCE avrà acquistato 2.580 mld di titoli pubblici e privati, portando la dimensione del bilancio a 4.800 mld di euro, oltre due volte il livello di fine 2014 (v. Fig.17). La politica di gestione dell'attivo proseguirà con i reinvestimenti probabilmente fino al 2021 (negli Stati Uniti la Fed ha avviato la riduzione dei riacquisti tre anni dopo la fine del QE). Ma il vero market mover del 2018 sarà una revisione alla *guidance* sui tassi. Non ci aspettiamo novità a riguardo prima dell'autunno, anche se il Consiglio potrebbe voler anticipare cosa intende per "tassi fermi ben oltre la fine degli acquisti". Pensiamo che sia ragionevole che la BCE avvii un ciclo di rialzi nella prima parte del 2019. Con la fine del mandato di Draghi le politiche non convenzionali dovrebbero essere archiviate. Il ciclo di rialzo dei tassi in Europa dovrebbe essere in ogni caso moderato: il mercato per ora sconta un tasso Euribor marginalmente positivo a fine 2019 e le attese di rialzo sono state ridimensionate rispetto a metà febbraio (fig. 18).

Il programma di acquisto titoli sarà storia per l'estate

Il focus torna sui tassi di interesse

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.4	1.9	2.0	2.1	2.4	2.7	2.7	2.6	2.4	2.2	2.2	2.0
- t/t				0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi privati	1.7	1.7	1.7	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5
Investimenti fissi	3.1	3.5	3.2	0.8	0.2	1.7	-0.2	0.9	1.2	1.1	0.8	0.7	0.9
Consumi pubblici	1.2	1.3	1.1	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	5.3	5.2	4.1	1.6	1.3	1.2	1.6	1.9	1.3	0.9	0.8	1.0	1.4
Importazioni	4.3	5.0	4.2	1.8	0.2	1.8	0.6	1.1	1.6	1.1	1.1	1.3	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	-0.1	0.2	-0.2	0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	-0.2
Partite correnti (% PIL)	3.1	3.0	2.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-1.1	-0.9	-0.8										
Debito pubblico (% PIL)	89.3	87.2	85.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.5	1.6	1.7	0.7	1.8	1.5	1.5	1.4	1.3	1.7	1.7	1.8	1.6
Produzione industriale (a/a)	2.9	1.9	1.9	2.5	1.3	2.7	3.6	4.2	3.4	2.7	1.7	0.1	1.1
Disoccupazione (ILO, %)	9.1	8.5	8.3	9.7	9.5	9.1	9.0	8.7	8.6	8.5	8.5	8.4	8.3
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
EUR/USD	1.13	1.23	1.26	1.08	1.06	1.10	1.17	1.18	1.23	1.23	1.23	1.24	1.26

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

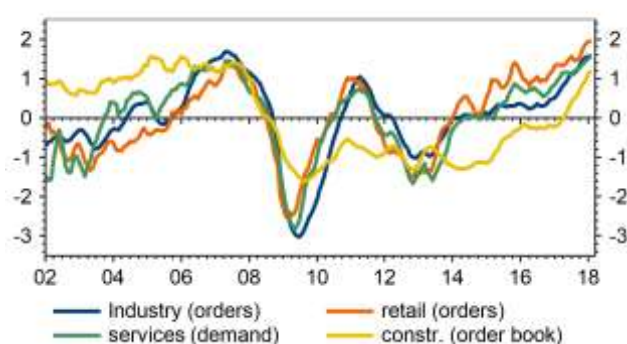
⁶ Si veda tra gli altri lavori della task force BCE dedicata allo studio della bassa inflazione (LIFT low flation task force) M. Ciccarelli e C. Osbald: "Low inflation in the euro area: causes and consequences", ECB working paper No 181, January 2017

Fig. 1 – Le indagini di fiducia continuano a segnalare un’accelerazione della crescita



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

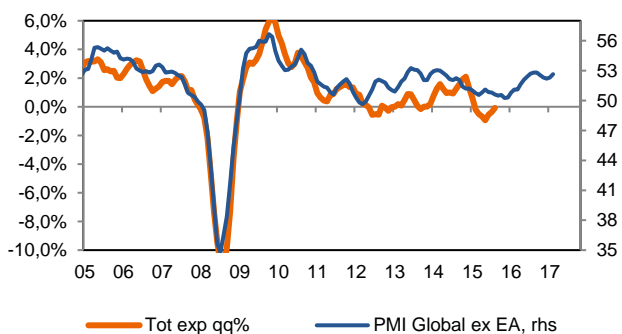
Fig. 2 – La domanda è su livelli pre-crisi in tutti i settori



Nota: i dati sono in deviazione standard dalla media di lungo termine.

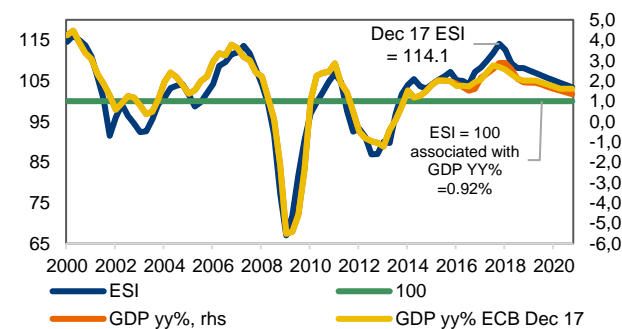
Fonte: Commissione UE indagini di fiducia settoriali Thomson Reuters- Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Per la dinamica dell’export conta la domanda mondiale, che cresce con un certo vigore



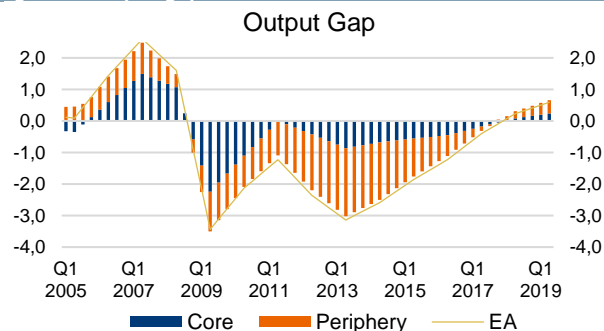
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 4 – Un calo della fiducia economica ESI nei prossimi mesi sarebbe ancora compatibile con un proseguimento della fase di crescita al di sopra del potenziale



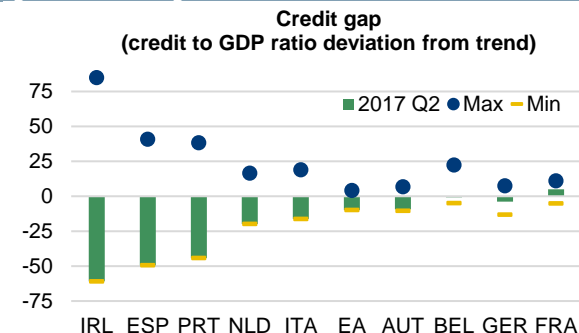
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 5 – L’output gap si chiuderà a inizio 2018



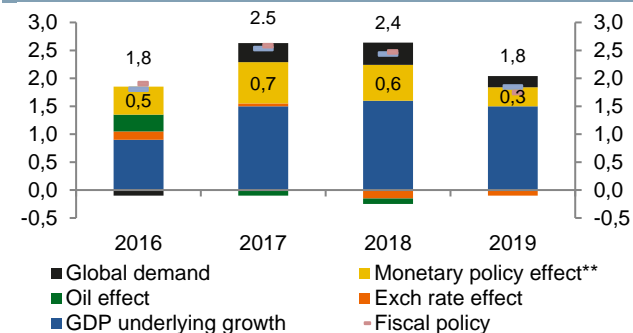
Nota: Core:Ger+Fra+Bel+Ola, Periferia: Ita+Spa+Por+Irl+Gre
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 6 – Nessun segnale di “eccessivo” indebitamento



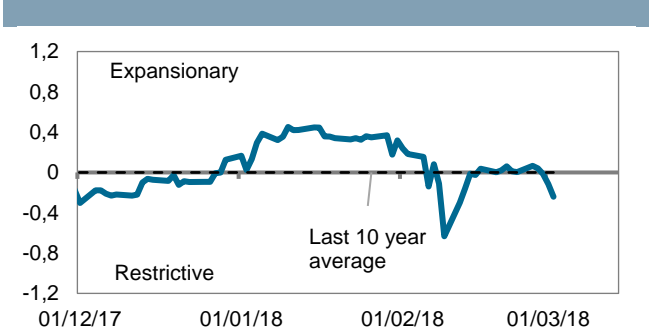
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 7 – Il principale sostegno alla crescita deriva ancora dalle misure BCE



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 8 – Indice Bloomberg di condizioni finanziarie circa neutrale



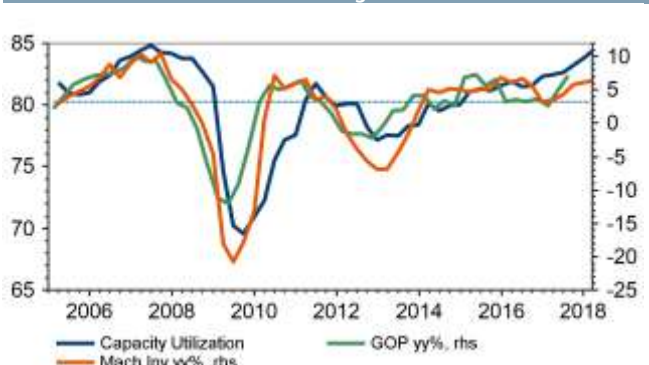
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 9 – Investimenti aziendali avviati verso un ciclo più solido



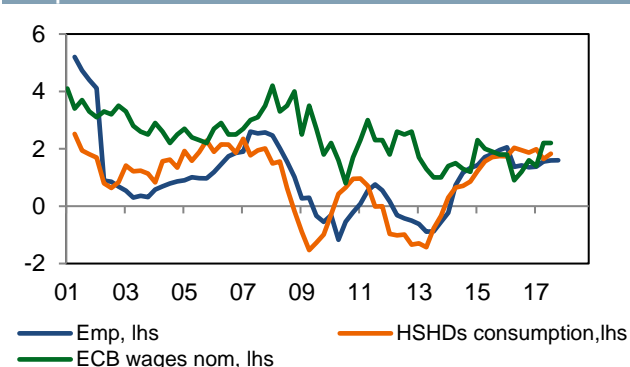
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 10 – Elevato utilizzo degli impianti e crescita dei profitti coerenti con una crescita solida degli investimenti



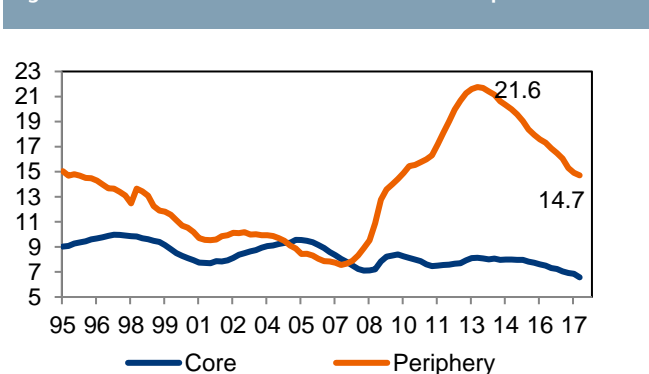
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 11 – Consumi sostenuti dall'accelerazione della dinamica occupazionale



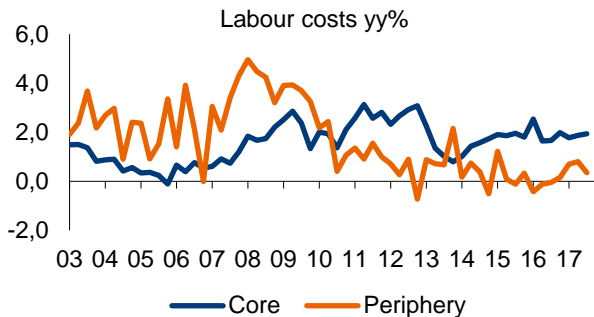
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 12 – Nonostante il calo diffuso della disoccupazione...



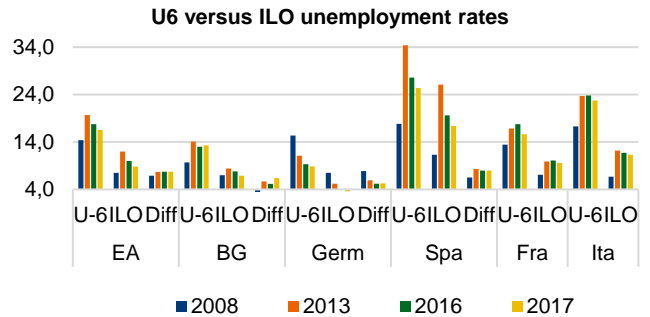
Nota: Core: Ger+Fr+Belg+NI, Periferia: It+Sp+Pt+Irl+Gr
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 13 – ...la crescita dei salari rimane debole



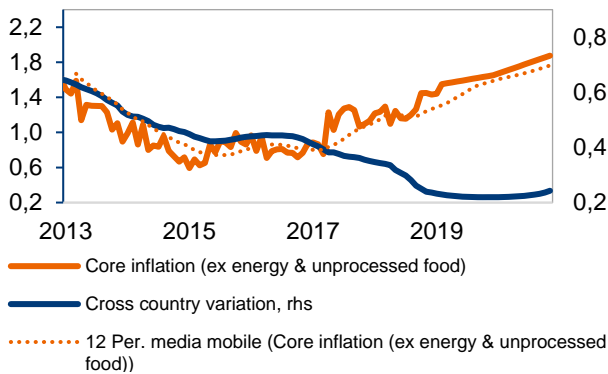
Nota costo del lavoro nell'industria, servizi e costruzioni. Il prossimo release Eurostat è in calendario per il 16 marzo. Core:Ger+Fr+Belg+NI, Periferia: It+Sp+Pt+Irl+Gr
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 14 – Lo slack nel mercato del lavoro rimane più ampio di quello che suggerisce il tasso di disoccupazione ILO



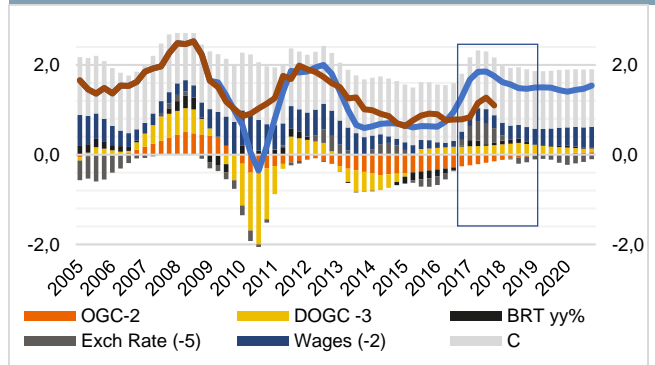
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 15 – Le scelte BCE ancora "condizionate" ad un ritorno duraturo e diffuso a tutta l'area dell'inflazione core verso l'1,8%



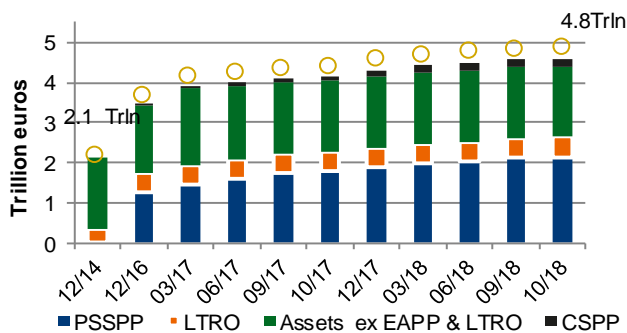
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 16 – Inflazione core e condizioni cicliche "una strana coppia"



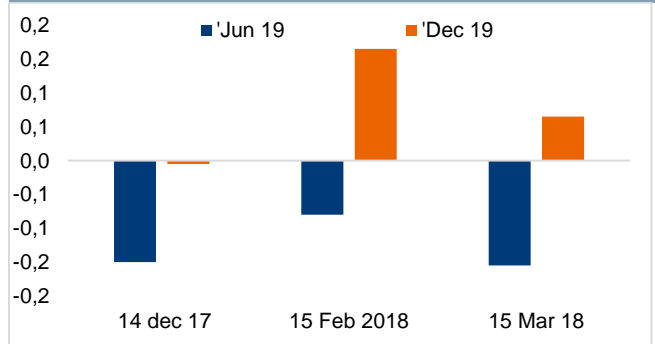
Nota: Il grafico mostra il contributo stimato dal modello ISP per la dinamica inflazionistica, al netto di energia e alimentari stagionali, delle variabili esplicative *c* costante, *OGC-2* è il ritardo 2 del livello dell'output gap, *DOGC-3* è il ritardo 3 della variazione dell'output gap rispetto ad un anno prima, *BRT* è la variazione anno su anno del prezzo del petrolio ritardata di 2 periodi, *exch rate* è una media mobile della variazione ritardata di 5 periodi del cambio effettivo, *wages* è la variazione del costo del lavoro. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 17 – Il bilancio della BCE è più che raddoppiato negli ultimi 4 anni e resterà vicino ai 5 trilioni di euro per un "periodo esteso di tempo"



Nota: le stime assumono che la BCE acquisterà 10 miliardi di euro al mese nel 4° trimestre 2018. Per memoria il bilancio della FED è quadruplicato tra il 2018 ed il 2013.
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 18 – Il mercato si aspetta un ciclo moderato di rialzi nel 2019



Nota: contratti future su Euribor, giugno e dicembre 2019.
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Germania: non c'è due senza tre

Dopo la più lunga *impasse* politica nella storia del dopoguerra, Merkel è riuscita in quella che inizialmente sembrava un'impresa persa, tornare a governare per una terza legislatura con i social democratici (SPD). L'accordo di governo è stato approvato in via definitiva lo scorso 4 marzo. La *Groko* avrà in parlamento una maggioranza meno ampia rispetto al 2013 (v. fig. 1), lo spazio di riforma potrebbe essere quindi limitato ed alcuni temono che il nuovo governo non arrivi al termine della legislatura. Il nuovo esecutivo dovrà mettersi rapidamente al lavoro dopo cinque lunghi mesi di stallo. L'SPD ha ottenuto sei ministeri tra cui gli esteri e le finanze. Ma il passaggio del ministero delle finanze a Scholz, ex sindaco di Amburgo, non comporta un'inversione di rotta nella gestione dei conti pubblici. La regola dello "*schwartz nulle*" impone il mantenimento del saldo strutturale in pareggio. L'accordo di coalizione prevede maggior stimolo fiscale all'economia per 45-47 miliardi di euro tra il 2018 e il 2021 (1,5% del PIL). Il paese manterrebbe comunque un surplus di bilancio vicino all'1,0%, dal momento che a legislazione vigente, il saldo di bilancio dovrebbe eccedere l'1,5% del PIL nel 2020, dall'1,1% dello scorso anno. Il debito pubblico è atteso calare al di sotto del 60% nel 2020 dal 68,1% del 2017, grazie alla solida crescita nominale e al mantenimento del surplus primario. Tra gli altri punti chiave dell'accordo di governo, le riforme della *governance* europea ed un ruolo più attivo della Germania nell'orientare il dibattito. Uno dei punti proposti è la trasformazione dell'ESM (*European Stability Mechanism*) in un fondo monetario europeo. Tuttavia, le attese di riforma pervasiva dell'Unione vanno gestite. Non solo larga parte dell'establishment tedesco ma anche altri paesi del Nord Europa si oppongono ad un budget e a un ministero delle finanze europeo. Le sfide non mancano anche in politica estera date le pressioni dall'amministrazione americana. Il nuovo governo si troverà, inoltre, a dover confrontare l'opposizione di *Alternative für Deutschland*. In Germania, il primo partito all'opposizione gode di una serie di privilegi tra cui la guida di importanti commissioni parlamentari.

Il nuovo governo avvia i lavori su di uno sfondo macroeconomico di ampio supporto. Rispetto a tre mesi fa confermiamo la nostra previsione di crescita del PIL del 2,3% nel 2018, dal 2,5% del 2017 (2,2% al netto degli effetti di calendario). L'espansione può proseguire anche nel 2019 quando la crescita resterà vicina all'1,9%. La fase di massima accelerazione dovrebbe essere alle spalle anche perché il paese opera con crescenti vincoli di capacità. L'*output gap* è ormai chiuso e tornerà ampiamente positivo per metà 2019. Il tasso di disoccupazione ILO è al di sotto del NAIRU (v. fig. 13), inoltre il grado di utilizzo della capacità produttiva continua ad aumentare al di sopra della media di lungo termine (v. fig. 8). Si cominciano a raccogliere i primi segnali di moderazione del ciclo. L'IFO, dopo aver rotto nuovi massimi storici a fine 2017, è tornato indietro a febbraio e segnala che la crescita potrebbe essere leggermente inferiore allo 0,6% t/t del 4° trimestre (v. fig. 2). La produzione industriale ha segnato un'entrata relativamente forte nell'anno ma la crescita acquisita per il 1° trimestre (0,5% t/t) è inferiore a quella di fine 2017 (+1,0% t/t). Ciò detto, non ci aspettiamo un'inversione di tendenza nell'industria e nei servizi nei prossimi mesi. Nel manifatturiero, l'attività sarà sostenuta dal solido aumento degli ordini di beni capitali domestici e dall'estero registrato negli ultimi mesi del 2017 (v. fig. 4). L'export tedesco continua a beneficiare del recupero del commercio mondiale. A fine 2017, si è registrata una decisa accelerazione dei flussi commerciali verso l'Est Europa, resto della zona euro e Stati Uniti e Regno Unito (v. fig. 5). L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo (+7% da aprile) ha avuto, per ora, un effetto risibile sulla dinamica dei prezzi all'import (-0,1% a/a a febbraio 2018). Si conferma, quindi, che la trasmissione è più blanda che in passato⁷. Il contributo alla crescita del PIL nel 2018 del commercio estero rimarrà marginalmente positivo. Nell'anno, le importazioni

Anna Maria Grimaldi

Abemus Groko, ma la maggioranza di governo è meno ampia che in passato

Nessuna vera inversione di rotta sulla politica fiscale, nonostante l'impegno ad aumentare la spesa nei prossimi tre anni

Le riforme della *governance* europea resteranno lente. Le opposizioni non sono solo tedesche

L'espansione può proseguire ma il picco potrebbe essere alle spalle

Manifatturiero spinto dalla forte crescita dell'export

⁷ Uno studio BCE del 2016 (cfr. *working paper* No 1955) mostra che la trasmissione dal cambio ai prezzi tedeschi e l'effetto di freno all'export è molto inferiore rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro, perché le imprese tedesche riescono a tenere fermi i prezzi di vendita, data la maggiore specializzazione dell'export.

cresteranno (+6,7%) più dell'export (6,2%) ma il balzo dell'export a fine 2017 (+2,7% t/t), lascia il contributo medio per l'anno in territorio positivo. Le indagini PMI e IFO suggeriscono una dinamica delle esportazioni ancora forte a inizio 2018. La crescita rimarrà solida anche nei servizi e commercio stando alle indicazioni dall'indagine IFO (v. fig. 3). La crescita del PIL sarà sostenuta ancora in larga misura dalla domanda interna, che è attesa in crescita del 2,0% dopo il 2,3% dello scorso anno. Gli **investimenti in macchinari dovrebbero rimanere la forza trainante dati i fondamentali di ampio supporto e i crescenti vincoli di capacità**. In media 2018 ci aspettiamo un'accelerazione della spesa aziendale al 4,8% dal 4,4% del 2017. Il dettaglio dell'indagine IFO per le costruzioni indica un lieve rallentamento di attività nei prossimi mesi, probabilmente legato a vincoli di capacità. La domanda rimane più che solida (v. figg. 9 e 10). È quindi probabile che si vedrà un'accelerazione degli investimenti in costruzioni nei dati di contabilità nazionale (che recepiscono solo i progetti conclusi) nella prima metà del 2018 (all'1,4% t/t medio, dopo il calo dei sei mesi precedenti). I consumi delle famiglie hanno frenato nella seconda metà dello scorso anno (in media -0,15 t/t dopo il +0,7% t/t medio dei dodici mesi precedenti). Il calo dei consumi dovrebbe essere un fenomeno temporaneo stando alle indicazioni dai dati sulle vendite al dettaglio e immatricolazioni auto. Tuttavia, è probabile che il picco per i consumi sia alle spalle. Negli ultimi trimestri, si è visto un ulteriore aumento del tasso di risparmio fino al 10%, che può essere giustificato solo da motivi precauzionali. Nel 2018 saranno rinnovati, oltre ai contratti dei metalmeccanici (3,5 milioni di lavoratori che hanno spuntato un aumento del 4,8% cumulato su 27 mesi tra aprile 2018 e marzo 2020, più *una tantum* nel 2018-19) anche i contratti per ingegneri, lavoratori nell'edilizia e industria, auto e settore pubblico. I nuovi accordi copriranno circa 9,5 milioni di lavoratori (21% del totale). Nel complesso dovrebbe vedersi un'accelerazione dei salari negoziali al 2,6% nel 2018 e al 3,0% nel 2019 dal 2,1% dei due anni precedenti. L'inflazione è attesa salire stabilmente all'1,8% dal 2018, erodendo in parte gli aumenti delle retribuzioni. La crescita dei salari rimane inerziale rispetto alle condizioni del mercato del lavoro. Una spiegazione è che i cali recenti del tasso di disoccupazione al di sotto del NAIRU sono resi possibili grazie all'afflusso di forza lavoro dal resto dell'unione il che limita le pressioni salariali. Nel 2017, sono stati creati 709 mila posti di lavoro soggetti a contribuzione (crescita media del 2,2% a/a) di cui circa la metà tramite forza lavoro non tedesca secondo le stime della Bundesbank. È migliorato, inoltre, il processo di integrazione dei rifugiati che, oltre a coprire mini lavori o posizioni temporanee, nel 2017 hanno contribuito per un decimo dell'aumento dell'occupazione. Non escludiamo che si vedano ulteriori cali del tasso di disoccupazione allargato U6 che rimane ben più ampio (vicino al 9%) del tasso ILO (3,8%). La probabilità di uscire dalla disoccupazione di lunga durata si è ridotta ed è salita la probabilità di transitare dalla disoccupazione di breve durata all'occupazione.

Investimenti in macchinari principale motore di crescita

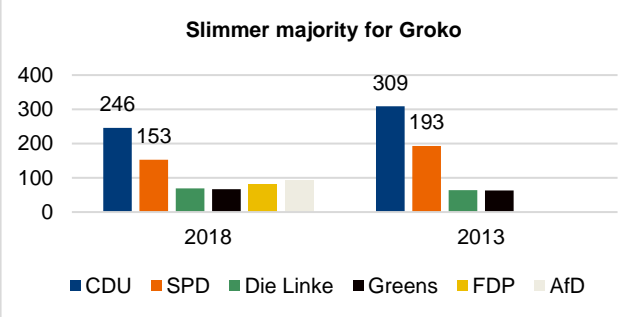
Consumi: il picco è alle spalle

Mercato del lavoro al pieno impiego ma l'accelerazione dei salari sarà modesta. La forza lavoro continua a crescere grazie ai flussi migratori dal resto dell'Unione e migliore assorbimento di rifugiati e immigrati

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
					4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a) *	2.2	2.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.7	2.9	2.6	2.4	2.1	2.0	2.0
- t/t				0.4	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
Consumi privati	2.1	1.7	1.8	0.6	0.8	0.9	-0.2	0.0	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5
Investimenti fissi	4.0	4.0	3.9	-0.1	2.6	1.6	0.5	0.1	1.3	1.5	1.2	1.0	0.9
Consumi pubblici	1.6	1.7	1.8	0.5	0.3	0.3	0.5	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5
Esportazioni	5.3	6.2	4.3	1.3	1.7	1.0	1.8	2.7	1.4	0.9	1.2	0.9	1.2
Importazioni	5.6	6.7	5.0	2.5	0.4	2.4	1.1	2.0	1.9	1.6	0.8	1.4	1.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	-0.3	0.4	-0.8	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.0	-0.4	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	8.2	7.7	7.3										
Deficit pubblico (% PIL)	0.9	1.0	1.1										
Debito pubblico (% PIL)	64.8	61.2	57.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.7	1.7	1.9	1.0	1.9	1.6	1.7	1.6	1.4	1.8	1.8	1.8	1.9
Produzione industriale (a/a)	3.3	3.7	2.2	2.1	0.8	3.4	4.2	4.9	4.5	3.7	3.7	3.0	2.4
Disoccupazione (ILO, %)	5.7	5.4	5.2	6.0	5.9	5.7	5.7	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3
Tasso a 10 anni (%)	0.33	0.74	1.36	0.11	0.25	0.31	0.40	0.38	0.61	0.63	0.75	0.97	1.15

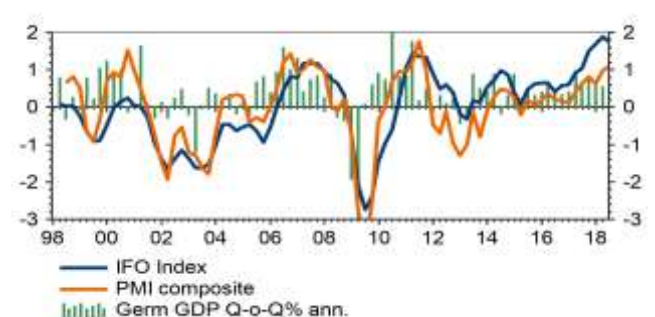
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Finalmente un governo ma per la *Groko* la maggioranza è più risicata che nel 2013



Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La crescita resterà al di sopra del potenziale ma il picco potrebbe essere alle spalle



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il manifatturiero era ancora in forte crescita a inizio 2018 grazie...



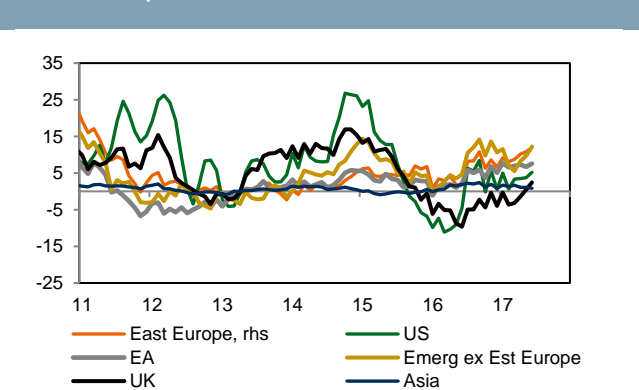
Nota: medie mobile a 6 mesi Fonte: IFO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ... al forte aumento degli ordinativi dall'estero



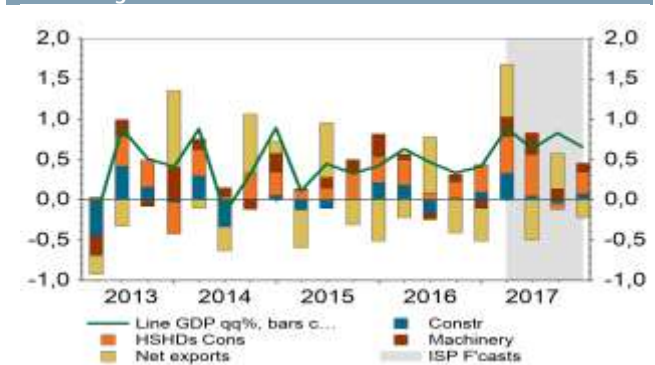
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – E' boom dell'export tedesco verso l'Est Europa ma anche verso i paesi avanzati



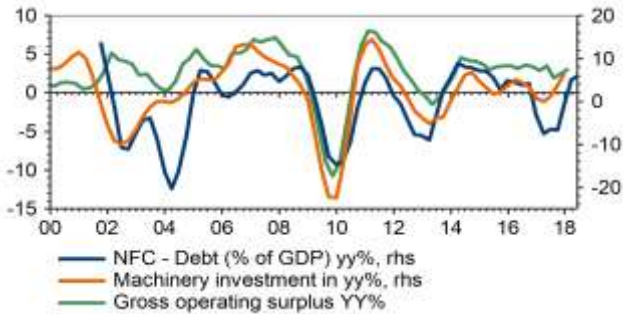
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

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



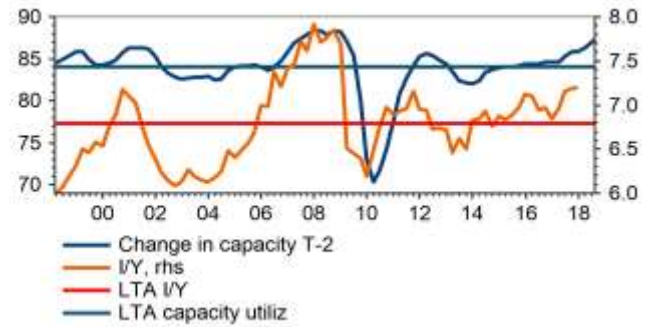
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – I fondamentali e...



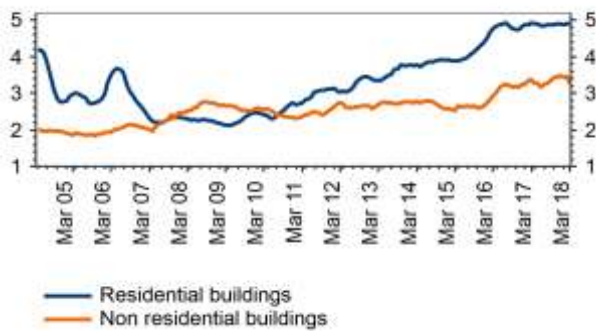
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



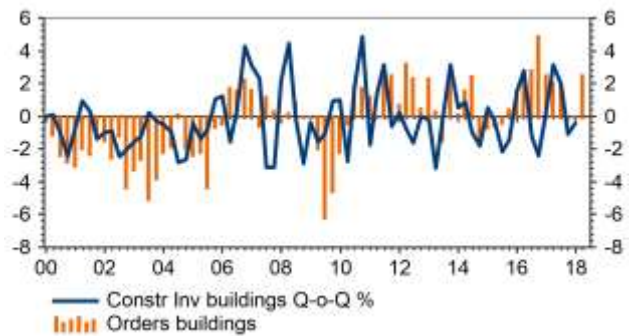
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 9 – L'andamento di permessi e...



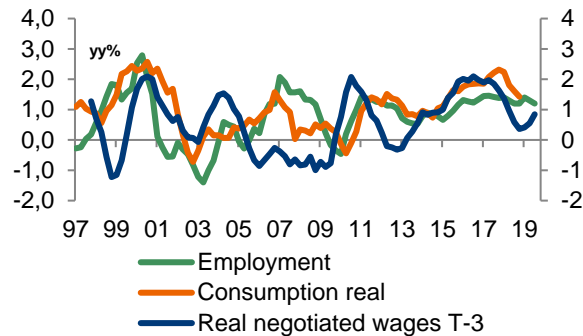
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



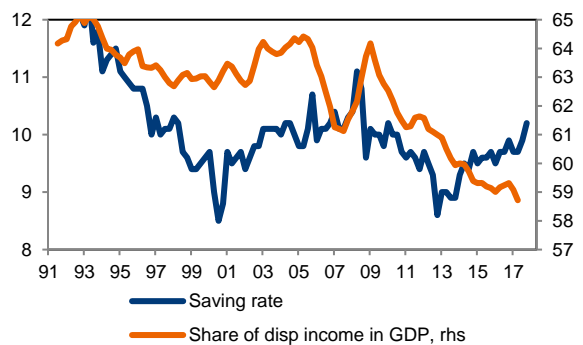
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



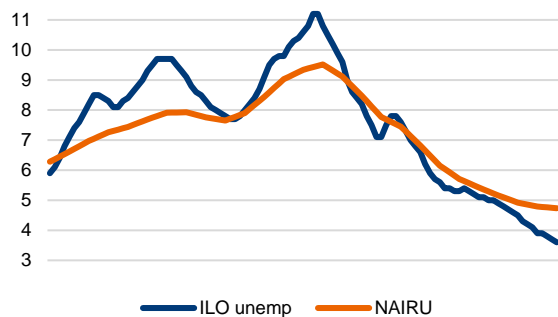
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 12 – Tasso di risparmio in aumento



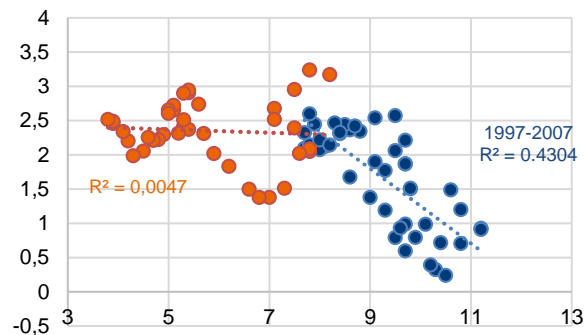
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 13 – La disoccupazione è al di sotto del NAIRU



Fonte: FSO, OECD (NAIRU) e elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Curva di Phillips più piatta negli ultimi anni



Fonte: FSO e elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia: l'economia un altro anno sopra al potenziale

Il 2017 è stato il miglior anno per l'economia francese dal 2001, con il PIL che ha toccato il 2,0% dall'1,1% del 2016. Il merito va in particolare alla componente investimenti, che è cresciuta lo scorso anno dell'1,2% grazie all'accelerazione degli investimenti delle famiglie (+5,4% a/a da +2,4% a/a), in crescita per il secondo anno consecutivo dopo quattro anni di contrazione. Anche gli investimenti produttivi hanno giocato un ruolo decisivo e inatteso, con una crescita media del 4,4% a/a da 3,6% a/a. Nonostante la fine a giugno scorso dello schema di superammortamento, le aziende hanno mantenuto nel 2° semestre un ritmo di crescita oltre il 5% a/a. L'economia ha chiuso il 2017 in accelerazione (+0,6% t/t, rivisto al rialzo di un decimo, da +0,5% t/t del 3° trimestre) e la base di partenza per il 2018 è quindi positiva. **Nel 1° trimestre ci attendiamo tuttavia un rallentamento dell'attività (+0,4% t/t)**, in particolare a causa della frenata del comparto manifatturiero. **Per l'anno in corso l'economia è attesa espandersi a un ritmo ancora solido (2% a/a)**, spinta da una ripresa dei consumi e ancora dagli investimenti, per iniziare a rallentare dal 2019 (1,8% a/a).

Nel 2017 i **consumi delle famiglie** hanno rallentato rispetto al 2016 e dopo aver toccato un picco a 0,6% t/t nel 3° trimestre, nel 4° trimestre hanno rallentato a 0,2% t/t. A gennaio la spesa per consumi è nuovamente calata (-1,9% m/m da -1,2% m/m), per effetto in particolare del minor consumo di energia e flessione delle spese in abbigliamento sulla scia di fattori climatici sfavorevoli: la debole entrata nell'anno e i dati finora disponibili fanno prevedere un contributo negativo dei consumi al risultato del 1° trimestre. Nel prosieguo del 2018, superati i fattori transitori, i consumi sono tuttavia visti ritornare a espandersi circa in linea con lo scorso anno (+1,1% a/a da +1,3% a/a) grazie a un consolidamento del reddito disponibile indotto dalla positività del ciclo e dal morale delle famiglie, che rimane al di sopra della media storica con la propensione ai consumi ben impostata. Tuttavia, l'aumento della tassazione dei redditi personali, a partire dalla primavera, avrà un impatto negativo su morale e consumi, pensiamo parzialmente compensato più in là dal calo della pressione fiscale prevista dal prossimo autunno, che dal 2019 riporterà in accelerazione i consumi.

Gli **investimenti**, come già accennato, dovrebbero essere un contributore principale anche nel 2018, grazie all'espansione congiunta di tutte le sue componenti: gli investimenti **residenziali**, pur rallentando rispetto al 2017, si consolideranno omogeneamente durante il 2018 dopo anni di contrazioni sulla scia di un mercato immobiliare in crescita, come testimoniato dai dati sui ritmi di costruzione delle nuove case. Anche gli investimenti **produttivi** daranno un contributo positivo, in linea con quanto visto l'anno scorso (+4,1% a/a da +4,4% a/a) sostenuti dalle previste riduzioni della tassazione delle aziende che andranno ad ampliare i margini di profitto. Infine, nel 2018 ritorneranno ad espandersi anche gli investimenti **pubblici** dopo una lunghissima contrazione (0,8% a/a da -0,9% a/a) grazie ai progetti infrastrutturali della presidenza Macron, che da quest'anno entreranno in scena. Complessivamente, la componente investimenti dovrebbe crescere di 3,3% da 3,7% dell'anno scorso.

Il **morale negli affari** sta migliorando ulteriormente, con la fiducia nel manifatturiero in rotta per salire a 113 da 112 di fine 2017 secondo l'indice INSEE. La **produzione industriale**, dopo essere cresciuta del 2,4% l'anno scorso dovrebbe portarsi attorno all'1% quest'anno; per il trimestre in corso gli effetti climatici, con temperature eccezionalmente miti, hanno avuto un impatto negativo sull'entrata nel 2018 con la produzione in rotta per un calo di -1,7% t/t da 1,6% t/t e con un possibile contributo negativo alla formazione del PIL di circa due decimi. Nei **servizi** si è vista una lieve correzione tra gennaio e febbraio a 107 da 109 secondo l'indice INSEE, confermata dai PMI in marginale correzione a 58,6, ma il morale rimane comunque decisamente ben impostato per una prosecuzione dell'attività sui ritmi visti tra novembre e dicembre. Infine, nel settore **edilizio**, l'aumento degli investimenti residenziali sta alimentando il comparto (+0,3% t/t a fine 2017 da +0,2% t/t del 3° trimestre), che continuerà a recuperare anche, come

Guido Valerio Ceoloni

L'economia rimane in una fase espansiva anche nel 2018, con il PIL atteso al 2%

Consumi in forma, dall'autunno arriverà qualche sgravio fiscale

Gli investimenti risentiranno positivamente della componente pubblica

Il manifatturiero continua a crescere, servizi solidi e costruzioni in risalita

confermato dagli indici di fiducia, stabilmente attorno a 107 nei primi due mesi dell'anno in corso. Anche in Francia, tuttavia, nei servizi e nel manifatturiero gli indicatori sembrano ormai sui massimi dalla seconda metà del 2017: quindi è possibile che si assisterà a una progressiva normalizzazione dei ritmi dell'attività.

Il **commercio internazionale** rimarrà dinamico anche nel 2018, dando stimolo alle **esportazioni** sia verso i paesi dell'Eurozona (primo mercato per la Francia) sia verso i partner internazionali. Le esportazioni quest'anno dovrebbero espandersi del 5%: il forte ingresso nel 2018 dovrebbe contribuire a un buon risultato dell'export nel 1° trimestre (a 0,9% t/t da 2,4% t/t); ci aspettiamo un rallentamento progressivo, più accentuato dall'autunno. Le **importazioni** invece dovrebbero risultare meno dinamiche quest'anno per via della moderazione dei consumi (a 2,6% a/a da 4,1% a/a). **L'effetto complessivo sulle esportazioni nette sarà di un contributo positivo di circa 0,2 quest'anno dopo lo 0,3 del 2017.** Il deficit di **bilancia commerciale** è atteso migliorare nell'anno in corso grazie al contributo delle esportazioni e al rallentamento dei consumi, scendendo al 9,4% del PIL da 10,8% del 2017.

Il canale estero contribuirà marginalmente al PIL

I prezzi al consumo dovrebbero continuare a salire nel corso del 2018 sulla scia sia di un effetto statistico favorevole che della risalita del prezzo del petrolio, portando **l'inflazione** ad accelerare nel corso dell'anno verso l'1,3% in media da 1,0% del 2017 (indice nazionale). **Dal 2019 l'inflazione dovrebbe continuare a salire verso l'1,5%** sulla scia di pressioni dal mercato del lavoro e in seconda battuta dai prezzi energetici. L'**indice core** al netto di alimentari, energia e tabacco risalerà quest'anno di un paio di decimi a 0,6% da 0,4% per accelerare più apprezzabilmente nel 2019 a 1,3%.

L'inflazione chiude il 2017 all'1,0%, risalerà all'1,3% quest'anno

La **disoccupazione** è scesa in modo apprezzabile l'anno scorso, calando di ben sette decimi all'8,9% nell'ultimo trimestre da 9,6%, per una media annua 2017 a 9,4% da 10,1%, meglio del previsto ma ancora su un livello al di sopra del dato dell'Eurozona e assieme ormai a pochissimi altri paesi del sud Europa. L'anno scorso il mercato del lavoro ha creato complessivamente circa 280 mila nuovi posti di lavoro, di cui quasi 270 mila nel settore privato⁸ (il dato migliore dal 2015). L'aumento dell'**occupazione** è atteso proseguire anche nel 2018 ma meno rispetto al 2017 (+0,8% a/a da +1,1% a/a) a causa dell'esaurirsi, lo scorso anno, degli incentivi statali a riduzione del costo del lavoro: pertanto l'aumento degli occupati dovrebbe consentire alla disoccupazione di scendere ancora, a un ritmo di circa un decimo a trimestre per una media annua all'8,9%. Nel trimestre in corso la disoccupazione potrebbe ritornare a salire al margine al 9,0% dopo il dato eccezionalmente buono di dicembre.

Disoccupazione in calo più delle attese ma ancora al di sopra della media dell'Eurozona

I conti pubblici hanno visto nel 2017 il ritorno del **deficit nominale** sotto il 3% (2,9%) per la prima volta da un decennio, permettendo finalmente al Paese di uscire dalla procedura per deficit eccessivo. Anche grazie alla positività del ciclo, per l'anno in corso il deficit dovrebbe stabilizzarsi sul livello di fine 2017 o al più aumentare di un decimo ritornando sulla soglia del 3,0% per effetto delle spese previste dall'Esecutivo e per la sforbiciata fiscale in agenda dall'autunno. Stando ai documenti programmatici, le maggiori uscite dovrebbero essere coperte da tagli alla spesa, pertanto le finanze statali appaiono sotto controllo e non prevediamo pericolosi aumenti della spesa nel breve termine, in ogni caso un allargamento del **deficit strutturale** era già anticipato e dovrebbe aggirarsi attorno a due decimi (dal -2,4% al -2,6%). Il **debito pubblico** per l'anno in corso è atteso stabilizzarsi al 97% dal 96,9% del 2017.

Stabilizzazione del deficit nominale al 3% nel 2018 ma il saldo strutturale peggiorerà

⁸ Anche nelle costruzioni gli addetti sono aumentati nel 2017, dato molto positivo poiché l'occupazione nel settore era andata calando dal 2001, indicando che anche in questo comparto la crisi è ormai alle spalle.

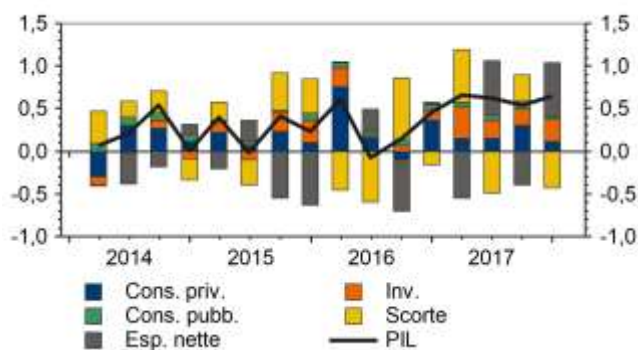
Scenario Macroeconomico

Marzo 2018

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
					4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.0	2.0	1.9	1.2	1.2	1.9	2.3	2.5	2.2	2.1	2.0	1.8	1.9
- t/t				0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
Consumi privati	1.3	1.1	1.6	0.7	0.3	0.3	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
Investimenti fissi	3.7	3.3	2.4	0.5	1.7	0.9	0.9	1.2	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Consumi pubblici	1.6	1.4	1.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.3	5.1	3.0	1.0	-0.7	2.2	1.0	2.4	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Importazioni	4.1	2.6	3.0	0.8	1.1	0.0	2.2	0.3	0.1	0.6	1.0	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.5	0.1	-0.2	0.6	-0.6	0.2	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.8	-2.9	-2.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.9	-3.0	-3.0										
Debito pubblico (% PIL)	96.9	97.0	96.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.2	1.5	1.5	0.7	1.5	1.0	0.9	1.2	1.4	1.6	1.8	1.4	1.0
Produzione industriale (a/a)	2.4	1.1	2.6	0.5	0.8	1.8	3.2	3.9	1.8	1.3	0.9	0.3	2.2
Disoccupazione (ILO, %)	9.4	8.9	8.6	10.0	9.6	9.4	9.6	8.9	9.0	8.9	8.8	8.7	8.7

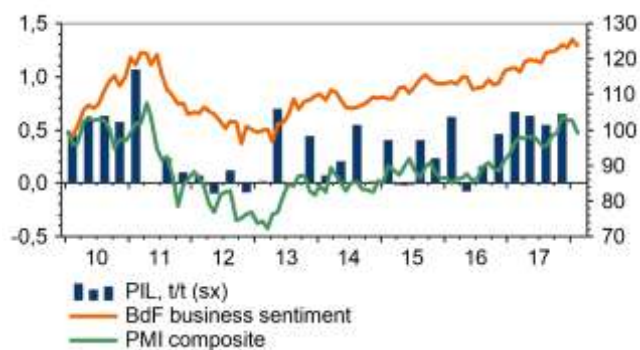
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



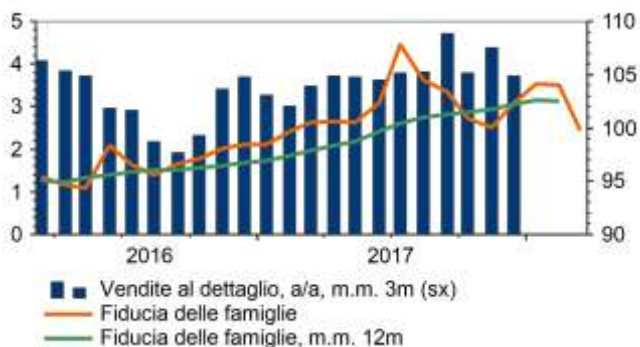
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



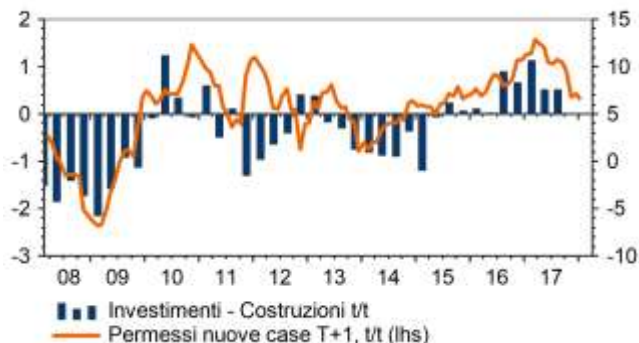
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



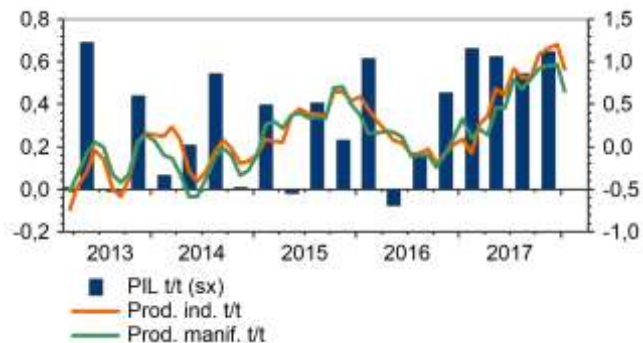
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



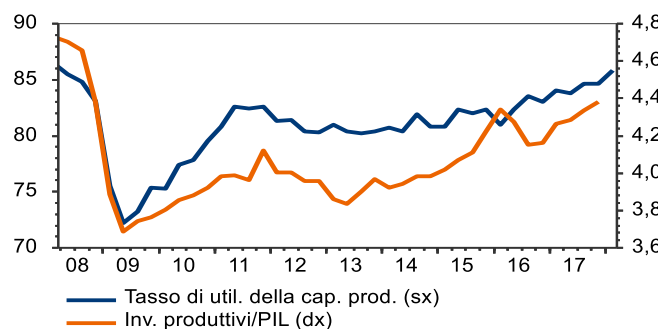
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



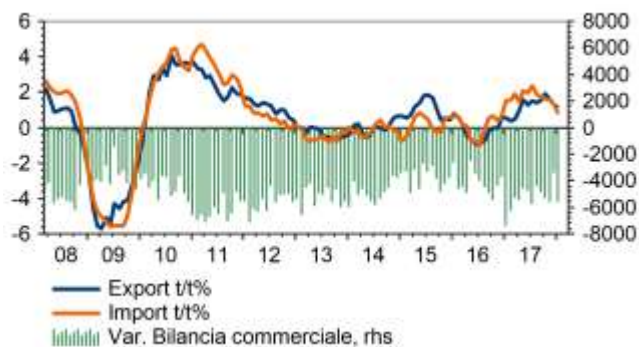
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



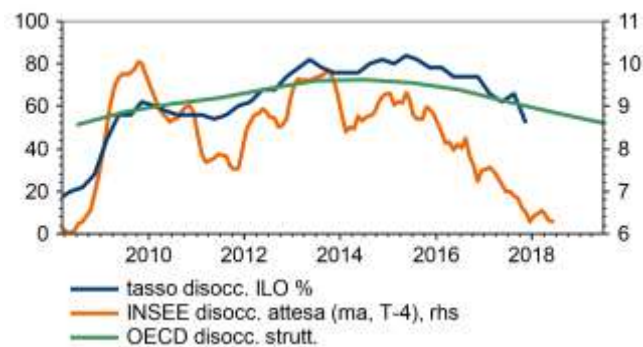
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



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

Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Italia: sereno variabile

Il 2018 dovrebbe essere il quinto anno consecutivo di crescita per l'economia italiana, anche se i livelli del PIL pre-crisi verranno recuperati nelle nostre stime solo nel 2022. L'anno dovrebbe cominciare con un buon abbrivio: stimiamo una possibile riaccelerazione su base congiunturale, a 0,4-0,5% t/t dopo la marginale frenata vista a fine 2017 (a 0,3% t/t). Non è escluso poi che la crescita perda velocità nel corso dell'anno, sulla scia del minor vigore della domanda mondiale e degli effetti del cambio forte. Anche l'evoluzione del quadro politico potrebbe pesare, in particolare sulle sorti del ciclo nel 2019, soprattutto attraverso l'orientamento della politica fiscale. Nel complesso, **stimiamo nel nostro scenario di base una crescita di 1,3% nel 2018 e di 1,2% nel 2019; a nostro avviso, i rischi su tali stime sono verso l'alto quest'anno e verso il basso l'anno prossimo** (sul quale l'incertezza è particolarmente elevata).

La **domanda domestica** finale dovrebbe crescere anche nel 2018 di 1,5%, come accaduto in media già nei tre anni precedenti, salvo rallentare moderatamente a 1,1% nel 2019. L'espansione sarebbe anzi maggiore al netto del contributo delle scorte, che anche nel 2018-19 dovrebbero rappresentare un freno al PIL come già accaduto nel biennio precedente. Mentre nella prima fase della ripresa (2014-15) decisiva per l'inversione del ciclo era stata la ripartenza dei **consumi**, spinti dal bonus fiscale, dal calo dell'inflazione e dagli effetti sull'occupazione degli incentivi contributivi, nello stadio attuale del ciclo la crescita dei consumi continua, ma va via via perdendo vigore (da 1,9% nel 2015 a 1,4% in media nel 2016-17 a 0,9% in media nelle nostre stime nel 2018-19). Il testimone della ripresa sembra ormai passato agli **investimenti**, che dovrebbero risultare il principale motore di crescita nel 2018 accelerando al 5% circa (dopo il 3,9% del 2017), trainati dalla spesa per macchinari e attrezzature (dopo che negli anni precedenti si era visto soprattutto uno spettacolare recupero, a ritmi del 30% all'anno, per gli investimenti in mezzi di trasporto). Un discorso a parte meritano le costruzioni, il settore maggiormente colpito dalla crisi (-37% rispetto ai picchi pre-crisi a fine 2017), per le quali però non ci attendiamo nel biennio in corso un'accelerazione rispetto all'1,5% visto nel 2016-17, dopo nove anni consecutivi di contrazione.

Cruciale per le sorti della domanda domestica sarà l'evoluzione del quadro occupazionale, che nel corso del 2017 ha mostrato non solo luci ma anche ombre: 1) da un lato il livello degli occupati ha toccato un nuovo record storico e il tasso di occupazione è tornato ai massimi da quasi 10 anni (a 58,1% a gennaio 2018); ciò ha favorito un ulteriore calo della disoccupazione (a 11,1% a gennaio 2018, dall'11,7% di un anno prima), anche giovanile (a 31,5% da 37,5%), frenato solo dalla continua diminuzione di inattivi e scoraggiati; inoltre, si registra un aumento delle ore lavorate dovuto soprattutto alla riduzione del part-time involontario (e della CIG); 2) dall'altro lato, tra i segnali meno confortanti: la nuova occupazione creata dopo la fine degli incentivi contributivi sui nuovi contratti a tempo indeterminato è quasi interamente di natura temporanea. In prospettiva, pensiamo che l'occupazione possa perdere ulteriore slancio nel 2018-19 (+0,7% in media nel 2018-19), il che non impedirà un ulteriore calo del tasso di disoccupazione (a 10,7% quest'anno e 10% nel 2019) in quanto è destinato ad affievolirsi il trend recente di calo degli inattivi (stimiamo forze di lavoro poco variate nel 2018-19, dopo il +0,8% in media del biennio scorso). Tra l'altro, non solo sono venuti meno gli incentivi sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato, e in assenza di interventi svaniranno anche quelli selettivi (su giovani, donne e Mezzogiorno) in vigore quest'anno, ma nel corso del 2018 scadranno anche gli sgravi contributivi dei lavoratori assunti nel 2015.

Già nel 2017, per la prima volta dal 2013, **anche la domanda estera è tornata a contribuire alla crescita del PIL**, in un quadro di robusta accelerazione per entrambi i flussi commerciali. In particolare, assai confortante è risultata l'accelerazione dell'export (+6% in termini reali secondo i dati di contabilità nazionale), nonostante il rafforzamento del cambio (soprattutto nei confronti del dollaro). In generale, di recente la performance dell'export italiano è risultata leggermente

Paolo Mameli

Il 2018 dovrebbe essere il quinto anno consecutivo di espansione per l'economia italiana

Proseguirà la crescita della domanda interna, trainata soprattutto dagli investimenti

Cruciale sarà l'evoluzione del mercato del lavoro, che sta mostrando luci ed ombre

L'export sembra beneficiare di un recupero di competitività

superiore a quella della media eurozona, e alla domanda potenziale rivolta verso l'Italia. Ciò potrebbe essere spiegato da un **recupero in termini di competitività** derivante dal calo del costo del lavoro per unità di prodotto (-0,3% per l'intera economia nel 2017). Di conseguenza il Paese, dopo il calo di quota di mercato sul commercio mondiale registrato dal 2000, sembra aver invertito questo trend, con un marginale recupero della quota sul commercio mondiale in corso già a partire dal 2013, e verosimilmente accentuatosi nel periodo più recente. In prospettiva, pensiamo che anche nel biennio 2018-19 gli scambi con l'estero possano dare un contributo positivo alla crescita, pur in un quadro di probabile rallentamento "fisiologico" per entrambi i flussi dopo il "boom" del 2017. Continuiamo a ritenere che gli effetti negativi del cambio forte sull'export possano risultare nell'attuale fase minori che in passato, per motivazioni sia strutturali (aumento della fatturazione in valuta locale delle importazioni, crescita del contenuto di import dell'export), sia cicliche (il ruolo della domanda interna in questa ripresa è superiore a quelli dei cicli passati).

Sul fronte della finanza pubblica, il consuntivo 2017, almeno secondo le stime provvisorie, è stato migliore del previsto. Il rapporto deficit/PIL è stato pari all'1,9%, contro il 2,1% incluso nello scenario programmatico del Governo e in deciso miglioramento rispetto al 2,5% del 2016. Migliore delle attese anche l'avanzo primario, salito all'1,9% del PIL dopo l'1,5% registrato nei due anni precedenti (l'obiettivo 2017 era 1,7%). Peraltro, il miglioramento è avvenuto nonostante un ulteriore calo della pressione fiscale, al 42,4% del PIL dopo il 42,7% dell'anno precedente. Il rapporto debito/PIL è calato al 131,5%, dal 132% del 2016, circa in linea con l'obiettivo governativo (131,6%). Tuttavia, i dati di finanza pubblica non incorporano la contabilizzazione degli effetti della liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, per i quali si attende la valutazione di Eurostat, che potrebbe comportare una revisione peggiorativa del debito. In prospettiva, **l'evoluzione della politica fiscale (e i suoi effetti sul ciclo) dipenderanno evidentemente dagli sviluppi politici.** I rischi appaiono limitati sul 2018: il DEF dovrebbe essere compilato (entro il 10 aprile) dal governo uscente, ed includere solo il quadro di finanza pubblica tendenziale; in ogni caso, dopo l'invio alla Commissione UE entro il 30 aprile, Bruxelles potrebbe chiedere all'Italia una correzione strutturale pari a due decimi di PIL per l'anno in corso, che sarà difficile da implementare in assenza di un nuovo governo. I nodi verranno poi al pettine in autunno, quando dovrà essere definito il quadro di finanza pubblica per il 2019. In teoria, l'anno prossimo l'Italia dovrebbe effettuare una correzione strutturale superiore al mezzo punto di PIL ovvero almeno 0,6%; poiché in base alle stime contenute nelle ultime proiezioni ufficiali il saldo migliorerebbe di 0,4%, resta da implementare un aggiustamento strutturale pari a due decimi di PIL; a ciò occorre aggiungere la copertura delle clausole di salvaguardia che valgono 12,5 mld ovvero lo 0,7% del PIL sul 2019 (e 19,2 mld ovvero l'1% del PIL sul 2020). In pratica, **sarebbe necessaria, a valere sul 2019, una manovra pari ad almeno lo 0,9% del PIL.**

L'orientamento di politica fiscale nel 2019 dipenderà dagli sviluppi politici, e sarà cruciale per le sorti del ciclo l'anno prossimo

Riassumiamo i **diversi scenari di finanza pubblica** nei grafici 15 e 16, dove mettiamo a confronto i target inclusi nell'ultimo documento ufficiale di finanza pubblica (la Nota di Aggiornamento al DEF dello scorso settembre) e le nostre previsioni in tre scenari: copertura delle clausole con misure dal moltiplicatore relativamente contenuto (in linea con quanto accaduto negli ultimi anni); entrata in vigore delle clausole con aumento dell'IVA (che avrebbe effetti meno virtuosi sulla finanza pubblica rispetto al caso precedente, visto l'impatto retroattivo in termini di minore crescita); disinnescamento dell'aumento IVA ma senza misure di copertura. Nell'ultimo caso, il deficit nel 2020 si avvicinerebbe pericolosamente al 3% (2,6%) e il debito resterebbe sopra il 129% del PIL. Ciò senza ipotizzare ulteriori misure espansive quali quelle contenute nel programma elettorale di pressoché tutti i maggiori partiti e in particolare di quelli maggiormente premiati dagli elettori lo scorso 4 marzo.

Scenario Macroeconomico

Marzo 2018

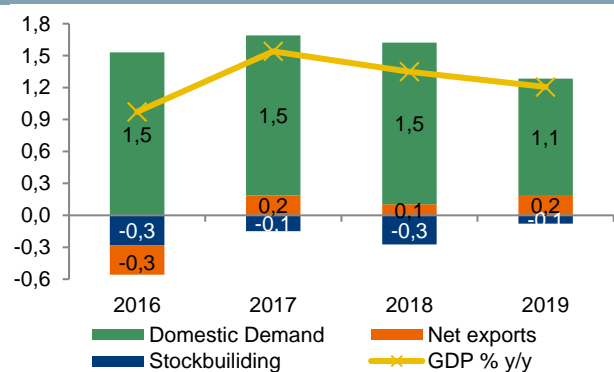
Una eventuale ingovernabilità, se protratta per un periodo di tempo relativamente breve (meno di un anno), **sembra poter avere conseguenze tutto sommato limitate sull'economia**, come accaduto in altri Paesi. Questi, però, non dovevano affrontare la questione della disattivazione dell'aumento IVA, che come detto potrebbe avere effetti non irrilevanti sul ciclo. Anzi, nel breve termine, almeno dal punto di vista della disciplina fiscale, l'ingovernabilità potrebbe essere preferibile a un nuovo esecutivo che implementi anche solo in buona parte le misure promesse in campagna elettorale. Certo, nel momento in cui un Governo verrà formato, sarà importante che non sia minata la fiducia nel prosieguo del percorso di risanamento dei conti pubblici e che non si assista a una inversione a U nel processo di implementazione delle riforme strutturali.

All'indomani delle elezioni politiche dello scorso 4 marzo, non è chiaro se sarà possibile formare un nuovo governo

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.3	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
- t/t				0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.3	1.0	0.8	0.3	0.6	0.1	0.4	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
Investimenti fissi	3.9	5.0	2.9	2.5	-2.1	1.5	3.2	1.7	0.5	1.0	0.6	0.6	0.8
Consumi pubblici	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0	0	0.1	0.1
Esportazioni	6.0	4.1	2.9	1.9	1.9	0.2	2.0	2.0	0.3	0.8	0.8	0.8	0.8
Importazioni	5.7	4.0	2.5	2.3	0.2	2.0	1.9	1.0	0.6	0.8	0.8	0.6	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.6	-0.4	-0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.1	1.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-1.9	-1.5	-1.2										
Debito pubblico (% PIL)	131.5	130.1	128.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.3	1.2	1.6	0.2	1.3	1.6	1.3	1.1	0.9	1.0	1.3	1.7	1.6
Produzione industriale (a/a)	3.7	2.8	1.8	3.4	2.2	3.9	4.7	3.9	4.2	3.5	2.0	1.4	1.2
Disoccupazione (ILO, %)	11.2	10.7	10.0	11.8	11.6	11.2	11.2	11.0	11.0	10.8	10.6	10.5	10.3
Tasso a 10 anni (%)	2.07	2.32	3.16	1.77	2.15	2.17	2.09	1.84	2.04	2.13	2.39	2.72	2.95

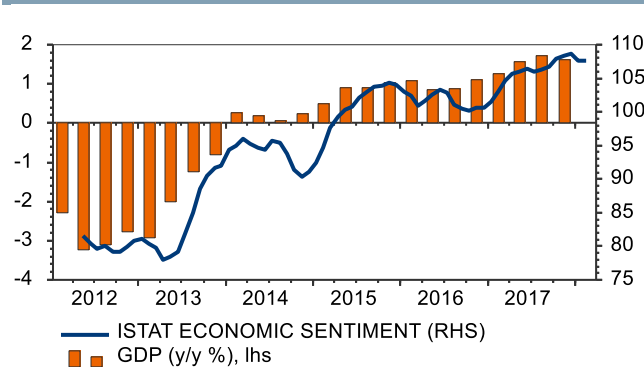
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il commercio estero è tornato a contribuire alla crescita mentre le scorte restano un freno. La domanda domestica è su un sentiero di moderato rallentamento



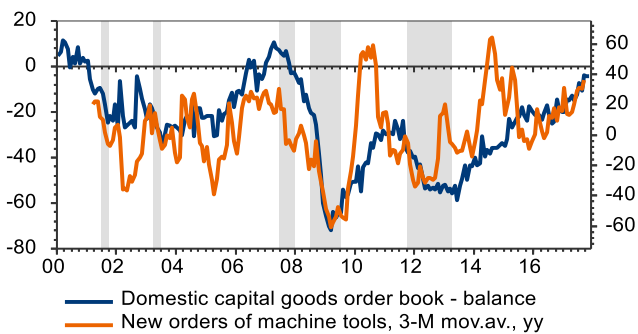
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli indici anticipatori sono coerenti con una crescita tendenziale che rimane superiore all'1%



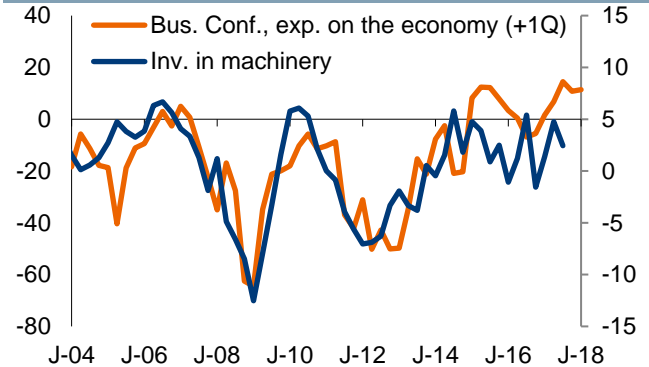
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Pare finalmente avviato il ciclo degli investimenti in macchinari...



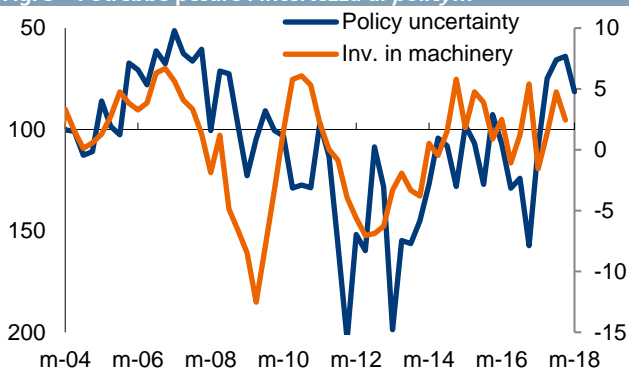
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – ...in coerenza con le aspettative delle imprese sull'economia



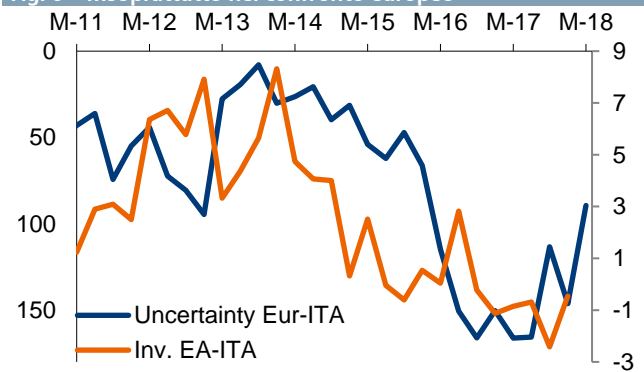
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – Potrebbe pesare l'incertezza di policy...



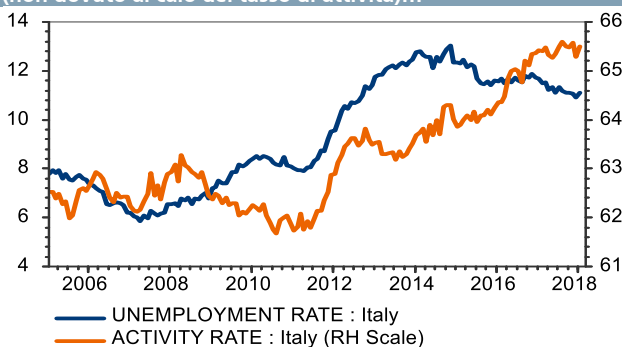
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: Istat, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 6 – ...soprattutto nel confronto europeo



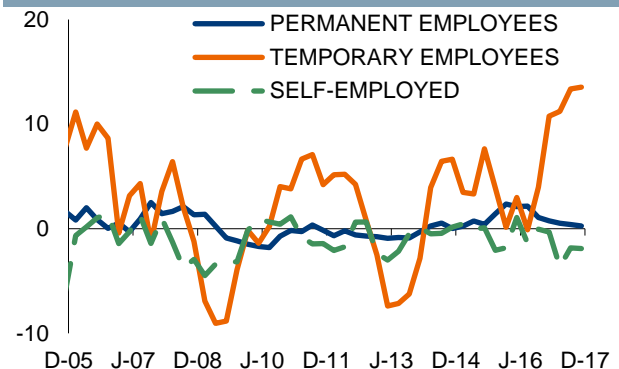
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali), eurozona vs Italia. Fonte: Istat, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 7 – Il quadro sull'occupazione è a due facce in quanto mostra che da un lato continua il calo della disoccupazione (non dovuto al calo del tasso di attività)...



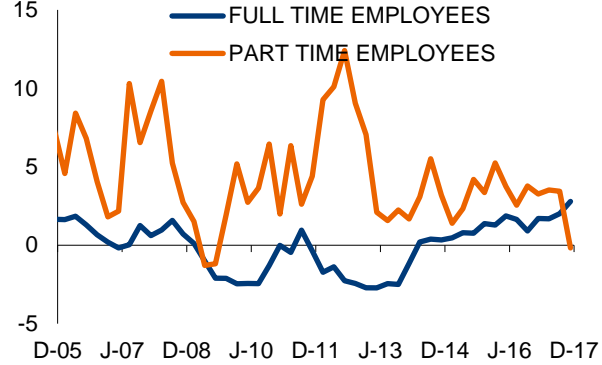
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – ...dall'altro che tutta la nuova occupazione creata nell'ultimo anno è di natura temporanea



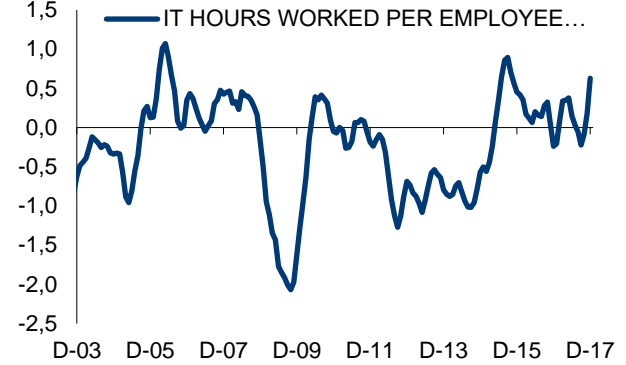
Nota: variazioni % a/a. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – E' anche in corso un calo del part-time (soprattutto involontario)...



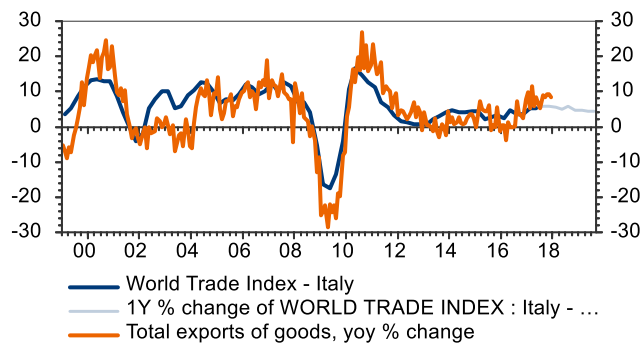
Nota: variazioni % a/a. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – ...che si sta riflettendo in un aumento delle ore lavorate per dipendente



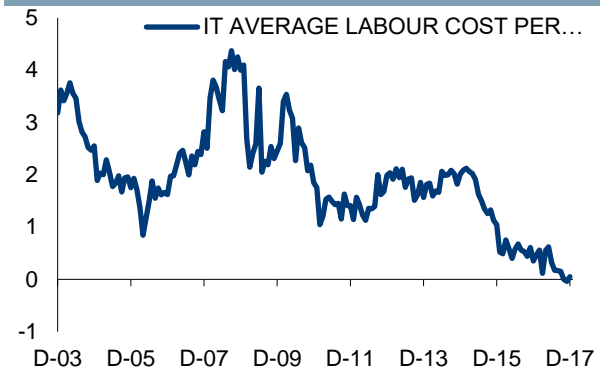
Nota: variazioni % a/a. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – L'export sta mostrando in questa fase un andamento migliore rispetto alla domanda potenziale rivolta verso l'Italia...



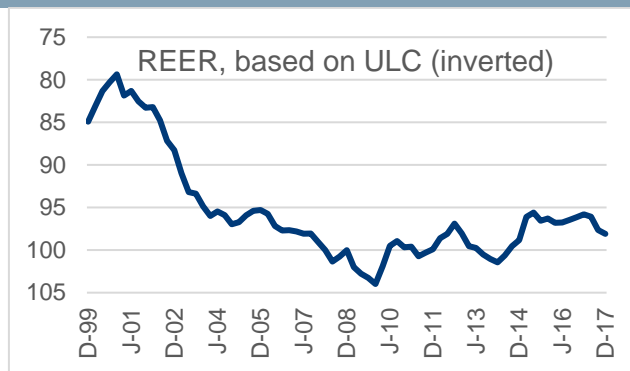
Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – ...il che potrebbe essere dovuto al recupero di competitività derivante dal calo del costo del lavoro



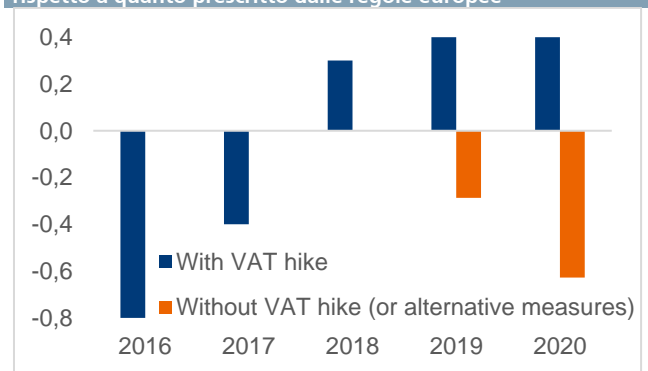
Nota: variazione % a/a. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Negli ultimi anni l'Italia sembra aver recuperato competitività di costo



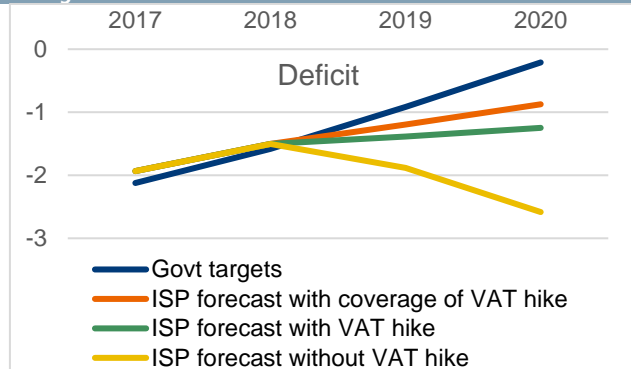
Nota: tasso di cambio effettivo reale basata sul costo del lavoro per unità di prodotto (livello). Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Senza una copertura delle clausole di salvaguardia, il sentiero del saldo strutturale nei prossimi anni sarà divergente rispetto a quanto prescritto dalle regole europee



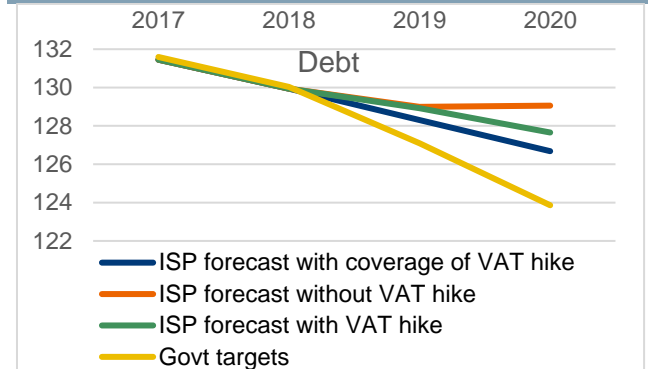
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 15 – Il sentiero del rapporto deficit/PIL dipenderà in misura cruciale dalle scelte politiche in merito alle clausole di salvaguardia...



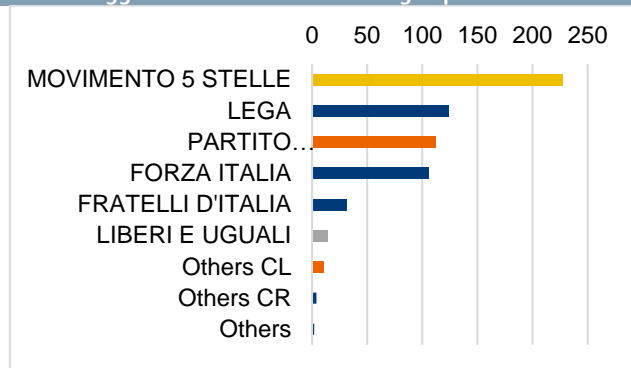
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 16 – ...così come il profilo del rapporto debito/PIL



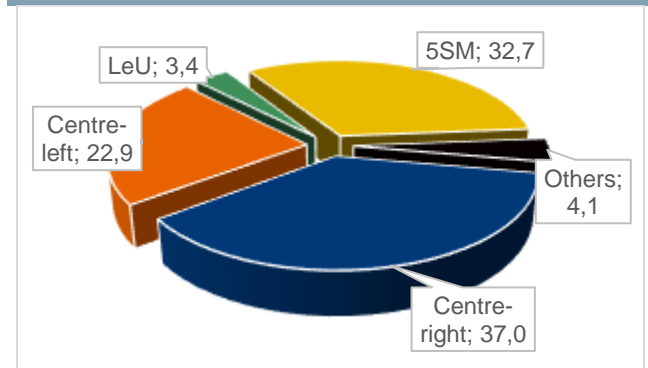
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 17 – ...ma molto dipenderà dall'evoluzione del quadro politico, dato che il risultato elettorale non ha prodotto una chiara maggioranza né in termini di singoli partiti...



Nota: seggi alla Camera per i principali partiti. Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 – ...né di coalizioni



Nota: % del voto espresso alla Camera per le principali coalizioni. Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spagna: il ciclo è maturo, ma ancora non in surriscaldamento

La crisi catalana è rientrata, per ora. La regione rimane, difatti, sotto il controllo di Madrid non avendo ancora eletto un nuovo presidente. Puigdemont, esiliato a Bruxelles, ha dovuto ritirarsi dalla candidatura a febbraio. Anche Sanchez, in prigione da ottobre, ha deciso di rinunciare. In lizza ora potrebbe essere l'ex ministro regionale Jordi Turull, ma anche per lui vi potrebbe essere una richiesta di esame in giudizio in tempi brevi. La vicenda catalana ha contribuito all'erosione dei consensi per il PP a favore di *Ciudadanos* (v. fig.1) e non è scontato che l'esecutivo, di minoranza, guidato da Rajoy regga fino al termine di legislatura (2020). La situazione politica vischiosa e in evoluzione non ha inficiato la fase di crescita ampiamente al di sopra del potenziale. Il PIL è cresciuto di 0,7% t/t nel 4° trimestre come nel 3°. In media 2017, la crescita spagnola si è assestata al 3,1% mezzo punto al di sopra delle stime di *Consensus Economics* di un anno fa. L'output gap è tornato in territorio positivo, da un minimo di -8,8 punti a fine 2013, e continuerà ad ampliarsi nei prossimi anni dal momento che ci aspettiamo un proseguimento della fase di espansione anche se a ritmi più blandi (2,6% nel 2018 e 2,1% nel 2019).

Per i prossimi mesi, le indagini di fiducia segnalano una tenuta dei ritmi di crescita della seconda metà del 2017 (v. fig. 2), tuttavia va segnalato che la produzione industriale è calata del 2,6% a inizio anno. La crescita spagnola continua ad essere sostenuta in larga misura dalla domanda interna, ma rispetto al passato è confermato che il sentiero di crescita è più bilanciato grazie ad un contributo più vivace dell'export (v. fig. 3), che beneficia dei passati recuperi di competitività, della maggiore diversificazione verso aree geografiche dinamiche. Preservare la fase di crescita più bilanciata può contribuire a rinsaldare il consenso per i partiti tradizionali e a mantenere il surplus di parte corrente e quindi a ridurre le fragilità legate all'elevata posizione debitoria sull'estero. Per il momento non si hanno indicazioni che il paese andrà incontro a nuovi eccessi.

Il contributo del commercio estero rimarrà positivo e vicino a 0,3%. Le esportazioni cresceranno del 3,9% nel 2018 dal 5,0% dei due anni precedenti. L'andamento degli ordini dall'estero (v. fig. 3) indica una crescita ancora solida dell'export nei prossimi mesi, ma i dati di contabilità nazionale hanno evidenziato un rallentamento nella seconda metà dello scorso anno. **L'apprezzamento del cambio effettivo euro (+6% da aprile 2017) potrebbe pesare sulle prospettive all'export in Spagna più che in altri paesi** dell'area euro, dal momento che le imprese spagnole hanno meno potere di mercato rispetto alle concorrenti tedesche e potrebbero dover rivedere i prezzi per non perdere quote di mercato⁹. Ma se è ragionevole attendersi un andamento più blando dell'export, anche le importazioni dovrebbero frenare al 3,9% da un precedente 4,4%. Il paese dovrebbe quindi riuscire a mantenere il surplus di parte corrente nei prossimi due anni.

La domanda interna in questa fase è spinta dagli **investimenti in macchinari** che **si confermano solidi** (v. fig. 8) nonostante la crescita recente sia stata anche più forte rispetto all'andamento della capacità produttiva. L'andamento della fiducia nel settore dei beni capitali suggerisce che il ciclo espansivo può proseguire ma un rallentamento è ragionevole. Ci aspettiamo una crescita della spesa aziendale del 4,2% dal 6,2% dello scorso anno. **Anche il recupero delle costruzioni dovrebbe proseguire a ritmi più blandi** +3,9% nel 2018 dal 5,0% del 2017. Per ora la quota delle costruzioni sul valore aggiunto è ancora ben al di sotto del picco del 2007 (v. fig. 7). La crescita dei mutui residenziali resta inferiore a quella delle case vendute. Il ciclo espansivo può, quindi, proseguire ma è sperabile che rallenti ulteriormente nel 2019, onde evitare l'insorgere di nuovi eccessi.

Anna Maria Grimaldi

La frattura con la Catalogna rimane ma la crisi è stata arginata

Ma la fase di espansione continua indisturbata. Il picco è ora alle spalle

Il sentiero di crescita rimane più bilanciato

Investimenti in macchinari e costruzioni ancora solidi ma in rallentamento rispetto al 2017

⁹ Si veda ECB *working paper* no 1955, settembre 2016

I consumi delle famiglie sono già rallentati nel 2017 al 2,4% dal +3,0% dei due anni precedenti (v. fig. 9). Nei prossimi due anni ci aspettiamo una crescita dei consumi vicina la 2,0%. La dinamica del reddito disponibile reale ha beneficiato di una crescita degli occupati superiore alle attese e vicina al 2,8% nella seconda metà del 2017. Tutti i settori hanno contribuito alla creazione di posti di lavoro con in testa i servizi. Anche il pubblico è tornato ad assumere e nel pubblico cominciano ad aversi indicazioni di aumenti salariali. Le indagini di fiducia segnalano una tenuta dei ritmi recenti anche nei primi mesi del 2018, ma è ragionevole che si veda una moderazione verso il 2,3% da metà anno. Dopo anni di stagnazione i salari nominali sembrano aver svoltato (v. fig. 11), ma vediamo margini limitati perché la tendenza si consolidi in prospettiva. Il tasso di disoccupazione è calato di 10 punti dal picco del 2013 fino al 16,3% a febbraio scorso (v. fig. 12), ma rimane al di sopra dei livelli pre-crisi. Inoltre l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro è ben più ampio di quanto non suggerisca il tasso di disoccupazione ILO: il tasso di disoccupazione allargato ai marginalmente attaccati rimane del 26%, tra i più alti dell'area dell'euro. Inoltre, se pure la crescita salariale dovesse stabilizzarsi intorno all'1,0%, l'inflazione dopo il calo temporaneo di inizio 2018 è attesa risalire verso il 2,0% nella seconda metà del 2018. Le famiglie non potranno più attingere alle riserve finanziarie dal momento che il tasso di risparmio è tornato sui minimi dal 2007 (v. fig. 9). Nel 2019, i consumi dovrebbero beneficiare di un ritorno dell'inflazione all'1,6% su di un effetto base favorevole dall'energia, dal momento che il prezzo del petrolio è visto circa stabile rispetto alla seconda metà del 2018.

I consumi hanno già rallentato

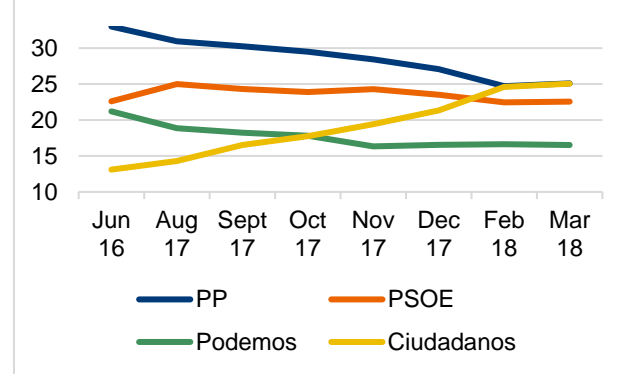
La forte espansione economica ha avuto effetti terapeutici sui conti pubblici. Il deficit è atteso tornare entro la soglia del 3% nel 2018, dal 4,5% del 2016. Il miglioramento dei saldi nominali è in larga misura dovuto al contributo dal ciclo. Il saldo strutturale è visto stabile tra il 2017 e il 2019 dalla Commissione UE. Il Paese resta, quindi, a rischio di non rispetto degli obiettivi di medio termine. La Commissione stima il debito in calo al 95,5% nel 2019 dal 98,4% del 2017.

I rischi per lo scenario sono verso il basso da metà 2018 e vengono per lo più dal quadro internazionale. A livello domestico la situazione politica è fragile ma è difficile che si torni al voto nei prossimi sei mesi. Da un punto di vista economico sebbene il ciclo sia maturo non vi sono indicazioni di surriscaldamento, né di aumento eccessivo della leva finanziaria di famiglie e imprese. Il paese deve continuare con il processo di *deleveraging* interno data l'elevata posizione debitoria sull'estero. Il settore privato ha contribuito negli ultimi anni più del settore pubblico che tra il 2017 e il 2019 dovrebbe, invece, dare un apporto significativo dato il calo atteso del deficit.

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
					4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.1	2.6	2.1	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	2.9	2.6	2.5	2.4	2.2
- t/t				0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
Consumi privati	2.4	2.1	1.7	0.4	0.4	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
Investimenti fissi	5.0	4.1	2.4	0.8	2.8	0.6	1.4	0.7	1.2	1.2	0.5	0.8	0.7
Consumi pubblici	1.6	1.2	0.4	-0.6	1.1	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Esportazioni	8.3	6.5	2.9	2.0	4.3	1.7	0.8	2.4	1.9	1.6	0.7	1.0	0.9
Importazioni	4.7	3.1	3.6	0.6	3.7	0.5	1.0	0.0	0.8	1.0	1.2	1.0	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.3	0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	1.8	1.8	1.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.4	-1.7										
Debito pubblico (% PIL)	98.4	96.9	95.5										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.0	1.9	1.6	0.8	2.7	2.1	1.8	1.6	1.3	2.3	2.0	2.1	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	17.0	15.7	14.8	18.7	18.2	17.3	16.2	16.3	16.1	15.8	15.5	15.3	15.1

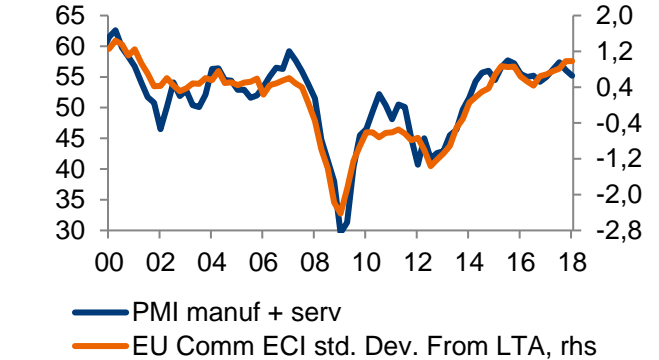
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La questione catalana ha eroso i consensi per i partiti tradizionali. *Ciudadanos* ora primo partito



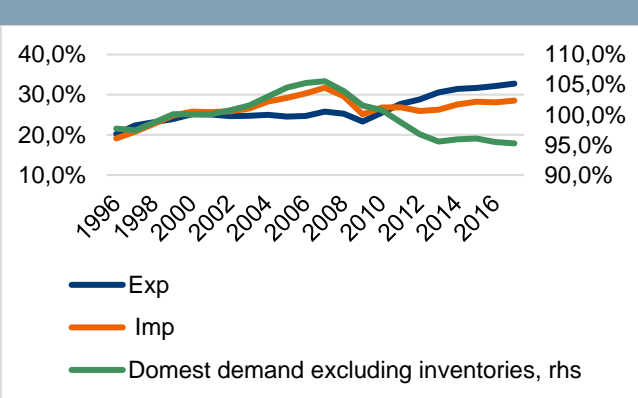
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Le indagini indicano una stabilizzazione della crescita del PIL tra 0,6% e 0,7% t/t nei primi mesi del 2018



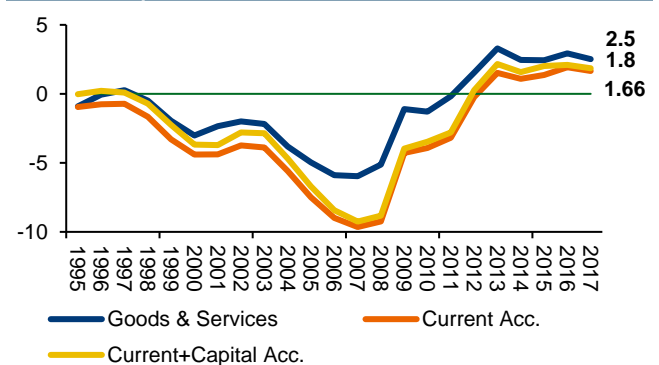
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La crescita è meno dipendente dalla domanda interna



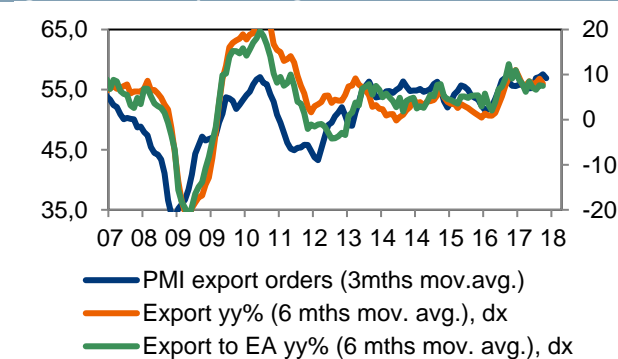
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Il paese dovrebbe mantenere il surplus di parte corrente nel prossimo biennio



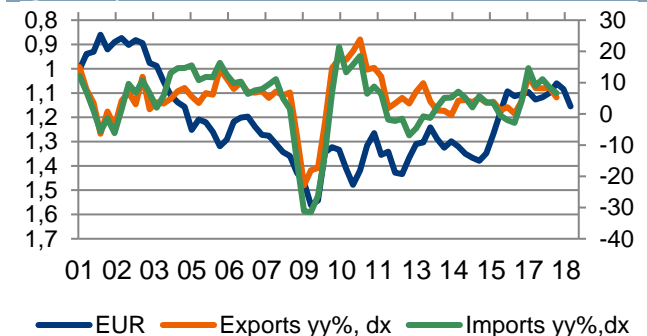
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Per ora l'export va a gonfie vele



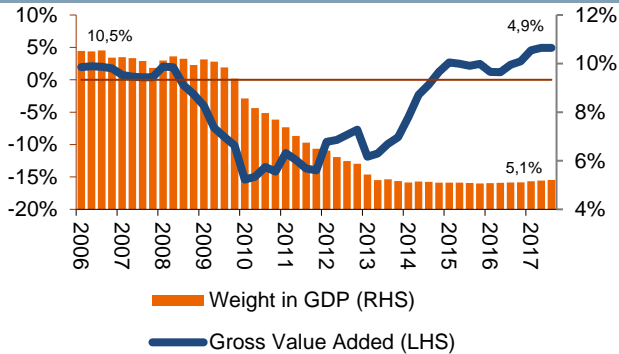
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Impatto limitato dal cambio



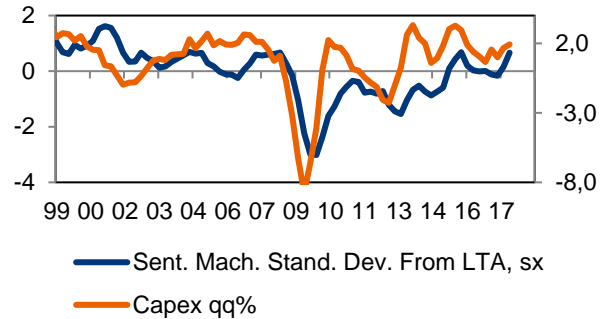
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Costruzioni e...



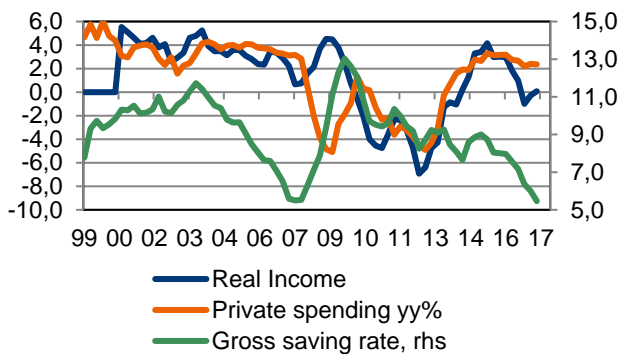
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ...investimenti in macchinari sostengono la domanda interna



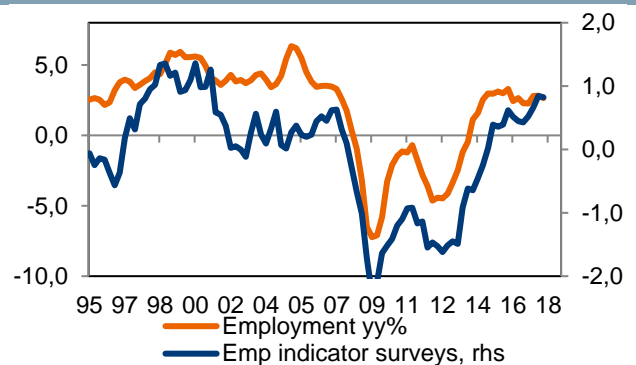
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Consumi: il picco è alle spalle. Le famiglie consumano più del reddito. Il tasso di risparmio continua a calare e non è lontano dai minimi del 2007



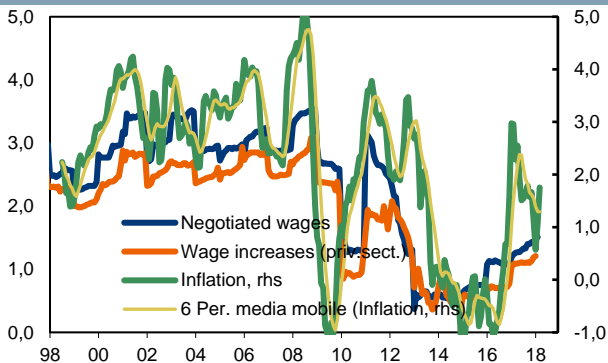
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – L'occupazione per ora continua a crescere a ritmi solidi ma un rallentamento è ragionevole



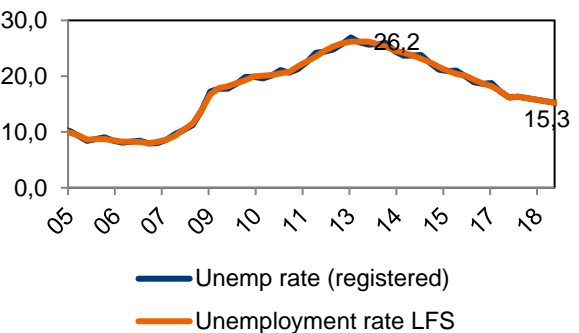
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – I salari nominali hanno svoltato, ma è difficile che la tendenza si consolidi



Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Il tasso di disoccupazione rimane elevato rispetto ai livelli pre crisi



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: crescita in lieve rallentamento dopo il miglior anno del decennio

L'economia olandese registra un altro anno eccezionale, con il PIL che nell'ultimo trimestre ha accelerato due decimi oltre le aspettative di consenso a 0,8% t/t da 0,4% t/t del 3° trimestre, contribuendo al risultato annuo che è salito a 3,2% da 2,1% precedente, il dato più forte in un decennio. Per il trimestre in corso prevediamo un rallentamento attorno a 0,6% t/t, con i rischi alla previsione bilanciati. L'ottimo risultato dello scorso anno è spiegato dalla domanda interna, con consumi e investimenti assai dinamici. In conclusione d'anno il contributo della domanda interna è stato nullo, con i consumi che hanno registrato un calo (-0,3% t/t da 0,4% t/t) e gli investimenti una stagnazione (a zero da 2,1% t/t). Nonostante la pausa di fine anno, riteniamo che la domanda interna continuerà a contribuire apprezzabilmente all'espansione del **PIL nel 2018**, anno in cui prevediamo una relativa moderazione della crescita a **2,5%**. **Un rallentamento sotto il 2% è atteso dal 2019.**

I **consumi** delle famiglie sono attesi rimbalzare nel 1° trimestre dopo la contrazione del 4° trimestre 2017 (a 0,4% t/t da -0,3% t/t): l'indice di fiducia dei consumatori ESI è risalito sui massimi storici a gennaio e già a dicembre i consumi erano ritornati positivi. Nei primi due mesi dell'anno il morale delle famiglie e i dati di consumo sono coerenti con un aumento della spesa delle famiglie che dovrebbe protrarsi poi per tutto l'anno sulla scia sia delle nuove misure di stimolo fiscale del Governo per il biennio 2018-19 che dalle ricadute positive sui bilanci familiari del mercato immobiliare¹⁰: ci aspettiamo un aumento dei consumi apprezzabile, all'1,4% quest'anno, in rallentamento dall'1,9% del 2017. Dal 2019 potrebbe poi vedersi una normalizzazione dei consumi.

Nel **manifatturiero** il clima rimane molto positivo, con l'indice di fiducia CBS dell'Ufficio statistico nazionale ai massimi storici a febbraio a 10,9 da 10,3 con il sotto-indice degli ordini per i prossimi tre mesi ancora su livelli molto alti e l'indice occupazionale che mostra un intervistato su quattro intenzionato ad assumere, in particolare nei settori dell'automobile, delle costruzioni e dei legnami; anche il PMI manifatturiero a febbraio è salito a 63,4, massimo valore registrato tra i paesi dell'Eurozona, a indicare che il boom del comparto iniziato a fine 2017 si è trasmesso anche nel nuovo anno. La crescita del manifatturiero olandese è ininterrotta ormai da due anni ma per ora il comparto non segnala battute d'arresto: prevediamo quindi una moderazione dell'attività della produzione industriale dal 2° trimestre, per una media annua 2018 ancora in crescita all'1,5% dal 3,9%.

Gli **investimenti fissi** hanno visto un vero boom nel triennio 2015-17, con ritmi di crescita annui rispettivamente a 11,0%, 5,3% e 6,1%. Sebbene ancora in espansione, per il 2018 ci aspettiamo un fisiologico rallentamento attorno a 3,8%, spiegato per quanto riguarda la componente **produttiva** con il rallentamento dell'export atteso dalla seconda metà dell'anno, (solo in parte bilanciato dalla saturazione della capacità produttiva), mentre per la componente **residenziale** per effetto di una moderazione del boom delle case una volta che sarà raggiunto il

Guido Valerio Ceoloni

PIL al 3,2% nel 2017 e a 2,5% nel 2018

Consumi solidi anche nel 2018. Il mercato immobiliare prossimo ai massimi storici potrebbe essere fonte di attenzione

Il manifatturiero quest'anno dovrebbe moderare il tasso di crescita

Investimenti attesi in moderazione nel 2018, con la sorpresa positiva che potrebbe arrivare dalla componente pubblica

¹⁰ I prezzi del mercato immobiliare per le case abitate (non le nuove abitazioni) sono saliti dell'8,8% a/a a gennaio, nuovo massimo da 16 anni e le compravendite continuano a rimanere molto dinamiche. I record sul mercato immobiliare olandese vengono battuti trimestre dopo trimestre rispetto a un trend crescente che dura da giugno 2013, quando si toccò il fondo della bolla immobiliare. I prezzi sono ancora del 2% inferiori al picco del 2008 allo scoppio della bolla: tuttavia all'attuale ritmo, attorno alle metà dell'anno i prezzi delle case avranno raggiunto nuovamente i massimi pre-bolla: *il mercato immobiliare costituisce quindi potenzialmente un fattore di rischio allo scenario paese*, anche se rispetto alla precedente bolla, ora i livelli di indebitamento delle famiglie sono minori.

picco storico dopo la primavera¹¹. A orientare i rischi verso l'alto rimane la **componente pubblica**, che, stando ai piani dell'esecutivo, quest'anno dovrebbe dare un contributo positivo dopo un biennio di contrazione.

Il **canale etero** è stato un vettore importante della crescita nel 2017, con un contributo pari all'1,4% grazie alle esportazioni brillanti (+5,8% a/a) e nonostante la forza delle importazioni (+5,2% a/a) alimentate dai consumi. Per l'anno in corso ci aspettiamo un graduale rallentamento dell'**export**, specialmente dal 2° semestre, a causa del progressivo apprezzamento dell'euro: prevediamo un aumento delle esportazioni in media annua al 4% a fronte di **importazioni** ancora dinamiche (a 3,9% a/a da 5,2% a/a precedente), spinte dai consumi e dagli investimenti. Per l'anno in corso quindi il contributo delle esportazioni nette è atteso diventare marginalmente negativo.

L'**inflazione** nel 2017 si è attestata all'1,3% secondo l'indice armonizzato. A inizio anno l'inflazione è balzata all'1,5% dall'1,2% di dicembre e nei prossimi mesi dovrebbe proseguire accelerando modestamente per portarsi in media annua all'1,5% in gran parte per effetto della risalita dei prezzi energetici. La componente **core** dovrebbe rimanere stabile poco sopra all'1% nella prima parte dell'anno per rallentare modestamente nel 2° semestre (media annua all'1,1% dallo 0,9% del 2017). L'aumento delle aliquote della tassazione indiretta contribuiranno del 2019 a un'accelerazione più apprezzabile del CPI, che potrebbe toccare il 2%.

La **disoccupazione** a gennaio è scesa di altri due decimi al 4,2% da 4,4% di dicembre confermandosi tra le più basse dell'Eurozona, ma ancora al di sopra del livello pre-crisi (3,6% del novembre 2008), mentre la disoccupazione giovanile è scesa a gennaio al di sotto del livello pre-crisi al 7,4%. Nel 2017 in media annua si è attestata al 4,8% in calo per il terzo anno di fila e prevediamo per l'anno in corso un ulteriore calo a 4,4%. L'**occupazione** si situa al 67,7% (+2,5% a/a nel 2017), un record storico, tuttavia una quota apprezzabile della forza lavoro si trova in contratti a tempo parziale, confermando quindi che il mercato del lavoro olandese soffre di una divaricazione crescente delle condizioni lavorative, come confermato dal giro d'affari record delle agenzie interinali¹²).

Lo scenario dei conti pubblici continua a non mostrare criticità, beneficiando di un triennio di crescita solida e di rigore nel controllo della spesa. Il **debito pubblico** nel 2017 dovrebbe essersi attestato al 58% dal 61,8% grazie a spese stabili, alla vendita di attivi finanziari che lo Stato vantava verso le banche e al rimborso una tantum sul contributo nazionale alle spese dell'Unione Europea (di oltre 3 miliardi di euro). L'**avanzo di bilancio** del 2017 dovrebbe erodersi di un paio di decimi e stabilizzarsi attorno allo 0,5% quest'anno per effetto del taglio delle tasse promesso dal Governo. I rischi allo scenario sono bilanciati ora che l'economia sembra aver raggiunto il picco espansivo: dal 2019 la crescita dovrebbe tornare sotto il 2% a fronte di un'inflazione in aumento verso il 2% e un mercato del lavoro prossimo al pieno impiego.

Il canale estero potrebbe dare un contributo marginalmente negativo quest'anno

Inflazione attesa all'1,5% nel 2018 e al 2% nel 2019

La disoccupazione sempre più giù ma il mercato del lavoro presenta divaricazioni rilevanti

I conti pubblici continuano a non essere fonte di preoccupazione

¹¹ La diffusione a febbraio dei dati relativi ai conti nazionali per il 4° trimestre ha mostrato che nel 2017 le più rosee stime di crescita degli investimenti residenziali sono state battute, con un dato finale pari a +13,1% a/a rispetto a stime di consenso di 10% a/a.

¹² A gennaio si registrava un +8,6% m/m per le ore lavorate in contratti a tempo determinato con un turnover in aumento del 6,4%, un trend in aumento che dura dal 2014. Guardando agli ultimi dati annuali disponibili, nel 2016 il 25% del lavoro subordinato consisteva di contratti a tempo determinato.

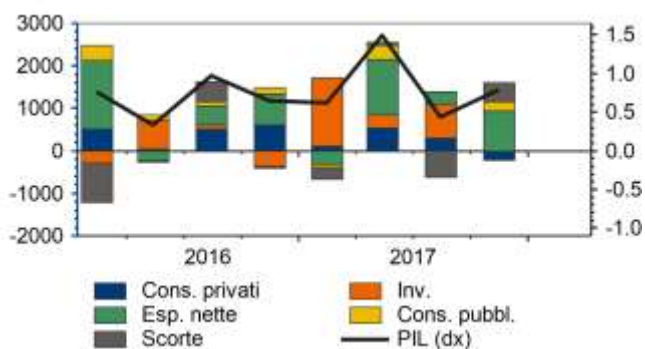
Scenario Macroeconomico

Marzo 2018

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
					1	2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.2	2.5	1.7	2.7	2.6	3.8	3.2	3.4	3.4	2.3	2.4	2.0	1.8
- t/t				0.6	0.6	1.5	0.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	1.9	1.4	1.6	0.8	0.2	0.7	0.4	-0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
Investimenti fissi	6.1	3.8	2.6	-1.1	4.5	0.8	2.1	0.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Consumi pubblici	1.0	1.2	1.1	0.4	-0.1	0.7	0.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	5.8	4.0	2.8	1.5	1.6	1.9	1.8	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Importazioni	5.2	3.8	3.1	1.1	2.0	1.2	1.8	0.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.2	0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.4	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	8.9	8.9	8.6										
Deficit pubblico (% PIL)	0.7	0.5	0.9										
Debito pubblico (% PIL)	58.0	58.0	51.5										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.3	1.5	2.1	0.5	1.3	1.0	1.5	1.4	1.4	1.6	1.4	1.4	1.8

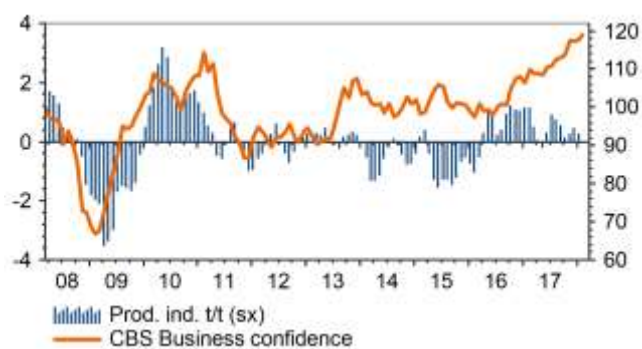
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



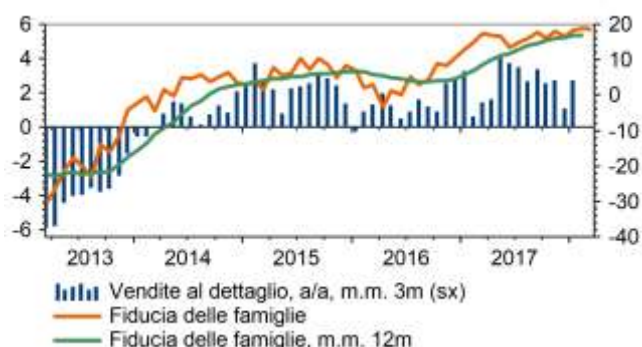
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



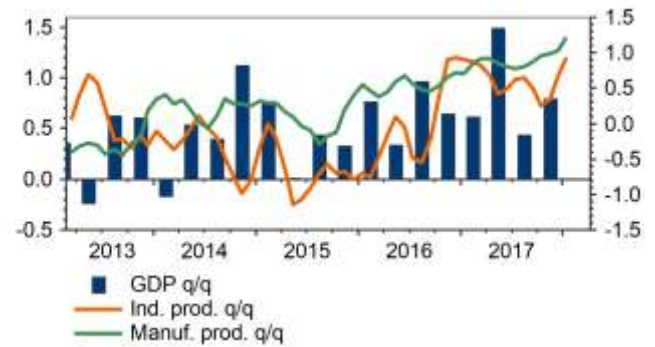
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



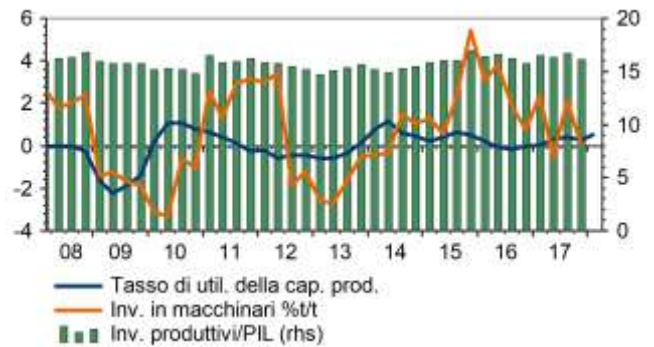
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



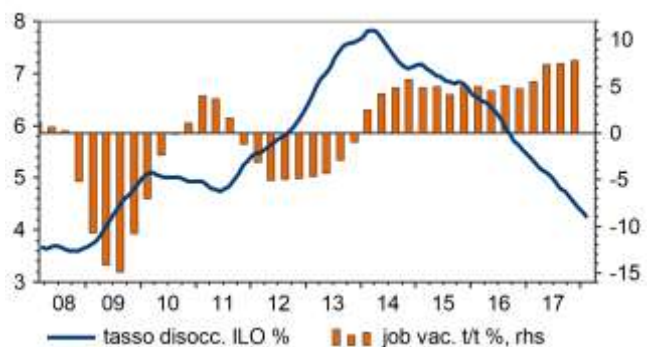
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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

Portogallo: un altro anno di solida crescita dopo un 2017 eccezionale

Il Portogallo ha chiuso il 2017 meglio del previsto con una crescita dello 0,7% t/t dallo 0,6% t/t che ha contribuito a portare la media annua al 2,7% dall'1,6%, il miglior anno dal 2000 (+3,8%). I dati di dettaglio della domanda interna e del canale estero sono stati omogeneamente positivi, con un contributo particolarmente buono di quest'ultimo. Per il trimestre in corso registriamo una prosecuzione del clima favorevole, come confermano le indagini settoriali di fiducia ESI (con l'indice generale ora in media a 113,7 da 114,7 del quarto trimestre); anche il morale dei consumatori è positivo e al di sopra della media Eurozona (in media a 1,1 da 3,4). Pertanto il PIL dovrebbe avanzare di 0,5% t/t nel primo trimestre, due decimi meno rispetto a dicembre per un fisiologico rallentamento dell'export dopo il balzo di dicembre (atteso a marzo a 1,8% t/t da +4,3% t/t di dicembre), mentre la domanda interna potrebbe accelerare in particolare per la componente investimenti e in seconda battuta per i consumi. Per il 2018 la crescita è attesa rimanere sostenuta (stimiamo un 2,3%), mentre dal 2019 la maturazione del ciclo potrebbe portare a un modesto rallentamento all'1,7%. Guardando alle singole componenti, i consumi privati quest'anno riteniamo rimarranno robusti (a 1,9% a/a da 2,2% a/a) sostenuti dal ciclo anche se dalla seconda metà dell'anno un aumento del tasso di risparmio e una dinamica salariale ancora moderata potrebbero portare a un rallentamento. La componente investimenti rimarrà un vettore di crescita grazie ai profitti positivi e alle migliori condizioni del credito ma ci aspettiamo un deciso rallentamento attorno al 4% dopo aver registrato un +9,1%¹³ nel 2017, anche se i rischi in questo senso sono al rialzo dato che il Paese sta progressivamente diventando un polo europeo attrattivo per gli investimenti¹⁴. Il commercio con l'estero ha brillato a fine anno e i dati finora disponibili sembrano indicare che il momento favorevole si sia trasmesso anche ad inizio anno: prevediamo pertanto un contributo positivo dell'export netto di 0,2% da 0,6% nel 1° trimestre; in media annua le esportazioni dovrebbero rimanere assai dinamiche ancora grazie al turismo (a 7,3% da 7,6% del 2017) e nonostante le importazioni robuste (a 6,1% da 8,0%). Il mercato occupazionale è in piena ripresa, con la disoccupazione che l'anno scorso è scesa al 9,1% (nel quarto trimestre era già calata di ben sei decimi all'8,1%), il minimo dal 2004 e quest'anno dovrebbe ulteriormente ridursi all'8,3%; tuttavia la fase del riassorbimento della disoccupazione prodotta dagli anni di crisi è quasi completa e senza nuovi interventi strutturali dal 2020 il livello potrebbe stabilizzarsi, rimanendo sopra il 7%. L'inflazione dovrebbe mantenersi quest'anno attorno all'1,6% come nel 2017, dato favorevole ai consumi, per rallentare marginalmente di uno o due decimi dal 2019 allo scomparire dell'effetto statistico sui prezzi della componente energetica. In sintesi, lo scenario economico per il Paese si profila decisamente positivo per l'anno in corso¹⁵; anche sul fronte dei conti pubblici il 2017 ha portato buone notizie, con lo spread del decennale portoghese vs il Bund in ampio restringimento (attorno ai 100pb) grazie ai rialzi dei rating ricevuti dalle principali agenzie internazionali; tuttavia dalla fine del 2018 e con l'esaurimento del QE della BCE prevediamo un riallargamento dello spread. Pertanto su questo fronte l'attenzione rimarrà costante, dato l'alto livello del debito sia privato sia pubblico¹⁶; altro elemento di attenzione rimane il sistema bancario, appesantito da una quota rilevante di NPL che, però, ha imboccato un trend calante dalla metà dell'anno scorso. I rischi paese "interni" risultano pertanto inferiori al passato, con l'economia in una fase ciclica positiva fino al 2019 e i conti nazionali che lentamente stanno migliorando: in questo scenario il rischio maggiore potrebbe essere costituito da uno shock esterno sull'economia o sulla permanenza del paese in seno all'Eurozona sufficientemente forte da rimettere in moto le forze disgreganti che lo avevano portato al *bailout*.

Guido Valerio Ceoloni

Gli indicatori di fiducia segnalano che il picco della crescita potrebbe essere stato raggiunto l'anno scorso. Per il biennio 2018-19 ci attendiamo un PIL comunque in media al 2%

¹³ Il dato 2017 è stato in parte viziato da un grosso piano di investimenti una tantum del principale gruppo automobilistico portoghese e da un effetto base sul 2016 quando c'era stata una brusca frenata degli investimenti del comparto pubblico.

¹⁴ V. focus Portogallo del 14/02/2018.

¹⁵ Se le previsioni saranno confermate, nel secondo semestre il PIL sarà tornato sopra i livelli pre-crisi del 2008.

¹⁶ Quest'ultimo, comunque, è atteso in calo quest'anno attorno al 126,5% dal 127,7%.

Grecia: si sta per concludere il terzo bailout. E dopo?

Nel quarto trimestre il PIL greco ha parzialmente deluso le attese, crescendo solo dello 0,1% t/t (1,9% a/a) dallo 0,4% t/t (1,4% a/a) per effetto del terzo calo consecutivo dei consumi privati (-0,4% t/t da -0,5% t/t) e di quelli pubblici (-1,8% t/t da 2,0% t/t); tuttavia, a spiegare il contributo positivo al PIL della domanda interna (pari a 2,5%) è arrivato il balzo inatteso degli investimenti produttivi (+27,8% t/t da -3,1% t/t) dovuto alla consegna di cospicue commesse navali. L'impatto degli investimenti produttivi ha causato il saldo negativo del canale estero (contributo pari a -1,4%), con le importazioni cresciute dell'1,7% t/t da 0,8% t/t a fronte di esportazioni in calo a -2,3% t/t da 1,8% t/t. **Il PIL chiude quindi il 2017 a +1,3%** (due decimi meno delle stime di consenso) dopo essere stato in calo per due anni dello -0,3%; a dare qualche segnale di ottimismo contribuisce il fatto che, **per la prima volta dal 2006, questo è stato il quarto trimestre consecutivo di espansione del PIL e il secondo anno negli ultimi dieci di crescita**. La situazione del paese rimane assai fragile ovviamente, con i consumi privati che ancora non ripartono (+0,1% a/a nel 2016-2017) e quelli pubblici che da due anni rimangono uno dei pochi vettori della crescita (nonostante tutte le restrizioni e i tagli da cui è vincolato). Nel primo trimestre del nuovo anno prevediamo un avanzamento marginale del PIL (+0,1% t/t), che risentirà necessariamente del crollo degli investimenti dopo il balzo di dicembre; comunque, **il ciclo favorevole dovrebbe aiutare l'economia ad accelerare progressivamente nel corso dell'anno per arrivare in media all'1,7% nel 2018 e al 2% nel 2019**; abbiamo tuttavia abbassato di tre decimi le stime 2018 rispetto all'ultima nota trimestrale vista la persistente debolezza dei consumi delle famiglie¹⁷, ormai caso unico in tutta l'Eurozona, come evidenziato dagli **indici di fiducia ESI che, sebbene risaliti, rimangono ampiamente al di sotto della media degli altri paesi** (ESI attualmente attorno a 103 rispetto al 114 dell'Eurozona e morale delle famiglie a -52 rispetto a 0,7 dell'Eurozona); inoltre i controlli sui capitali e gli esigui flussi domestici di liquidità manterranno deboli anche **gli investimenti almeno nel breve termine**¹⁸. L'Eurogruppo a marzo ha ufficializzato il superamento dell'ultima review e l'esborso della tranche finale di aiuti di poco meno di 7 miliardi di euro che garantirà ossigeno fino ad agosto¹⁹ (data di chiusura ufficiale del programma). **La Grecia sta quindi per chiudere il suo terzo salvataggio**²⁰ e a breve si aprirà la discussione del dopo-*bailout* e dei termini di una parziale ristrutturazione del debito (attualmente al 180% del PIL): il punto di partenza è buono, in quanto **l'obiettivo 2017 di avanzo primario del 3,5% è stato raggiunto**, nonostante un peggioramento delle entrate statali tra novembre e dicembre: prevediamo che le discussioni saranno complesse e occuperanno i prossimi mesi fino all'estate, con l'Europa che potrebbe accettare una parziale ristrutturazione delle tranche più vecchie di stanziamenti a patto di mantenere uno stringente controllo post-*bailout* sul sentiero dei conti pubblici come già successo per Portogallo e Irlanda²¹: ci aspettiamo comunque un atteggiamento meno rigido che in passato visto il mutamento dell'equilibrio politico europeo verso posizioni meno intransigenti (anche in seno alla stessa Germania, con il nuovo governo Merkel). Nel frattempo è attesa da Atene la consegna entro aprile del suo piano di crescita di lungo termine, che costituirà il punto di partenza dei negoziati con i partner europei.

Guido Valerio Ceoloni

Indubbiamente il paese sta uscendo dagli anni bui, con il secondo aumento del PIL in un decennio (+1,3% a/a), ma le criticità rimangono tante. Il programma di aiuti si chiuderà ad agosto

¹⁷ La disoccupazione in Grecia rimane superiore al 20%, dato peggiore dell'Eurozona e quasi cinque punti di più del secondo paese con la disoccupazione più alta, la Spagna.

¹⁸ Sull'evoluzione 2018 degli investimenti peserà anche il confronto statistico sfavorevole col 2017.

¹⁹ Nel frattempo Atene è riuscita a piazzare a febbraio un'emissione-pilota di titoli a 7 anni per 3 miliardi di euro di raccolta e il tasso decennale è sceso al 4%, un minimo dall'inizio della crisi.

²⁰ A rigore manca la quarta e ultima revisione del programma attesa in aprile ma una volta erogati tutti gli aiuti si tratta di poco più di una pura formalità. Importante sarà invece la definizione, sempre entro aprile, del cosiddetto *growth-adjustment mechanism* che vincolerà i rimborsi annui dovuti all'EFSF all'andamento del PIL, per garantire la sostenibilità del debito.

²¹ Potrebbe esserle proposta una linea di credito precauzionale dall'ESM (soluzione gradita da Bruxelles), senza però ricevere nessun altro prestito vero e proprio (collegato quindi a un MoU), ma mantenendo così il Paese ancora sotto vigilanza. Questa ipotesi sarebbe probabilmente sgradita ad Atene, ansiosa di chiudere la "gestione a sovranità limitata" in cui permane da anni.

Asia

Giappone: crescita “blindata” al di sopra del potenziale, grazie anche alla politica monetaria e al nuovo stimolo fiscale

Giovanna Mossetti

Il 2018 si apre ancora una volta con uno **scenario favorevole** per l'economia giapponese e previsioni di **crescita sopra il potenziale** per il quarto anno consecutivo. La dinamica del PIL dovrebbe rallentare rispetto a un 2017 molto brillante, ma restare in ripresa moderata, spinta da consumi e investimenti e dal proseguimento di una politica monetaria aggressivamente espansiva. Le esportazioni nette dovrebbero contribuire positivamente alla crescita, nonostante l'apprezzamento del cambio, grazie al ritorno di un ciclo mondiale sincronizzato. Infine, si dovrebbe aggiungere un significativo **stimolo fiscale**, mirato a sostenere la crescita nel 2018-19, prima del prossimo rialzo dell'imposta sui consumi programmato per ottobre 2019.

Nel 2017 la crescita del PIL è stata di 1,7%; la previsione **per il 2018 è di +1,2% e per il 2019 di +0,9%**. L'output gap, secondo la BoJ, nel 3° trimestre 2017 era pari a 1,5%, ipotizzando una crescita potenziale compresa fra 0,5 e 1%. La continua riduzione di risorse inutilizzate sembra avere finalmente un moderato impatto sull'inflazione, che è ritornata in territorio positivo da inizio 2017 e sta seguendo un modesto trend verso l'alto.

Le **politiche economiche contribuiranno ampiamente alla crescita fino all'estate del 2019**, e mireranno a rafforzare l'economia prima del rialzo dell'imposta sui consumi di fine anno. I rischi successivi sono, almeno per ora, molto più contenuti rispetto a quelli del 2014. Il precedente rialzo dell'imposta sui consumi era più ampio (da 5 a 8%, contro una variazione da 8 a 10% nel 2019), ed era avvenuto con un'economia meno solida e un ciclo mondiale più fragile. Inoltre, le autorità fiscali sono più consapevoli delle conseguenze negative della restrizione fiscale in arrivo e disposte a introdurre un pacchetto di stimolo più ampio di quello del 2013 (pari a circa l'1% del PIL). Queste circostanze relativamente favorevoli non implicano che non ci siano contraccolpi nel 2020, anche perché allora la BoJ potrebbe essere in fase di uscita dal QQE: al momento è più probabile un rallentamento che non una recessione, sempre che non ci sia un'interruzione della ripresa mondiale per via di altri shock (tariffe e rialzo dei tassi in USA).

Scenario macroeconomico: spinte sincronizzate sulla crescita nel 2018 e in gran parte del 2019

La crescita nel 2018 dovrebbe essere solida (previsione: 1,2%), anche se meno forte che nel 2017, in parte per via dell'apprezzamento del cambio, per ora apparentemente destinato a durare nel futuro prevedibile. I dati del 1° trimestre dovrebbero essere deboli, a causa di una correzione transitoria dei **consumi** collegata al maltempo. Nei trimestri successivi, però, il continuo miglioramento del mercato del lavoro e l'arrivo di ampio stimolo fiscale nella seconda parte del 2018, dovrebbero sostenere una moderata crescita annua della spesa delle famiglie, prevista in **aumento di 0,7%**. I consumi dovrebbero accelerare nei primi tre trimestri del 2019, prima del rialzo dell'imposta, per poi correggere negli ultimi mesi dell'anno, generando una dinamica annua complessiva di 1,1%. Il mercato del lavoro registra un eccesso di domanda crescente. Il tasso di disoccupazione a gennaio è sceso a 2,4% (fig. 3), minimo da aprile 1993, nonostante il continuo rialzo della partecipazione. La riduzione di risorse inutilizzate per ora non ha dato luogo a un aumento stabile del trend dei salari reali (fig. 2, 4), tuttavia le retribuzioni totali, le misure fiscali e le prospettive di moderati aumenti dei prezzi dovrebbero continuare a sostenere i consumi.

Gli **investimenti fissi delle imprese** nel 2017 sono stati spinti dall'aumento degli utili, realizzato anche grazie alla debolezza del cambio. Il recente rafforzamento dello yen, dovuto alla combinazione di dollaro debole e di aumento dell'avversione al rischio, comprime i profitti (fig. 7). Tuttavia, la spesa per le Olimpiadi di Tokio del 2020, il ritorno di un ciclo mondiale sincronizzato e le condizioni finanziarie sempre super-espansive (fig. 9) mantengono in rialzo il trend degli investimenti non residenziali, con una previsione di crescita di 2,9%, vicina a quella del 2017.

Il **canale estero** è tornato a contribuire positivamente alla crescita dal 2015. Nel 2017 il contributo è stato di 0,5pp, e dovrebbe ridursi a 0,2pp nel 2018, sulla scia di un rallentamento delle esportazioni legato all'apprezzamento del cambio (fig. 7).

Politica monetaria e fiscale sempre ampiamente pro-cicliche

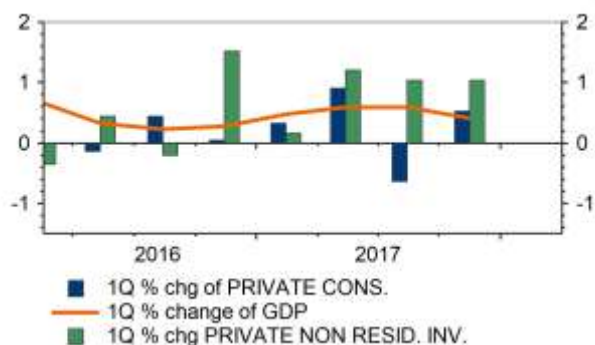
La **politica fiscale nel 2018-19 sarà prima espansiva, e poi restrittiva**. Il Governo dovrebbe introdurre uno stimolo aggiuntivo prima del rialzo dell'imposta sui consumi, o attraverso una manovra supplementare nel 2018 o attraverso il budget 2019. Il nuovo stimolo sarà probabilmente più ampio di quello del 2013 (5,5 tln di yen, circa 1% del PIL); le misure riguarderanno in gran parte sgravi per l'istruzione e investimenti per le Olimpiadi del 2020. Il rialzo dell'imposta sui consumi sarà più contenuto rispetto a quello di aprile 2014 (2pp invece di 3pp). Inoltre, l'azzeramento delle tasse scolastiche per la prima infanzia e la probabile esenzione dal rialzo dell'aliquota per giornali e alimentari conterrà gli effetti di aumento dell'inflazione. Per quanto riguarda lo **scenario di medio-lungo termine**, le proiezioni pubblicate a gennaio 2018 mostrano un sentiero di politica fiscale più espansivo rispetto a quanto annunciato a giugno 2017. Nello scenario base (fig. 10), il saldo primario è a -1,3% del PIL fra un decennio. Per quanto riguarda il debito/PIL, lo scenario base prevede ora un trend in calo da 189,4% del 2017 a un minimo di 181,4% nel 2027; successivamente, per via del rifinanziamento a tassi di interesse più elevati, il debito/PIL dovrebbe tornare a salire. Le ipotesi sulla crescita nominale sono ottimistiche, con il PIL in crescita vicina al 2% e l'inflazione al 2% dal 2021. Il messaggio centrale è che il Governo è più concentrato sul raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione che sul consolidamento fiscale.

Inflazione e politica monetaria. L'inflazione al netto degli alimentari freschi da inizio 2017 è ritornata in territorio positivo (fig. 11) ed è su un modesto trend verso l'alto; il 2% potrebbe essere raggiunto alla fine dell'a.f. 2019. L'output gap è in territorio ampiamente positivo e in continuo rialzo, le aspettative di inflazione delle famiglie sono in aumento (fig. 8). Le **proiezioni della BoJ** vedono l'inflazione al netto degli alimentari freschi e del rialzo dell'imposta sui consumi all'1,8% nell'a.f. 2019. La BoJ ha segnalato che l'attuale politica aggressivamente espansiva proseguirà fino a quando l'inflazione non sarà stabilmente al 2%, ma Kuroda ha detto che si inizierà a discutere del processo di uscita dall'attuale politica super-espansiva nell'a.f. 2019. Un dilemma per la Banca centrale sarà la coincidenza dei tempi dell'uscita con i postumi del rialzo dell'imposta sui consumi. Alla luce dell'esperienza passata, la BoJ potrebbe aspettare il 2020 avanzato per svoltare: è ancora presto per valutare i tempi, ma l'anno prossimo si inizierà a parlare dei modi. Intanto la BoJ continua a risucchiare JGB e detiene il 42,2% dei titoli esistenti.

Previsioni	2017	2018p	2019p	2016	2017				2018				2019p
					1	2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.2	0.9	1.5	1.3	1.6	1.9	2.1	1.5	1.3	1.0	0.9	1.2
- trim/trim annualizzato				1.1	1.9	2.4	2.4	1.6	-0.4	1.5	1.3	1.3	0.8
Consumi privati	1.0	0.7	1.1	0.2	1.3	3.7	-2.6	2.1	0.1	1.2	0.9	1.0	1.1
IFL - priv. non residenziali	3.0	2.9	1.6	6.2	0.7	4.9	4.2	4.2	2.1	2.4	1.2	2.5	2.0
IFL - priv. residenziali	2.7	-2.3	1.1	3.2	4.8	3.8	-6.6	-10.1	-1.5	2.1	1.6	0.8	0.8
Investim. pubblici	1.3	2.4	-1.2	-7.4	-0.7	20.5	-9.8	-0.8	1.0	8.4	7.1	0.1	-1.5
Consumi pubblici	0.1	0.5	0.8	-0.7	0.6	0.9	0.2	0.0	0.5	0.3	0.8	1.5	0.8
Esportazioni	6.8	5.6	2.9	11.0	8.1	0.1	8.8	10.1	4.8	4.3	3.6	3.5	2.4
Importazioni	3.6	4.1	3.6	2.4	7.1	7.9	-4.7	12.0	2.2	4.7	3.6	3.3	3.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.2	-0.9	0.7	-0.4	1.6	0.5	-0.6	0.0	-0.2	0.2	0.5
Partite correnti (% PIL)	4.1	3.9	3.8										
Deficit (% PIL)	-5.0	-5.5	-4.9										
Debito/PIL (% PIL)	219.6	220.1	221.3										
CPI (a/a)	0.5	1.7	1.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	1.4	1.7	1.8	1.9	0.9
Produzione Industriale	4.7	-2.2	1.0	2.8	4.0	5.8	4.6	4.5	-0.7	-2.2	-2.2	-3.7	1.3
Disoccupazione (%)	2.8	2.7	2.6	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6
Dollaro/Yen (Yen)	112.2	111.5	116.7	109.6	113.6	111.1	111.0	112.9	108.6	109.1	113.0	115.2	116.2

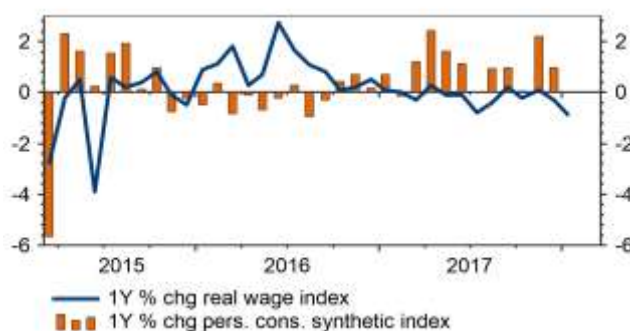
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Crescita moderata, spinta da consumi e investimenti



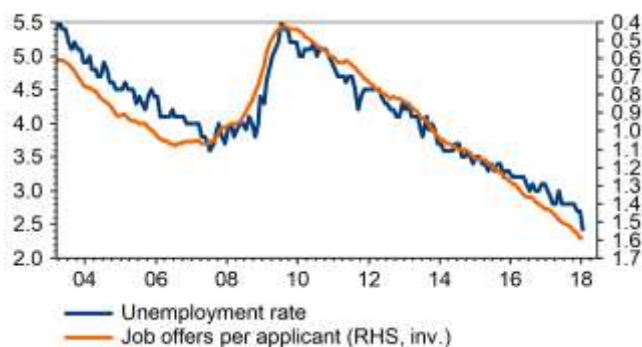
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Consumi in moderata ripresa nonostante la debolezza dei salari reali



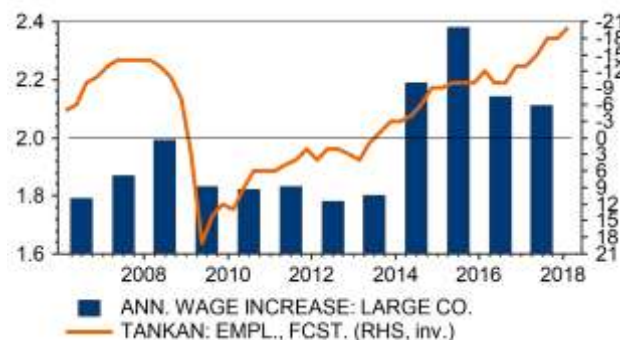
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Tasso di disoccupazione in caduta libera...



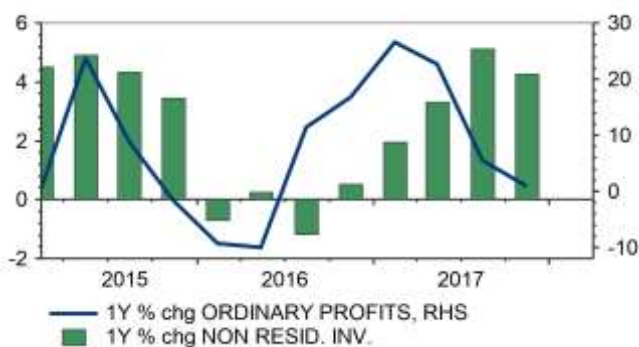
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ...ma i salari non accelerano



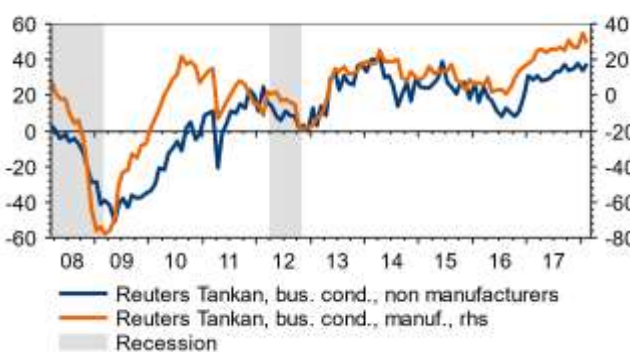
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Tankan empl fcst.: indice di eccesso di domanda di lavoro per il trimestre successivo riportato dalle imprese nell'indagine Tankan

Fig. 5 – Investimenti: freni dall'apprezzamento del cambio, ma spinte dalle condizioni finanziarie e dalle Olimpiadi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – L'attività resta su un trend espansivo



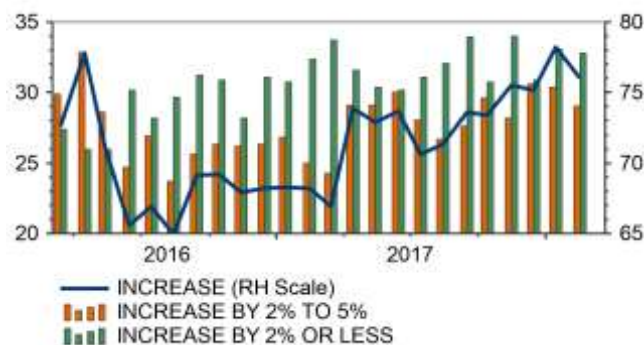
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Saldo commerciale positivo: il contributo del canale estero dovrebbe contribuire alla crescita anche nel 2018



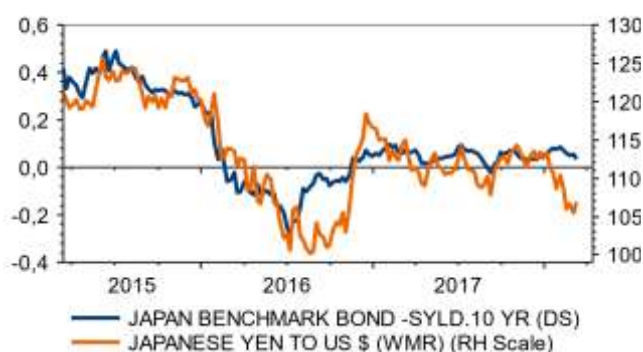
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - Le famiglie cominciano a credere che il sentiero dei prezzi sia verso l'alto



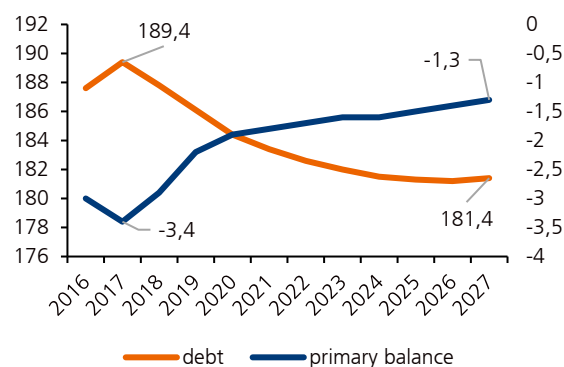
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – La politica monetaria controlla la curva dei rendimenti, ma non riesce ad arginare il rafforzamento dello yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Debito e saldo primario in % del PIL: proiezioni dello scenario base del Cabinet Office



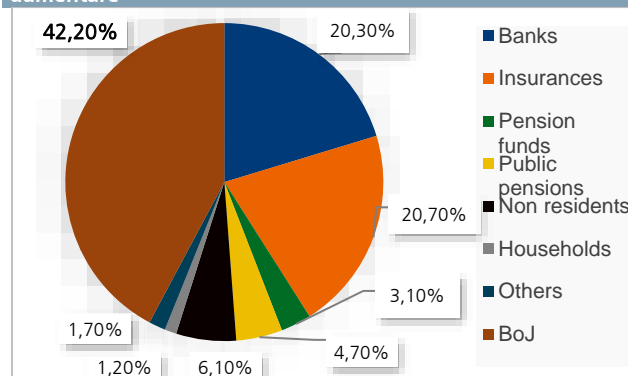
Fonte: Cabinet Office, Economic and Fiscal Projections for Medium to Long Term Analysis. Scenario base: crescita del PIL reale all'1,5% nel 2020 e al 2% negli anni successivi; inflazione al 2% nel 2021

Fig. 11 – Inflazione: il 2% è ancora lontano, ma il trend è in miglioramento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – La quota di JGB detenuta dalla BoJ continua ad aumentare



Nota: dati a fine settembre 2017; totale JGB: 978,6 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1087,1 tln di yen. I non residenti detengono il 55,3% dei T-bills. La vita media del debito è 8anni e 9 mesi.
Fonte: Ministry of Finance

Cina: più flessibilità e più Partito

Silvia Guizzo

- Il **PIL** ha registrato un aumento del 6,8% a/a nel 4° trimestre 2017, appena al di sotto del 6,9% dei due trimestri precedenti. Il 2017 si è quindi chiuso con un tasso di crescita del **6,9% a/a**, al di sopra delle nostre aspettative e in **accelerazione rispetto al 6,7% del 2016**. L'ottima dinamica del settore dei servizi (8,0% vs 7,7% nel 2016) ha fornito il maggior contributo alla crescita e, insieme a quella del settore agricolo, ha compensato il rallentamento dell'industria. La netta accelerazione del settore dei trasporti e dello stoccaggio (9% a/a vs 6,6% nel 2016) ha guidato la brillante performance dei servizi mentre il settore industriale ha risentito negativamente della frenata del settore delle costruzioni (4,3% a/a vs 7,2% nel 2016).
- I **dati relativi a gennaio e febbraio** sono stati **nel complesso positivi**. Il commercio estero ha registrato una crescita ancora sostenuta e con tassi a due cifre e gli investimenti fissi e la produzione industriale sono lievemente accelerati. I permessi di costruzione e la superficie residenziale venduta sono, invece, decelerati e non offrono supporto alla riaccelerazione degli investimenti nel settore immobiliare che si profila di carattere temporaneo. L'indice PMI manifatturiero, che resta sopra 50, è stato stabile nella rilevazione Markit negli ultimi tre mesi, mentre è sceso in quella del NBS, evidenziando un peggioramento delle condizioni per le piccole e medie imprese. Il PMI dei servizi dipinge un quadro migliore e ancora espansivo per il settore. Le vendite al dettaglio sono lievemente rallentate a causa della decelerazione delle vendite di automobili, ma restano ancora ben supportate dall'elevata fiducia dei consumatori.
- Durante la prima sessione annuale del neo-eletto Parlamento tenutasi a marzo le Autorità, in linea con le aspettative, hanno comunicato un **target di crescita** intorno al **6,5%** eliminando, rispetto al 2017, il riferimento alla locuzione "più elevata se possibile", mentre il target d'inflazione è rimasto lo stesso, al 3%, così come quello sulle vendite al dettaglio (intorno al 10%). Per la prima volta **non è stato dato un obiettivo di crescita né per gli investimenti fissi né per M2 o per il credito** e, per la prima volta dal 2012, è stato indicato un target del rapporto **deficit/PIL** in calo rispetto a quello dell'anno precedente (**2,6%** vs 3% nel 2017) e anche rispetto al rapporto effettivo (che stimiamo a 3,7%), segnalando una **politica fiscale meno espansiva**.
- L'**abbandono del target su M2**, come suggerito poi anche dal Governatore della PBOC in conferenza stampa, riflette il fatto che nella valutazione della *stance* di politica monetaria M2 sta diventando meno significativa rispetto al passato e sostituita sempre di più dal corridoio di tassi sul brevissimo termine su cui la PBOC si è concentrata negli ultimi due anni. Il ministro Li Keqiang ha ampiamente sottolineato la necessità di **sostegno al mercato del lavoro**, lasciando invariato l'obiettivo di creazione di nuovi posti di lavoro (11 milioni) e indicando che il tasso di disoccupazione verrà mantenuto entro il 5,5%²². L'**abbandono del target sugli investimenti e sul credito** darà molta **più flessibilità alle Autorità**, centrali e locali, **per concentrarsi maggiormente sulla qualità della crescita** e perseguire i tre obiettivi principali già delineati dal Congresso del Partito Comunista Cinese (PCC) in autunno (controllare i rischi finanziari, combattere la povertà e abbattere l'inquinamento), **ma anche per fare marcia indietro**, tornando a fornire sostegno a credito e investimenti, **se il rallentamento dell'economia fosse più accentuato delle attese**.
- Minori emissioni nette di titoli dei governi locali e una più stringente regolamentazione del settore finanziario non bancario hanno causato un rallentamento del **credito** totale negli ultimi mesi, mentre la crescita del solo credito bancario si è stabilizzata. Data l'attenzione delle Autorità al contenimento dei rischi finanziari ci aspettiamo che il **trend di rallentamento** prosegua nei prossimi trimestri. Il taglio selettivo del coefficiente di riserva obbligatoria, in vigore da gennaio, e l'abbassamento dei *ratios* di accantonamento per i crediti incagliati, annunciato a marzo, potranno parzialmente limitare il rallentamento del credito bancario. Ci aspettiamo che la PBOC conservi una *stance* di **politica monetaria "prudente e neutrale"**, ossia

²² Questo tasso è diverso dal "tasso di disoccupazione urbana registrata" finora utilizzato, che è sostanzialmente fermo al 4% da anni ed è sempre stato inferiore ai target (4,5% negli ultimi tre anni). Il nuovo tasso dovrebbe essere più in linea con quello, pubblicato finora non regolarmente, dell'indagine sulla disoccupazione in 31 città (4,98% a dicembre) e tenere conto dei lavoratori migranti.

marginalmente restrittiva, continuando a tenere ampia la liquidità sulla parte brevissima della curva, in modo da mantenere i tassi stabili all'interno del corridoio di riferimento, e ricorrendo a dei minimi ritocchi verso l'alto dei tassi delle operazioni di rifinanziamento nel corso dell'anno (per complessivi 20pb nell'anno) in relazione alle condizioni di mercato. I tassi sulle scadenze più lunghe sono, infatti, già sensibilmente saliti nel 2017 e l'ingente ammontare di titoli in scadenza *on-shore* unito alla convenienza ad emettere *off-shore* continueranno a mantenere la pressione al rialzo sui rendimenti anche nel 2018.

- **Riteniamo che l'aumento dell'attività economica dei primi mesi dell'anno abbia carattere temporaneo** e sia stato in parte sostenuto dall'allentamento della campagna anti-inquinamento a cavallo d'anno. Ci aspettiamo che una moderata restrizione del credito, una politica fiscale meno espansiva dell'anno scorso, una politica monetaria marginalmente restrittiva e una rinnovata attenzione alla riduzione dell'inquinamento riporteranno l'attività economica su un sentiero di rallentamento nei prossimi trimestri. Le tensioni commerciali con gli USA e un'eventuale escalation protezionistica a livello globale lasciano, inoltre, i rischi al ribasso sulla dinamica del commercio estero, in particolare delle esportazioni. Manteniamo pertanto **invariato il nostro scenario di moderata decelerazione della crescita a 6,4% nel 2018 e a 6,2% nel 2019**.
- **L'inflazione dei prezzi al consumo** è salita a 2,9% a/a in febbraio (+1,2% m/m) da 1,5% a/a in gennaio, trainata al rialzo dagli aumenti dei prezzi del comparto degli alimentari, dei trasporti e dei servizi, in particolare turistici. Questi aumenti sono in gran parte legati alle festività del Capodanno cinese e sono destinati a rientrare. A causa di un effetto base sfavorevole l'inflazione dovrebbe rimanere poco al di sotto di questi livelli nei prossimi due mesi e poi iniziare a scendere anche grazie alla decelerazione dei prezzi nel comparto dei medicinali e dell'abitazione, finora i principali driver dell'aumento dell'inflazione dei servizi. In media annua **l'inflazione rimarrà più elevata rispetto al 2017 (1,6%), a 2,3% nel 2018 e 2,4% nel 2019**.
- Il Parlamento in marzo **ha approvato tutte le modifiche alla Costituzione** proposte dal PCC e la controversa Legge sulla Supervisione Nazionale²³. Esso ha, inoltre, approvato un'ampia **riorganizzazione dei ministeri** e la fusione di alcuni Enti regolatori, che dovrebbe contribuire ad aumentare l'efficienza del Governo e ridurre la burocrazia. Le modifiche alla Costituzione vanno nella direzione di un **maggior accentramento di potere nelle mani di Xi Jinping** e rappresentano un'ulteriore **conferma dell'allontanamento dal concetto di leadership condivisa** e dal processo di transizione "programmata" del potere da una leadership all'altra introdotti da Deng. Le modifiche e la riorganizzazione dei Ministeri sono comunque del tutto **in linea con** quanto presentato dal Presidente in ottobre nel Rapporto sul lavoro del Congresso del PCC, dove **l'unità del Partito e la sua supremazia sullo Stato** sono emerse come **esigenze prioritarie per poter portare avanti "il socialismo con caratteristiche cinesi"**.

Previsioni macro	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.4	6.2
Consumi privati	7.9	8.2	8.1	7.9	7.8	7.3	6.9
Consumi pubblici	5.1	3.7	7.8	9.2	8.3	7	6.3
Investimenti fissi	9.3	6.9	7.3	6.6	5.5	5.1	4.7
Esportazioni	7.9	5.7	0.1	1.8	6.8	5.6	4.6
Importazioni	10.6	7.7	0.8	3.8	7.3	5.8	5.8
Produzione industriale	8	7.4	6.2	6.1	6.1	5.4	4.6
Inflazione (CPI)	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.3	2.4
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9
Salari medi	11.8	10.8	9.8	9	8.4	7.9	7.6
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	4.90	4.80	3.80	3.00	4.70	4.80	4.60
Cambio USD/CNY (media)	6.15	6.16	6.28	6.64	6.76	6.50	6.45
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	912	1458	1912	1296	1121	1092	1297
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.5	2.3	2.8	1.7	1.4	1.2	1.3
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.7	-3.7	-3.9

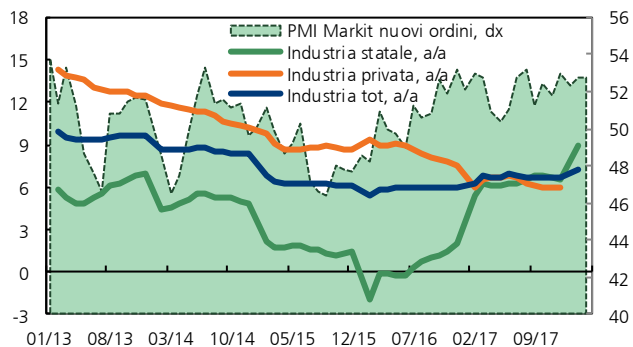
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; * IMF Article IV, August 2017. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

²³ Per un approfondimento si veda Focus Cina: Le "due sessioni" e le modifiche alla Costituzione, del 5.3.2018.

Scenario Macroeconomico

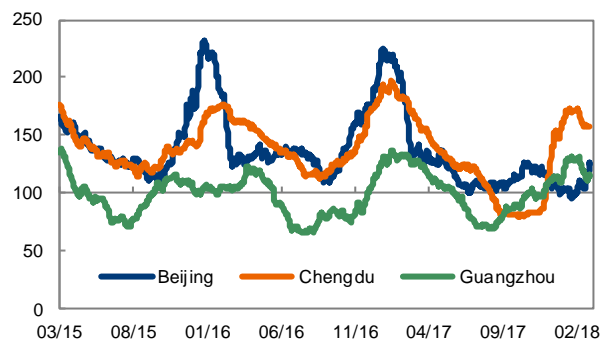
Marzo 2018

Produzione industriale e ordini



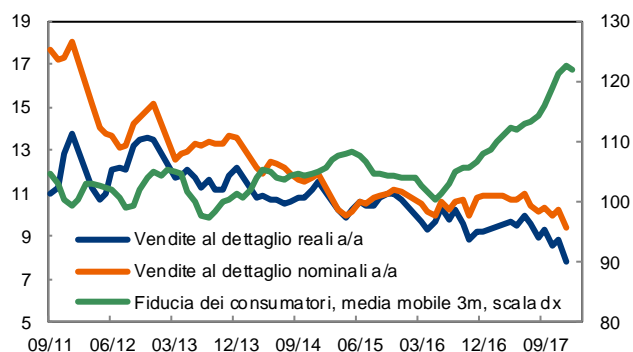
N.B. produzione industriale cumulata, var. a/a.
Fonte: CEIC, IHS Markit

Indice di qualità dell'aria (concentrazione degli inquinanti)



N.B. Più l'indice è elevato, più l'aria è inquinata; media mobile a 60gg.
Fonte: USA Environmental Protection Agency da Bloomberg

Vendite al dettaglio



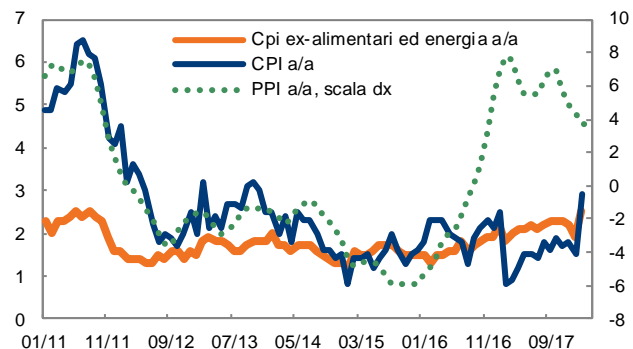
Fonte: CEIC

Prezzi degli immobili



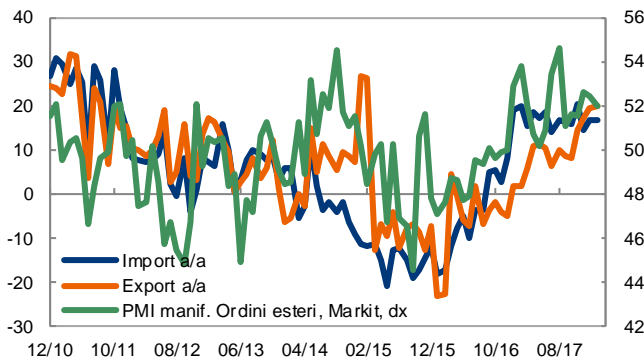
N.B. variazione m/m, media 70 città, mercato primario.
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione



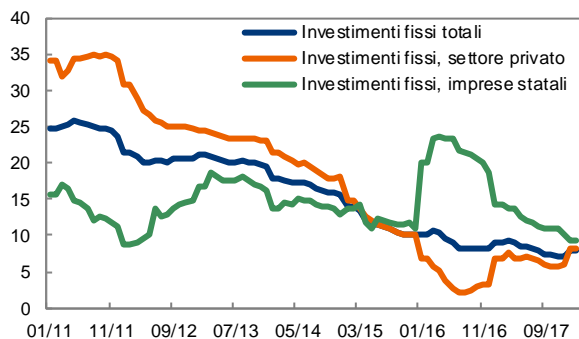
Fonte: CEIC

Commercio estero



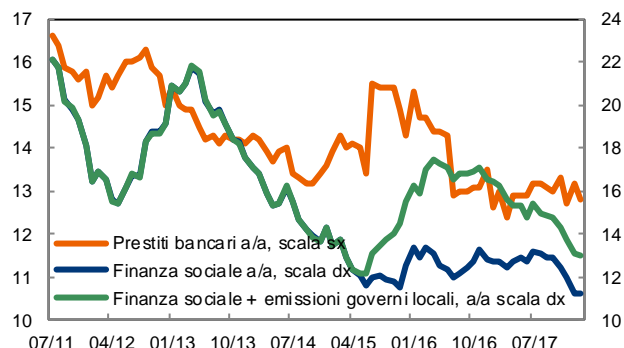
Nota: dati destagionalizzati, media gennaio e febbraio.
Fonte: CEIC, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti nominali a/a



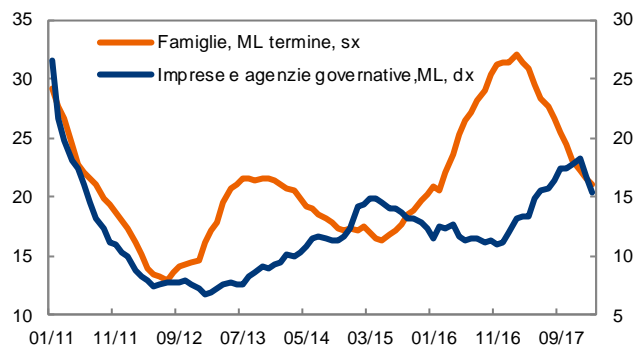
Fonte: CEIC

La dinamica del credito totale rallenta



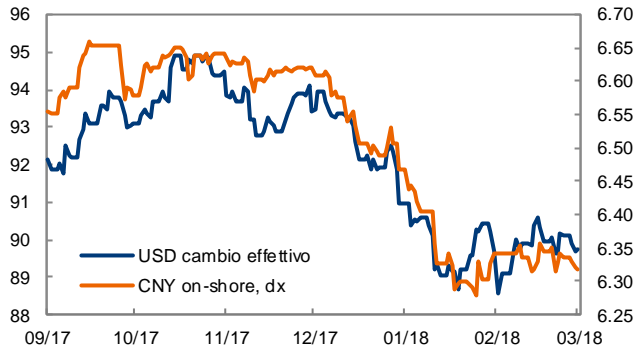
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prestiti bancari domestici a/a



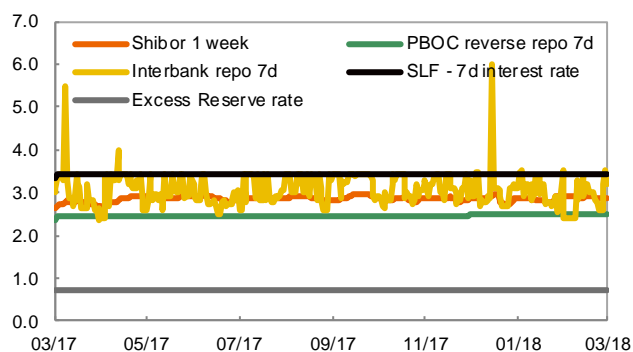
Fonte: CEIC

Il cambio si apprezza



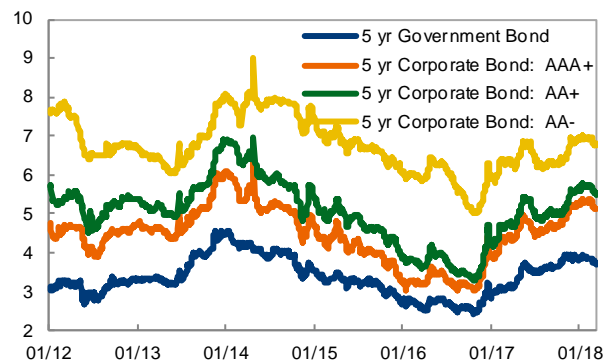
Fonte: CEIC

I tassi sulle scadenze brevissime si stabilizzano all'interno di un corridoio



Fonte: Bloomberg, CEIC

I rendimenti restano elevati



Fonte: CEIC

India: crescita in moderata accelerazione

- Il **PIL** è salito del 7,2% a/a nel 4° trimestre del 2017, in netta accelerazione rispetto al resto dell'anno anche in termini congiunturali, portando la crescita annua del 2017 a 6,4% a/a, in linea con le nostre previsioni. La decelerazione dei consumi privati e, in maniera più marcata, degli investimenti fissi, insieme a un contributo marginalmente negativo del canale estero hanno concorso al rallentamento della crescita rispetto al 2016 (7,9%). Dal lato dell'offerta il rallentamento più marcato è stato quello del settore industriale, in particolare minerario ed estrattivo e manifatturiero. La scomposizione del PIL del **4° trimestre** evidenzia una moderata **decelerazione dei consumi e un netto rimbalzo degli investimenti, nonché della dinamica del settore manifatturiero**, confermando il carattere temporaneo degli effetti della demonetizzazione e dell'introduzione dell'imposta sui beni e servizi sulla crescita nel 2017.
- **I dati mensili tra novembre e febbraio confermano la ripresa del ciclo.** Le **importazioni**, anche al netto del petrolio, continuano a crescere a tassi a due cifre, superiori a quelli delle **esportazioni**, il cui rallentamento in febbraio è in gran parte da imputare a un effetto base sfavorevole. La **produzione industriale** è salita del 7,8% 3m a/a in gennaio, in accelerazione anche al netto della componente più volatile dei beni capitali, ed è supportata da variazioni m/m stabilmente superiori ai mesi precedenti e solo in parte aiutata da un effetto base favorevole. La **fiducia delle imprese** è risalita e l'indice **PMI manifatturiero**, pur in calo dal picco di 54,7 di dicembre, si è mantenuto stabilmente in territorio espansivo tra gennaio e febbraio con una dinamica degli ordini esteri migliore rispetto a quelli interni. Ciò trova supporto nei dati dei movimenti cargo che mostrano un andamento più volatile e in marginale rallentamento per il traffico domestico.
- Il **PMI dei servizi** resta più volatile e meno brillante di quello del settore manifatturiero, continuando ad oscillare intorno a 50, mentre la componente aspettative, pur in costante diminuzione rispetto al picco di novembre, rimane su livelli elevati. I ricavi del settore turistico sono supportati dall'aumento delle presenze di turisti, le sottoscrizioni dei telefoni cellulari continuano a salire così come le vendite di veicoli utilitari e commerciali, rinforzando le prospettive di ripresa per il settore. La crescita del **settore agricolo** è rallentata a 3,8% a/a nel 2017 da 4,8% nel 2016, con un miglioramento nella seconda parte dell'anno. Il Ministero dell'Agricoltura stima che la produzione di legumi e cereali sia però salita solo dello 0,9% a/a nell'AF 2017-18 e precipitazioni inferiori alla media stagionale nei primi due mesi dell'anno pongono dei rischi al ribasso sulla lettura definitiva.
- I **consumi privati** hanno registrato un aumento del 5,6% a/a nel 4° trimestre, il minimo dalla seconda metà del 2015, e del 1,4% t/t destagionalizzato, poco al di sotto dell'1,5% dei due trimestri precedenti. La **fiducia dei consumatori**, dopo essere scesa per gran parte dell'anno è salita fino a 96,9 nel 4° trimestre, avvicinandosi alla neutralità ma rimanendo ancora in zona di pessimismo (inferiore a 100), mentre le aspettative continuano ad essere molto più elevate. La percentuale di consumatori che riporta un aumento delle intenzioni di spesa rimane positiva ma in calo rispetto al trimestre precedente, verosimilmente a causa di una valutazione meno ottimistica del mercato del lavoro. La fiducia rilevata mensilmente da BSE CMIE è però scesa nei primi due mesi del 2018 rendendo più incerte le prospettive di ripresa dei consumi.
- L'**inflazione dei prezzi al consumo**, dopo aver toccato un picco a 5,2% a/a in dicembre è scesa a 4,5% a/a in febbraio, grazie a un netto calo dei prezzi degli alimentari, in gran parte stagionale, e a un rallentamento dei prezzi di carburanti ed elettricità. L'inflazione al netto degli alimentari e dei carburanti è rimasta invece sostanzialmente stabile intorno a 5,1% negli ultimi tre mesi a causa dell'inerzia nel comparto dei servizi all'abitazione, dei trasporti e della cura personale. Un rimbalzo dei prezzi degli alimentari e dei carburanti dovrebbe far risalire l'inflazione nel 2° trimestre mentre un effetto base favorevole ne dovrebbe favorire la discesa nella seconda metà dell'anno. **Ci aspettiamo che l'inflazione aumenti in media annua da 3,3% nel 2017 a 4,8% nel 2018, per rimanere poco al di sotto, a 4,6%, nel 2019.** Le misure di sostegno ai prezzi delle derrate agricole introdotte nel bilancio pubblico (prezzo minimo garantito) e un aumento del prezzo del petrolio superiore alle attese di mercato, come nelle nostre previsioni, mantengono i rischi al rialzo sull'inflazione.
- Gli **investimenti** sono saliti del 12% a/a nel 4° trimestre e hanno registrato variazioni trimestrali in continuo incremento nel corso del 2017. Il **credito** al settore non alimentare sta

Silvia Guizzo

migliorando, sostenuto dall'accelerazione di quello al settore dei servizi ma anche dal ritorno in territorio marginalmente positivo della dinamica del credito all'industria. Il nuovo programma di ricapitalizzazione delle banche pubbliche dovrebbe favorire questo trend anche se nel breve termine il settore bancario resta sotto pressione. Il miglioramento della disponibilità di finanziamento per le imprese emerso dall'indagine della RBI, la netta accelerazione delle importazioni di macchinari nella seconda metà del 2017, culminata a 20,8% 3m a/a in febbraio, e l'accelerazione della produzione di beni capitali, prefigurano una prosecuzione della ripresa degli investimenti nei prossimi trimestri.

- I nuovi progetti d'investimento presentati dalle imprese industriali al Ministero dell'Industria, scesi sia di numero sia per importo nel 2017, hanno registrato solo un timido aumento negli ultimi mesi e il CMIE rileva un rallentamento dei nuovi investimenti nella seconda metà del 2017, evidenziando alcuni rischi sulla sostenibilità della ripresa degli investimenti. Questi rischi, insieme a una dinamica dei consumi ancora poco brillante e a un contributo del canale estero che si profila ancora negativo **ci inducono a mantenere invariato il nostro scenario di moderata accelerazione della crescita del PIL a 7,2% nel 2018**. Il sostegno della politica fiscale, una ripresa dei consumi e la prosecuzione di quella degli investimenti, favorita dagli effetti di lungo termine delle riforme implementate negli ultimi anni, dovrebbero portare la crescita a **7,4% nel 2019**.
- La RBI ha mantenuto i tassi invariati e la *stance* di **politica monetaria** ancora neutrale alla riunione del 7 febbraio, sottolineando però i rischi al rialzo sull'inflazione. L'orientamento del Comitato sembra in corso di cambiamento, come emerge dai verbali e dal voto favorevole di un membro per un rialzo di 25pb rispetto ai 2 meeting precedenti quando un altro membro aveva votato, invece, a favore di un taglio di 25pb. Il **deficit di bilancio** dell'AF 2017-18 è stato rivisto al rialzo al 3,5% del PIL rispetto al target iniziale del 3,2% mentre per l'AF 2018-19 il Governo ha presentato un obiettivo di deficit al 3,3% e al 3,1% per l'AF 2019-20. I rischi di lieve sfioramento non scompaiono nonostante il mantenimento dell'obiettivo di consolidamento dei conti pubblici nel medio termine²⁴. Il **deficit delle partite correnti** è lievemente peggiorato nel 2017 (1,5% vs 0,5% nel 2016), a causa di un più alto deficit della bilancia commerciale destinato a permanere, trainato dalla ripresa della domanda interna e dall'aumento dei prezzi delle materie prime, riportando l'attenzione degli investitori sui "deficit gemelli". In questo contesto e con rischi verso l'alto sull'inflazione ci aspettiamo che la **RBI proceda a un primo rialzo dei tassi nel corso dell'estate** seguito da un secondo, nell'ultima parte dell'anno, se la ripresa sarà consolidata.

Previsioni macro							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
PIL (prezzi costanti)	6.1	7	7.6	7.9	6.4	7.2	7.4
Consumi privati	6.6	6.3	7.4	8.6	6.5	7.7	7.5
Consumi pubblici	2.6	6.9	2.5	8.4	12.9	11.8	11
Investimenti fissi	2.5	2.5	3.5	10.8	4.6	6.1	7.8
Esportazioni	4.2	6.6	-6	2.5	6.3	5.9	6.4
Importazioni	-6.3	0	-5.8	1.3	10.4	7	7.7
Produzione industriale	1.9	4.5	2.5	5.2	3.6	5.8	6.1
Inflazione (CPI)	10.1	6.4	4.9	4.9	3.3	4.8	4.6
Tasso di disoccupazione (%)	2.4	2.8	3.0	3.3	3.4	3.6	3.5
Salari medi	15.8	13.2	8.7	11.5	10.2	11.7	12.8
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.3	9.1	8	7.2	6.5	6.9	7.6
Cambio USD/INR (media)	58.57	61.04	64.15	67.21	65.12	64.53	62.74
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-2780	-1661	-1451	-815	-2820	62.74	-3966
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.6	-1.4	-1.1	-0.5	-1.7	-2.5	-1.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-4.3	-3.4	-3.7	-4.0	-3.4	-3.2

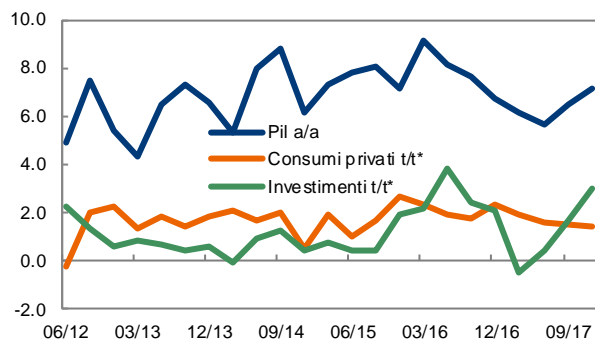
Nota: variazioni % sul periodo precedente, salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

²⁴ Vedi India Focus Economia del 26.02.2018: "Deficit 2018-19: obiettivo al 3,3% del PIL ma i rischi restano al rialzo".

Scenario Macroeconomic

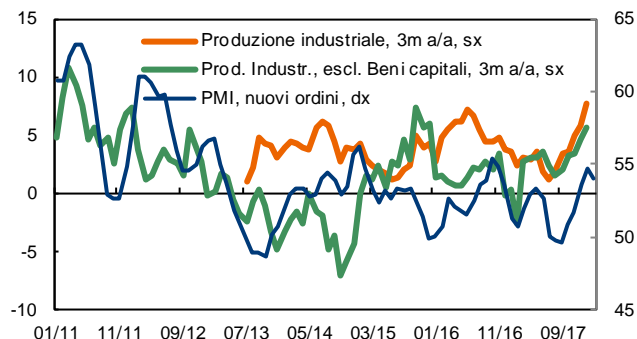
Marzo 2018

La dinamica degli investimenti migliora



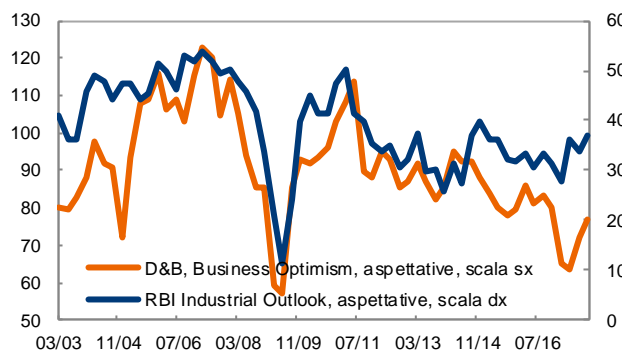
* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

La produzione industriale accelera



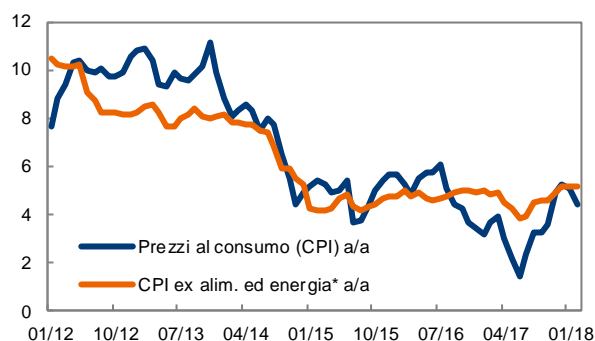
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

La fiducia delle imprese risale



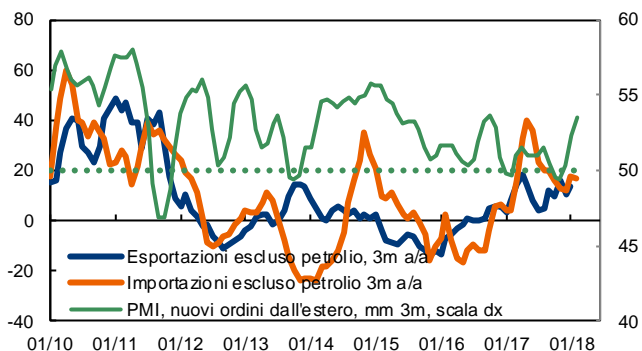
Fonte: CEIC

Inflazione



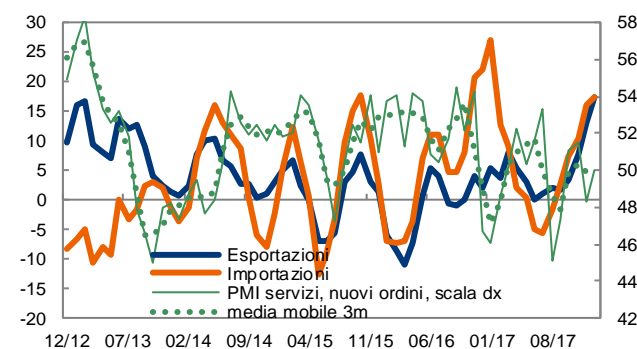
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Commercio estero (beni)



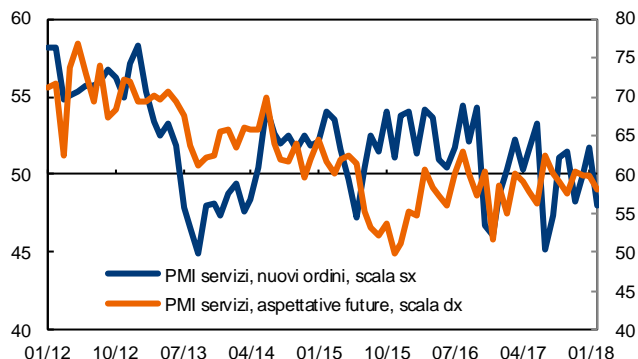
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Commercio estero (servizi)



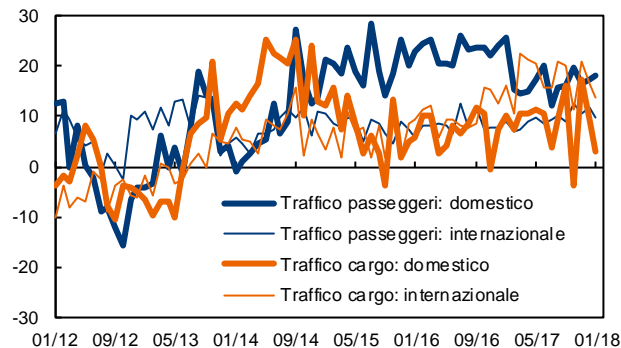
Fonte: CEIC

Servizi: PMI volatili ma le aspettative restano positive



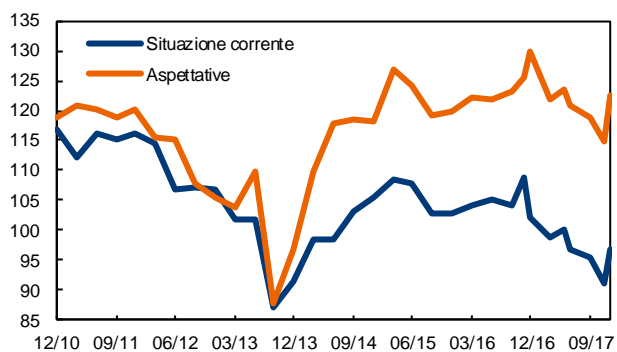
Fonte: Markit

Traffico passeggeri e cargo



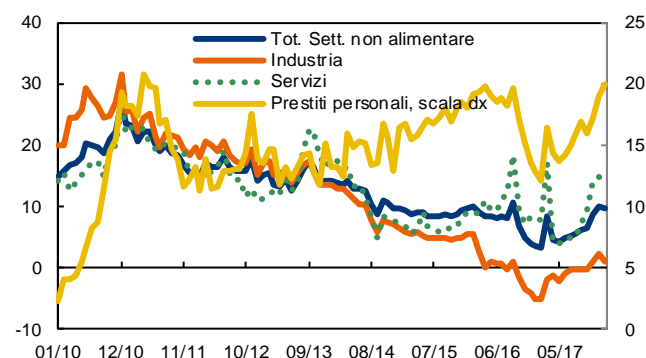
Fonte: CEIC

Fiducia dei consumatori



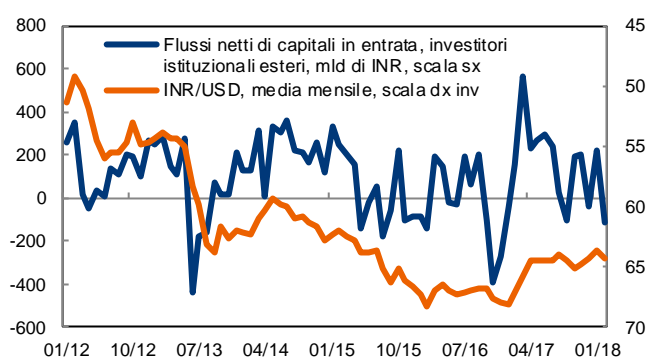
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



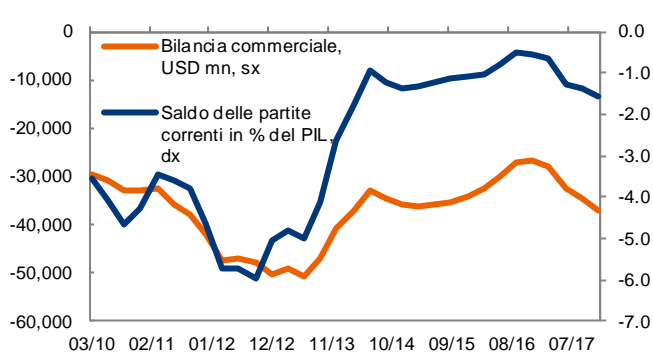
Fonte: CEIC

Cambio



Fonte: CEIC

Partite correnti



Nota: media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Materie prime: aumentano i rischi politici e geopolitici

A fronte di uno scenario macroeconomico e di un sentiment sui mercati finanziari estremamente positivi, molti fattori hanno contribuito ad alimentare incertezza nel comparto ed è quindi possibile che nel breve periodo prevalga una maggior cautela nell'esposizione finanziaria verso il mondo commodity.

Daniela Corsini

Dopo un inizio anno molto movimentato, in marzo ha prevalso un atteggiamento attendista nell'universo delle materie prime. Infatti, a fronte di uno scenario macroeconomico e di un sentiment sui mercati finanziari estremamente positivi, molti fattori hanno contribuito ad alimentare incertezza nel comparto ed hanno quindi spinto in direzione di una maggior cautela nell'esposizione finanziaria verso il mondo commodity. In particolare, i fattori che stanno frenando un più forte rialzo delle quotazioni sono rischi di natura politica e geopolitica.

Nel breve termine, riteniamo che il rischio più grave sia l'avvio di una guerra commerciale fra le principali potenze economiche, a seguito dell'introduzione delle imposte su acciaio e alluminio da parte dell'Amministrazione Trump e di tariffe mirate contro le importazioni cinesi. A seconda di quali saranno i paesi ed i settori coinvolti, alcune materie prime saranno più danneggiate di altre, sia direttamente che indirettamente, da queste limitazioni al commercio. Al momento, l'effetto di mercato più rilevante è stato il netto rialzo delle quotazioni domestiche di acciaio e alluminio per consegna negli Stati Uniti. Al contrario, i mercati internazionali delle materie prime (al di fuori degli Stati Uniti) non hanno sinora registrato particolari impatti, salvo un generalizzato rialzo dell'avversione al rischio. Ovviamente, severe misure ritorsive da parte di importanti partner commerciali, quali Unione Europea e Cina, aprirebbero la strada a scenari molto negativi per il commercio e la domanda mondiale di commodity energetiche, agricole e industriali, mentre i preziosi beneficerebbero di un rialzo generalizzato della domanda di beni rifugio.

In Cina, le recenti modifiche alla Costituzione hanno confermato il potere del Presidente Xi Jinping. Da un lato, ciò suggerisce che le riforme intraprese saranno perseguite con più decisione, soprattutto per quanto riguarda la protezione dell'ambiente (positivo per gas naturale, zinco, nickel, rame, alluminio, negativo per carbone) e la riduzione della capacità produttiva in eccesso (positivo per acciaio e alluminio). Dall'altro lato, troppo potere accentrato in poche mani normalmente implica maggiori rischi per l'economia, data l'assenza di una seria opposizione e di un dibattito critico e vivace di fronte a nuove proposte legislative o regolamentari.

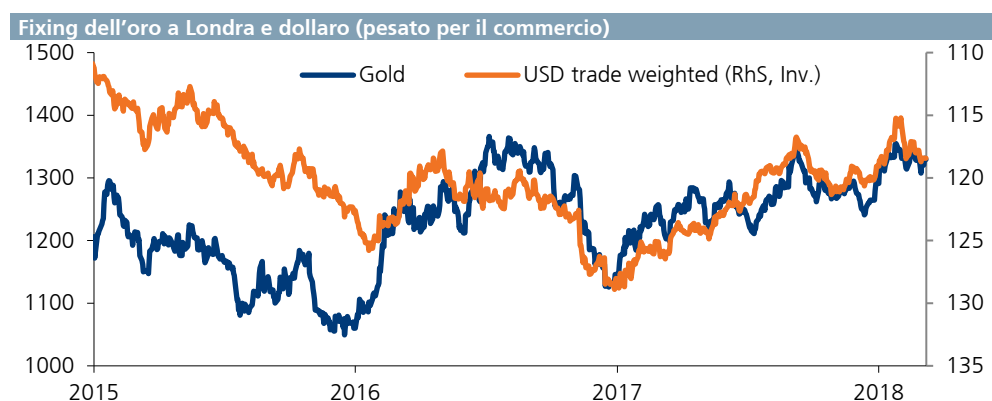
Fra i rischi geopolitici, dopo la recente apertura della Nord Corea ad avviare un dialogo con gli Stati Uniti (nello scenario di base, escludiamo che possano esser raggiunti accordi sulla denuclearizzazione, ma escludiamo anche che i rapporti si deteriorino sino ai minimi della scorsa estate), il fronte più caldo resta il Medio Oriente.

Oggi, lo scenario mediorientale è in rapida evoluzione e la precarietà degli equilibri sinora raggiunti suggerisce che le tensioni latenti potrebbero acuirsi inaspettatamente, sfociando velocemente in nuovi scenari di crisi. Fra i temi più attuali da monitorare, sottolineiamo:

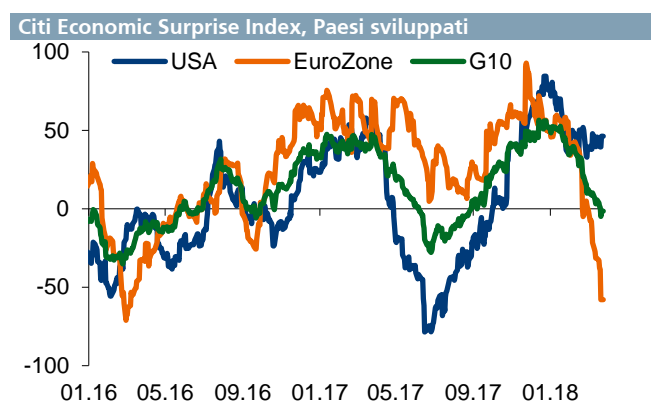
- l'evoluzione della guerra in Siria dopo la sconfitta di ISIS, che ha visto un maggiore coinvolgimento di Turchia e Israele, anch'esse interessate a definire le rispettive sfere di influenza nell'area;
- gli sviluppi politici in Arabia Saudita, che sta perseguendo ambiziose riforme economiche e sociali ed un'aggressiva politica estera sotto l'egida del giovane principe ereditario Mohammad bin Salman;

- l'inesauribile rivalità fra Iran e Arabia Saudita, esplicitata tramite numerose *proxy wars*, che potrebbe portare a nuovi picchi di tensione nella regione, mettendo a dura prova la coesione dell'OPEC;
- la nuova comunanza di interessi fra Russia e Arabia Saudita nel mercato energetico, che prevediamo rimarrà un tratto dominante nella definizione degli equilibri geopolitici regionali e del bilancio del mercato petrolifero.

Fra i fattori positivi che dovrebbero continuare ad alimentare ottimismo nel comparto delle materie prime, sottolineiamo il trend di deprezzamento del dollaro americano, di cui hanno sinora beneficiato tutti i comparti, anche se la correlazione positiva più forte è stata registrata dai preziosi.



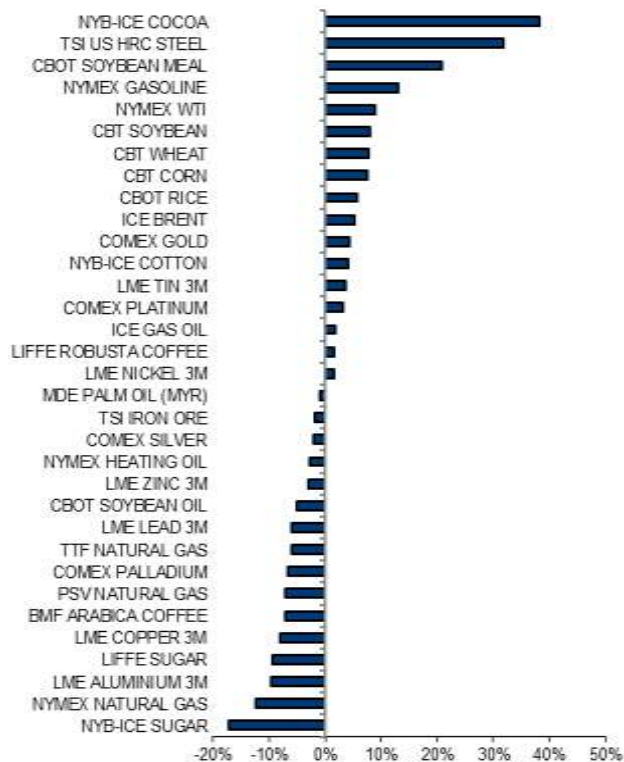
Inoltre, come accennato in precedenza lo scenario macroeconomico resta estremamente favorevole. Anche gli indici di sorpresa economica di Citigroup mostrano che negli ultimi mesi i dati macroeconomici si sono spesso rivelati più forti delle attese nei principali paesi sviluppati. In Cina, i dati hanno deluso le attese solo con i PMI di febbraio, mentre export e produzione industriale sono stati estremamente forti e suggeriscono un *momentum* positivo per l'economia del gigante asiatico.



Scenario Macroeconomico

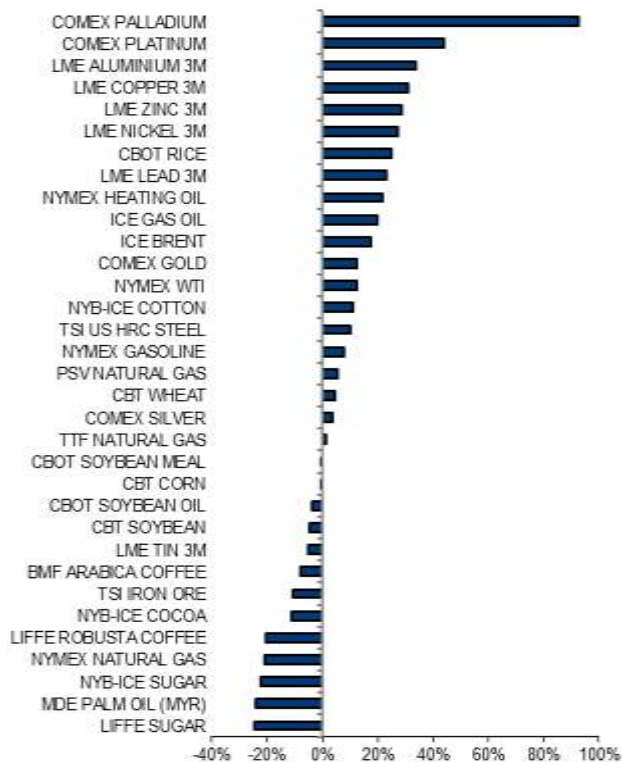
Marzo 2018

Performance da inizio 2018, sino al 23.03.2018



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Performance nell'intero 2017

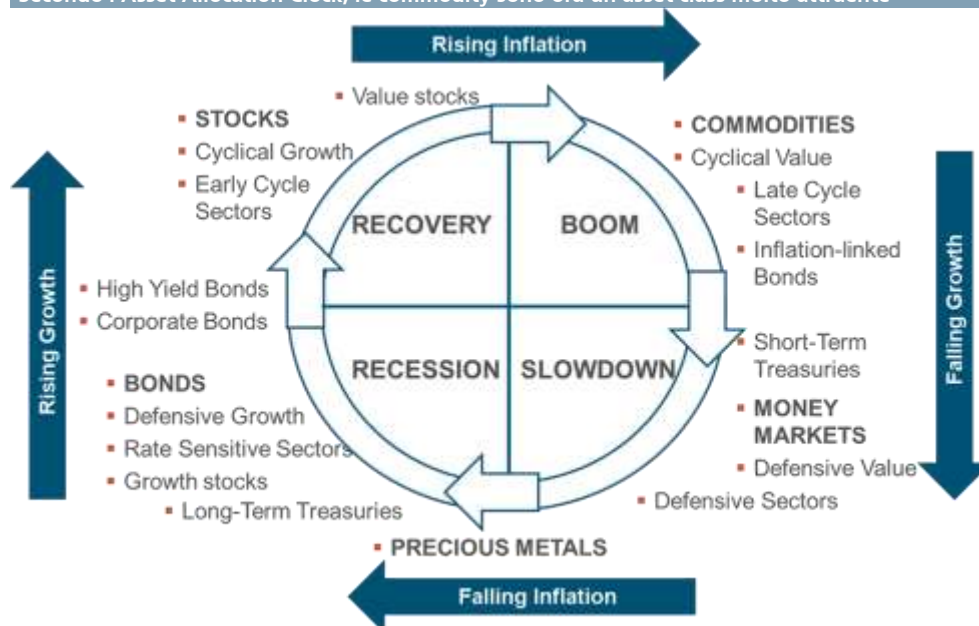


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Previsioni per l'universo commodity

Nonostante rilevanti i rischi politici e geopolitici, il comparto delle commodity sta beneficiando di condizioni macroeconomiche e finanziarie eccezionalmente buone: lo scenario macroeconomico dovrebbe rimanere favorevole grazie alla robusta crescita mondiale trainata dai paesi emergenti, a politiche fiscali espansive e politiche monetarie ancora accomodanti. Di conseguenza, secondo alcuni modelli base di teoria della finanza, dovremmo trovarci in una fase caratterizzata da over-performance delle commodity come asset class.

Secondo l'Asset Allocation Clock, le commodity sono ora un'asset class molto attraente



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su Merrill Lynch's Investment Clock

Energia. Il comparto è molto esposto a crescenti rischi geopolitici in Medio Oriente e Venezuela. I fondamentali del petrolio sono nuovamente peggiorati a causa di una crescita dell'offerta non-OPEC più veloce delle attese, nonostante gli sforzi di OPEC e Russia per limitare la produzione e il declino ormai strutturale dell'output in Venezuela. Al momento, prevediamo quotazioni del petrolio in trading range nel corso del 2018 a causa dei rischi circa bilanciati: riteniamo che pressioni al ribasso derivanti dai deboli fondamentali siano compensate da pressioni al rialzo legate a interesse dei mercati finanziari e positivo *roll yield* garantito dalla *backwardation* della curva forward. Anche per il gas, prevediamo un peggioramento dei fondamentali nel corso del prossimo trimestre per l'atteso rialzo dell'offerta di gas naturale liquefatto e il calo stagionale della domanda.

Metalli industriali. Lo scenario è nettamente favorevole ai metalli non ferrosi, più esposti ai temi di urbanizzazione, riduzione dell'inquinamento, risparmio energetico, evoluzione dei consumi nei paesi emergenti, energie rinnovabili ed evoluzioni tecnologiche (es. auto elettrica). Nel prossimo semestre, riteniamo probabili brevi e frequenti rally alimentati da contrattazioni collettive in America Latina e *resource nationalism* in Asia. Su acciaio e alluminio gravano le incertezze legate all'effettiva implementazione delle tariffe americane e alla risposta delle industrie coinvolte, che ovviamente potrebbe cambiare gli attuali pattern dei consumi industriali.

Metalli preziosi. I rischi geopolitici dovrebbero continuare ad alimentare la domanda mondiale di preziosi, ma le condizioni macroeconomiche ed il graduale *tightening* delle principali Banche centrali dovrebbero scoraggiare gli investimenti nel comparto. Ci attendiamo quindi migliori performance relative dai metalli più esposti alla domanda industriale, in particolare argento e palladio.

Agricoli. Ci attendiamo performance positive per le quotazioni di gran parte degli agricoli perché la domanda mondiale dovrebbe crescere a ritmi soddisfacenti, mentre i costi di produzione dovrebbero aumentare, incorporando in ritardo il passato rialzo delle quotazioni energetiche.

Scenario Macroeconomico

Marzo 2018

Previsioni di prezzo per le principali commodity							
	2T18	3T18	4T18	1T19	2018	2019	2020
ICE BRENT	65.0	65.0	65.0	66.0	65.5	70.0	75.0
NYMEX WTI	61.0	61.0	61.0	62.0	61.5	66.0	71.0
NYMEX NATURAL GAS	3.00	3.00	3.20	3.20	3.03	3.00	3.00
COMEX GOLD	1,320	1,310	1,300	1,300	1,315	1,350	1,375
COMEX SILVER	17.3	18.0	18.3	18.4	17.7	18.5	19.0
COMEX PLATINUM	970	950	940	940	963	930	910
COMEX PALLADIUM	1,060	1,080	1,100	1,100	1,073	1,125	1,150
LME COPPER 3M	7,200	7,100	7,000	7,000	7,100	7,000	7,150
LME ALUMINIUM 3M	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,150	2,200
LME NICKEL 3M	14,000	14,700	15,000	15,000	14,325	15,000	15,000
LME ZINC 3M	3,500	3,500	3,500	3,500	3,490	3,600	3,600
LME LEAD 3M	2,570	2,580	2,600	2,600	2,575	2,600	2,660
LME TIN 3M	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000
SGX IRON ORE	62	60	60	60	63	57	55
TSI U.S. HRC STEEL	700	650	615	620	671	620	625
CBT CORN	370	375	380	380	371	400	420
CBT WHEAT	450	450	450	450	449	475	500
CBT SOYBEAN	990	990	990	990	991	1,000	1,050
MDE PALM OIL (MYR)	2,700	2,700	2,650	2,650	2,663	2,700	2,750
NYB-ICE ARABICA COFFEE	120	125	130	130	124	135	138
LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,775	1,800	1,820	1,820	1,793	1,850	1,880
CBT SOYBEAN MEAL	330	325	315	315	330	320	322
CBT SOYBEAN OIL	33.5	34.0	35.0	35.0	33.9	36.0	36.5

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: spaventa la crescita dello shale oil

Al momento, riteniamo che i rischi sul mercato del petrolio siano circa bilanciati: pressioni al ribasso legate alla fragilità dei fondamentali e alla rapidissima crescita dell'offerta statunitense potrebbero essere controbilanciati da una forte domanda finanziaria per investimenti in commodity.

Prezzi del petrolio: in estate è tornato l'ottimismo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Dopo i massimi di inizio anno, le quotazioni del petrolio hanno corretto, seguendo il sell-off dei mercati azionari. Tuttavia, diversamente dall'equity, il recupero delle quotazioni è stato molto più contenuto a causa del progressivo deterioramento dei fondamentali. In particolare, le stime di crescita dell'offerta non-OPEC sono state continuamente riviste al rialzo ed ora si prevede addirittura che gli Stati Uniti diventeranno il primo produttore al mondo entro fine anno, superando la soglia di 11 milioni di barili al giorno (mb/g).

Di conseguenza, nonostante una buona crescita della domanda mondiale e nonostante la promessa di OPEC e alleati non-OPEC di limitare la produzione domestica sino a fine dicembre 2018, il mercato mondiale rimarrà probabilmente in surplus dal 3° trimestre 2018 sino almeno a fine 2019.

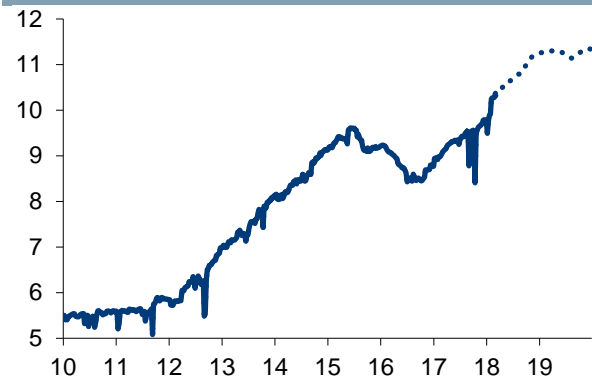
I dati pubblicati in marzo dall'U.S. Energy Information Administration (EIA) mostrano che dopo aver registrato un significativo deficit nel 2017 (-0,5 mb/g), il mercato tornerà in surplus nel 2018 (+0,4 mb/g) e si manterrà in eccesso di offerta anche nel 2019 (+0,3 mb/g).

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a marzo 2018							
Stime pubblicate a marzo 2018 in mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione U.S.A.	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2017	98.5	58.7	9.3	6.8	32.4	33.0	-0.5
2018	100.2	61.2	10.7	7.0	32.5	32.1	0.4
Variazione a/a	1.7	2.5	1.4	0.1	0.0	-0.9	
2019	101.9	62.4	11.3	7.2	32.7	32.4	0.3
Variazione a/a	1.7	1.2	0.6	0.2	0.3	0.3	

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 U.S. EIA

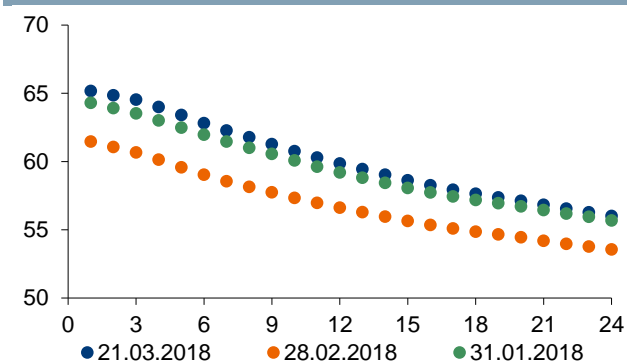
Ciò implica che le scorte commerciali nei paesi OCSE rilevate dall'International Energy Agency (IEA) dovrebbero tornare a crescere e il gap con la loro media a cinque anni non potrà chiudersi, fatta eccezione per un breve periodo nel corso del 1° semestre 2018.

Produzione statunitense in eccezionale crescita



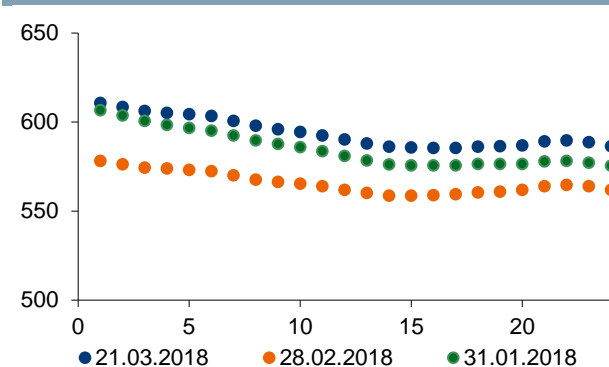
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

WTI forward curve



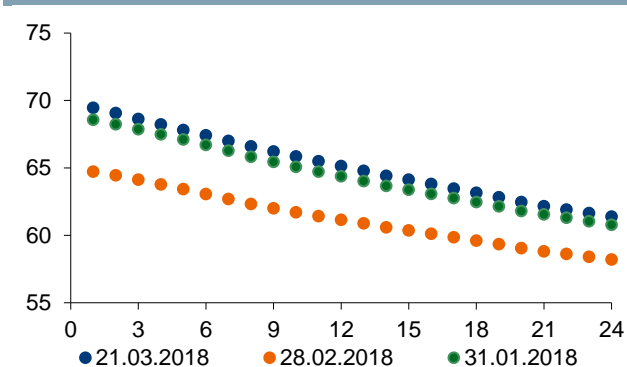
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Gasoil forward curve



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Brent forward curve



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

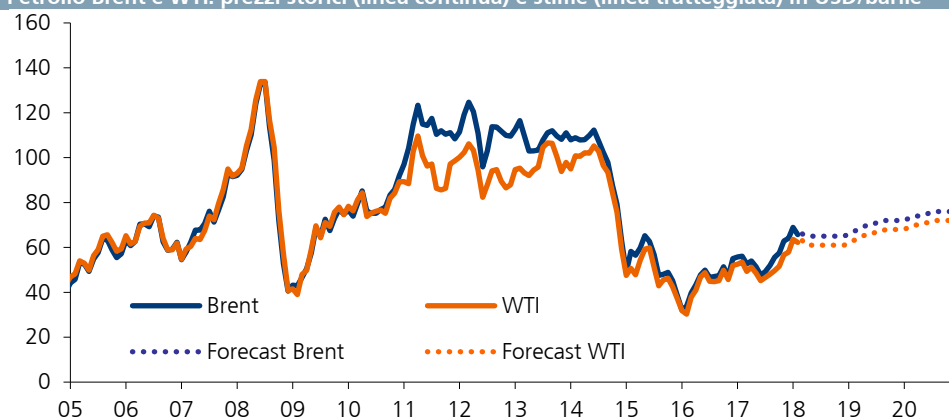
Secondo il nostro modello di base, nel 2018 il Brent dovrebbe scambiare in un ampio trading range attorno ad una media di circa 65 dollari al barile perché riteniamo che i rischi siano circa bilanciati: pressioni al ribasso legate alla fragilità dei fondamentali (il mercato sarà in surplus anche se OPEC e Russia manterranno i tagli sino a fine anno) saranno circa bilanciate da una forte domanda finanziaria per investimenti in commodity (le posizioni nette lunghe sono rimaste per molto tempo vicine ai massimi da sempre anche grazie alla *backwardation* delle curve forward).

Nel 2019, finalmente la domanda mondiale dovrebbe crescere più dell'offerta non-OPEC e riteniamo quindi probabile un rialzo verso una media di 70 dollari al barile.

Lo spread fra petrolio Brent e WTI si manterrà ampio. Nel nostro modello di base ci attendiamo uno spread medio di 4 dollari nel corso del prossimo biennio, giustificato dal differenziale dei costi di trasporto dai bacini *shale* verso l'Asia.

Fra i principali rischi che gravano sul nostro scenario, sottolineiamo che gli investimenti in petrolio potrebbero diventare meno appetibili se mutasse l'inclinazione della curva *forward*, attualmente in *backwardation* per il Brent. Tuttavia, al momento in cui scriviamo i primi mesi lungo la curva del WTI si sono spostati in *contango* e le curve *forward* per molti prodotti derivati dal petrolio si sono appiattite. Se venisse meno l'incentivo finanziario a detenere petrolio legato al positivo *roll-yield*, allora potremmo assistere alla liquidazione di molte posizioni nette lunghe e si aprirebbe la strada ad un'ampia correzione delle quotazioni.

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 Thomson Reuters-Datastream

Stime di prezzo del petrolio Brent

Al 14.03.2018	2T18	3T18	4T18	1T19	2018	2019	2020
ICE BRENT	65,0	65,0	65,0	66,0	65,5	70,0	75,0
Mediana, Bloomberg	64,0	64,0	64,0	64,9	64,5	65,0	66,0
Forward Curve	64,3	63,5	62,6	61,9	64,2	60,8	58,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 14.03.2018	2T18	3T18	4T18	1T19	2018	2019	2020
NYMEX WTI	61,0	61,0	61,0	62,0	61,5	66,0	71,0
Mediana, Bloomberg	60,0	60,0	60,0	61,0	60,3	60,0	62,0
Forward Curve	60,5	59,6	58,5	57,4	60,2	56,2	53,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

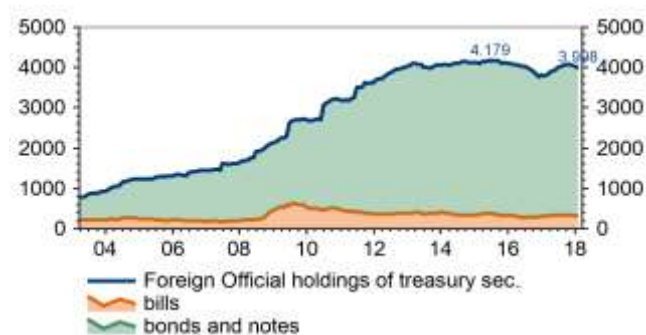
Mercati valutari

L'insediamento di Trump alla Casa Bianca non soltanto ha impresso una svolta protezionista alle politiche commerciali americane, ma ha anche trasformato il **dollaro** in uno **potenziale strumento di politica commerciale**. Di conseguenza, la psicologia del mercato ne è uscita nettamente cambiata: dal 2017, si è infranta la solida relazione fra cambio euro/dollaro e differenziali di tasso, mentre si sono accumulate notevoli posizioni lunghe di euro sui derivati che faticano a essere smaltite anche quando il cambio non si muove più, come a marzo (fig. M). Il dollaro resta reattivo alle oscillazioni dell'appetito per il rischio, per cui tende a rafforzarsi rispetto all'euro quando aumenta l'avversione al rischio, ma le nuove priorità del governo federale americano potrebbero aver aumentato la sensibilità all'andamento della bilancia dei pagamenti, oltre ad aver accentuato la volatilità delle divise di partner commerciali degli Stati Uniti come il Canada e il Messico, sensibili alle voci sull'andamento dei negoziati per il NAFTA e agli annunci, più o meno confusi, di dazi su specifici settori merceologici.

Luca Mezzomo

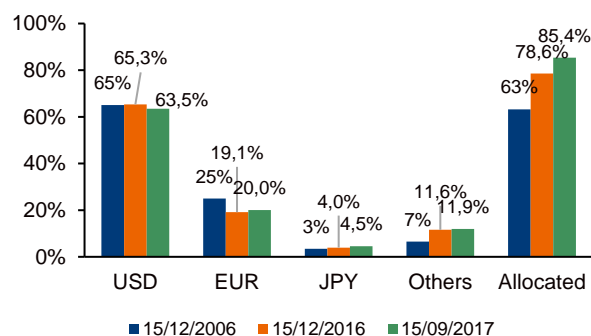
Inoltre, è cresciuta l'attenzione nei confronti della composizione delle riserve valutarie: negli ultimi anni si sta effettivamente osservando un calo della componente dollaro, scesa di 1,8 punti percentuali dal 2016 a vantaggio di yen, euro e altre divise – anche se la lettura di tali statistiche è disturbata dal fatto che è anche cresciuta la quota di riserve di cui viene dichiarata la denominazione (v. fig. 2). Tuttavia, anche i dati di fonte americana mostrano una flessione dei *treasuries* detenuti da enti ufficiali rispetto al 2015 (v. fig. 1). Ci sono motivi per pensare che alcune autorità monetarie abbiano interesse a ridurre il rischio che le proprie attività di riserva possano essere congelate dal governo americano, e che ciò possa quindi riflettere anche l'imprevedibilità del nuovo governo americano sul fronte della politica estera.

Fig. 1 – Andamento degli USTs detenuti da enti ufficiali



Fonte: US Treasury Department, TICS, and Thomson Reuters Datastream

Fig. 2 – Composizione delle riserve valutarie dichiarate



Fonte: FMI, COFER dataset. Nota: % delle riserve allocate e % delle riserve totali per la quota delle allocate

Vista la rottura di relazioni statistiche precedentemente affidabili e la complessità e contraddittorietà degli alti fattori di influenza, è difficile prevedere l'andamento del cambio **euro/dollaro** dei prossimi mesi. L'elevato livello delle posizioni speculative nette lunghe di euro e l'andamento divergente dei differenziali di tasso farebbero pensare almeno a una pausa nella fase di apprezzamento dell'euro. Qualche segnale è effettivamente emerso nelle ultime settimane. In seguito, però, un ulteriore apprezzamento sarebbe coerente con il ribilanciamento dei rispettivi saldi di parte corrente. Inoltre, dal prossimo anno il mercato potrebbe iniziare a essere ossessionato dalla svolta della politica monetaria BCE, in particolare dai tempi e dalla velocità del rialzo dei tassi.

La sostenibilità di un indebolimento del dollaro è discutibile nel caso dello **yen**. La politica monetaria giapponese resterà orientata in senso molto espansivo. Tuttavia, lo yen è favorito in periodi di incremento dell'avversione al rischio: picchi dell'indice VIX di volatilità azionaria sono

tipicamente associati a rafforzamento dello yen sul dollaro, come è avvenuto anche a inizio 2018. Ciò ha anche una spiegazione fondamentale, in quanto il Giappone ha una posizione finanziaria netta sull'estero largamente positiva, e l'aumento dell'avversione al rischio può condurre al rimpatrio cautelativo di capitali. Inoltre, c'è uno sbilancio del mercato speculativo contro lo yen che deve in parte essere riassorbito, prima che la moneta giapponese torni a flettere. La stabilizzazione della volatilità implicita dovrebbe successivamente consentire alla diversificazione estera degli investimenti giapponesi di riportare il cambio con il dollaro sopra quota 110, malgrado il robusto avanzo delle partite correnti.

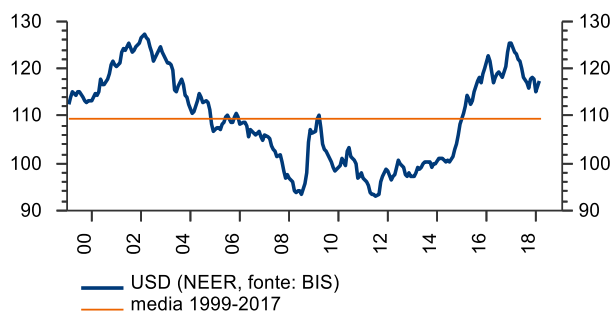
Non ci aspettiamo più grandi movimenti sulla **sterlina** – a meno che i negoziati su Brexit non collassino inopinatamente prima del marzo 2019 a causa della questione irlandese, portando a una *no deal Brexit* che (quasi) nessuno vuole. Tale scenario non è affatto scontato nei prezzi, che invece hanno reagito positivamente alle notizie sull'accordo condizionato per un periodo transitorio fino al dicembre 2020 annunciato il 19 marzo. Se venisse smarcata la questione del confine irlandese, i mercati si concentrerebbero maggiormente sul cambiamento della politica monetaria. La Bank of England dovrebbe tornare presto ad alzare i tassi ufficiali, forse a maggio: già alla riunione di marzo, 2 membri si sono dichiarati a favore di un aumento dei tassi ufficiali dall'attuale 0,5%, e servono altri 3 voti perché siano mossi. Questi dovrebbero presto arrivare, dato che comunque il comunicato afferma che "un continuo restringimento della politica monetaria sul periodo di previsione sarebbe appropriato". Questo scenario è già nei prezzi, e servirebbe l'improbabile annuncio di un percorso di rialzo più rapido per dare slancio alla sterlina.

Negli ultimi mesi, abbiamo assistito al tanto atteso ritorno delle **divise scandinave** verso livelli di cambio con l'euro più ragionevoli. Ci aspettiamo un ulteriore rafforzamento delle stesse nel corso del prossimo anno, anche se la forte riluttanza della Banca centrale svedese a muovere i tassi potrebbe continuare a rappresentare un serio ostacolo almeno per la corona svedese.

Proiezioni sui tassi di cambio					
	22-mar	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.2346	1.22	1.23	1.26	1.26
USD/JPY	105.65	110	114	117	118
GBP/USD	1.4166	1.42	1.41	1.39	1.40
EUR/CHF	1.1695	1.17	1.17	1.19	1.20
EUR/SEK	10.0990	9.80	9.60	9.20	9.00
EUR/NOK	9.4989	9.50	9.30	9.10	8.80
EUR/DKK	7.4488	7.45	7.45	7.46	7.46
USD/CAD	1.2849	1.26	1.25	1.20	1.18
AUD/USD	0.7747	0.80	0.81	0.82	0.85
NZD/USD	0.7256	0.71	0.72	0.74	0.75
EUR/JPY	130.42	134	141	147	149
EUR/GBP	0.8714	0.86	0.88	0.91	0.90

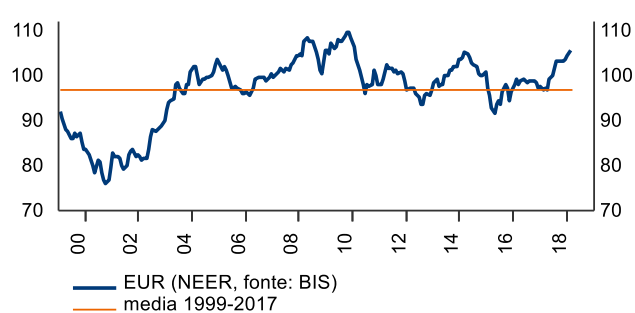
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Fig. A – Dollaro, cambio effettivo nominale



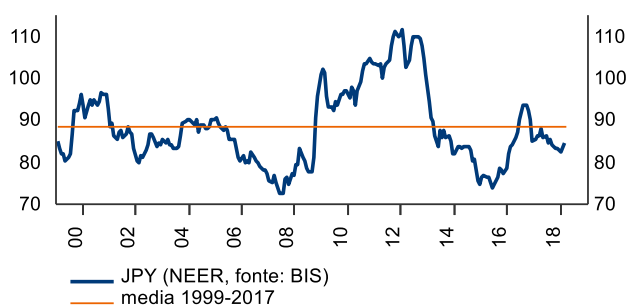
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. B – Euro, cambio effettivo nominale



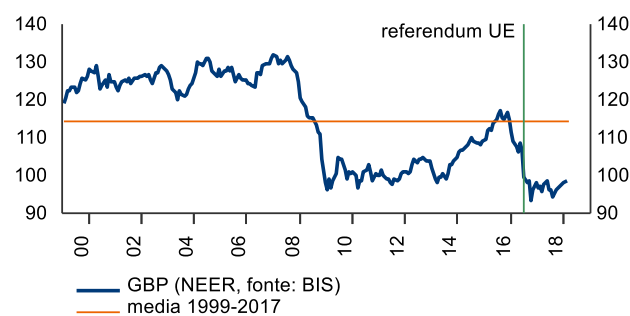
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. C – Yen, cambio effettivo nominale



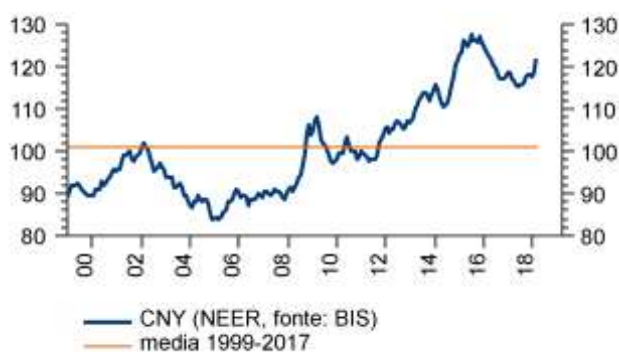
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



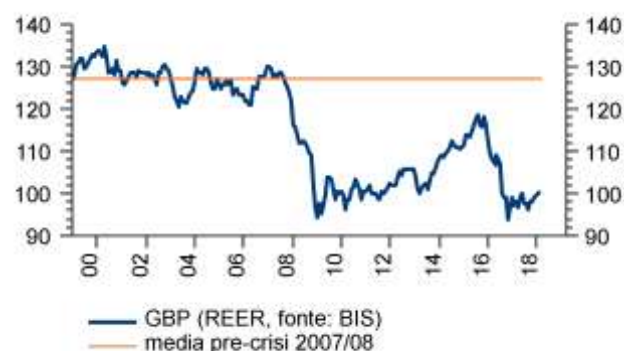
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. I – Yen, cambio effettivo reale



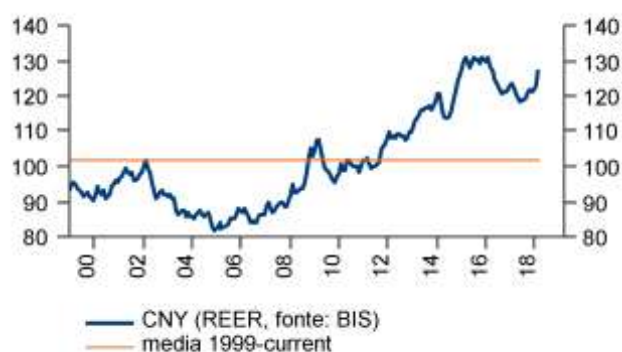
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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

Fig. M – Mercato speculativo significativamente lungo euro



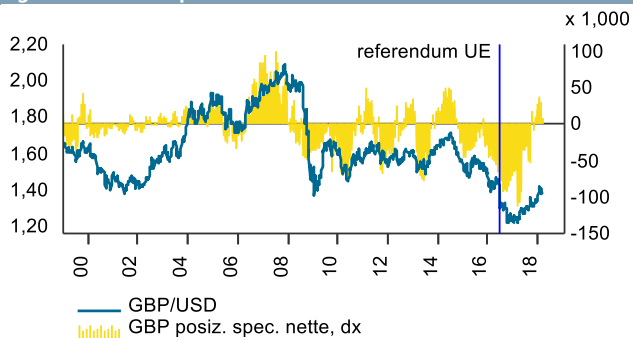
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. N – Il mercato speculativo è significativamente corto yen



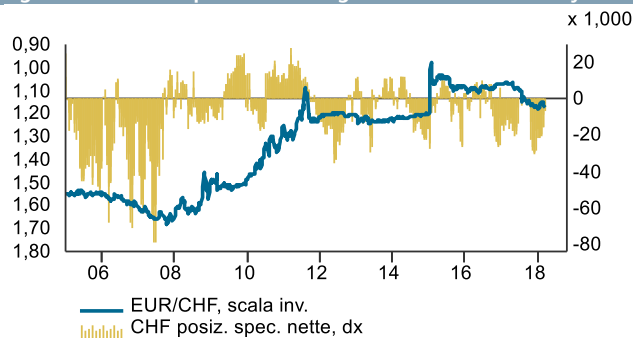
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. O – Mercato speculativo bilanciato su GBP



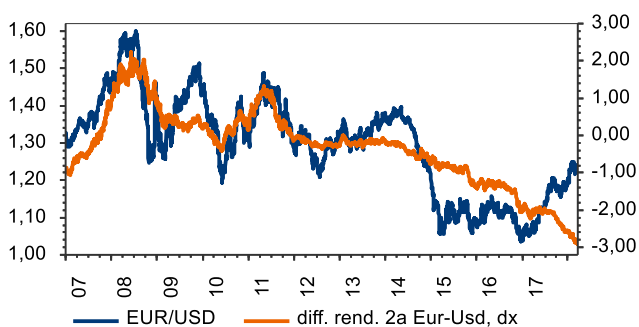
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. P – Il mercato speculativo è significativamente corto yen



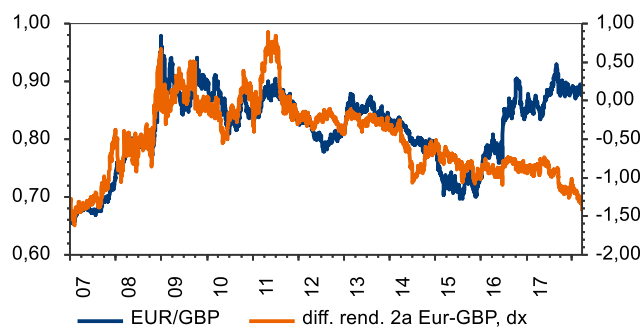
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. Q – EUR/USD e differenziali di tasso di interesse



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. R – EUR/GBP e differenziali di tasso di interesse



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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@intesaspaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesaspaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesaspaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesaspaolo.com
Paolo Mamei	62128	paolo.mamei@intesaspaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesaspaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesaspaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesaspaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesaspaolo.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 le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" 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 tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte 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).

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

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

Metodologia di valutazione

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/chiamo/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 separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" 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 S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e 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.