

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Settembre 2015

Indice

L'espansione dell'economia mondiale rimane tiepida	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	4
Cina, <i>commodities</i> e dollaro: chi è più a rischio?	5
Materie prime: ancora rischi al ribasso	8
Petrolio: eccesso di offerta	12
Stati Uniti: crescita domestica solida, rischi dal resto del mondo	17
Area euro: la ripresa si fa più fragile	22
L'economia reale: il sentiero della ripresa è irto di ostacoli	23
FOCUS: quanto può pesare uno shock dagli emergenti sulla crescita?	26
Inflazione: il ritorno al 2% si allontana	29
La BCE annuncerà nuovo stimolo	31
Germania: in attesa di uno sprint dalla domanda interna	33
Francia: nuovo rallentamento del PIL nel secondo semestre	39
Italia: la ripresa si fa più "tangibile"	46
Spagna: economia solida ma il picco è alle spalle. Il focus è ora sulla politica	50
Paesi Bassi: PIL 2015 al 2%	55
Asia	60
Giappone: <i>output gap</i> chiuso e crescita potenziale bassa riducono l'efficacia della politica monetaria e amplificano i rischi esogeni	60
Cina: una crescita vicina al 7% resta raggiungibile, per quest'anno	65
India: i segnali restano misti	73
Mercati valutari: rialzo Fed rinviato, e con esso gli effetti sui cambi	77

Settembre 2015

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Daniela Corsini
Economista - Materie Prime

Giulia Fioravanti
Economista

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista - Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

L'espansione dell'economia mondiale rimane tiepida

Il rallentamento delle economie emergenti non è legato soltanto a fattori transitori, e frenerà l'economia mondiale anche nel 2016. Tuttavia, la fase peggiore per l'interscambio internazionale dovrebbe essere stata superata.

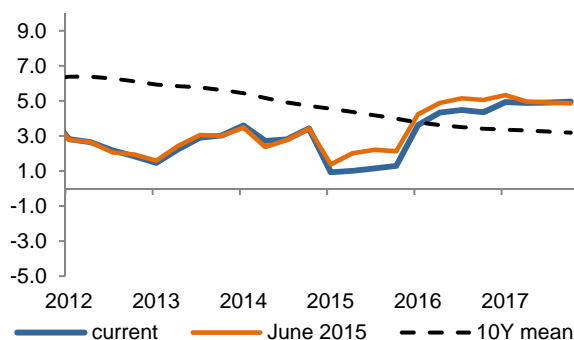
La crescita dei paesi avanzati è ormai sostenuta dalla domanda interna, e poggia più sui servizi che sul manifatturiero.

L'aspettativa che il regime di bassi prezzi del petrolio si estenda al 2016 ha condotto a un nuovo taglio alle stime di inflazione nei paesi avanzati.

Luca Mezzomo

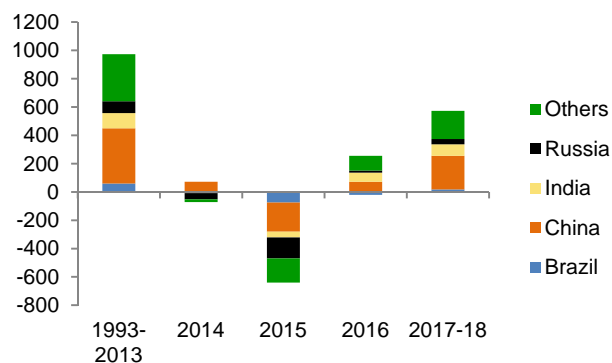
La svalutazione dello yuan renminbi e la tempesta che in agosto ha colpito i mercati azionari cinesi hanno risvegliato l'attenzione intorno al rischio di un rallentamento sufficientemente persistente e profondo dell'attività economica nei paesi emergenti da avere ripercussioni anche sulla crescita delle economie avanzate. In realtà, il fenomeno era già in corso da tempo, ma l'intensità degli eventi cinesi dell'estate ha suscitato un allarme ben più intenso rispetto alle crisi di Russia e Brasile, che hanno meno probabilità di avere ripercussioni globali, e al precedente peggioramento delle statistiche macroeconomiche della Cina. L'episodio, infatti, si è caratterizzato anche per un significativo deflusso di capitali investiti nei mercati emergenti, stimato da IIF in 30-40 miliardi di dollari dal 10 agosto al 14 settembre, e pari al 70-80% di quello che seguì nel 2013 l'avviso della Fed che stava iniziando a considerare un abbandono dello stimolo quantitativo. Inoltre, vi è stata anche evidenza di un "contagio" ai mercati azionari dei paesi avanzati, sicuramente con l'aiuto della scarsa liquidità estiva.

Fig. 1 – Volume delle importazioni mondiali in US\$, variazione % a/a



Fonte: Oxford Economics e proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Contributo dei maggiori paesi emergenti alla crescita delle importazioni (in miliardi di USD)

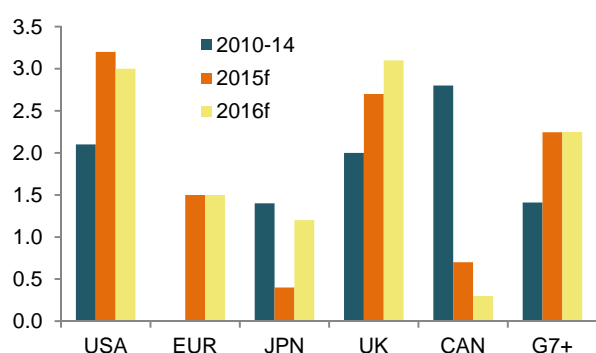


Nota: i paesi considerati sono: Argentina, Brasile, Cile, Cina, India, Indonesia, Malesia, Messico, Filippine, Polonia, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia. Fonte: FMI, Oxford Economics e proiezioni Intesa Sanpaolo

Il picco di volatilità è ormai rientrato, e a metà settembre ci sono anche stati segnali di un ritorno di capitali verso i mercati emergenti. Meno transitorio è il rallentamento dell'attività economica. I problemi del modello di sviluppo cinese si tradurranno in un ulteriore rallentamento del PIL nei prossimi anni, anche se riteniamo che la contrazione delle importazioni sia stata esagerata nel 2015 da fattori transitori, e che esse torneranno a crescere nel 2016. Il Brasile continuerà a contrarsi in media annua anche nel 2016, per quanto meno rispetto al 2015. La Russia continuerà a soffrire per i bassi prezzi del petrolio e le sanzioni, non conseguendo che una crescita modesta nel 2016 (+0,5%) dopo il crollo del 2015 (-3,5%). In effetti, i paesi esportatori di petrolio non beneficeranno neppure nel 2016 di una significativa ripresa dei prezzi (v. fig. E a pag. 4). Fra i grandi paesi emergenti, al momento soltanto l'India sembra sfuggire alla tendenza generale, tanto che prevediamo tassi di crescita superiori al 7% anche nel 2016. L'implicazione è che la domanda di importazioni dei paesi emergenti si riprenderà sì dai minimi del 2015, ma non si riavvicinerà neppure al ritmo di crescita passato (v. fig. 2).

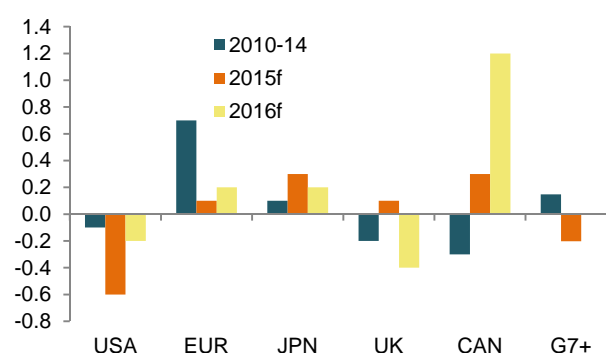
Il valore del commercio estero in dollari correnti nel 2015 si è significativamente contratto soprattutto per il ribasso dei prezzi petroliferi, che da solo ha ridotto il valore degli scambi annuali di oltre 900 miliardi di dollari, ma anche a causa del rallentamento nella crescita dei volumi (che stimiamo in oltre un punto percentuale, dal 4,1 al 2,9%). Nel 2016, il volume degli scambi dovrebbe riaccelerare ai livelli del 2014; e la crescita dell'indice di domanda mondiale riaccelererebbe da 0,5 a 3,0% per gli Stati Uniti, da 1,3 a 4,6% per l'Eurozona, da 0,2 a 4,4% per il Giappone. Tale ripresa sarà sostenuta dal rimbalzo dei flussi cinesi e dalla ripresa della domanda interna nei paesi avanzati, che si consoliderà il prossimo anno fra i paesi del G7 (v. fig. 3). Tra questi ultimi, soltanto in Canada è atteso un forte contributo delle esportazioni nette, come risultato della crescita della domanda proveniente dagli Stati Uniti (fig. 4).

Fig. 3 – Contributo della domanda interna alla crescita del PIL (%)



Nota: G7+: Stati Uniti, Giappone, Eurozona, Regno Unito, Canada; aggregazione in base al PIL nominale in dollari correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL (%)



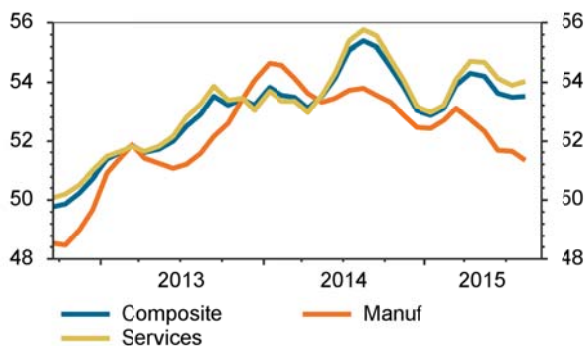
Nota: G7+: Stati Uniti, Giappone, Eurozona, Regno Unito, Canada; aggregazione in base al PIL nominale in dollari correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nei paesi avanzati, la crescita sarà ancora sostenuta da condizioni finanziarie accomodanti e da politiche fiscali neutrali. Anche se gli Stati Uniti avvieranno un ciclo di rialzo dei tassi ufficiali forse già alla fine del 2015, l'entità della restrizione sarà modesta e il livello dei tassi a breve e lungo termine rimarrà contenuto nel confronto storico; inoltre, interverrà in un contesto di vivace dinamica del credito (v. fig. J a pag. 5), che sarà soltanto intaccata dal rialzo dei tassi. Nell'Eurozona, dove la ripresa del credito è ancora in fase embrionale, è probabile che il programma di acquisto di titoli sia esteso oltre la scadenza del settembre 2016, garantendo liquidità abbondante e mantenendo la curva dei tassi compressa. Sul fronte fiscale, diversi paesi dell'area euro cercheranno di ottenere anche il prossimo anno sconti sugli obiettivi di correzione strutturale. Un'estensione dello stimolo monetario è probabile anche in Giappone. La dinamica dei tassi, invece, sarà meno accomodante tra i paesi emergenti, alcuni dei quali si trovano a fronteggiare deflussi di capitale, peggioramenti delle ragioni di scambio e tensioni sui prezzi che riducono lo spazio di manovra delle Banche centrali. Perciò, le politiche monetarie saranno caratterizzate da spinte divergenti, che potrebbero riaccendere le tensioni valutarie nei prossimi mesi.

Nel complesso, le previsioni di crescita per il 2016 sono state limiate, come riflesso di uno scenario più negativo sul fronte dei paesi emergenti. La crescita mondiale è prevista in marginale accelerazione dal 3,1 al 3,3%, risultante da un 2,3% per i paesi avanzati e un 4,4% per i paesi emergenti; la revisione è di -0,4% per i paesi emergenti e -0,2% per gli avanzati. Un'ampia revisione al ribasso ha caratterizzato le stime di inflazione, che risentono del nuovo ridimensionamento delle previsioni sul prezzo del petrolio. Con la stabilizzazione del prezzo del petrolio l'inflazione media dei paesi avanzati dovrebbe risalire da 0,2% a 1,0% in media annua, rimanendo perciò al di sotto del livello del 2013-14 (1,3%); le stime sono più basse di 0,5 punti percentuali rispetto a giugno, revisione che interessa anche la media annua 2015.

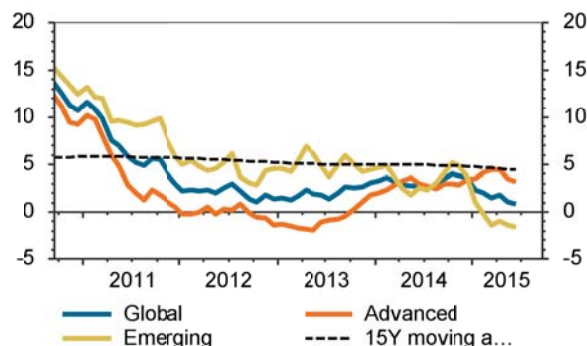
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



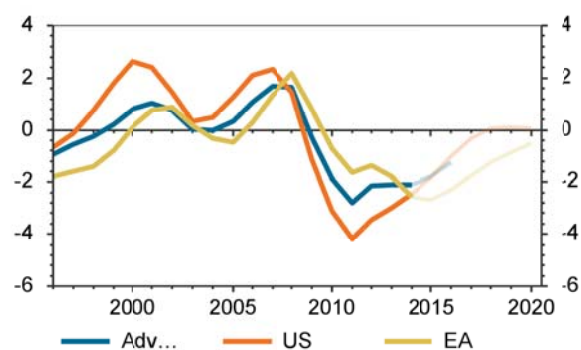
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



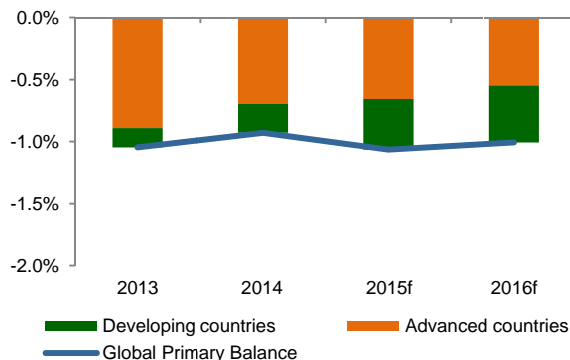
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



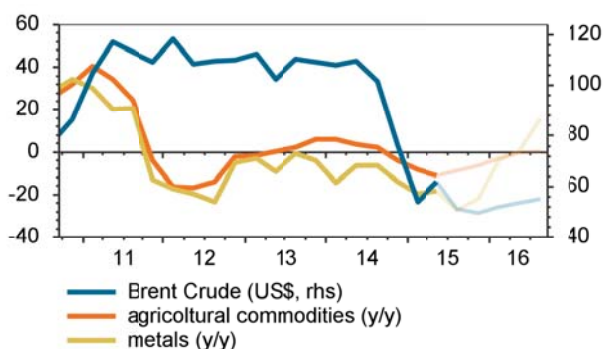
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



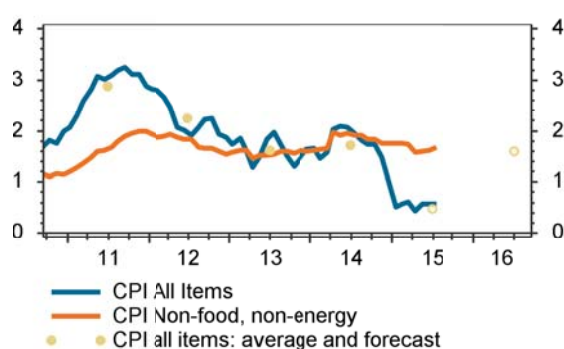
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



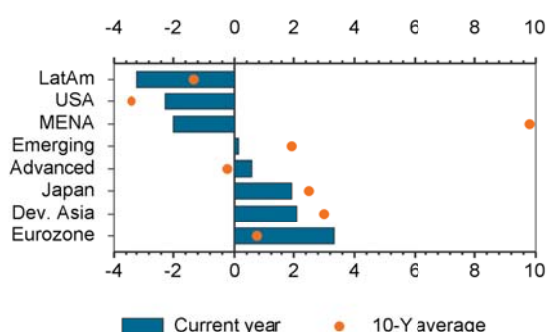
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



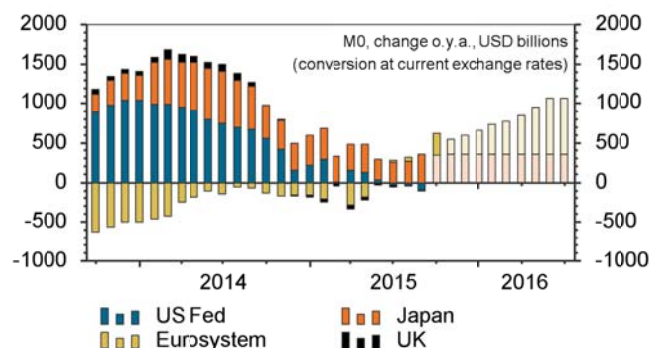
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



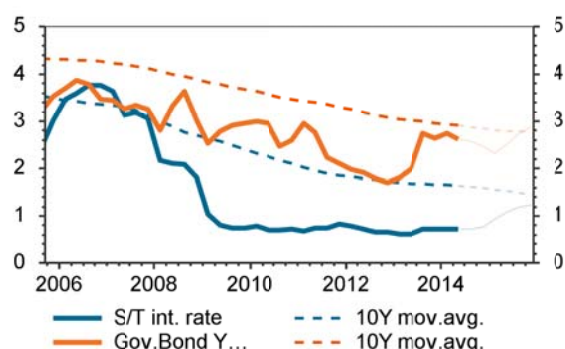
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. H – Base monetaria, G-3 (variazione, miliardi di US\$)



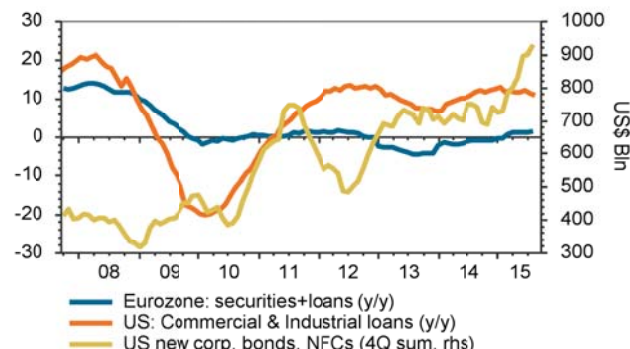
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



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

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, BCE, Federal Reserve

Tab. 1 – La crescita economica per area geografica

	2012	2013	2014	2015	2016
Stati Uniti	2.2	1.5	2.4	2.6	2.9
Giappone	1.7	1.6	-0.1	0.7	1.3
Area euro	-0.8	-0.2	0.9	1.5	1.7
Europa Orientale	2.3	1.8	1.3	-0.5	2.1
America Latina	2.6	2.5	1.0	-0.1	0.9
OPEC	5.8	2.2	2.5	1.7	2.7
Asia Orientale	6.1	6.1	6.4	5.9	6.0
Africa	3.1	3.1	3.9	3.6	4.0
Crescita mondiale	3.4	3.4	3.4	3.1	3.3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina, commodities e dollaro: chi è più a rischio?

Quali paesi sono più vulnerabili alla combinazione di shock internazionali costituita da rallentamento dell'economia cinese, diminuzione dei prezzi delle *commodities* e apprezzamento del dollaro/rialzo dei tassi di interesse?

Giulia Fioravanti

Una possibile misura della sensibilità al ciclo economico cinese è il peso delle esportazioni verso la Cina in percentuale del PIL. Analogamente, il peso delle esportazioni di *commodities* sul PIL può essere utilizzato come indicatore della sensibilità al ciclo delle materie prime. Per quanto riguarda l'aspetto della fragilità finanziaria, limitatamente ai paesi emergenti si è deciso di

utilizzare variabili indicative della capacità di sostenere una svalutazione della moneta per contrastare la diminuzione delle esportazioni (quota del debito in moneta estera, dimensione del debito estero) e della dimensione delle riserve valutarie.

Per ogni indicatore, i Paesi sono stati divisi in fasce di rischio, a cui è stato assegnato un punteggio da 0 a 4, per poi calcolare un *general score* finale come media di quelli dei singoli indicatori per ottenere un ranking di rischio dei Paesi considerati rispetto ad attacchi del mercato alla valuta.

Il Paese che risulta più esposto sul fronte del commercio estero è il **Cile**, a causa di una percentuale di esportazioni verso la Cina pari al 7% del PIL, e a un export di materie prime intorno al 13% del PIL. Tale fragilità non sembrerebbe neppure compensata da una particolare robustezza sul fronte finanziario. La svalutazione del peso cileno (scambiato oggi al 30% in meno rispetto alla media storica) potrebbe rivelarsi controproducente a causa dell'aumento del costo del servizio del debito estero: la quota di debito estero denominata in dollari statunitensi rispetto al totale è pari all'87,7%, mentre il debito estero è pari al 56% del PIL e coperto per una quota relativamente bassa dallo stock di riserve valutarie.

Anche la **Malesia** si trova esposta sui due fronti dell'export, essendo dipendente dalla Cina come mercato di sbocco (8,63% del PIL) e dalle *commodities* come tipologia di bene (4,8% del PIL). Sul fronte finanziario, però, si trova in una situazione relativamente favorevole, in quanto un debito estero relativamente elevato (65% del PIL) si accompagna a un saldo di parte corrente positivo e a una bassa quota di debito in dollari (27%).

Brasile e Indonesia non appaiono particolarmente esposti dal punto di vista commerciale (quota di esportazioni verso la Cina minore del 2% del PIL e quota di esportazioni in *commodities* intorno al 3%) e presentano livelli di debito estero contenuti (33% del PIL). Le debolezze sono legate al deficit di partite correnti e, limitatamente al Brasile, alla quota del debito estero in valuta (77%) e a fattori locali. Il Brasile ha già sperimentato una forte correzione del cambio, che peserà sul costo del servizio del debito ma potrebbe incidere favorevolmente sul saldo di parte corrente.

La **Turchia**, che ha già subito una svalutazione del 74% del cambio rispetto alla media storica, presenta fragilità soprattutto di natura finanziaria, esacerbata da un'evoluzione del quadro politico che non favorisce la fiducia degli investitori. Rilevanti fattori specifici sono all'opera anche nel caso della Russia e, come detto, anche in quello di Brasile e Argentina.

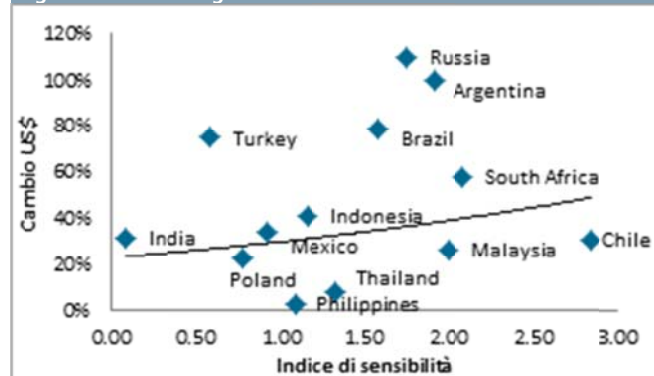
Tra le economie avanzate, l'**Australia** spicca per il peso dell'export verso la Cina, pari a quasi il 6% del PIL; il paese si trova ad essere esportatore netto di materie prime per circa l'8% del PIL. La dipendenza dalla Cina come mercato di sbocco è molto rilevante anche per la **Corea**, che però può trarre beneficio dal deprezzamento delle materie prime e presenta ottimi parametri di solidità finanziaria.

Tab. 2 – Esposizione commerciale e finanziaria dei Paesi emergenti

Paese	Esportazioni vs Cina, % PIL	Esportazioni nette commodities, % PIL	Saldo partite correnti, % PIL	Debito estero, % PIL	Riserve internazionali/debito estero, % PIL	Debito estero in \$ / debito estero totale, % PIL
Cile	7.12	13.48	-1.10	56.29	27.73	87.77
Sud Africa	2.49	2.45	-5.60	41.20	33.84	75.12
Malesia	8.63	4.88	4.30	65.42	54.24	26.95
Argentina	0.91	5.98	-1.00	27.89	21.36	81.89
Russia	2.03	19.59	2.80	32.38	56.98	58.55
Brasile	1.86	3.38	-4.20	32.58	51.03	77.17
Tailandia	6.64	-9.10	2.30	37.64	111.66	63.36
Indonesia	1.98	2.33	-3.00	33.00	38.17	54.56
Filippine	2.82	1.10	4.10	27.29	102.35	57.99
Messico	0.47	-0.29	-2.10	33.07	46.19	83.04
Polonia	0.37	-1.31	-1.30	64.58	28.35	n/a
Turchia	0.36	-1.97	-5.80	50.30	31.63	38.97
India	0.62	-4.83	-1.30	21.51	70.31	50.60

Nota: I paesi sono ordinati per rischiosità generale decrescente. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, FMI, fonti nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Sensibilità agli shock e svalutazione del cambio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, FMI, fonti nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 3 - Esposizione commerciale dei Paesi avanzati

Paese	Esportazioni vs Cina, % PIL	Esportazioni nette commodities, % PIL
Australia	5.62	8.1
Stati Uniti	0.71	0.89
Francia	0.73	-2.51
Canada	0.98	5.66
Regno Unito	0.54	-2.23
Germania	2.12	-3.5
Giappone	2.74	-6.85
Italia	0.63	-3.34
Corea	10.22	-11.39
Spagna	0.37	-2.55
Taiwan	1.26	-12.91

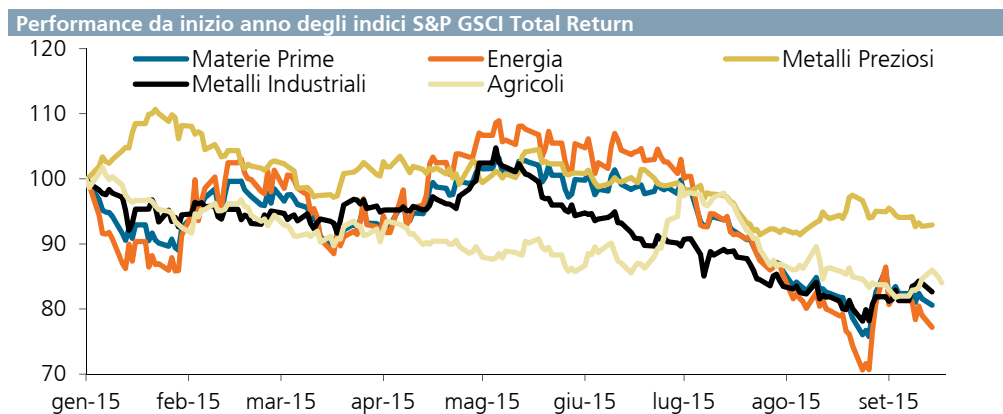
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, FMI, fonti nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Materie prime: ancora rischi al ribasso

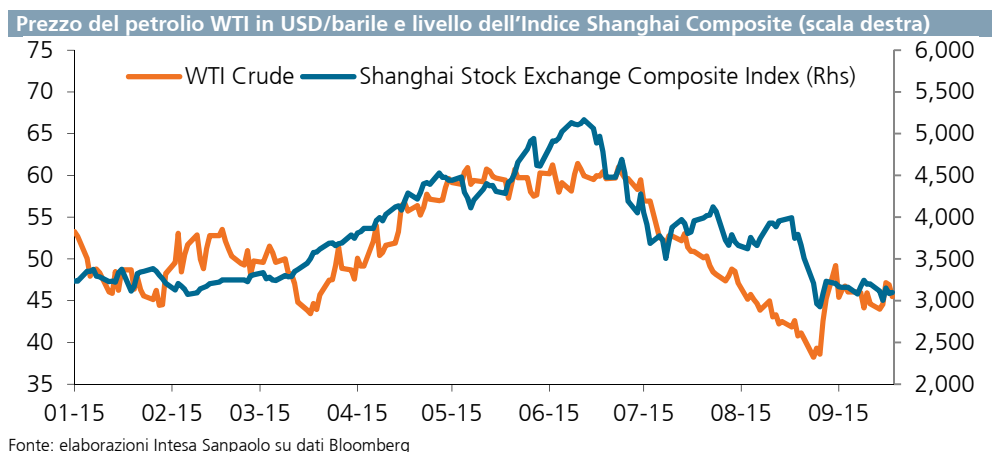
Daniela Corsini

Sulla base del nostro scenario macroeconomico di riferimento e dei fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo per gli ultimi mesi del 2015 mercati laterali caratterizzati da un'elevata volatilità. Infatti, i principali rischi al ribasso che negli ultimi trimestri hanno gravato sui rendimenti continueranno ancora a lungo ad influenzare negativamente le quotazioni: atteso rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti e forza del dollaro americano; debolezza di economia e mercati finanziari in Cina e dubbi su efficacia e credibilità delle riforme intraprese dalle Autorità. Solo nel corso del 2016 ci attendiamo un moderato recupero delle quotazioni per l'attesa di fondamentali di domanda e offerta in complessivo miglioramento.

Dopo la relativa stabilità esibita nel 2° trimestre dell'anno, nei mesi estivi le materie prime hanno perso nuovamente terreno. Per alcune commodity, quali energetici e preziosi, i fondamentali sono effettivamente peggiorati negli ultimi mesi a causa dell'ampia offerta a fronte di una debole crescita della domanda, sia nei Paesi emergenti che nei Paesi sviluppati.



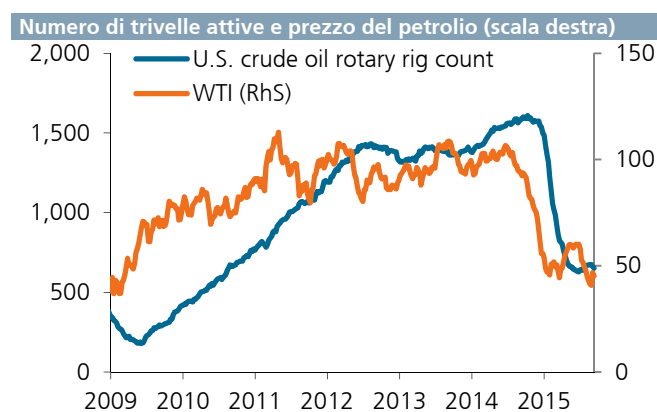
Complessivamente, tutto il comparto è stato sospinto al ribasso dal crollo della borsa cinese e dal timore di un eccessivo rallentamento del gigante asiatico. In particolare, i ribassi nel mercato azionario cinese hanno colpito negativamente le materie prime influenzando sia il *sentiment* nei mercati mondiali, dato il peso preponderante dei consumi cinesi sulla domanda complessiva di gran parte delle commodity, sia la liquidità nelle Borse merci cinesi, alimentando ampi cali nelle quotazioni domestiche soprattutto dei metalli industriali, che hanno successivamente trascinato al ribasso le quotazioni internazionali.



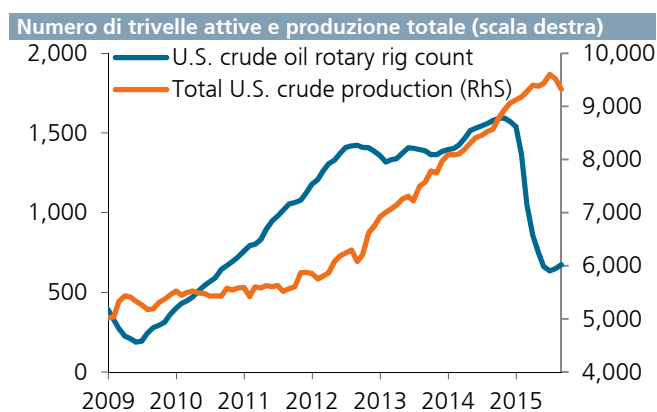
Il ruolo trainante dei mercati finanziari in Cina sui mercati delle commodity è ben evidenziato dal grafico successivo, dove emerge l'analogo andamento delle quotazioni del petrolio WTI e dell'indice di mercato azionario Shanghai Composite. Infatti, il crollo delle quotazioni del greggio registrato nei mesi estivi è stato giustificato dal persistente eccesso di offerta sul mercato mondiale, ma è stato amplificato dal negativo *sentiment* di mercato legato ai timori per la sostenibilità del modello economico cinese.

Per quanto riguarda il marcato deterioramento dei fondamentali per il petrolio, le principali cause sono da ricercare nella produzione ben superiore alle attese registrata sia in paesi OPEC che non-OPEC (principalmente Stati Uniti) e nell'attesa che l'Iran possa presto aumentare le esportazioni di greggio.

Per quanto riguarda il primo punto, molti commentatori hanno sottolineato il fallimento della strategia saudita, volta ad aumentare i volumi di produzione nonostante il crollo delle quotazioni nel tentativo di difendere le proprie quote di mercato e frenare l'offerta a maggior costo marginale di produzione, come i petroli derivanti da fonti non convenzionali (*shale oil* e greggi canadesi in primis). Tuttavia, sinora i produttori nordamericani si sono dimostrati meno sensibili ai prezzi di quanto atteso. Da un lato, è stata sorprendente la loro capacità di tagliare significativamente e velocemente i costi di produzione, aumentando al contempo l'efficienza media di estrazione di ogni singolo pozzo. Dall'altro lato, il livello complessivo di produzione statunitense è rimasto storicamente elevato a causa delle caratteristiche tecniche di produzione dei pozzi di *shale oil*, caratterizzati da una produttività molto elevata nei primi tre anni di attività, nonostante una curva dei rendimenti marginali rapidamente decrescente. Questi due fattori hanno permesso di assistere a livelli molto elevati di produzione nonostante i bassissimi prezzi e nonostante il continuo calo delle trivelle in attività. Infatti, questo numero ha seguito i prezzi, ma non è stato sinora un buon previsore del livello complessivo di produzione.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, Baker Hughes



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'U.S.Department of Energy, Baker Hughes

Infine, in questi mesi sono cambiate significativamente anche le attese riguardo la crescita futura dell'offerta mondiale. Infatti, lo storico accordo fra Iran e potenze internazionali del P5+1 (Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Cina, Russia e Germania) permetterà il ritorno di importanti volumi di greggio iraniano sul mercato mondiale (secondo le nostre stime, circa 0,75 milioni di barili al giorno entro metà 2016).

Data l'attuale conflittualità fra i membri OPEC, riteniamo altamente improbabile che altri paesi produttori accettino volontariamente di ridurre la propria produzione per fare largo al ritorno dell'offerta iraniana sui mercati asiatici ed europei e portare la produzione cumulata del gruppo in linea con l'attuale target ufficiale di 30 milioni di barili al giorno. Di conseguenza, lo scenario sul mercato mondiale del greggio è significativamente peggiorato rispetto a quanto previsto a

giugno dalle stime di consenso. Attualmente, la resilienza dell'offerta e la deludente crescita registrata dalla domanda mondiale suggeriscono che il mercato non tornerà bilanciato prima della seconda metà del 2016.

Le nostre previsioni per l'universo commodity

Nei prossimi mesi, la volatilità sui mercati delle materie prime dovrebbe rimanere elevata. Infatti, vari fattori di incertezza continueranno a gravare sul comparto:

- l'evoluzione dei dati macroeconomici in Cina, la risposta delle Autorità al rallentamento in atto e la reazione con cui i mercati reagiranno a tali annunci (funzione della credibilità e dell'efficacia delle riforme che saranno annunciate) influenzeranno il *sentiment* di mercato per il comparto delle materie prime e potrebbero modificare significativamente le stime di domanda mondiale soprattutto per i metalli industriali;
- la Federal Reserve non ha ancora segnalato quando avverrà il primo rialzo dei tassi di interesse e l'incertezza sul sentiero di politica monetaria continuerà ad alimentare volatilità sui mercati delle commodity e dei tassi di cambio. La forza del dollaro statunitense dovrebbe esercitare pressioni al ribasso sul comparto delle materie prime e soprattutto sui metalli preziosi. In particolare l'oro sarà influenzato negativamente da una politica monetaria americana più restrittiva e dall'attesa di bassa inflazione nei principali paesi sviluppati;
- complessivamente, l'evoluzione dello scenario macroeconomico influenzerà le nuove stime di domanda mondiale delle materie prime. In particolare, dati di crescita economica inferiori alle attese nei Paesi emergenti o nei principali Paesi sviluppati eserciterebbero nuovamente pressioni al ribasso nel comparto. Anche un possibile deterioramento dello scenario politico in Grecia potrebbe nuovamente condizionare negativamente la fiducia di consumatori e imprese nell'Eurozona, portando a revisioni al ribasso nelle stime di domanda mondiale;
- le tensioni geopolitiche hanno attualmente una scarsa influenza sul comparto, ma potrebbero tornare ad essere un *driver* importante, soprattutto nel comparto energetico, data l'instabilità dello scenario politico in Medio Oriente. In particolare, preoccupa il rischio di nuovi attacchi terroristici nelle regioni orientali dell'Arabia Saudita, dove risiedono i principali giacimenti petroliferi. Inoltre, in Africa le tensioni in Nigeria e in Sudan del Sud potrebbero portare a nuove riduzioni dell'offerta di idrocarburi da questi due paesi;
- infine, per quanto riguarda i mercati agricoli, il principale elemento di volatilità è il fattore climatico, e in particolare l'evoluzione del fenomeno di El Niño, una oscillazione periodica del sistema oceano-atmosfera legata a variazioni di temperatura nell'Oceano Pacifico tropicale che altera i *pattern* climatici in vaste aree, normalmente portando siccità nel Sud-Est Asiatico e in India e precipitazioni più elevate del normale in Sud America. Secondo le ultime stime rilasciate dall'Australian Bureau of Meteorology, il fenomeno di El Niño dovrebbe continuare sino al 1° trimestre 2016. Inoltre, i dati raccolti sinora suggeriscono che El Niño potrebbe diventar tanto severo quanto l'evento del 1997-98, il più forte da sempre.

Complessivamente, sulla base del nostro scenario macroeconomico di riferimento, dei principali fattori di incertezza che gravano sul comparto delle materie prime e dei fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo per gli ultimi mesi del 2015 mercati laterali caratterizzati da un'elevata volatilità. Solo nel corso del 2016 ci attendiamo un moderato recupero delle quotazioni. Tuttavia, sottolineiamo che per gran parte delle materie prime le nostre previsioni di prezzo medio per il 2016 non si allontanano troppo da quanto stimato in media nel 2015 poiché ci attendiamo che i principali rischi al ribasso che negli ultimi trimestri hanno gravato sui rendimenti continueranno ancora a lungo ad influenzare negativamente le quotazioni, nonostante l'attesa di fondamentali di domanda e offerta in complessivo miglioramento.

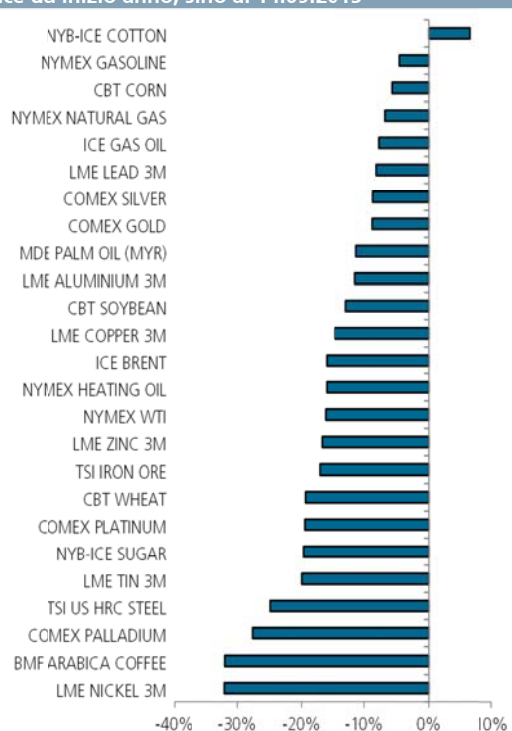
Per quanto riguarda il petrolio, si conferma uno scenario di perdurante eccesso di offerta almeno sino a metà 2016 dati gli elevati livelli di produzione raggiunti da Stati Uniti, OPEC (guidata da Arabia Saudita e Iraq) e l'atteso ritorno del greggio iraniano sui mercati internazionali. Inoltre, il *sentiment* di mercato dovrebbe restare negativo ancora a lungo a causa della forza del dollaro e dei rischi al ribasso che gravano sulla domanda nei Paesi emergenti. Per questo motivo, non escludiamo che nei prossimi mesi possano essere toccati nuovi minimi. Tuttavia, ci attendiamo un consolidamento e successivamente un moderato recupero delle quotazioni nel corso del 2016 per l'attesa che l'attuale surplus di offerta sia gradualmente eroso e migliorino le stime di domanda mondiale.

Anche i metalli preziosi potrebbero toccare nuovi minimi nei prossimi sei mesi, guidati dall'oro, poiché la domanda per investimento dovrebbe essere scoraggiata dal primo rialzo dei tassi negli Stati Uniti, dalla forza del dollaro americano, dall'attesa di bassa inflazione nei principali Paesi sviluppati e dalle difficoltà attraversate nei principali Paesi emergenti (crollo della borsa cinese, minori rendite petrolifere in Medio Oriente, deludente stagione dei monsoni in India). Nonostante le buone prospettive di lungo periodo, nel breve periodo anche platino e palladio dovrebbero soffrire di elevata offerta e preoccupazioni per il rallentamento della domanda mondiale.

Per quanto riguarda i principali metalli industriali, ci attendiamo mercati laterali sino a inizio 2016, frenati dalle basse quotazioni petrolifere e dall'incertezza riguardo le prospettive di domanda cinese, ed in recupero nel prossimo anno. Infatti, per buona parte dei metalli prevediamo un bilancio di mercato in deficit nel 2016 (principalmente per rame, nickel e zinco) o in miglioramento (per il ferro).

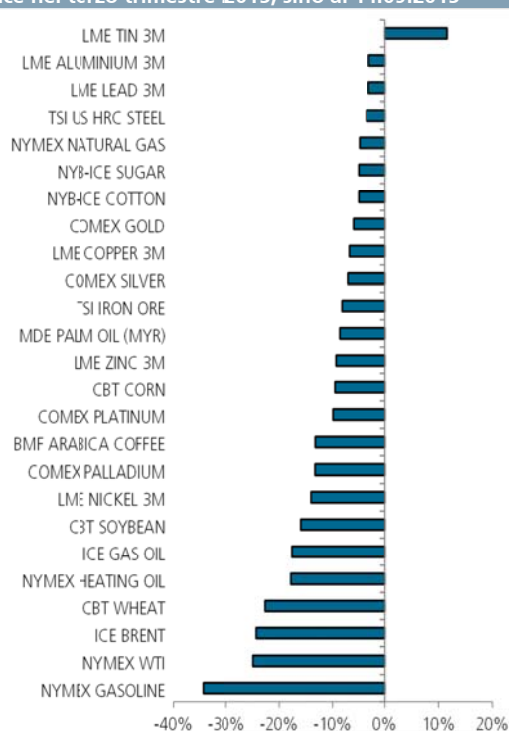
Per quanto riguarda gli agricoli, la principale incognita è rappresentata dalle condizioni metereologiche e in particolare dall'evoluzione del fenomeno di El Niño. Per quanto riguarda i principali cereali, ci attendiamo un moderato recupero dai bassi prezzi attuali guidato da un miglioramento dei fondamentali di domanda e offerta.

Performance da inizio anno, sino al 14.09.2015



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel terzo trimestre 2015, sino al 14.09.2015



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio: eccesso di offerta

Si conferma uno scenario di ampio eccesso di offerta per l'anno in corso. La resilienza dell'offerta e la deludente crescita registrata dalla domanda mondiale suggeriscono che il mercato non tornerà bilanciato prima della seconda metà del 2016. Nei prossimi mesi, i dati che saranno seguiti con maggiore attenzione saranno le stime di produzione nei paesi OPEC e negli Stati Uniti. In particolare, le variabili più importanti saranno i futuri livelli di output ed esportazioni dall'Iran una volta rimosse le sanzioni internazionali.

Fondamentali di domanda e offerta

Gli ultimi dati pubblicati nei report mensili di Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), International Energy Agency (IEA) e U.S. Energy Information Administration (EIA) hanno mostrato stime di fondamentali di domanda e offerta per il 2015 circa stabili rispetto a quanto pubblicato in giugno, ma peggiori di quanto atteso dal consenso sino a pochi mesi fa. Attualmente, i tre previsori si attendono in media per l'anno in corso una "call on OPEC crude" (ovvero la quantità di petrolio che il gruppo dovrebbe fornire per bilanciare i mercati) pari a circa 29,2 milioni di barili al giorno (mb/g), invariata rispetto a quanto stimato a giugno. La stima di domanda globale per il 2015 è stata rivista al rialzo in media di 0,3 mb/g, mentre la stima di offerta non-OPEC è stata rivista al rialzo di 0,2 mb/g.

Si conferma quindi uno scenario di ampio eccesso di offerta per l'anno in corso. Infatti, in media la "call on OPEC crude" resta ben inferiore al target di 30 mb/g e alla effettiva produzione OPEC registrata negli ultimi mesi, superiore ai 31 mb/g e vicina ai massimi storici.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2015				
Stime a settembre 2015, in milioni di barili al giorno	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC crude"
OPEC	92.8	57.4	6.0	29.3
vs. 2014	1.5	0.9	0.2	0.4
IEA*	94.2	58.1	6.6	29.5
vs. 2014	1.6	1.1	0.3	0.2
EIA	93.6	58.4	6.5	28.8
vs. 2014	1.2	1.4	0.2	-0.4

* Stime ad agosto 2015

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA

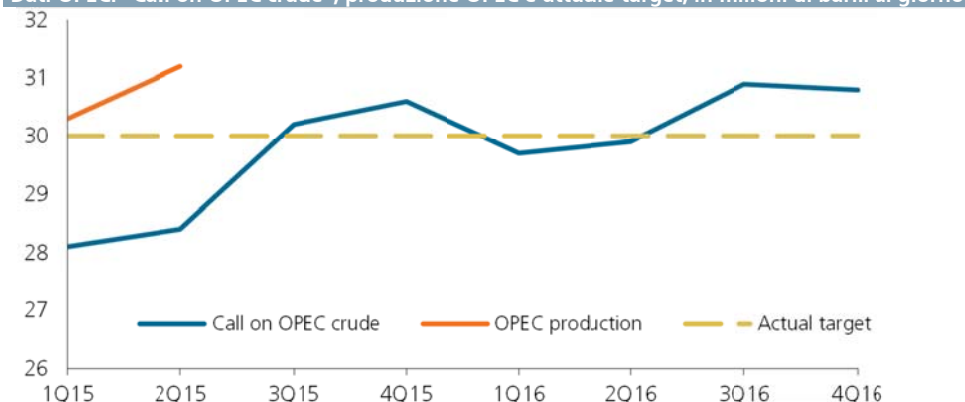
Al contrario, sembra che nel 2016 l'eccesso di offerta dovrebbe gradualmente riassorbirsi, nonostante l'atteso ritorno sui mercati del petrolio iraniano, e attualmente i tre previsori stimano in media una "call on OPEC crude" pari a 30,3 mb/g, superiore al target ufficiale del gruppo e in netto rialzo rispetto all'unica stima disponibile a giugno (EIA, 29,7 mb/g in giugno).

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2016				
Stime a settembre 2015, in milioni di barili al giorno	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC crude"
OPEC	94.1	57.6	6.2	30.3
vs. 2015	1.3	0.2	0.2	1.0
IEA*	95.6	57.9	6.9	30.8
vs. 2015	1.4	-0.2	0.2	1.4
EIA	94.9	58.4	6.8	29.8
vs. 2015	1.3	0.0	0.3	1.0

* Stime ad agosto 2015

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA

Dati OPEC: "Call on OPEC crude", produzione OPEC e attuale target, in milioni di barili al giorno



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati OPEC

Un altro indicatore che normalmente rileva le condizioni del mercato petrolifero è la stima della *spare capacity* (ovvero la capacità produttiva in eccesso, concentrata principalmente in Arabia Saudita) riportata dall'EIA nello Short Term Energy Outlook.

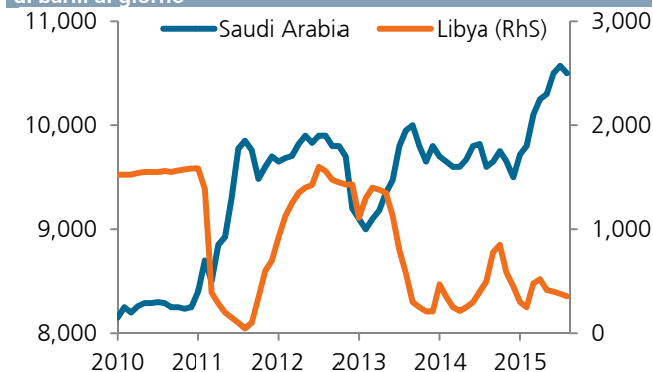
Secondo le ultime previsioni contenute nel report di settembre, la *spare capacity* dovrebbe contrarsi a 1,5 mb/g nel 2015 da 2,0 mb/g in media nel 2014 (in giugno si stimava un calo a 1,8 mb/g) e risalire a 2,0 mb/g nel 2016. L'EIA specifica che normalmente una *spare capacity* inferiore ai 2,5 mb/g è un indicatore di mercati tesi, ma che l'ampio accumulo di scorte registrato sino ad ora rende questa stima poco rappresentativa. Siamo d'accordo con questa analisi perché, sebbene la contrazione in atto della *spare capacity* renda particolarmente vulnerabili i mercati mondiali ad inattese e profonde riduzioni dell'offerta, attualmente riteniamo che nei prossimi trimestri le stime di produzione mondiale saranno maggiormente esposte a rischi di revisioni al rialzo che al ribasso, dato l'atteso incremento delle esportazioni iraniane. Inoltre, l'attuale riduzione della *spare capacity* è spiegata dall'offerta OPEC vicina ai massimi storici, guidata dall'output record in Arabia Saudita e Iraq, e non è quindi motivata da una riduzione della capacità produttiva spiegata da rischi geopolitici.

Produzione da Iran e Iraq in migliaia di barili al giorno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy

Produzione da Arabia Saudita e Libia (scala destra) in migliaia di barili al giorno



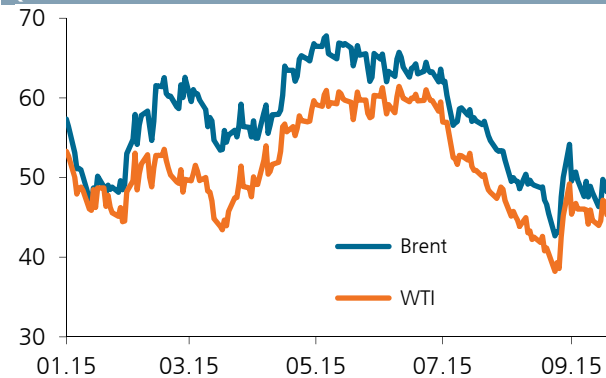
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy

Nei prossimi mesi, i dati che saranno seguiti con maggiore attenzione saranno le stime di produzione nei paesi OPEC e negli Stati Uniti. In particolare, le variabili più importanti saranno i futuri livelli di produzione ed esportazioni dall'Iran una volta rimosse le sanzioni internazionali che gravano su settore finanziario ed energetico. Al momento, prevediamo che la produzione iraniana possa aumentare di circa 0,25 mb/g entro la fine del 2015 (previo esito positivo delle ispezioni da parte delle Nazioni Unite che potrebbero concludersi a metà dicembre) e di ulteriori

0,25-0,50 mb/g nel 1° semestre 2016, per un incremento massimo di 0,75 mb/g rispetto ai livelli medi registrati nella prima metà del 2015. Per quanto riguarda le esportazioni, la ripresa potrebbe essere più veloce perché sembra che l'Iran detenga almeno 40 mb stoccati in mare, che sarebbero immediatamente disponibili una volta rimosse le sanzioni.

Per quanto riguarda l'offerta di *shale oil*, quest'anno ha sorpreso la resilienza della produzione nordamericana nonostante i bassi prezzi e l'accumulo record di scorte. Infatti, gli ampi miglioramenti nell'efficienza dei processi produttivi e l'aggressivo taglio dei costi hanno controbilanciato il crollo del numero di trivelle attive (*oil rig count*), normalmente utilizzato come indicatore del futuro livello di produzione.

Quotazioni di Brent e WTI da inizio anno



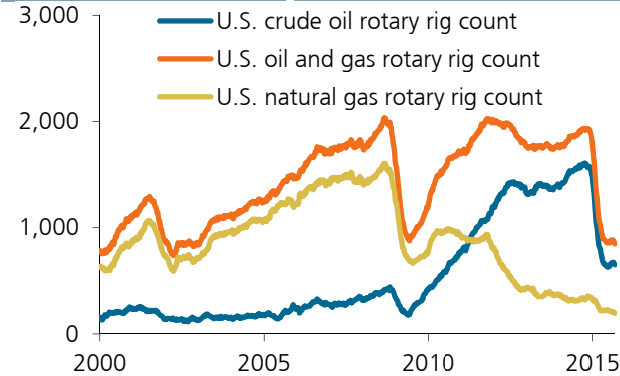
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Baker Hughes

Spread fra i prezzi di Brent e WTI



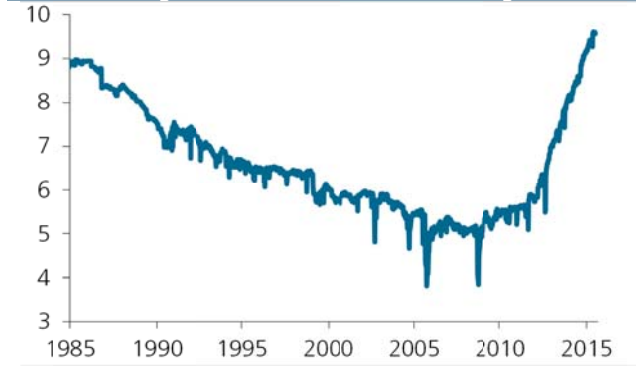
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Numero di trivelle attive negli Stati Uniti



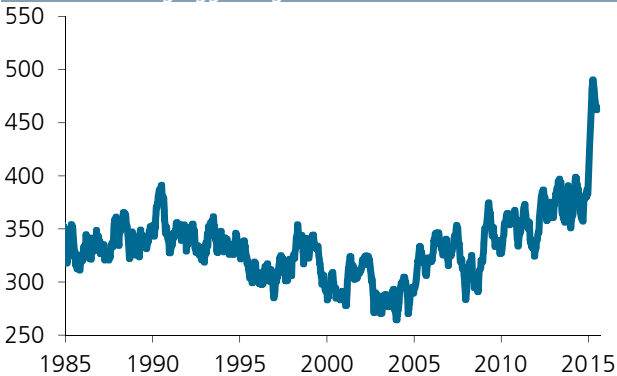
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Baker Hughes

Produzione negli Stati Uniti in milioni di barili al giorno



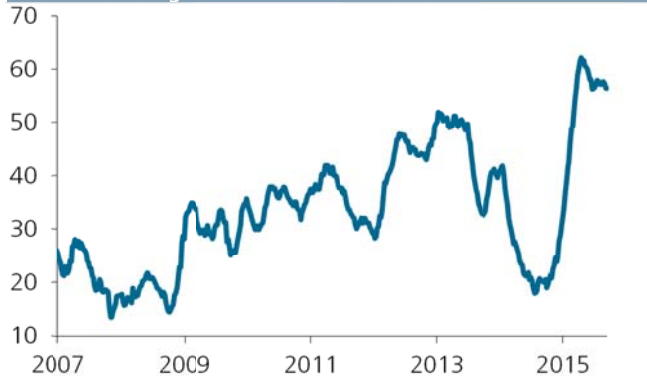
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Scorte totali di greggio negli Stati Uniti in milioni di barili



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Scorte a Cushing in milioni di barili



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Un altro tema che sarà ampiamente dibattuto nei prossimi mesi è la possibile rimozione del bando alle esportazioni di greggio dagli Stati Uniti. In particolare, al momento in cui scriviamo il Congresso sta esaminando una bozza di legge volta ad abrogare il divieto alle esportazioni di prodotti non raffinati. Attualmente, nel nostro scenario di base prevediamo che le attuali restrizioni al commercio non saranno completamente rimosse prima del 2017, ovvero non prima dell'insediamento di un nuovo Presidente.

Inoltre, non ci attendiamo che tale liberalizzazione cambierà radicalmente le stime di offerta mondiale di greggio. Infatti, sono già esportabili tutti i prodotti raffinati e alcune tipologie di greggio (es. i *condensates*) e quindi dovremmo semplicemente assistere a una variazione della composizione dei flussi commerciali di idrocarburi. A nostro avviso, le principali conseguenze di una simile decisione saranno effetti di prezzo sui differenziali, e in particolare un restringimento dello spread fra Brent e WTI, e redistribuzione di ricchezza all'interno del settore energetico americano, poiché di tale liberalizzazione beneficerebbero le società estrattive, ma ne sarebbero svantaggiate le raffinerie, soprattutto quelle di minori dimensioni. Infatti, si eroderebbero i lauti margini di cui ha beneficiato il settore americano negli ultimi anni perché il prezzo finale dei prodotti raffinati non dovrebbe variare significativamente, mentre è probabile un rialzo dei costi degli input produttivi data l'attesa di una riduzione dello spread fra Brent e WTI.

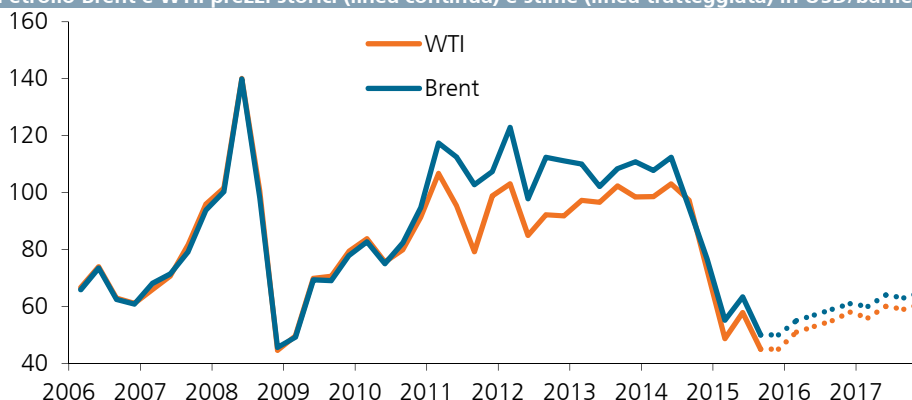
Previsioni

Dati gli attuali fondamentali di domanda e offerta, prevediamo quotazioni in *trading range* almeno sino a fine anno, ma elevata volatilità, poiché le decisioni dei *policy maker*, la pubblicazione dei dati di produzione e consumo e degli indicatori macroeconomici nei principali Paesi sviluppati ed emergenti, nonché le fluttuazioni dei tassi di cambio alimenteranno le oscillazioni di mercato fra fasi di eccessivo pessimismo e cauto ottimismo.

Ci attendiamo che il Brent scambierà nel 4° semestre in media sui 50 dollari al barile e il WTI in media sui 45 dollari. Per entrambe le qualità, ci attendiamo un moderato recupero delle quotazioni nel corso del prossimo anno sino a un target di 62 dollari per il Brent e 59 dollari per il WTI per fine 2016. L'attesa di un moderato recupero è basata sulla previsione di una graduale erosione dell'attuale surplus che potrebbe portare a un mercato circa bilanciato nella seconda metà del 2016.

Fra i principali rischi al ribasso che gravano sulle nostre previsioni, sottolineiamo: un'offerta mondiale più abbondante delle attese, ad esempio se la produzione iraniana sorprendesse al rialzo; un dollaro americano più forte delle attese; deludenti dati di crescita economica mondiale, spiegati principalmente da nuovi timori di un eccessivo rallentamento in Cina.

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



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

Scenario Macroeconomico

Settembre 2015

Stime di Prezzo del petrolio Brent								
al 14.09.2015	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	2015	2016	2017
Stima	50.0	55.0	57.0	59.0	61.0	54.6	58.0	63.0
Mediana Bloomberg	55.0	58.0	61.0	64.0	65.0	N/A	63.0	70.0
Contratti Forward	48.7	51.2	53.0	54.3	55.5	N/A	53.5	58.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di Prezzo del petrolio WTI								
al 14.09.2015	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	2015	2016	2017
Stima	45.0	51.0	53.0	55.0	58.0	49.1	54.3	59.0
Mediana Bloomberg	50.5	54.0	57.0	60.0	61.5	N/A	59.0	65.5
Contratti Forward	45.1	46.9	48.3	49.2	50.2	N/A	48.6	52.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: crescita domestica solida, rischi dal resto del mondo

Il **quadro dell'economia statunitense rimane positivo**, ulteriormente rinforzato dai dati estivi. La lettura delle informazioni degli ultimi mesi è cruciale per valutare se la ripresa americana sarà in grado di sopportare la volatilità dei mercati, l'apprezzamento del dollaro e l'indebolimento della crescita dei paesi emergenti. Dopo le ampie revisioni ai dati del 1° e 2° trimestre, la crescita per il 2015 appare consolidata e l'economia dovrebbe mantenersi su un sentiero espansivo, su ritmi ancora superiori al potenziale (stimato intorno al 2% da Fed e CBO), anche nel prossimo biennio: **la previsione per il 2015 è di 2,6%, per il 2016 di 2,9%**.

I **rischi per lo scenario sono verso il basso**, e concentrati sugli sviluppi dei mercati finanziari e dell'economia globale. Riteniamo che le basi della ripresa americana a livello domestico siano sufficientemente solide da impedire un deragliamento dal binario attuale. Tuttavia, il materializzarsi di quelli che per ora sono solo rischi (ampio rallentamento della Cina e del resto dell'Asia, turbolenza nei paesi produttori di petrolio, volatilità e contagio sui mercati finanziari con restrizione delle condizioni finanziarie) potrebbe implicare una crescita più vicina al 2,5% che al 3% nel 2016-17. Nella fase attuale di crescita bassa e tassi a zero in gran parte dei paesi avanzati, le politiche monetarie hanno poco spazio per sostenere la crescita, mentre le politiche fiscali sono soggette a cicli elettorali e a conflitti istituzionali. Per questo, anche rallentamenti non particolarmente ampi possono dar luogo a sviluppi potenzialmente "pericolosi".

La crescita nella seconda parte del 2015 e nel 2016 dovrebbe essere trainata dalla **domanda domestica privata**, in particolare **consumi e investimenti residenziali**: questo è uno dei motivi per ritenere la ripresa USA relativamente isolata dalle ripercussioni dell'economia internazionale. Consumi ed edilizia residenziale sono sostenuti da fondamentali solidi: bilanci delle famiglie in ordine, calo del prezzo della benzina, mercato del lavoro in equilibrio, formazione di nuove unità familiari in ampio rialzo, ridotto stock di case invendute, affitti in forte aumento si rinforzano a vicenda e creano un circolo virtuoso che dovrebbe continuare a spingere verso l'alto la spesa delle famiglie e la costruzione di nuove unità abitative. **Il contributo di queste due voci dovrebbe essere sufficiente a più che controbilanciare la debolezza delle altre componenti della domanda**, in particolare investimenti fissi ed esportazioni, frenate da sviluppi avversi collegati alle economie emergenti e alle materie prime: apprezzamento del cambio, rallentamento della crescita cinese e dell'Asia emergente, calo del prezzo del petrolio.

I **consumi** sono cresciuti in media del 3% t/t ann. nel 1° semestre 2015, e dovrebbero proseguire a un ritmo compreso fra il 2,5 e il 3% t/t ann. nella seconda metà dell'anno e nel 2016. Il risparmio, al 4,9% a luglio, si è stabilizzato intorno a una media del 5% dal 2013, e testimonia che le famiglie stanno spendendo solo una parte del "bonus benzina" dell'ultimo anno (v. figg. 2-4). Il mercato del lavoro è ormai quasi in equilibrio: occupazione, tasso di disoccupazione, sotto-occupazione, posizioni aperte, sussidi di disoccupazione, disoccupazione a lungo termine danno segnali concordi (v. figg. 5-6). Le prime indagini di fiducia di settembre hanno mostrato un'ampia correzione, probabilmente collegata alla turbolenza dei mercati. Tuttavia il miglioramento ormai ben definito del mercato del lavoro, la solida espansione del reddito e del reddito disponibile, insieme al potere d'acquisto liberato dal calo del prezzo della benzina e del peso degli interessi sul debito (su minimi storici), rendono a nostro avviso molto solide le previsioni di **crescita dei consumi del 3,1% nel 2015 e del 2,9% nel 2016**.

Gli **investimenti residenziali** sono una quota crescente della domanda aggregata. Dai minimi del 2010 a 2,4%, a metà 2015 le costruzioni residenziali sono il 3,3% del PIL (v. fig. 7), e danno un contributo crescente alla ripresa. Tutti gli indicatori del settore sono positivi (cantieri, vendite di case esistenti e nuove, stock di case invendute, case sfitte, affitti, fiducia dei costruttori, v. fig. 8) e puntano a un'espansione duratura. La crescita prevista per gli investimenti residenziali è di **8,4% nel 2015, 7,8% nel 2016, seguita da una normalizzazione al 4,3% nel 2017**.

Giovanna Mossetti

La crescita USA nel 2015-16 è sostenuta dai fondamentali della domanda privata interna

Rischi verso il basso legati alla turbolenza dei mercati finanziari e al rallentamento delle economie emergenti

L'espansione della domanda interna dovrebbe proteggere la ripresa dagli shock esogeni

Consumi in espansione solida, sostenuta dal reddito da lavoro, da bilanci risanati e da oneri da interessi su minimi storici

Gli investimenti residenziali saranno la seconda colonna portante della ripresa

Gli **investimenti fissi delle imprese** sono la voce più debole della domanda privata e un fattore di fragilità per il 2015-16, per via del rafforzamento del dollaro e del calo del prezzo del petrolio. La correzione nel settore estrattivo dovrebbe concludersi entro l'inizio del 2016, e smettere di sottrarre crescita agli investimenti totali. Le condizioni finanziarie restano espansive, le imprese hanno una crescente scorta di liquidità disponibile (v. fig. 9), i consumi sono forti: questi fattori dovrebbero più che compensare i freni da cambio e materie prime, dando luogo a una **crescita di 3,5% nel 2015 e 5,4% nel 2016**.

La **spesa pubblica** dovrebbe essere in aumento di 0,5% nel 2015-16, in crescita poco più rapida rispetto al 2014, che seguiva 4 anni di ampie contrazioni. La moderata espansione della spesa pubblica è dovuta a una ripresa a livello statale e locale, a fronte di un contenuto calo a livello federale. Nel complesso il contributo alla domanda aggregata dovrebbe essere trascurabile.

Le **esportazioni nette** saranno un freno nel 2015-16, ma il loro contributo negativo dovrebbe essere limitato. Le esportazioni risentono dell'apprezzamento del cambio e dell'indebolimento dei paesi emergenti. Gli effetti diretti del rallentamento cinese sull'economia USA sono limitati dal peso relativamente contenuto della quota di export verso la Cina sul totale delle esportazioni e sul PIL (v. tabella 1, fig. 11). L'elasticità delle esportazioni al dollaro è stimata a 1,8% nel breve termine e 0,8% nel lungo termine¹. Diversi lavori empirici mostrano una trasmissione degli effetti del cambio sull'export e sull'inflazione ampiamente inferiori rispetto al passato, per via della crescente integrazione del commercio internazionale². Il dollaro dovrebbe essere vicino al picco, nelle nostre previsioni. Pertanto, a meno di una crisi sistemica innescata dalla correzione cinese, gli effetti di cambio e esportazioni sulla crescita USA non dovrebbero fare deragliare la ripresa, anche se costituiscono fattori di rischio. Prevediamo **esportazioni in rialzo di 2% nel 2015 e 4,5% nel 2016; e importazioni in aumento di 5,5% quest'anno e di 4,7% nel 2016**.

L'**inflazione** rimane a zero, per via del calo dei prezzi delle materie prime e dell'apprezzamento del dollaro. L'**inflazione core** è stabile, ancora al di sotto del 2% (deflatore *core*, +1,2% a/a, CPI *core* +1,8% a/a). Dollaro e petrolio contrasteranno le tendenze a moderati rialzi dei prezzi *core* derivanti dalla eliminazione delle risorse inutilizzate: il 2016 dovrebbe vedere stabilità dell'inflazione *core* vicino ai livelli attuali.

Investimenti fissi delle imprese: l'anello debole della domanda domestica

Spesa pubblica circa neutrale nel 2015-16

Esportazioni nette: modesto freno per la crescita 2015-16

Inflazione: spinte verso il basso da cambio e petrolio, sostegni dalla chiusura dell'output gap

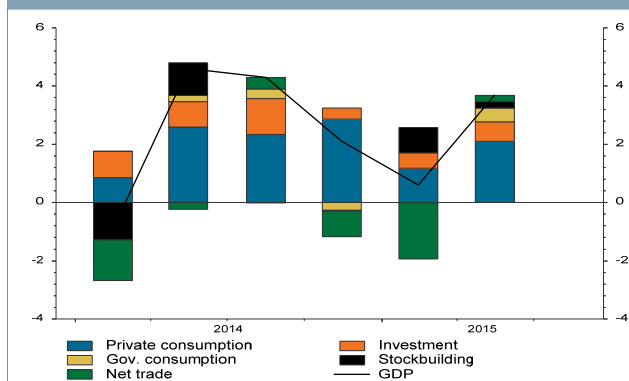
Previsioni macro	2014			2015			2016				
	4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (US\$ 1996, a/a)	2.4	2.6	2.9	2.5	2.9	2.7	2.3	2.5	3.1	2.9	2.9
- trim./trim. annualizzato				2.1	0.6	3.7	2.8	2.9	2.9	2.9	2.8
Consumi privati	2.7	3.1	2.9	4.3	1.7	3.1	3.3	3.0	2.9	2.8	2.7
IFL - privati non residenziali	6.2	3.5	5.4	0.7	1.6	3.2	5.8	4.7	5.5	5.7	5.9
IFL - privati residenziali	1.8	8.4	7.8	9.9	10.1	7.8	7.9	8.3	9.8	7.4	4.8
Consumi e inv. pubblici	-0.6	0.6	0.5	-1.4	-0.1	2.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	3.4	2.0	4.5	5.4	-6.0	5.2	4.5	4.0	4.0	5.1	5.0
Importazioni	3.8	5.5	4.7	10.3	7.1	2.8	5.1	3.9	5.4	4.9	4.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-2.3	-2.2	-2.4	-2.6	-2.4	-2.2	-2.1	-2.2	-2.2	-2.1
Deficit Federale (% PIL)	-3.6	-3.6	-3.8								
Debito pubblico (% PIL)	123.2	124.0	123.9								
CPI (a/a)	1.6	0.0	1.7	1.2	-0.1	0.0	0.1	0.0	1.1	1.5	1.8
Produzione Industriale (a/a)	3.7	1.6	2.4	4.6	-0.1	-2.0	2.2	1.0	3.1	3.5	3.5
Disoccupazione (%)	6.2	5.3	4.9	5.7	5.6	5.4	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9
Federal Funds (%)	0.25	0.33	0.94	0.25	0.25	0.25	0.33	0.50	0.58	0.83	1.08
Cambio effettivo (1973=100)	78.6	91.3	91.0	82.6	89.4	89.9	91.7	94.2	93.4	91.3	90.1

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

¹ V. per esempio P. Hooper et al., *Trade elasticities for the G-10 countries*, Princeton Studies in International Economics, agosto 2000.

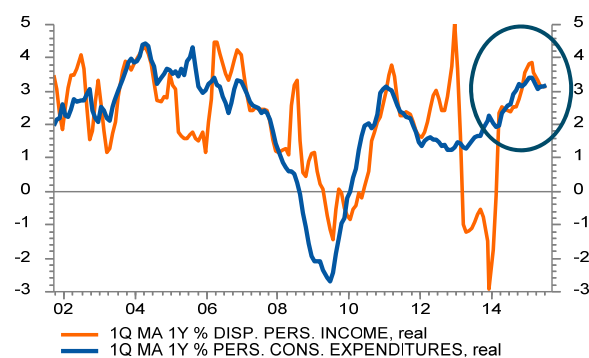
² Vedi S. Ahmed et al., *Depreciations without exports?, Global value chains and the exchange rate elasticity of exports*, World Bank Group, agosto 2015; G. Gopinath, *The international price system*, agosto 2015.

Fig. 1 – Crescita del PIL (t/t ann.) e contributi



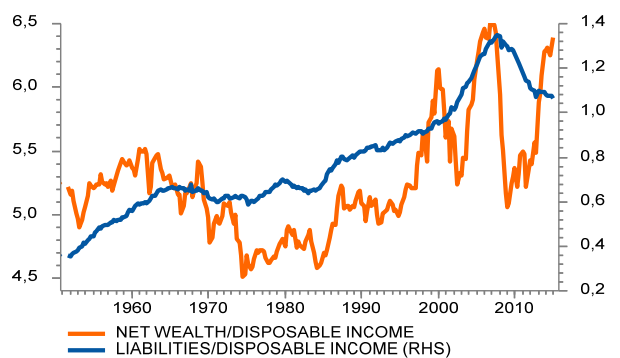
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Reddito disponibile e consumi delle famiglie: ritorno alla normalità



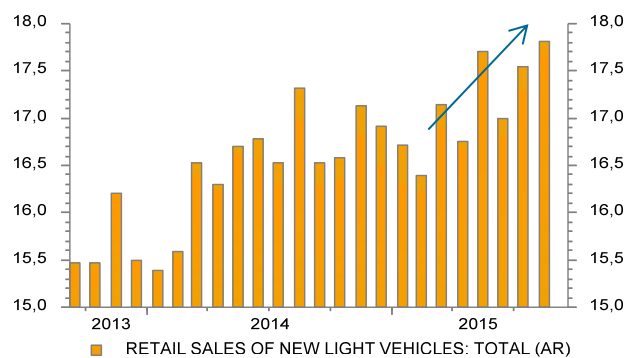
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Ricchezza netta delle famiglie in rialzo, passività in calo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Vendite di autoveicoli solide dopo anni di debolezza



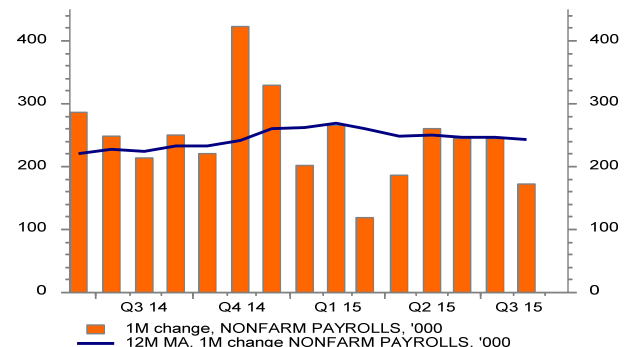
Nota: dati in mln. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Le condizioni del mercato del lavoro continuano a migliorare dopo la pausa invernale



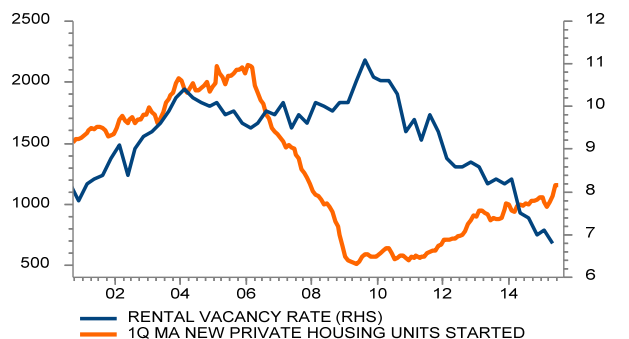
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – La quota di disoccupati a breve termine torna su livelli pre-recessivi



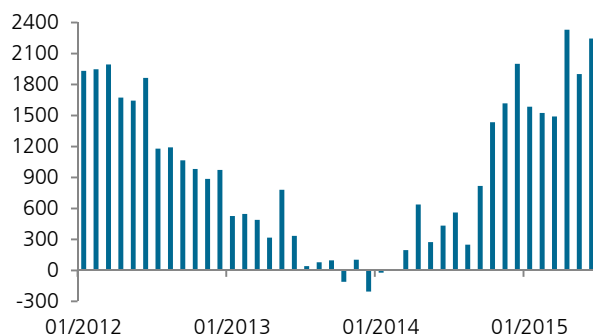
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Nuovi cantieri e tasso di unità abitative sfitte



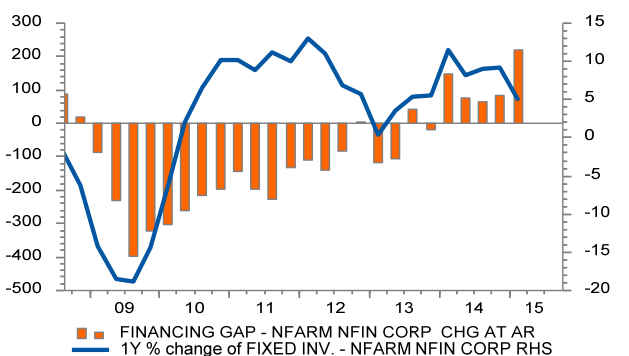
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Nuove unità familiari: carburante per l'edilizia residenziale



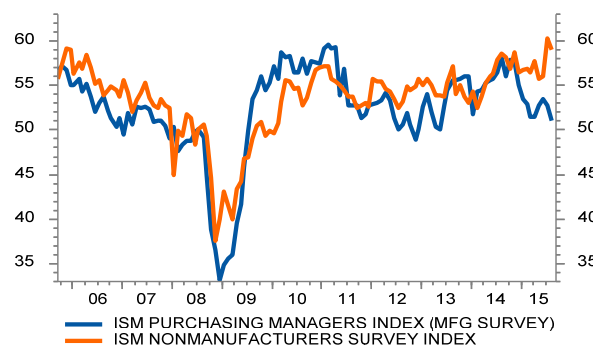
Fonte: Census Bureau

Fig. 9 – Le imprese hanno fondi disponibili per finanziare nuovi investimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Indici ISM: manifatturiero debole, servizi solidi



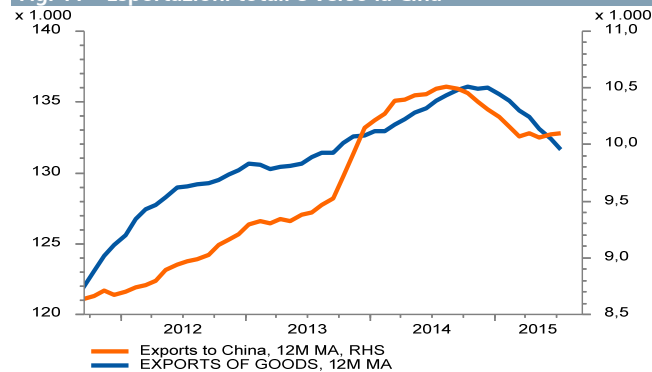
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 – Quota delle esportazioni sul totale e sul PIL

	in % of US Exports	in % of US GDP
China	7.6	0.7
NICS ASIA & NZ	9.1	0.8
Latam	23.9	2.2
OPEC	5.6	0.5
Euro Area	12.8	1.2
CEE ex Russia	1.3	0.1
Russia	0.7	0.1
Canada	19.3	1.8
UK	3.3	0.3
N Europe	0.7	0.1
Japan	4.1	0.4

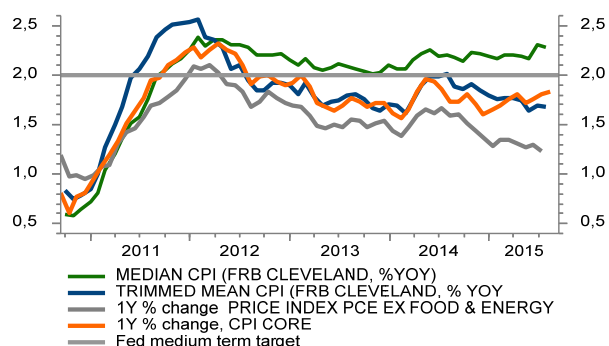
Fonte: calcoli Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Esportazioni totali e verso la Cina



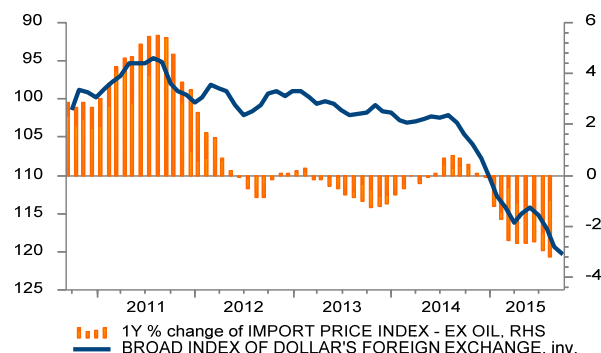
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Inflazione core stabile



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Prezzi all'import ex-petrolio e dollaro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Politica monetaria: la svolta sui tassi non dipende più solo dalle condizioni domestiche, ma anche dai rischi globali

La Fed ha lasciato i tassi fermi a settembre, pur riconoscendo che la ripresa è solida e che si è ormai alle soglie del pieno impiego. La decisione è stata guidata dai rischi globali e dalla necessità di monitorare gli "sviluppi all'estero" oltre che all'allontanamento, se pure transitorio, del ritorno dell'inflazione al 2% (ora spostato al 2018). La Fed continua a decidere sulla base dello scenario dell'economia USA, ma nella nuova economia globale interconnessa, neppure il FOMC può più scindere le condizioni interne da quelle dei suoi partner commerciali e delle sue controparti sui mercati finanziari.

Le condizioni per la svolta sono ora sia di natura domestica sia di origine internazionale. Lo scenario centrale del FOMC rimane coerente con un rialzo entro fine anno (v. tabella qui sotto), seguito da un sentiero graduale di (pochi) rialzi, spalmati su tre anni. A livello domestico, un ulteriore miglioramento del mercato del lavoro è estremamente probabile e, secondo Yellen, potrebbe bastare per aumentare la fiducia nel ritorno dell'inflazione verso il 2%. Sul fronte degli sviluppi internazionali, le condizioni sono più vaghe: "alla luce degli sviluppi (...) e degli impatti sui mercati finanziari, vogliamo prendere un po' più di tempo per valutare i probabili effetti sugli Stati Uniti". La Fed ritiene che la turbolenza estiva sui mercati finanziari rifletta stress nelle economie emergenti e nei paesi produttori di commodity: le informazioni richieste potrebbero riguardare segnali di stabilizzazione della crescita cinese e del prezzo del petrolio, per valutare l'entità delle ripercussioni sulla crescita USA. La nostra previsione è che la svolta avvenga a dicembre, e sia seguita da due-tre rialzi nel 2016.

Tab. 1 - Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei presidenti delle Reserve Banks – settembre 2015

Variabile	Mediana					Tendenza centrale				
	2015	2016	2017	2018	Lungo term.	2015	2016	2017	2018	Lungo term.
PIL reale	2.1	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0-2.3	2.2-2.6	2.0-2.4	1.8-2.2	1.8-2.2
proiezione giugno	1.9	2.5	2.3		2.0	1.8-2.0	2.3-2.7	2.0-2.4		2.0-2.3
Tasso di disoccupazione	5	4.8	4.8	4.8	4.9	5.0-5.1	4.7-4.9	4.7-4.9	4.7-5.0	4.9-5.2
proiezione giugno	5.3	5.1	5.0		5.0	5.2-5.3	4.9-5.1	4.9-5.1		5.0-5.2
Deflatore consumi	0.4	1.7	1.9	2.0	2.0	0.3-0.5	1.5-1.8	1.8-2.0	2.0	2.0
proiezione giugno	0.7	1.8	2.0		2.0	0.6-0.8	1.6-1.9	1.9-2.0		2.0
Deflatore consumi core	1.4	1.7	1.9	2.0		1.3-1.4	1.5-1.8	1.8-2.0	1.9-2.0	
proiezione giugno	1.3	1.7	1.9	2.0		1.3-1.4	1.6-1.9	1.9-2.0		
per memoria:										
Proiezioni Sentiero dei tassi appropriato										
Tasso fed funds	0.4	1.4	2.6	3.4	3.5	0.1-0.6	1.1-2.1	2.1-3.4	3.0-3.6	3.3-3.8
proiezione giugno	0.6	1.6	2.9		3.8	0.4-0.9	1.4-2.4	2.4-3.8		3.5-3.8

Fonte: Federal Reserve Board. Dati di PIL: var. % a/a nel 4° trimestre

Area euro: la ripresa si fa più fragile

Anna Maria Grimaldi

- Lo scenario di ripresa della crescita al di sopra del potenziale nel 2015-17 è confermato, ma sono aumentati i rischi verso il basso. L'incertezza sull'intensità del rallentamento in Cina e altri emergenti peserà sull'attività area euro, ma, a meno di scenari estremi tipo 1997, sarà in parte compensato dal calo persistente del prezzo del petrolio, dal passato deprezzamento del cambio euro e dal miglioramento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.
- Rispetto allo scenario di giugno abbiamo ritoccato di solo un decimo a 1,7% la nostra stima di crescita del PIL nel 2016, ancora in accelerazione dal +1,5% previsto per il 2015. L'*output gap*, quindi, dovrebbe ridursi sull'orizzonte di previsione ma rimarrà ancora negativo a fine 2017. Con il consolidarsi della ripresa, gli investimenti dovrebbero accelerare e crescere più dei consumi delle famiglie, compensando il probabile rallentamento dell'export.
- Tra i paesi periferici Irlanda e Spagna viaggeranno (3,5% e 3,0%) molto al di sopra della media, beneficiando della forte ripresa post programma, mentre il Portogallo avanzerà in linea con la media dell'Eurozona. Tra i paesi più grandi, la Germania sarà caratterizzata dalla crescita più robusta, ma la ripresa si fa più solida anche in Italia. Confermiamo, invece, le stime di ripresa moderata per la Francia.
- Le nuove previsioni per il prezzo del petrolio, in media più basse del 13% rispetto a quelle di giugno, abbassano la stima di inflazione 2016 da un precedente 1,3% all'1,2%. Il ritorno dell'inflazione all'1,7% per fine 2017 è più incerto, dal momento che, in assenza di spinte dall'energia, dipende in larga misura dalla dinamica dell'inflazione sottostante.
- I rischi per lo scenario sono verso il basso e potrebbero derivare da un più brusco rallentamento degli emergenti, da un restringimento indesiderato delle condizioni finanziarie in concomitanza con il primo rialzo dei tassi Fed. Inoltre, non va trascurato il rischio politico con Portogallo (ottobre), Spagna (dicembre), Irlanda (aprile 2016) che vanno al voto per la prima volta dopo la conclusione di un programma di aggiustamento europeo.
- La politica fiscale è attesa rimanere circa neutrale sull'orizzonte di previsione e, in caso di scenari avversi, potrà offrire solo un supporto limitato. Altresì vi è ampio scopo per aumentare lo stimolo monetario a sostegno della domanda interna e della fiducia dei mercati.
- Un'estensione della durata temporale del programma di acquisto BCE è molto probabile e potrebbe essere annunciata entro fine anno. Un aumento del target mensile è meno scontato e potrebbe arrivare solo a seguito di un taglio ufficiale alle stime di inflazione 2017.

Previsioni	2014			2015			2016				
				4	1	2	3	4	1	2	3
Pil (prezzi costanti, a/a)	0.9	1.5	1.7	0.9	1.2	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
- t/t				0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	0.9	1.8	1.8	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.3	2.7	4.6	0.6	1.4	-0.5	1.6	1.3	1.2	1.2	1.0
Consumi pubblici	0.8	1.2	0.4	0.2	0.6	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	3.9	4.7	5.0	0.9	1.0	1.6	0.8	0.9	1.5	1.4	1.5
Importazioni	4.2	5.0	5.0	0.9	1.5	1.0	1.1	1.1	1.5	1.3	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.3	-0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.8	2.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-2.4	-2.3	-2.2								
Debito pubblico (% PIL)	90.6	90.7	91.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	0.3	1.2	0.2	-0.3	0.2	0.2	1.0	1.5	1.1	1.2
Produzione industriale (a/a)	0.8	1.4	1.6	0.5	1.0	-0.2	0.4	0.1	0.2	0.9	0.9
Disoccupazione (ILO, %)	11.6	11.0	10.5	11.5	11.2	11.1	10.8	10.8	10.7	10.6	10.5
Euribor 3 mesi	0.21	0.00	-0.07	0.08	0.05	-0.01	-0.03	-0.03	-0.06	-0.07	-0.08
EUR/USD	1.32	1.10	1.13	1.25	1.13	1.10	1.11	1.07	1.09	1.13	1.14

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

L'economia reale: il sentiero della ripresa è irto di ostacoli

Il PIL dell'area euro ha viaggiato in media allo 0,45% t/t nei primi sei mesi dell'anno³ e la crescita acquisita per l'anno in corso è già dell'1,2%. Il flusso di dati negli ultimi due mesi è stato ancora moderatamente incoraggiante. Le indagini PMI e Commissione Europea a luglio e agosto si sono mantenute su livelli coerenti con una crescita del PIL di 0,4% t/t anche nel trimestre estivo. La produzione industriale a luglio ha segnato un'entrata relativamente forte nel 3° trimestre, anche se in larga misura attribuibile all'effetto transitorio delle temperature sulla produzione elettrica. I dati sull'export a luglio crescevano ancora di oltre il 3% in valore. I dati sulla fiducia ed in particolare le immatricolazioni auto sono coerenti con una dinamica più sostenuta dei consumi in estate. Tuttavia, ancora una volta siamo meno fiduciosi rispetto a tre mesi fa sulla prospettiva di una significativa accelerazione del PIL area euro tra fine 2015 e nel 2016, e manteniamo la stima per la media annua 2015 ferma a 1,5%. Il rallentamento degli emergenti, gli sviluppi estivi sui mercati finanziari, le crescenti tensioni geopolitiche ai confini dell'Europa peseranno sulla fiducia delle imprese e sull'attività economica. L'indagine ZEW, la prima disponibile per settembre, ha già evidenziato un peggioramento delle attese per i prossimi mesi. Cerchiamo di quantificare l'impatto sulle prospettive di crescita dei cambiamenti estivi nelle esogene.

1. La domanda mondiale è rallentata più del previsto, ma pensiamo che il fenomeno abbia già superato il climax. Abbiamo, quindi, tagliato le stime di crescita del commercio mondiale rivolto alla zona euro più nel 2015 (all'1,2% dal +2% di giugno) che non nel 2016 (la stima è poco variata al +4,5%, da +4,7% a giugno). Nel valutare l'impatto del rallentamento della domanda dalla Cina verso la zona euro va tenuto conto che sebbene Cina e Asia abbiano acquisito un ruolo crescente nell'export area euro nell'ultimo decennio, passando da una quota del 9% nel 2004 al 12,5% nel 2014, mantengono un peso relativo più contenuto rispetto ad altre aree emergenti quali Est Europa e Russia (17,8%) nonché delle altre economie avanzate (Giappone, Nord America, Regno Unito e Nord Europa 35,4%). Per maggiori dettagli sull'impatto di un rallentamento degli emergenti sulla crescita area euro si veda il Focus a seguire. Nel complesso, valutiamo che un rallentamento della crescita mondiale di 0,2/0,3%, rispetto allo scenario di giugno, possa pesare sulla crescita area euro al massimo per -0,1% nel 2016.
2. Il nostro profilo di previsione per il cambio effettivo euro non è molto variato in media 2015-16. Il tasso di cambio effettivo euro si è apprezzato del 4,0% m/m tra fine luglio e il 26 agosto, per effetto del movimento sul dollaro (+4,2% in termini cumulati), ma soprattutto a causa dell'apprezzamento dell'euro contro lo yuan (7,5%), che è ormai la valuta con il maggior peso relativo (più del 22%) nell'indice di cambio effettivo EER-19 (il dollaro pesa per il 16%). Nonostante il movimento estivo, il cambio effettivo euro è comunque più debole di circa il 10% rispetto a un anno fa e dovrebbe tornare a deprezzarsi nei mesi finali del 2015. Per il 2016 ci aspettiamo un cambio euro intorno a 1,12, come a giugno. Non prevediamo ulteriori movimenti significativi contro lo yuan, dal momento che il cambio non dovrebbe essere un target per le autorità cinesi.
3. Rispetto a giugno abbiamo tagliato le stime sul prezzo del petrolio in media del -13% da metà 2015 e fino al 4° trimestre 2017. Le elasticità standard suggeriscono che l'effetto di stimolo sulla crescita di un calo del prezzo del greggio del 10% dovrebbe essere tra 0,1% e 0,2% dopo un anno e l'effetto sulla dinamica inflazionistica di -0,3/-0,4%.
4. I timori di uscita della Grecia prima e il forte aumento della volatilità sui mercati finanziari poi, hanno quasi azzerato i benefici del QE BCE riportando i rendimenti a più lungo termine quasi sul livello di un anno fa ed erodendo i guadagni dell'Euro Stoxx. Tuttavia, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria continua a migliorare, come mostra la dinamica dell'aggregato M3 (che a luglio cresceva del 5,3%) e il graduale, ma costante miglioramento dei prestiti al settore privato.

Il rallentamento della domanda mondiale non dovrebbe pesare per non più di 0,1% sulla crescita del PIL 2016

Il cambio si è apprezzato in estate, ma non ci aspettiamo movimenti significativi al rialzo nei prossimi mesi

Il calo del prezzo greggio potrebbe spingere il PIL area euro di 0,2-0,3% nel 2016

Tassi a lungo termine leggermente più alti rispetto alle nostre previsioni di giugno e la correzione dell'azionario potrebbero pesare per - 0,1% sulle stime di crescita del PIL

³ La seconda stima Eurostat per il 2° trimestre ha rivisto al rialzo la crescita del 1° trimestre a 0,5% t/t da un precedente 0,4% t/t e la crescita del PIL nel 2° trimestre a 0,4% t/t da una stima preliminare di 0,3% t/t.

5. Lo **scenario geopolitico rimane incerto**. Se la tragedia greca è scongiurata non mancano motivi di preoccupazione domestica in vista del fitto calendario elettorale nei paesi periferici nei prossimi mesi. Inoltre, non va trascurato il desolante quadro geopolitico nel Mediterraneo e nell'Est Europa. È chiaramente difficile quantificare l'effetto sulla fiducia dell'accesso dibattuto tra paesi europei sulla gestione dei flussi migratori e del perdurare dell'incertezza. In via cautelativa assumiamo che il peso sul PIL possa essere di non più -0,1%.
6. La **politica fiscale** è attesa passare da marginalmente espansiva a circa neutrale nel 2016. Nelle stime di primavera, la Commissione proiettava un peggioramento di 0,2 del saldo strutturale 2016. L'aggiustamento previsto per Italia (+0,1%), Francia (+0,5%) e Spagna (+0,5%), e recepito nelle raccomandazioni di luglio della Commissione, dovrebbe consentire un miglioramento di 0,2% nel 2016 (a -0,8%), con un peso trascurabile sul PIL; peraltro, l'Italia ha presentato un budget che implica un peggioramento del saldo strutturale fra 2015 e 2016.

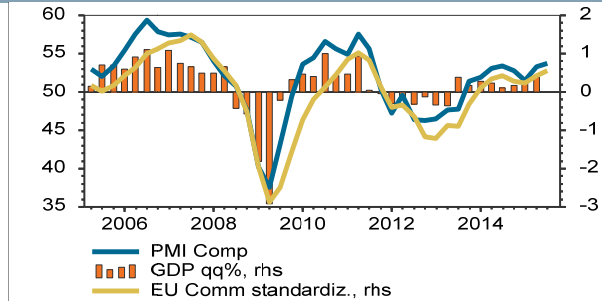
Valutiamo che l'**impatto combinato sulla crescita del PIL** del rallentamento della domanda globale, dell'andamento meno favorevole dei mercati, delle nuove previsioni per il prezzo del greggio sia di -0,1/0,2%. **Rivediamo, quindi, le stime di crescita del PIL a 1,7% nel 2016 da un precedente 1,8%**. La crescita trimestrale nel 4° trimestre 2015 e nella prima metà del 2016 scende a 0,4-0,5% da 0,5-0,6% t/t. La crescita su base annua con il nuovo profilo passa all'1,7% a/a nel 2° trimestre 2016 dall'1,5% a/a di metà 2015.

La crescita sarà ancora trainata più dalla dinamica della domanda interna (1,7% nel 2015 e 1,9% nel 2016, come nelle nostre stime di giugno). In particolare, ci aspettiamo un'accelerazione degli investimenti fissi al 2,5% nel 2015 e al 4,1% nel 2016 dal +1,3% del 2014. Gli **investimenti in macchinari** dovrebbero crescere del 3,8% sull'orizzonte di previsione, sostenuti dal calo dei tassi sui nuovi prestiti alle imprese, condizioni al credito più espansive, dal miglioramento di redditività delle imprese e da un livello normale di utilizzo della capacità produttiva. Si tratta di una previsione piuttosto cauta rispetto ai cicli precedenti giustificata dal fatto che, come nel periodo più recente, gli investimenti potrebbero continuare a disattendere le previsioni di ripresa, a causa dell'elevato grado di incertezza e scarsa visibilità sulla domanda estera. Confermiamo la nostra previsione di **moderato ciclo espansivo degli investimenti in costruzioni** (0,9% nel 2015 e +1,3% nel 2016) dopo circa sei anni di cali ininterrotti. I **consumi** delle famiglie sono visti avanzare di 1,7%-1,8%, sostenuti ancora dall'effetto di risparmio (di circa 0,5% in percentuale del reddito disponibile), associato al calo del 45% del prezzo del greggio nel 2015 e a partire da metà 2016 da una più solida creazione di posti di lavoro (+1,2% nel 2016 dal +0,9% del 2015).

I rischi per le nostre stime sono ancora verso il basso. L'incertezza sullo scenario internazionale e sull'intensità del rallentamento di Cina e Asia lascia un'ombra sulle prospettive di crescita per i paesi avanzati. In uno scenario di rischio in cui la domanda mondiale rivolta alla zona euro cresce del 3% nel 2016, anziché del 4,5%, come nel nostro scenario di base, la crescita 2016 si fermerebbe a 1,2%-1,3%. Ma i rischi per il nostro scenario di crescita sopra trend nel 2015-17 potrebbero derivare anche da un andamento deludente della domanda interna, a causa dell'elevato grado di incertezza geopolitica. La politica fiscale potrà offrire margine di supporto limitato in caso di scenari avversi anche se non escludiamo un'interpretazione più flessibile da parte di Bruxelles delle regole fiscali in un momento particolarmente delicato per l'Unione Europea. Altresì vi è ampio scopo per aumentare lo stimolo monetario a sostegno della domanda interna e della fiducia dei mercati.

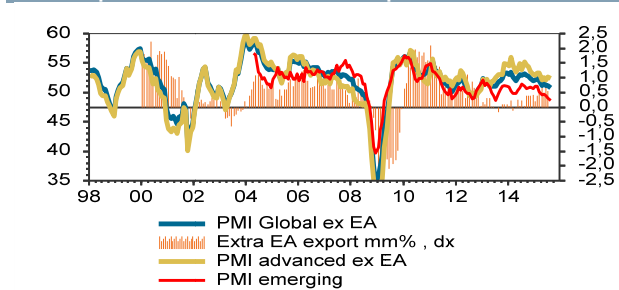
Non va trascurato, infine, il **rischio politico**. Un termometro saranno le elezioni in Portogallo, Spagna e Irlanda - le prime dopo la conclusione di un programma di aggiustamento. Il rischio di deriva verso posizioni anti-austerità non è trascurabile in particolare in Spagna, dove il Paese potrebbe essere guidato da un governo di coalizione - il primo nella storia post franchista.

Fig. 1 – Le indagini di clima rimangono su livelli coerenti con una crescita del PIL AE anche nei mesi estivi



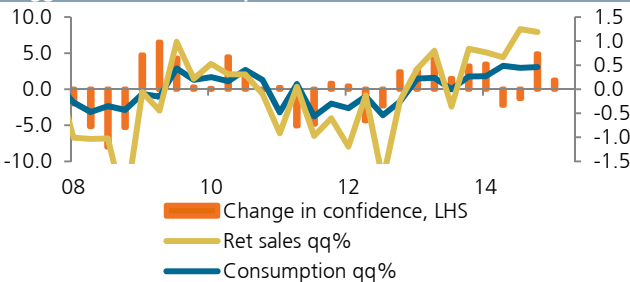
Fonte: Markit, Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il rallentamento degli emergenti si è intensificato in estate e peserà sulla dinamica dell'export



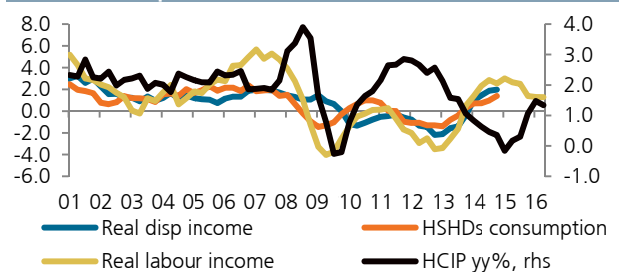
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'andamento recente delle vendite al dettaglio suggerisce una crescita più solida dei consumi in estate



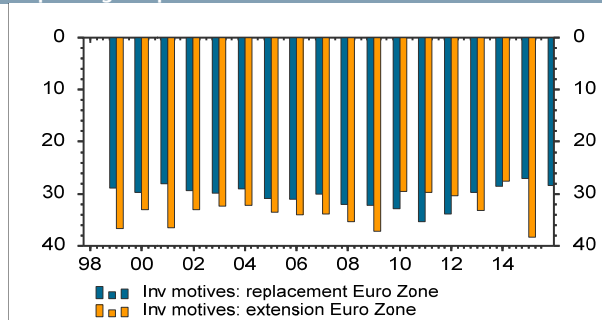
Fonte: Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Consumi privati in accelerazione grazie ad una crescita del reddito disponibile reale intorno all'1,6-1,8%



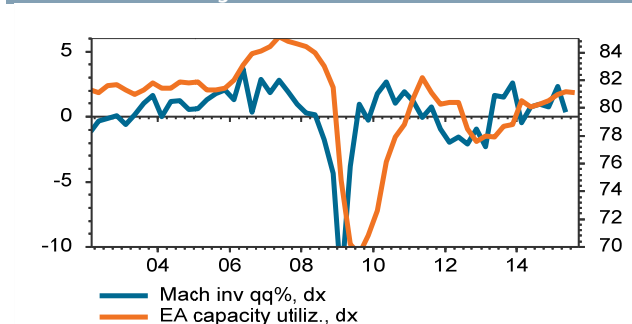
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – L'indagine sugli investimenti indica che le intenzioni ad ampliare gli impianti sono sui massimi da 10 anni



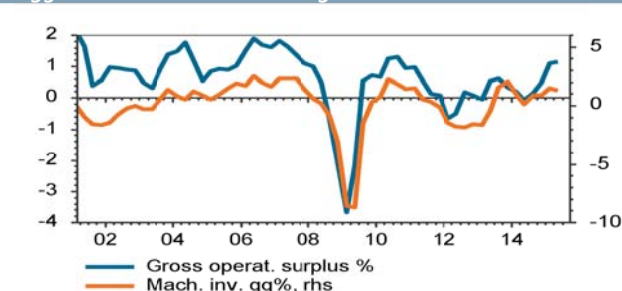
Fonte: Markit, Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – L'aumento di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe sostenere gli investimenti aziendali



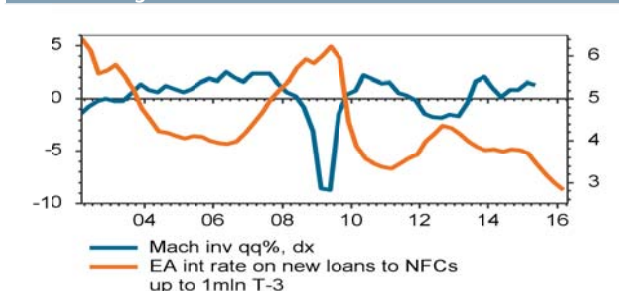
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La dinamica recente dei margini operativi lordi suggerisce un'accelerazione degli investimenti in macchinari



Fonte: Eurostat via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Condizioni di tasso decisamente di supporto per la dinamica degli investimenti aziendali



Fonte: Eurostat e BCE via Thomson Reuters-Datastream

FOCUS: quanto può pesare uno shock dagli emergenti sulla crescita?

Il tonfo del mercato azionario cinese nella seconda metà di agosto ha sollevato dubbi sulla solidità dell'economia cinese e sulle possibili ripercussioni su Emergenti ed economie avanzate. Timori simili erano emersi a inizio 2014 quando l'avvicinarsi del *tapering* da parte della Fed aveva innescato un forte aumento dell'avversione al rischio e una fuga di capitali dagli emergenti. Il nostro scenario centrale per la zona euro assume che la risposta di politica economica da parte delle Autorità cinesi sia in grado di fermare ulteriori tracolli dei mercati finanziari e possa scongiurare scenari estremi nel prossimo futuro. Gli eventi e i dati recenti sul commercio mondiale suggeriscono però che la domanda dagli Emergenti continua a rallentare. Vi è, quindi, il rischio che il commercio mondiale rivolto alla zona euro cresca meno del 4,6% nel 2016 (dal +1,2% del 2015) come da nostro scenario centrale. Uno shock di crescita nei paesi emergenti si trasmette alle economie avanzate attraverso diversi canali:

- 1) il **canale diretto di bilancia commerciale che tipicamente dovrebbe essere il più rilevante**. La minore domanda (di beni) da parte degli emergenti colpisce la produzione nei paesi avanzati e in misura maggiore i paesi che esportano beni ad alta intensità di capitale. Tipicamente nei paesi in via di sviluppo la crescita è incentrata sull'accumulo di capitale tramite una forte crescita degli investimenti e meno sui consumi (questo è il caso della Cina e la correzione del mercato azionario riflette la difficoltà da parte delle autorità a mettere in atto politiche economiche che favoriscano una transizione da un modello basato su investimenti ed esportazioni ad una crescita più bilanciata con un contributo maggiore dei consumi privati). La tabella 1 fornisce una fotografia del peso sul PIL di Stati Uniti e area euro dell'export verso la Cina ed altre aree che potrebbero essere affette da un rallentamento della domanda cinese. Le esportazioni verso la Cina pesano per il 7,6% dell'export americano (0,6% del PIL), e per il 6,5% delle esportazioni della zona euro (1,2% del PIL). Il peso della Cina sul PIL euro zona è quindi inferiore a quello della Russia ed Est Europa, nonché del peso congiunto di Stati Uniti, Canada, Regno Unito, Nord Europa ed OPEC. Uno sguardo ai flussi commerciali suggerirebbe che **un rallentamento dell'export cinese del 10% avrebbe un impatto di solo un decimo sulla crescita del PIL area euro e anche più contenuto sulla crescita del PIL Stati Uniti**. All'interno della zona euro la Germania è il paese più esposto con il 5,8% dell'export totale rivolto alla Cina verso il 3,8% della Francia, e il 2,6% dell'Italia. In ogni caso il peso della Cina sull'export della Germania è comunque inferiore a quello verso la Russia e altre economie avanzate. Va però considerato l'effetto del rallentamento della Cina sul PIL area euro tramite il calo di domanda da parte delle altre economie dell'Asia, legate al ciclo cinese. Come mostra il grafico 1 l'export verso la Cina pesa per il 18,6% dell'export delle altre economie dell'Asia (che includono in questo aggregato Australia e Nuova Zelanda) e per il 18,3% dell'export Giapponese, sui paesi OPEC l'export verso la Cina pesa per il 12,2%. L'effetto di un rallentamento della Cina sull'export area euro potrebbe quindi essere più significativo rispetto a quanto suggerito dai legami diretti. Andrebbe considerato anche l'effetto del calo dell'export verso la Cina sull'import dei paesi avanzati. In linea di massima l'impatto netto dovrebbe essere positivo, ma potrebbero crearsi degli effetti perversi per quei paesi avanzati che importano dagli emergenti non solo materie prime ma anche componentistica per assemblaggio di macchinari e altri manufatti destinati all'export verso altre aree (in caso di problemi nei flussi di import dagli emergenti ne risentirebbe anche l'export degli avanzati verso altre aree);
- 2) l'altro canale è dato dalla **correzione dei prezzi delle materie prime**, visto il ruolo centrale assunto dagli emergenti nel mercato delle commodity con una quota del consumo globale che va da circa il 45% per l'energia a circa 70% per i metalli;
- 3) non va trascurata la trasmissione via **canale finanziario** e questo non solo nel caso in cui la correzione degli emergenti parta dallo scoppio di una bolla, ma anche quando la crisi è innescata da un inatteso rallentamento dell'economia reale. La correzione negli emergenti

può innescare un calo dei prezzi degli *asset*, ampie svalutazioni del cambio, un aumento dell'avversione al rischio con ripercussioni sui mercati finanziari dei paesi avanzati (gli eventi recenti offrono ampia evidenza in tal senso). Inoltre, le economie avanzate potrebbero essere vulnerabili a un calo di domanda o vendita di strumenti di debito da parte dei paesi emergenti. La Cina detiene 3600 miliardi di riserve valutarie si stima che di queste circa il 20% siano Treasuries e poco più di un quinto euro.

L'impatto finale sulla crescita dei paesi avanzati di uno shock di domanda negli emergenti dipende non solo dall'entità del rallentamento di queste economie, ma anche da come si trasmette lo shock. Se il rallentamento passa per gli investimenti (e questo è verosimilmente il caso in Cina) l'impatto sulla crescita degli avanzati potrebbe essere più significativo a seconda del grado di concentrazione dell'export verso i paesi emergenti. Nella zona euro, le esportazioni di macchinari pesano per il 40% del totale esportato al di fuori della zona euro e le esportazioni di macchinari verso la Cina per il 10% dell'export di macchinari. Per la Germania il peso dell'export di macchinari verso la Cina spiega il 14% dell'export totale dei macchinari (v. tab. 2).

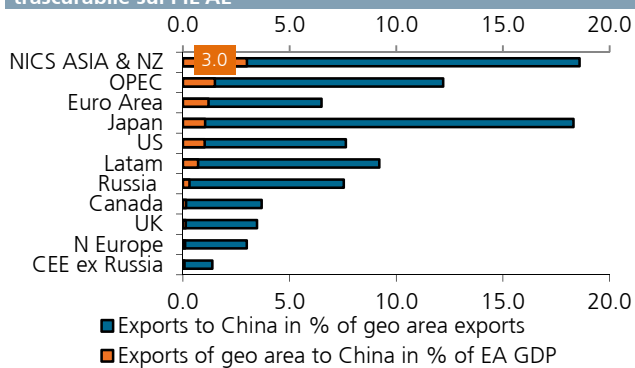
Quindi, per quantificare l'impatto di un rallentamento degli Emergenti sulle economie avanzate andrebbero considerate le interazioni tra i vari paesi maggiormente esposti a un calo del PIL cinese e non solo tramite flussi commerciali, ma anche via canale finanziario e prezzi delle materie prime. Ci avvaliamo di un focus del Fondo monetario internazionale del 2014 (Si veda WEO, aprile 2014 *Should advanced economies worry about growth shocks in emerging countries?* pp. 72-77). Le stime del FMI tramite VAR paese e il modello di equilibrio economico generale mostrano che **uno shock nella crescita dei paesi emergenti dell'1% ha un effetto negativo sulla crescita dell'area euro di 0,3 %**. Nel nostro scenario centrale, assumiamo un rallentamento della crescita mondiale rispetto allo scenario di giugno di due decimi quindi **l'impatto sulla crescita area euro potrebbe essere al massimo di -0,1% nel 2016**. Le simulazioni del FMI incorporavano una risposta del prezzo del petrolio per lo più a fattori di domanda, ma, nel contesto attuale, il calo del greggio è spiegato anche da fattori di offerta e quindi potrebbe essere più ampio, più persistente e dunque di maggior supporto per la spesa domestica.

Tab. 1 – Peso della Cina ed principali partner commerciali nel PIL di Stati Uniti e area euro

	in % export US	in % del PIL US	in % export area euro	in % del PIL area euro	in % export Fra	in % export Germ	in % export Ita	in % export Spa
Cina	7.6	0.7	6.5	1.2	3.7	5.8	2.6	1.7
NICSASIA&NZ	9.1	0.8	5.9	1.1	4.6	3.4	3.5	2.3
Latam	23.9	2.2	4.7	0.9	2.4	2.5	3.1	5.1
OPEC	5.6	0.5	6.9	1.3	5.0	3.0	5.9	4.6
Area euro	12.8	1.2	-	-				
CEE escl. Russia	1.3	0.1	14.3	2.6	5.1	10.0	10.0	6.4
Russia	0.7	0.1	3.5	0.6	1.4	2.5	2.4	0.6
US	-	-	11.4	2.1	5.8	6.8	7.2	3.7
Canada	19.3	1.8	1.1	0.2	0.7	0.6	0.8	0.5
UK	3.3	0.3	14.6	2.7	7.2	7.9	5.3	7.1
Nord Europa	0.69	0.1	6.13	1.1	2.1	4.3	2.1	1.8
Giappone	4.1	0.4	2.1	0.4	1.5	1.2	1.4	1.1

Fonte: IMF Direction of Trade Statistics, per il PIL utilizziamo i dati a parità di potere d'acquisto. L'aggregato NICs & Oceania include Korea, Filippine, Malesia, Singapore, Thailandia, Indonesia, Nuova Zelanda e Australia

Fig. 1 – La Cina è un partner chiave per NICs e JP, ed un crollo dell'export di queste aree verso la Cina avrebbe un peso non trascurabile sul PIL AE



Fonte: IMF Direction of Trade Statistics

Tab. 2 – L'export della Germania è più concentrato di quello dell'area euro

	Export dalla zona euro			Export dalla Germania		
	Verso Cina	Per prod. in	2014	Verso Cina	Per prod. in	2014
	% tot	% tot '14		% tot	% tot '14	
	2010	2014	2014	2010	2014	2014
Manuf	1.6	4.2	13.1	2	6.5	11.9
Mach	2.8	9.8	41.3	3.6	13.8	53.2
Misc	0.9	5.1	11	1.5	8.3	9.7
Chem	1.4	4.6	17	1.6	5.8	14.9
Tot	2.8	6.7		3.6	10.2	

Nota: al denominatore esportazioni al di fuori della zona euro sia per euro zona che Germania, ciò spiega la discrepanza tra la quota 2014 dell'export cinese in % del totale (10,2%) rispetto alla tabella 1

Fonte: Eurostat Detailed Trade Statistics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: il ritorno al 2% si allontana

- La previsione di ritorno dell'inflazione verso il 2% a fine 2017 da 0,3% nel 2015 è divenuta più incerta. Per effetto delle revisioni al prezzo del greggio abbiamo tagliato di un decimo la stima di inflazione 2016 all'1,2% e di tre decimi la stima per il 2017. Le elasticità standard derivabili dai modelli BCE e Commissione Europea suggeriscono che l'effetto sulla dinamica dell'inflazione *headline* di un calo del prezzo del greggio del 10% è compreso tra -0,3% e -0,4% dopo quattro trimestri⁴. Nei prossimi mesi un effetto base favorevole dalla componente energia spingerà l'inflazione temporaneamente verso l'1,6% a inizio 2016. Ma una volta che l'effetto statistico dall'energia verrà meno dal confronto annuale, e nell'ipotesi che il petrolio si muova assai poco sull'orizzonte di previsione anche dopo il 2017, la dinamica dell'inflazione *headline* sarà determinata quasi esclusivamente dalla dinamica dei prezzi interni. La nostra previsione è di aumento dell'inflazione sottostante all'1,5% nel 2017 (1,7% a fine anno) da +0,9% nel 2015.
- La BCE a settembre stimava l'inflazione all'1,1% nel 2016 e in risalita all'1,7% nel 2017. Le ipotesi tecniche dello staff su petrolio (\$55 a barile nel 2015, \$56 nel 2016, \$60 nel 2017) e cambio effettivo (deprezzamento del 10% nel 2015 e di stabilizzazione nel 2016-17) sono circa in linea con le nostre. La differenza tra le nostre stime e quelle della BCE per il 2017 è, quindi, interamente dovuta ad una risalita più rapida dell'inflazione *core* dallo 0,9% nel 2015 all'1,7% a fine 2017. La BCE, implicitamente, sembra assumere una risposta piuttosto rapida dell'inflazione sottostante all'assorbimento delle risorse disponibili nell'economia (di circa 0,3% per ogni punto di calo dell'*output gap*). Il vice presidente della BCE Constancio, in un intervento dello scorso 29 agosto, riportava che studi recenti dello staff suggeriscono che la pendenza della curva di Phillips per la zona euro potrebbe essere aumentata dal 2009. Ciò spiegherebbe "perché la BCE ha sistematicamente sottostimato l'inflazione *core* tra il 2012 e fine 2014 e le nuove stime dello staff di risalita dell'inflazione *core* fino all'1,7% nel 2017".
- A giugno valutavamo che le pressioni deflazionistiche si erano ridotte per effetto dell'EAPP, ma l'incertezza sullo scenario macro sposta il bilancio dei rischi di nuovo verso il basso, anche a seguito delle revisioni alle stime di inflazione 2016-17. Nell'attuale contesto di elevata incertezza geopolitica e sullo scenario internazionale, l'andamento di consumi e investimenti potrebbe risultare particolarmente deludente limitando, dunque, la risalita dell'inflazione *core*. Non vanno trascurati gli effetti sulla dinamica *core* di attese di prezzo più basse (rispetto al periodo pre-crisi) per un periodo esteso di tempo. Il rimbalzo del prezzo del petrolio sull'orizzonte di previsione, dovrebbe stabilizzare e/o in parte risolvere le attese di prezzo limitando gli effetti di seconda battuta. Non va poi trascurato che, con un prezzo del petrolio più basso per un periodo esteso di tempo, la dinamica dell'inflazione complessiva rimarrà determinata dall'inflazione sottostante anche dopo il 2017.

Con un contributo pressoché nullo dell'energia da aprile 2016, il focus si sposta sull'inflazione *core*. La BCE ha rispolverato la curva di Phillips

Ma l'incertezza sullo scenario, effetti di seconda battuta dall'energia e attese di inflazione più basse più a lungo potrebbero suggerire rischi verso il basso per la dinamica *core*

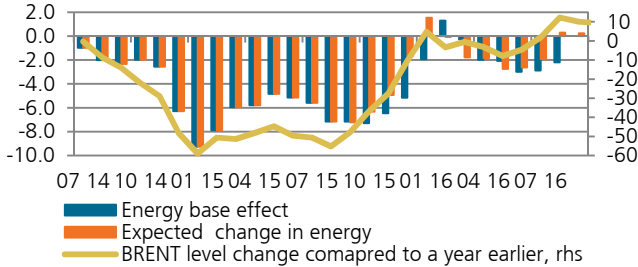
Tab. 1 - Previsioni di inflazione per Paese e media area euro con nuove stime di petrolio e cambio

	PRT	MLT	IRL	CYP	FRA	BEL	AUT	EA	NLD	ESP	ITA	DEU
2014	-0.2	0.8	0.3	-0.3	0.6	0.5	1.5	0.4	0.3	-0.2	0.2	0.8
2015E	0.6	1.3	0.3	-1.2	0.1	0.8	1.1	0.3	0.5	-0.2	0.3	0.4
2016E	0.8	0.8	1.1	0.2	1.0	1.2	1.3	1.2	1.4	1.4	1.3	1.6
2017E	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.8	1.8

Nota: e indica previsione ISP. Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

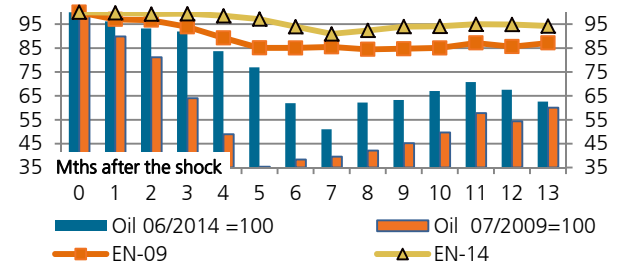
⁴ L'impatto massimo del calo del prezzo del petrolio dovrebbe manifestarsi tra fine 2016 ed il 2017 dal momento che la revisione alle stime interessa la seconda metà del 2015 e il 2016-17. Va considerato che sebbene il prezzo del petrolio si manterrà su di un livello più basso che nelle stime di giugno è comunque visto in aumento sull'orizzonte di previsione (+5% nel 2016 rispetto al 2015 e +10% nel 2017 rispetto al 2016).

Fig. 1 – L'effetto base dall'energia spingerà l'inflazione temporaneamente sopra l'1% a inizio 2016



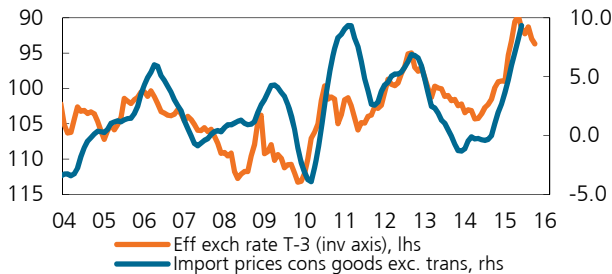
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il calo del prezzo del petrolio si è trasferito solo in parte al capitulo energia e meno che nel 2009



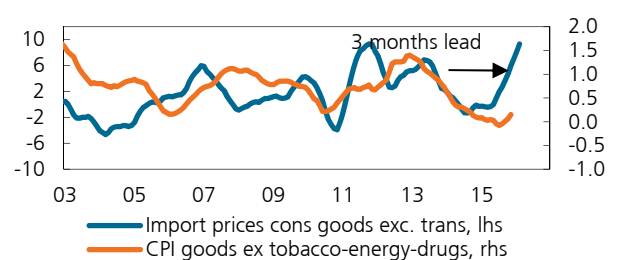
Fonte: OECD (output gap), Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il deprezzamento del cambio limiterà le pressioni disinflazionistiche. Il trasferimento ai prezzi all'import è ormai completo...



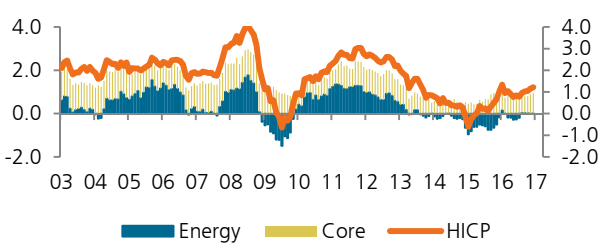
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – ... ma ci vorrà ancora qualche mese perché l'aumento dei prezzi all'import si trasmetta a pieno sulla dinamica dei prezzi al consumo



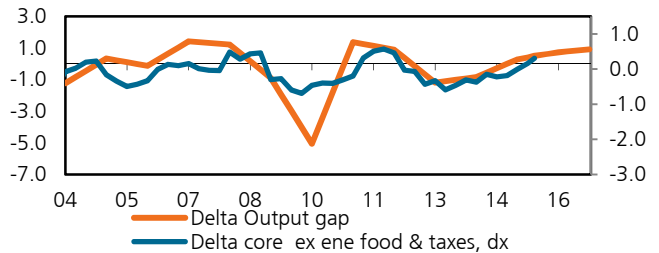
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Con un contributo piatto dall'energia e marginalmente positivo dagli alimentari, da aprile 2016 la risalita dell'inflazione verso l'1,5% dipende dalla dinamica dei prezzi core...



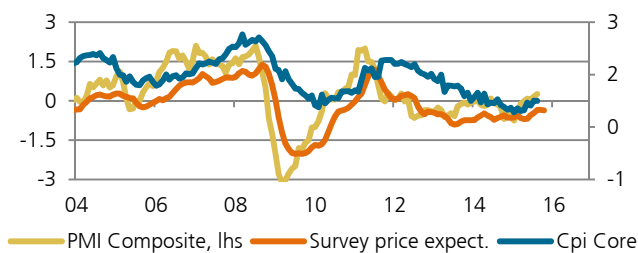
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il focus si sposta sulla risposta dei prezzi interni alla chiusura dello slack nell'economia



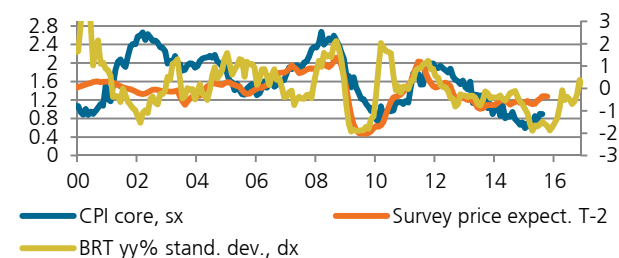
Fonte: OECD (output gap), Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Rischi di effetti di seconda battuta dall'energia? Dinamica dell'inflazione core influenzata dalle attese di prezzo ma...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ... la risalita del prezzo del greggio in prospettiva dovrebbe contribuire a limitare ulteriori pressioni al ribasso



Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La BCE annuncerà nuovo stimolo

- Alla riunione di settembre la BCE ha potenziato la retorica già ampiamente accomodante e ha ufficialmente aperto all'introduzione di nuovo stimolo monetario con la revisione alle stime di crescita e inflazione e con il passaggio ad una valutazione dei rischi per lo scenario da circa bilanciati a verso il basso. Il comunicato di settembre ribadiva che "il programma EAPP sarebbe andato avanti nei termini stabiliti fino a settembre 2016", ma aggiungeva, rispetto all'edizione di giugno, che potrebbe proseguire "oltre tale termine se ritenuto necessario". Durante la conferenza stampa Draghi ha specificato che non erano state discusse variazioni dello stimolo monetario. Riteniamo che per il momento la BCE continuerà con gli interventi verbali per cercare di orientare le attese di mercato sulla politica monetaria. Ma non escludiamo che la BCE sia costretta a passare dalle parole alle azioni nel volgere di pochi mesi, entro marzo 2016.

Quali condizioni potrebbero far scattare l'annuncio di nuovo stimolo? La BCE ha chiaramente indicato che, con un profilo del prezzo del greggio poco variato sull'orizzonte di previsione, il focus si sposta sull'inflazione *core*. Le scelte future di politica monetaria diventano, quindi, dipendenti dal grado di sotto-utilizzazione delle risorse ("slack")⁵ nell'economia e da revisioni alle stime di inflazione di medio termine. Bonnici (14/09) ha indicato che per il momento l'inflazione *core* si mantiene in un *range* accettabile, (1,7-1,8% a fine 2017 come da previsioni di settembre dello staff). Le revisioni allo scenario potrebbero derivare da una crescita più debole della domanda interna dovuto ad un inasprimento indesiderato delle condizioni finanziarie e/o da un rallentamento di attività associato ad un quadro internazionale più debole rispetto al nostro scenario centrale. Ricordiamo che l'annuncio del programma EAPP a gennaio scorso era stato preparato con la presentazione a dicembre 2014 di stime di inflazione sotto l'1,5% e di inflazione sottostante al di sotto dell'1,3% per il 2016. Un potenziamento dello stimolo monetario sembra, quindi, poco probabile in assenza di revisioni alle stime di inflazione *core* 2017 all'1,4/1,5%.

- Pensiamo che l'estensione della durata dell'EAPP fino a giugno 2017 sia molto probabile. Essa non incontrerebbe forti resistenze all'interno del Consiglio, consentirebbe di effettuare un'uscita graduale dal programma dopo il settembre 2016, avrebbe il pregio di rafforzare le attese di tassi fermi fino al 2018. Aggiungiamo che prolungherebbe il contributo BCE all'assorbimento di grossa parte dell'offerta netta di titoli governativi anche nel 2017, sebbene ciò non possa essere citato dalla BCE tra i vantaggi dell'operazione.
- Un aumento del target mensile non è escluso, ma potrebbe incontrare maggiori resistenze all'interno del Consiglio e richiederebbe, probabilmente, un aumento più significativo dei rischi verso il basso per lo scenario di inflazione. Constancio lo scorso 15 settembre ha indicato che "le azioni della BCE sono molto lontane da quelle di altre banche centrali". Presumibilmente Constancio si riferiva al volume degli acquisti di titoli e non solo alla durata. Nowotny ha indicato che la BCE sta già incontrando difficoltà di implementazione del programma di acquisto ABS e *covered bonds*. Un aumento del target mensile si avrebbe quindi tramite maggiori acquisti nell'ambito del PSPP. Inoltre, l'aumento alla riunione di settembre del limite per i titoli acquistabili in percentuale delle singole emissioni al 33% dal 25% libera margine per incrementare gli acquisti di titoli governativi senza CACs (si veda *Interest Rate Strategy* del 16/09/2015). Tale annuncio può essere interpretato come una maggiore apertura verso un alleggerimento dei volumi del QE concentrato sui titoli governativi più che su altre categorie di titoli. Un limite all'annuncio di un aumento del target mensile di governativi potrebbe derivare dall'offerta limitata di titoli acquistabili nel rispetto della regola delle quote capitale, cui la BCE non può derogare⁶.

L'introduzione di nuovo stimolo monetario è condizionata ad una revisione dell'inflazione *core* 2017 all'1,4%-1,5%

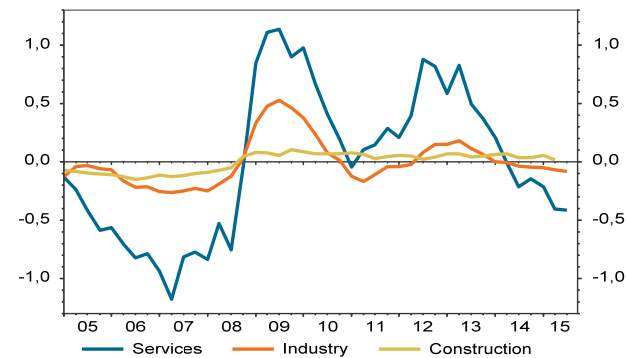
L'estensione temporale del programma di acquisto è assai probabile

L'aumento dei volumi mensili di acquisto è più incerto, ma non è escluso

⁵ Il bollettino di settembre, in un focus sulle misure di *slack* nell'economia, suggerisce che la BCE non guarderà solo alla variazione dell'*output gap* basata sulle stime di crescita potenziale di OCSE, FMI e Commissione UE ma anche all'eccesso di offerta nell'economia derivabile dalle indagini trimestrali presso le imprese. Inoltre Constancio nel citato intervento aveva indicato che anche la dinamica mensile della disoccupazione offre un'indicazione sulla tendenza dell'eccesso di offerta nell'economia.

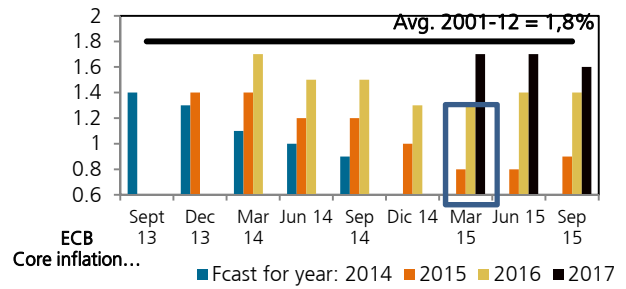
⁶ Stimiamo che acquisti a prezzi di mercato per 316 miliardi nel 2016 dovrebbero sottrarre circa 126 miliardi dal mercato dei governativi area euro (di cui 98 miliardi in Germania) (si veda *EAPP update 14/09/2015*).

Fig. 1 - La BCE ha rispolverato la curva di Phillips e guarda ora a diverse misure di *slack* ma sembra preferire quella basata sulle indagini di clima ed in particolare sui fattori che limitano la produzione quali carenza di domanda



Fonte: Eurostat, Commissione UE (per *output gap*) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Quando la BCE ha annunciato il QE a marzo 2015 le stime di inflazione *core* a due anni erano al di sotto dell'1,3%



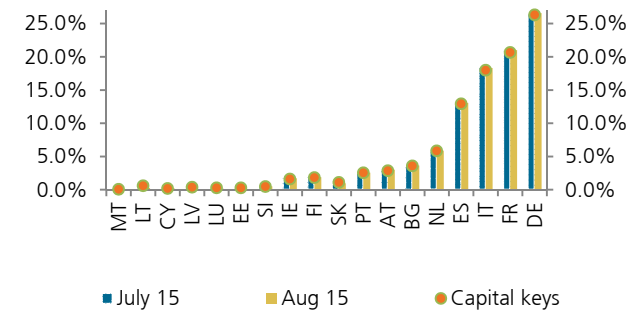
Fonte: Eurostat, Commissione UE, OECD, FMI ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 - L'EAPP procede come da copione

	ABSPP	CBPP3	PSPP	EAPP
Monthly flows (bln euros)				
31/03/2015	1.1	12.4	47.4	61.0
30/04/2015	1.2	11.5	47.7	60.3
31/05/2015	1.4	10.0	51.6	63.0
30/06/2015	1.6	10.2	51.4	63.2
31/07/2015	0.94	9.0	51.4	61.3
31/08/2015	1.34	7.45	42.8	51.6
EAPP portfolio total outstanding				
11/09/2015*	8	65	315	388
Residual purchases by Sept 16	16	156	581	752
EAPP in Sep. 2016	24	221	894	1,140

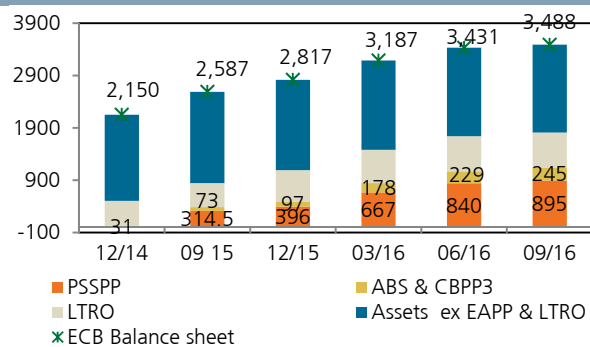
Acquisti da marzo 2015. Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - La BCE finora ha rispettato la regola delle quote capitale



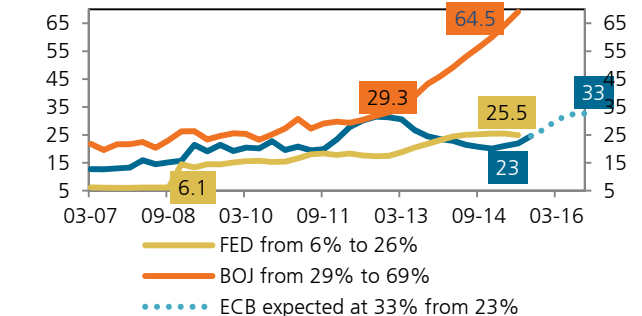
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Il bilancio BCE crescerà rapidamente grazie all'EAPP...



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - ... ma in termini relativi aumenterà meno di quello della Fed e BOJ



Fonte: Banche Centrali Nazionali e stime Intesa Sanpaolo

Germania: in attesa di uno sprint dalla domanda interna

Riteniamo che la fase di espansione dell'economia tedesca al di sopra del potenziale (1,2%, nelle stime recenti della Bundesbank) possa proseguire nel biennio in corso. Tuttavia, la dinamica del PIL continua a disattendere le attese. Già a giugno avevamo rivisto al ribasso di due decimi la stima per il 2015 all'1,8% e la stima 2016 di un decimo al 2% (rispettivamente 1,6% e 1,9% al netto degli effetti di calendario). Dopo un'apertura d'anno più debole del previsto, il PIL ha deluso anche nel 2° trimestre avanzando di 0,4% t/t, mentre le stime erano per una crescita di 0,5% t/t. Le esportazioni sono accelerate in primavera, sostenute dal recupero di domanda dalle economie avanzate dopo la pausa di inizio anno e dal forte aumento degli ordini nel comparto ingegneristico per effetto di una grossa commessa per l'Airbus. La domanda interna, invece, ha fatto peggio del previsto, contribuendo per solo 0,1% t/t alla crescita del PIL. Hanno deluso in particolare gli investimenti in macchinari con un calo, del tutto inatteso, di -0,4% t/t (dopo una crescita media di +2,0% t/t in media nei sei mesi precedenti)⁷. Sulla base delle informazioni raccolte nei mesi estivi dai dati, degli sviluppi recenti nell'economia globale e sui mercati finanziari, abbiamo rivisto al ribasso di un decimo sia la stima di crescita 2015 (all'1,7%) sia quella per il 2016 (1,9%).

La media degli indici PMI composito (54,4) e IFO (108,2) a luglio e agosto era poco variata rispetto ai mesi primaverili e suggerisce quindi una crescita del PIL tedesco di 0,4% t/t anche in estate. Tuttavia, la produzione manifatturiera ha visto un'entrata relativamente debole nel trimestre in corso. Peraltro un rallentamento dell'export potrebbe essere alle porte dopo la buona tenuta dei flussi commerciali a luglio. Le attese sugli ordini all'export dall'indagine IFO sono calate in agosto e il PMI globale, così come gli indici di commercio mondiale CBP, sono rallentati. Tuttavia stimiamo che il calo di domanda dagli emergenti dovrebbe avere un impatto limitato sulla dinamica delle esportazioni tedesche, se sarà in parte compensato dalla tenuta della domanda dalle altre economie avanzate e dal resto della zona euro. Le esportazioni verso la Cina pesano solo per il 2,2% del PIL tedesco, più che nella media area euro, ma il peso relativo è inferiore a quello dell'export verso l'Est Europa e la Russia (4,8% del PIL) nonché dell'export verso Stati Uniti e Regno Unito (5,6% del PIL). Inoltre, il calo di domanda dagli emergenti dovrebbe essere in parte compensato dal deprezzamento del cambio effettivo (-10% in media a settembre rispetto ad un anno prima). Nel complesso, la stima di domanda estera rivolta alla Germania non è molto cambiata rispetto allo scenario di giugno quando stimavamo una crescita del 4,6% nel 2016 dopo +3,0% quest'anno. Di riflesso, prevediamo che le esportazioni tedesche possano crescere del 5,6% nel 2015 e del 5,3% nel 2016. Le importazioni sono attese in crescita del 5,8% quest'anno e del 5,4% il prossimo, dato l'elevato contenuto all'importazione dell'export tedesco e della domanda interna in particolare degli investimenti in macchinari. Nel complesso, il commercio estero offrirà un contributo marginalmente negativo alla crescita del PIL sull'orizzonte di previsione. Il saldo di parte corrente potrebbe allargare fino all'8,0% del PIL, dal 7,6% nel 2014. Il Paese resterà, quindi, sotto stretto monitoraggio da parte della Commissione EU per gli squilibri di parte corrente.

A fronte di un probabile rallentamento del commercio estero, continuiamo a prevedere una crescita della domanda domestica vicina al 2,0%, dal momento che i fondamentali rimangono di ampio supporto. Il calo del prezzo del greggio verificatosi nel 2015 (in media -44%) e la previsione di aumento di soli 3 dollari nel 2016 dai 55 dollari attesi nel 2015, dovrebbe generare risparmi per famiglie e imprese per circa lo 0,4% del reddito disponibile. Il calo del prezzo del petrolio è stato trasferito per il 20% ai prezzi finali, dovrebbe, quindi, esservi ancora impulso dal calo del prezzo del greggio per la dinamica dei consumi nei prossimi mesi. **I consumi delle**

Anna Maria Grimaldi

Crescita sopra il potenziale confermata

Rivediamo le stime di crescita del PIL di solo un decimo nel 2015-16. Cina e Asia hanno un peso relativo contenuto sul PIL Germania

La domanda interna dovrebbe compensare il rallentamento del commercio estero

⁷ La correzione degli investimenti in costruzioni nel 2° trimestre è meno preoccupante perché fa seguito ad una forte crescita ad inizio anno, spiegata dal clima eccezionalmente mite.

famiglie sono visti in crescita dell'1,9% quest'anno e dell'1,6% il prossimo, sostenuti da una dinamica solida del reddito disponibile reale (2% quest'anno e 1,4% il prossimo).

Le retribuzioni dovrebbero continuare a crescere intorno al 2,3%⁸ e gli occupati di 0,5% sull'orizzonte di previsione. Il potere d'acquisto delle famiglie sarà in parte eroso dalla risalita dell'inflazione **all'1,6% nel 2016 dal +0,4% stimato per l'anno in corso**. Il tasso di **disoccupazione** resterà intorno al 6,4%, livello di equilibrio di lungo termine, eventuali cali al di sotto di tale soglia dipendono da quanto rapidamente l'afflusso di popolazione immigrata si tradurrà in un aumento della forza lavoro. In una prospettiva di medio periodo la più grande sfida per la Germania è l'invecchiamento della popolazione, l'accoglienza dei profughi e migranti è come sottolineato dal Presidente della Bundesbank un'opportunità. Gli **investimenti fissi** dovrebbero tornare a crescere ad un ritmo più sostenuto (in media del 2,2% nel 2015 e del 2,7% nel 2016) dopo l'ingiustificata debolezza dei mesi primaverili. Gli **investimenti in costruzioni** sono attesi in crescita ancora ad un ritmo solido (da 0,7% nel 2015 a 1,6% nel 2016, anche se meno rispetto al periodo 2011-14), dato l'andamento di permessi e ordini nel comparto residenziale e la relativa profittabilità dell'investimento immobiliare all'attuale di tassi e il potenziale aumento di domanda abitativa nei prossimi anni. Gli **investimenti in macchinari** dovrebbero tornare a crescere in media di 0,9% t/t a trimestre sull'orizzonte di previsione, dopo il calo dei mesi primaverili, dato l'elevato utilizzo della capacità produttiva (ormai al di sopra della media di lungo termine), la crescita solida del margine operativo lordo nella prima metà del 2015, condizioni al credito ultra espansive. Confermiamo, quindi, una stima di crescita della spesa in macchinari del 3,5% nel 2015-16, ma vi è il rischio che la spesa delle imprese sia frenata dall'elevato grado di incertezza geopolitica e dalla mancanza di visibilità sull'andamento della domanda globale.

Investimenti aziendali: ciclo moderato con rischi verso il basso

Il **margine di incertezza sulle stime 2015-16 è piuttosto ampio** dato il grado di integrazione dell'economia tedesca nella catena produttiva mondiale e la specializzazione dell'export in macchinari, potenzialmente più vulnerabili ad un rallentamento della domanda dagli emergenti. Tuttavia, la politica fiscale offre ampio margine per smussare con misure di stimolo della domanda interna eventuali sorprese negative dal ciclo internazionale.

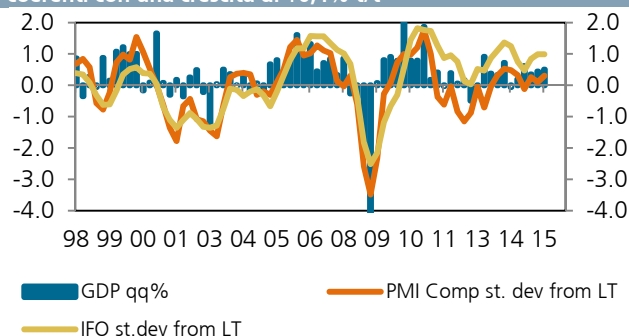
Ma vi è ampio margine dalla politica fiscale. Il surplus di bilancio di 0,5% sarà mantenuto sull'orizzonte di previsione. L'aumento di spesa corrente sarà in larga misura coperto da una dinamica più sostenuta delle entrate per effetto della ripresa ciclica e dal risparmio dalla spesa per interessi (nell'ordine di 10 miliardi di euro, 0,4% del PIL secondo le stime della Bundesbank). Il rapporto debito/PIL è atteso in calo al 71% nel 2016 dal 74,7% nel 2014. Nonostante un allentamento della politica fiscale sia auspicabile, la tendenza, al netto degli effetti del ciclo, nel 2015-16 è solo moderatamente espansiva dal momento che il saldo strutturale è atteso peggiorare solo marginalmente a 1,0% da +1,2% del 2014 stimato dalla Commissione UE in primavera. La Bundesbank, nel bollettino di agosto, ha ampiamente criticato la politica fiscale del governo federale e gli obiettivi poco ambiziosi di riduzione del debito viste le sfide demografiche di medio periodo.

⁸ Le retribuzioni complessive sono cresciute più dei salari negoziali al 2%, dal 3,0% del 2014, per effetto di un *wage drift* positivo legato all'introduzione del salario minimo a gennaio scorso. Le stime preliminari della Bundesbank indicano un impatto dell'introduzione del salario minimo in particolare sui salari per i cosiddetti *mini jobs* e lavoro a termine. L'impatto sul resto dei salari dovrebbe essere stato di non più di 0,25% secondo la Bundesbank.

Previsioni	2014	2015	2016	2014			2015			2016		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.6	1.7	1.9	1.5	1.1	1.6	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	
Consumi privati	1.0	1.9	1.6	1.0	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	
Investimenti fissi lordi	3.5	2.2	3.0	1.3	1.7	-0.4	0.9	0.8	0.9	0.8	0.6	
Consumi pubblici	1.7	1.9	1.2	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
Esportazioni	3.9	5.3	4.2	1.3	1.2	2.2	0.5	0.8	0.9	1.3	1.2	
Importazioni	3.7	5.8	5.4	2.3	1.9	0.8	1.6	1.2	1.3	1.8	1.1	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.4	0.3	0.0	-0.1	-0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	-0.1	
Partite correnti (% PIL)	7.6	8.1	7.4	8.1	8.4	8.4	8.0	7.8	7.6	7.5	7.4	
Deficit (% PIL)	0.7	0.5	0.4									
Debito (% PIL)	74.7	72.3	71.8									
CPI (a/a)	0.9	0.5	1.5	0.5	0.0	0.5	0.2	1.2	1.9	1.4	1.6	
Produzione Industriale	1.5	1.2	1.7	0.8	0.5	0.2	0.3	0.1	0.0	1.1	1.2	
Disoccupazione (%)	6.7	6.4	6.3	6.6	6.5	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	
Tasso a 10 anni (%)	1.24	0.61	1.20	0.77	0.33	0.53	0.70	0.90	1.05	1.16	1.25	
Cambio effett. (2005=100)	99.8	94.6	95.0	98.7	95.3	94.4	94.7	93.9	94.3	95.0	95.2	

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

Fig. 1 - Accelerazione incerta in estate: le indagini di fiducia coerenti con una crescita di +0,4% t/t



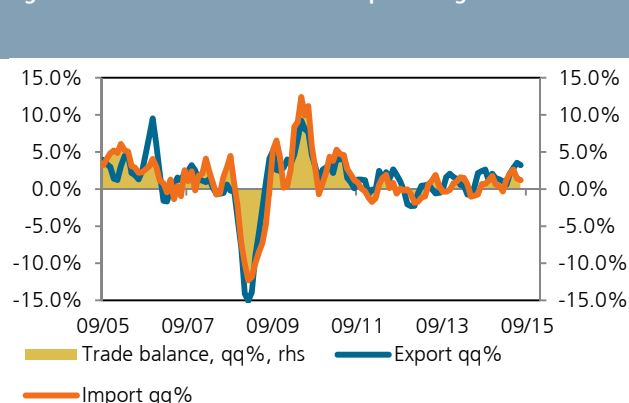
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 2 - Ma l'entrata della produzione industriale nel trimestre estivo è stata piuttosto debole



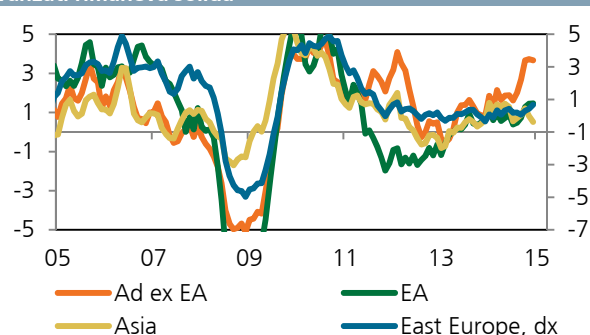
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 3 - Crescita ancora solida dell'export a luglio



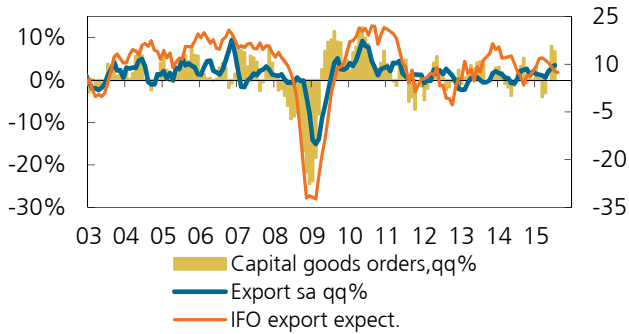
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 4 - Già a giugno si avevano indicazioni di rallentamento dell'export verso l'Asia, ma la domanda dagli altri paesi avanzati rimaneva solida



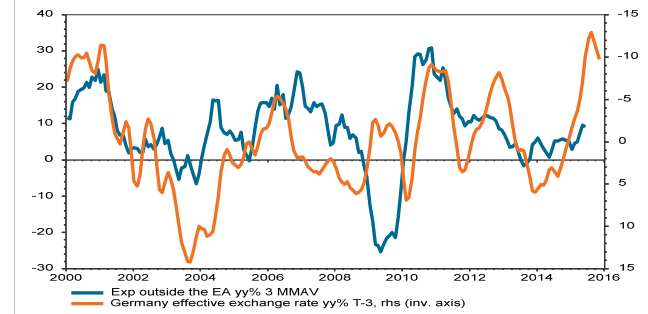
Nota: i dati sull' export per area son contributi alla variazione dell'export totale fermi a giugno 2015 Fonte: FSO via Datastream

Fig. 5 – I dati sugli ordini di beni capitali dall'estero e attese sull'estero dall'indagine IFO suggeriscono un rallentamento dell'export da agosto in avanti



Fonte: IFO, FSO via Datastream

Fig. 6 – Il calo di domanda dall'estero dovrebbe essere in parte compensato dal deprezzamento del cambio effettivo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 – La Cina pesa relativamente poco nell'export tedesco

	in % of extra EA exports	in % of EA GDP	in % of Germ exports	in % of Germ GDP
Canada	1.1	0.2	0.6	0.2
Japan	2.1	0.4	1.2	0.4
Latam	4.7	0.9	2.5	1.0
OPEC	6.9	1.3	3.0	1.1
NICS ASIA & NZ	5.9	1.1	3.4	1.3
Nord Europa	6.1	1.1	4.3	1.7
Cina	6.5	1.2	5.8	2.2
Russia	3.5	0.6	2.5	1.0
US	11.4	2.1	6.8	2.6
UK	14.6	2.7	7.9	3.0
Est Europa escl. Russia	14.3	2.6	10.0	3.8

Fonte: IMF DTS via Datastream

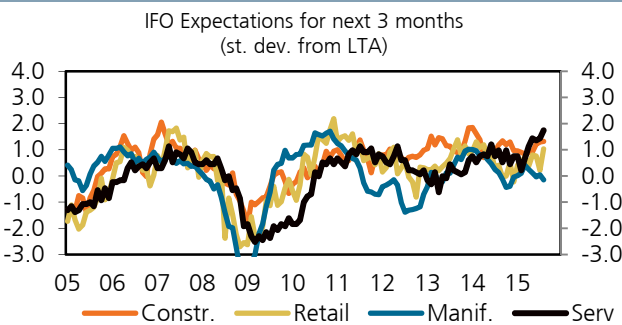
Tab. 2 – L'export della Germania è più concentrato di quello dell'area euro

	Export dalla zona euro			Export dalla Germania		
	Verso Cina % tot	Per prod. in % tot '14		Verso Cina % tot	Per prod. in % tot '14	
	2010	2014	2014	2010	2014	2014
Manuf	1.6	4.2	13.1	2	6.5	11.9
Macch	2.8	9.8	41.3	3.6	13.8	53.2
Misc	0.9	5.1	11	1.5	8.3	9.7
Chem	1.4	4.6	17	1.6	5.8	14.9
Tot	2.8	6.7		3.6	10.2	

Nota: al denominatore esportazioni al di fuori della zona euro sia per Eurozona che Germania, ciò spiega la discrepanza tra la quota 2014 dell'export cinese in % del totale (10,2%) rispetto alla tabella 1

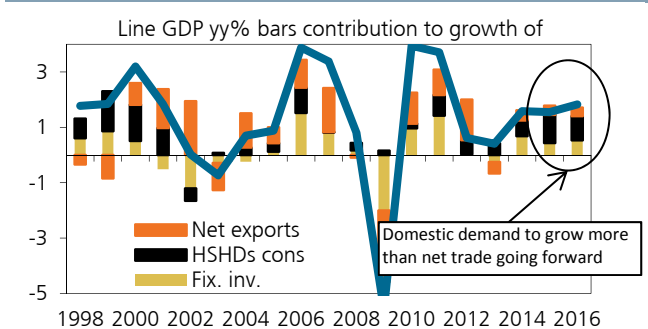
Fonte: Destatis

Fig. 7 – L'IFO segnala una tenuta della produzione nei servizi, commercio al dettaglio e costruzioni, più legati alla dinamica della domanda interna



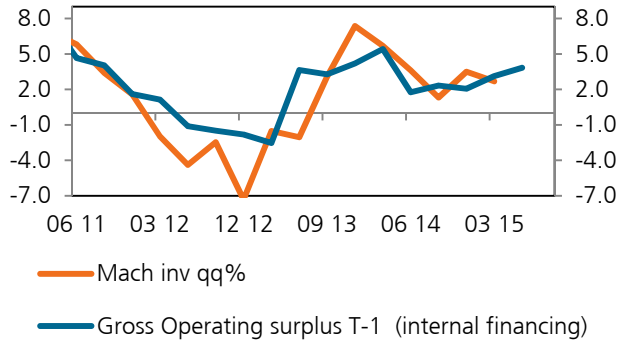
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Sull'orizzonte di previsione la domanda interna dovrebbe compensare l'andamento più fiacco dell'export



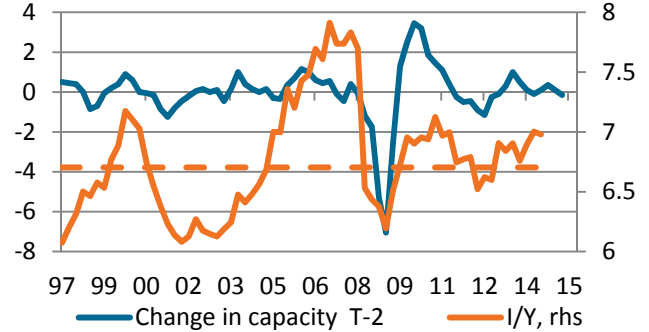
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – I fondamentali per gli investimenti in macchinari rimangono di ampio supporto: margini ancora in crescita



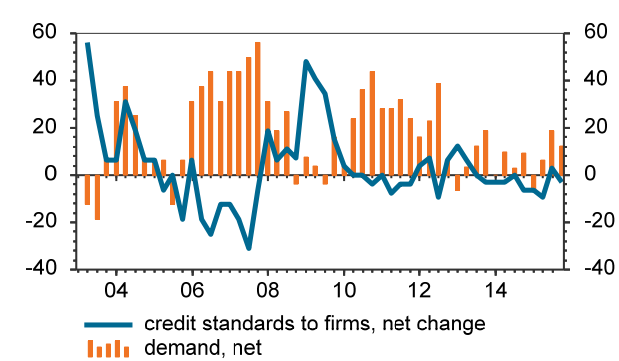
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 10 – Utilizzo della capacità produttiva sui massimi storici, anche se non è aumentato nel periodo recente



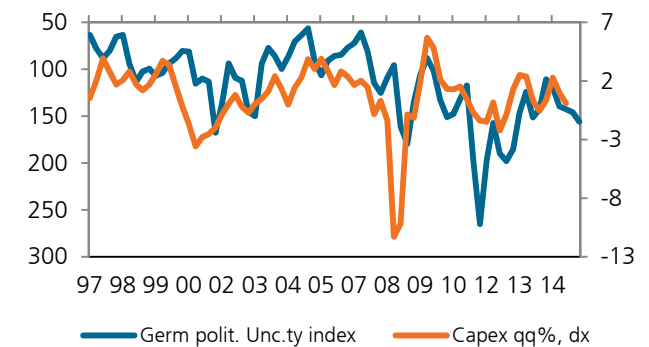
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 11 – Le condizioni finanziarie rimangono fortemente espansive



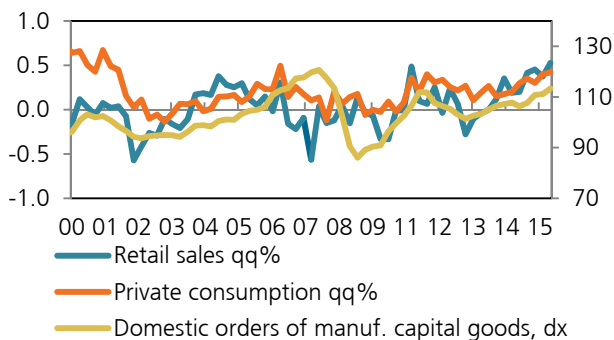
Fonte: FSO e Datastream

Fig. 12 – Ma l'aumento dell'incertezza potrebbe indurre le imprese a rimandare i piani di spesa



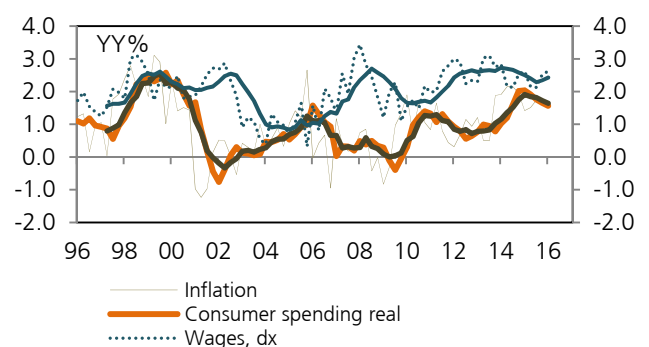
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 13 – I dati sulle vendite e immatricolazioni indicano una crescita dei consumi di 0,4% t/t nei mesi estivi



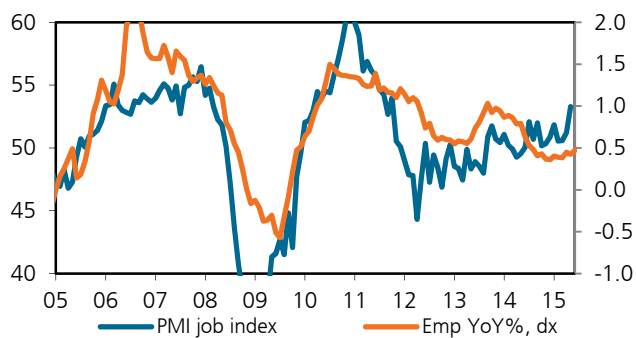
Fonte: FSO e Datastream

Fig. 14 – Crescita solida del reddito disponibile: salari negoziali in aumento del 2,0%-2,5%, il freno verrà dall'inflazione da metà 2016



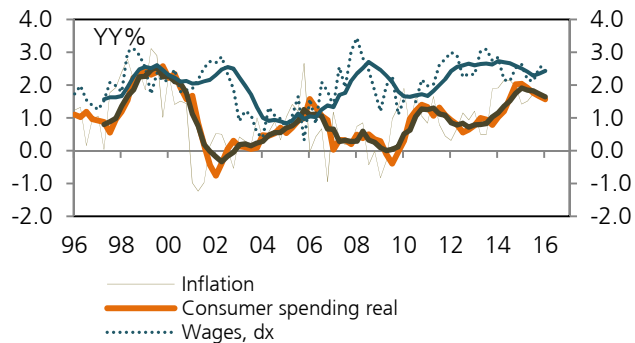
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 15 – Mercato del lavoro verso una crescita dell'occupazione di almeno 0,5% t/t



Fonte: FSO e Datastream

Fig. 16 – Investimenti in costruzioni sostenuti dalla dinamica recente dei permessi e ordini ma la crescita sarà meno esplosiva che nel 2013



Fonte: FSO via Datastream

Francia: nuovo rallentamento del PIL nel secondo semestre

Il secondo trimestre è stato decisamente deludente, sperimentando una nuova stagnazione del PIL dovuta al brusco rallentamento della domanda interna e dei consumi in particolare. Le prospettive per la seconda metà dell'anno rimangono di una moderata ripresa, meno forte nel terzo trimestre (+0,2% t/t, previsione rivista al ribasso di un decimo) e più robusta nell'ultimo (+0,4% t/t). Il vettore principale della crescita riteniamo resterà la domanda interna, mentre il canale estero costituirà il vero fattore sorpresa. In media annua il PIL è atteso avanzare dell'1,0% quest'anno e dell'1,3% a/a il prossimo.

Guido Valerio Ceoloni

L'anno era iniziato in modo promettente per l'economia francese, che dopo la revisione del primo trimestre aveva registrato un avanzamento di 0,7% t/t. Tuttavia, già nel secondo trimestre, l'economia è tornata a stagnare: il contributo delle esportazioni (+0,3% t/t da -0,3% t/t) è stato in linea con le nostre attese, mentre la sorpresa è venuta dal marcato rallentamento della domanda interna (+0,1% t/t da +0,6% t/t), che ha compromesso il risultato complessivo; il prevedibile decumulo di scorte dopo l'accumulo invernale (-0,4% t/t da +0,3% t/t) ha infine azzerato il rimbalzo delle esportazioni nette. La crescita acquisita nel primo semestre è dell'1,0% a/a. **Le previsioni per il terzo trimestre evidenziano rischi al ribasso sul fronte del canale estero a causa degli effetti del rallentamento cinese e della domanda globale, ma anche sul fronte domestico il contributo della domanda interna potrebbe essere nuovamente inferiore alle attese.** Pertanto, la previsione per il trimestre in corso viene prudenzialmente rivista al ribasso di un decimo da 0,3% t/t a 0,2% t/t. In media annua **il PIL dovrebbe quindi avanzare dell'1,0% a/a nel 2015** da 0,2% a/a del 2014. Per il 2016 la previsione per ora rimane invece confermata a 1,3% a/a.

Il PIL potrebbe rallentare nel secondo semestre sulla nuova debolezza della domanda interna e del canale estero

Gli indici di fiducia delle famiglie stanno mostrando un rallentamento estivo dopo i progressi della prima metà dell'anno, con un ritorno dei timori legati alla disoccupazione e alla capacità di risparmio futuro; rimane positivo sui consumi l'impatto del persistente basso livello dei prezzi e del risparmio ottenuto dal prezzo del petrolio, anche se la frenata dei consumi in primavera lascia temere che il suo effetto stia già venendo meno dopo la fiammata invernale. L'indice sintetico del morale delle famiglie, dopo aver navigato attorno a 93,8 in primavera, sta ripiegando attorno a 93,3 ad agosto. Una parte del calo potrebbe tuttavia essere causata da un riaggiustamento dopo un forte primo trimestre. **Riteniamo perciò prudente stimare un aumento dei consumi nel trimestre attuale in linea con quanto visto in primavera (1,8% t/t da 1,7% t/t).** I consumi dovrebbero essere sostenuti anche nel terzo trimestre in buona misura dalle vendite di auto (+1,0% t/t da 2,0% t/t) e il consumo di energia dovrebbe accelerare in estate rispetto ai minimi della primavera a causa delle temperature superiori alla norma stagionale. Tuttavia i redditi non stanno aumentando e il marginale incremento di potere d'acquisto non è in grado di contrastare la maggiore propensione al risparmio da parte delle famiglie francesi a partire dal 2013, come rilevato da Banque de France⁹. Gli investimenti in conto capitale delle famiglie sono calati in modo più accentuato nel secondo trimestre e nel terzo ci aspettiamo solo un calo più contenuto, mentre **gli investimenti delle imprese stanno mostrando permanenti, sebbene leggeri, segnali di ripresa.** A tal proposito, riteniamo che il contributo della CICE (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*) stia dando un po' di ossigeno ai margini di profitto delle aziende: effetti apprezzabili sul livello degli investimenti non sono ancora sperabili, ma per lo meno il continuo miglioramento delle condizioni al credito per le aziende francesi sta mantenendo il costo dell'indebitamento stabile. Nel complesso gli investimenti fissi dovrebbero recuperare attorno a +0,2% t/t da -0,3% t/t.

Investimenti delle famiglie sempre deboli, quelli delle aziende in lieve recupero. Il vettore della crescita nel secondo semestre rimangono sempre i consumi

⁹ Cfr. "Comment expliquer la hausse du taux d'épargne des ménages français depuis le début de la crise?", n° 9, Banque de France, Settembre 2015

La **produzione industriale** si è contratta in primavera di ben -0,7% t/t e l'ingresso nel terzo trimestre è stato altrettanto negativo per il manifatturiero (-1,0% m/m) che ad aprile scorso, quando il calo era stato dell'1,1% m/m. Sebbene il risultato mensile sia stato in parte dovuto al ponte del 14 luglio, difficilmente il contributo del comparto produttivo sarà positivo, viste anche le ricadute in termini di calo delle commissioni estere e in particolare extra-europee. Il PMI manifatturiero è passato da un livello medio di 49,4 della primavera all'attuale livello di 49 (luglio e agosto); mentre il livello dei nuovi ordini ha fatto pure peggio scendendo a 47,4 da 48,2. L'indice di fiducia del comparto stilato dall'INSEE lascia spazio a una nota più positiva, col suo livello che oscilla da marzo scorso attorno a 101, senza però segnalare nessun miglioramento deciso del morale. Stimiamo pertanto una nuova contrazione prudenzialmente attorno a 0,3% t/t, che darebbe quindi un contributo marginalmente negativo alla formazione del PIL (inferiore a 0,1%). Per quanto riguarda le **costruzioni**, gli indicatori di fiducia nella prima metà dell'anno sono rimasti abbastanza stagnanti attorno al livello di 89, anche se il secondo trimestre (90) è stato leggermente meglio del primo (88,6): tuttavia confermiamo che **le prospettive per la seconda parte dell'anno rimangono deboli**: continuano i segnali di un lento ritorno di attività rispetto al 2014, ma ancora troppo flebili per contribuire positivamente alla crescita, visto anche che il tasso di utilizzazione della capacità produttiva nel settore rimane ancora sensibilmente al di sotto (84%) del livello storico (89%). Il settore dei servizi dovrebbe continuare a espandersi ai ritmi dei primi due trimestri.

Il contributo delle esportazioni nette è quello più esposto a sorprese, in quanto la concomitanza di svariati elementi, in particolare il rallentamento cinese e le ricadute sugli emergenti, non sono ancora facilmente quantificabili. In ogni caso la debolezza dell'euro ha agevolato e dovrebbe continuare ad agevolare le esportazioni verso i partner extra-europei, in particolare Stati Uniti e Regno Unito. Inoltre, per la Francia pesa di più la ripresa in Europa, che favorirà gli scambi con i partner interni. La risalita del prezzo del petrolio andrà però in parte ad appesantire la bolletta energetica nazionale rispetto al primo semestre. Nel complesso anche nel terzo trimestre persisterà il consueto deficit di bilancia commerciale, che per quanto riguarda lo scambio di beni si allargherà quest'anno da -2,5% a circa -3,0% del PIL. Il saldo delle partite correnti è atteso peggiorare leggermente rispetto al livello del 2014 (a -1,7% da -1,5% PIL) per migliorare marginalmente nel 2016 (a -1,6% del PIL). Le esportazioni nette riteniamo contribuiranno negativamente sul PIL nel 2015 in media per due decimi.

La nuova frenata della crescita si rifletterà nella seconda metà dell'anno in un leggero aumento del livello trimestrale della **disoccupazione**, che è rimasta invece ferma al 10,0% nel trimestre conclusosi a giugno. Le indagini presso le imprese e gli indici PMI per il trimestre in corso indicano un leggero regresso dei livelli occupazionali, in particolare nei servizi. Nell'estate potremmo assistere a un aumento marginale, al 10,1%¹⁰: in media annua la disoccupazione dovrebbe però rimanere al 10,0%, mentre nel 2016 si potrebbe registrare una discesa marginale. I primi cali della disoccupazione saranno visibili solo quando la ripresa sarà più sostenuta - non prima del 2017, dato il ritardo rispetto al ciclo.

Sul fronte dell'inflazione, invece, non sono attese particolari sorprese. La pressione sui prezzi al consumo si ritiene rimarrà estremamente contenuta nel trimestre in corso sempre per effetto del calo del petrolio, con il CPI stabile in media a 0,1% a/a. Comunque, rispetto ai minimi di inizio anno, la risalita dell'inflazione è stata più lenta delle attese e difficilmente arriverà oltre lo 0,7% entro dicembre, per attestarsi attorno a 0,1% a/a per quest'anno sugli indici nazionale e armonizzato. Dal 2016 la risalita dovrebbe essere più rapida (0,9% a/a in media annua sull'indice nazionale, 1,0% sull'armonizzato), sostenuta dal confronto statistico e

Produzione industriale al meglio stagnante nel trimestre in corso, costruzioni ancora deboli

La ripresa in atto in Europa dovrebbe bilanciare il rallentamento cinese e degli emergenti

Disoccupazione ferma al 10% quest'anno e il prossimo

Inflazione prossima a zero nel 2015, nuovamente all'1% nel 2016

¹⁰ Secondo la definizione dell'ILO, calcolata per la Francia metropolitana.

dall'accelerazione dei prezzi *core*. La componente sottostante è attesa rimanere attorno a 0,5% a/a nel 2015 da 0,8% del 2014 e accelerare all'1,0% nel 2016.

Dopo l'ulteriore alleggerimento fiscale per il 2016 di complessivi 2 miliardi annunciato da Hollande nell'ultima conferenza stampa sul finire dell'estate (ma le cui fonti di finanziamento non sono state precisate), emergono i primi elementi della legge finanziaria che sarà presentata in consiglio dei Ministri a fine settembre. **Il Governo dovrebbe quasi certamente confermare lo scenario macroeconomico** centrale e la ripresa dell'economia per quest'anno all'1,0% così come la previsione 2016 a 1,5% a/a. Nelle stime del Governo, anche gli obiettivi fiscali dovrebbero essere confermati a -3,8% per il deficit 2015 (da -4,0% 2014) e a -3,3% per quello 2016, a fronte di stime dalla Commissione di -4,0% (da -4,1%) e -3,4%. Sulla base delle informazioni attuali, anche la correzione strutturale dovrebbe rimanere identica rispetto alle precedenti previsioni (correzione strutturale dello -0,5% del PIL annuo nel 2015 e 2016, inferiore quest'ultima, lo ricordiamo, rispetto alle raccomandazioni della Commissione di 0,8%), **portando il deficit strutturale a -1,6% del PIL quest'anno e a -1,1% del PIL l'anno prossimo**. Per l'anno in corso, il Ministro Sapin ha assicurato che la riduzione della spesa pubblica per 21,5 mld di euro (come previsto dal piano triennale 2015-17 da 50 mld di euro totali) verrà integralmente rispettata, così come è confermata la riduzione di altri 14,5 mld per il 2016. Tuttavia, l'annuncio del taglio delle tasse di altri 2 miliardi (poco meno dello 0,1% del PIL) rende poco probabile il rispetto della correzione di 0,5% nel 2016: a fronte di stime di crescita del Governo invariate manca ancora l'indicazione delle coperture stanziare, né sarà facile trovarle visto che nel 2016 il saldo dei dipendenti statali registrerà nuovi ingressi per 8 mila unità (in particolare nell'istruzione e nella difesa). È verosimile, in mancanza di altri elementi, che questo automaticamente ridurrà in pari misura lo sforzo strutturale a cui si impegnerà il Governo per il 2016 al massimo attorno a 0,4% del PIL. Del resto Hollande ha ribadito che "la sua responsabilità e il suo impegno verso Bruxelles è di riportare il deficit sotto il 3% entro il 2017". Al momento, il programma di stabilità prevede un deficit al -2,7% nel 2017 ma nulla impedisce che l'impegno sia comunque rispettato lasciando che il deficit si fermi al -2,9%. Intanto, a settembre, il Ministero del Tesoro ha confermato i numeri per il 2014, con il deficit 2014 che si è attestato al -4,0% da -4,1% del 2013, per una correzione del deficit strutturale di 0,6% del PIL a -2,1% da -2,7% nel 2013. Rispetto alle solite revisioni al rialzo degli scorsi anni, quindi, l'impegno preso con Bruxelles è stato rispettato e questo faciliterà il raggiungimento degli obiettivi di deficit per l'anno in corso e di riflesso per il 2016. Il debito pubblico aumenterà anche quest'anno, arrivando al 98% del PIL da 95,3% del 2014. Per il 2016, il livello del debito pubblico potrebbe avvicinarsi al tetto del 100% (99,8%).

Nel 2015 gli impegni presi con Bruxelles saranno rispettati. Deficit a -3,8% nel 2015 e -3,3% nel 2016

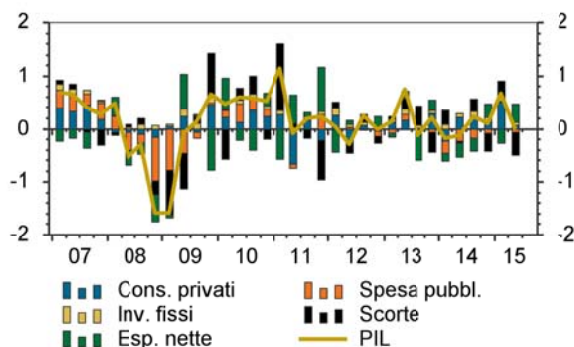
Scenario Macroeconomico

Settembre 2015

Previsioni	2014	2015	2016	2014			2015			2016		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.2	1.0	1.3	0.1	0.9	1.0	1.0	1.3	1.0	1.3	1.5	
t/t				0.1	0.7	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	
Consumi privati	0.7	1.9	1.6	0.2	0.9	0.1	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3	
Investimenti fissi lordi	-1.2	-0.5	1.9	-0.3	0.1	-0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6	
Consumi pubblici	1.5	1.4	0.2	0.5	0.5	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1	
Esportazioni	2.4	5.2	2.6	2.8	1.3	1.7	-0.4	0.7	0.7	0.7	0.8	
Importazioni	3.9	5.5	2.4	1.8	2.2	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.3	-0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	
Partite correnti (% PIL)	-0.9	0.0	0.4	-0.3	-0.4	0.2	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	
Deficit (% PIL)	-4.0	-3.8	-3.3									
Debito (% PIL)	95.3	98.0	99.8									
CPI (a/a)	0.5	0.1	0.9	0.3	-0.2	0.2	0.1	0.3	0.8	0.7	1.1	
Produzione Industriale	-1.1	0.8	1.4	-0.7	1.7	-0.7	-0.3	0.2	0.6	0.7	0.6	
Disoccupazione (%)	9.9	10.0	9.9	10.1	10.0	10.0	10.1	10.0	10.0	9.9	9.9	
Cambio effett. (1990=100)	99.7	95.0	96.2	98.5	95.5	94.8	95.2	94.6	95.3	96.2	96.5	

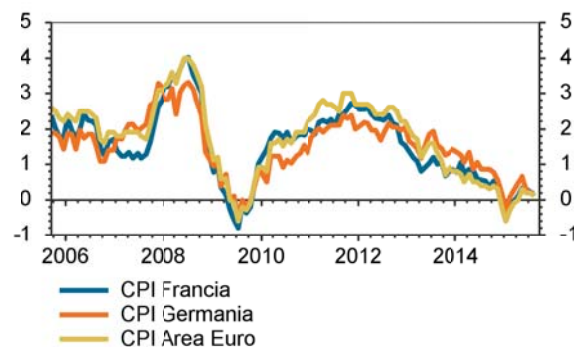
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Contributi alla formazione del PIL



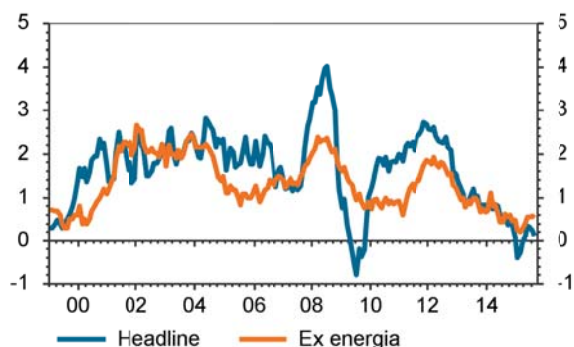
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI



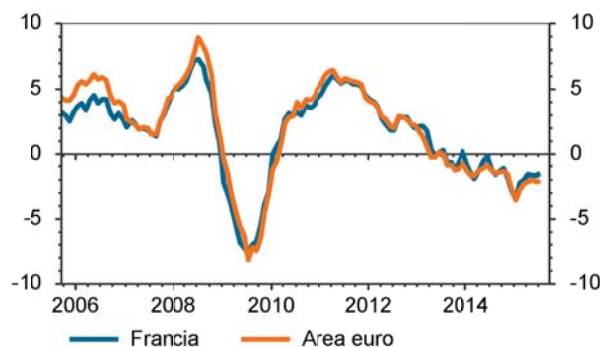
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI ex energia Francia



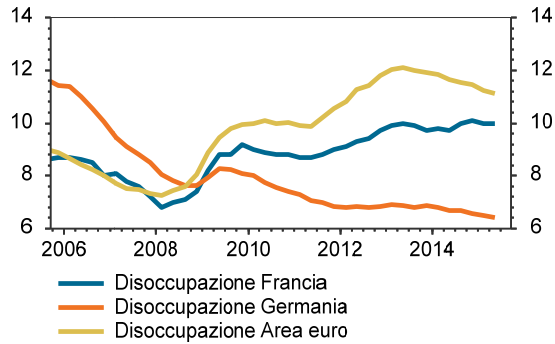
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PPI



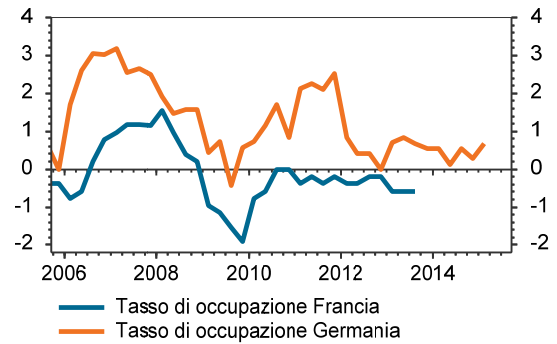
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione



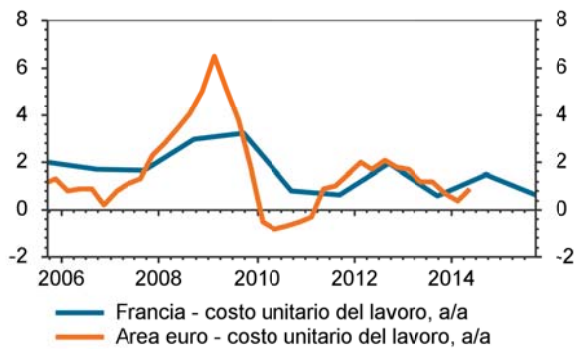
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Occupazione



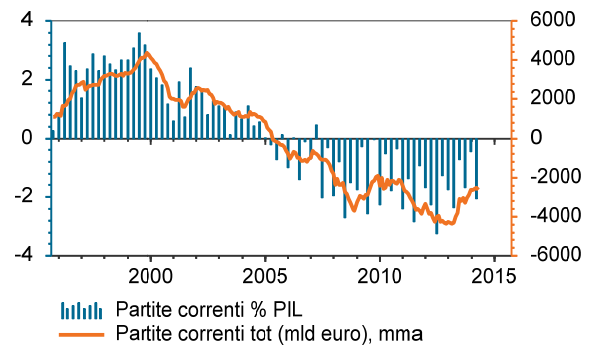
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro



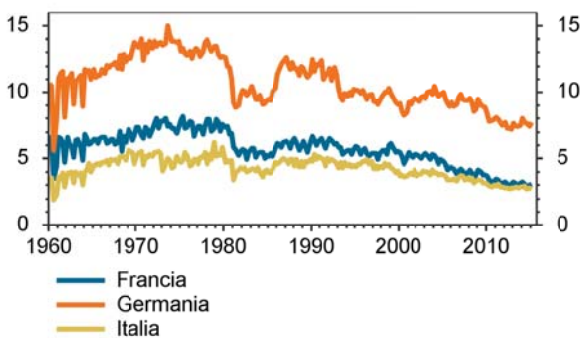
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



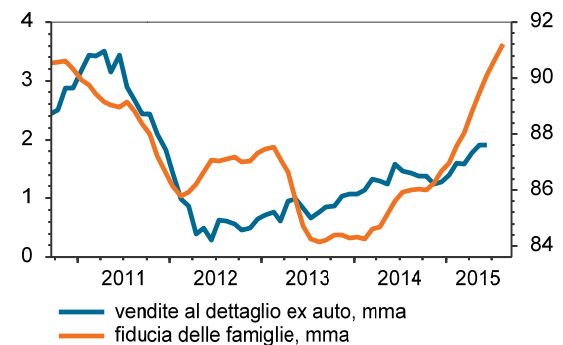
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Quota delle esportazioni globali



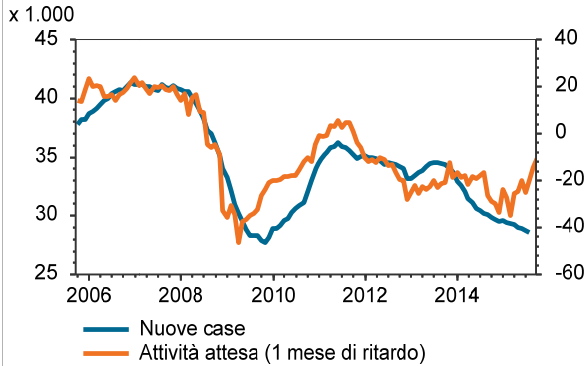
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Spesa per consumi



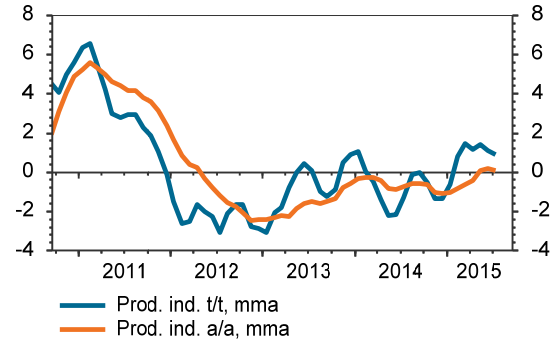
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costruzione di nuove case e fiducia del settore edile



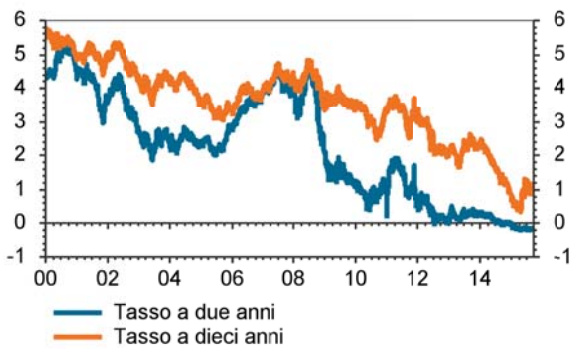
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale



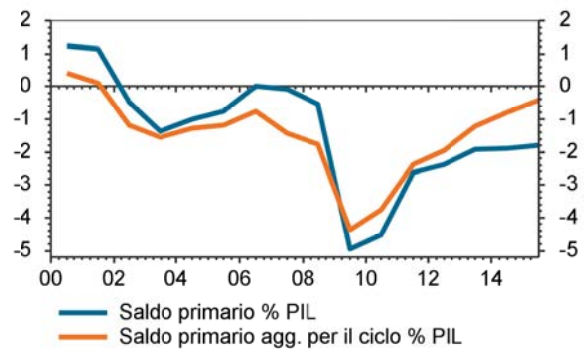
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi governativi a due e a dieci anni



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

Saldo primario



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

Valore aggiunto nei servizi e andamento della fiducia



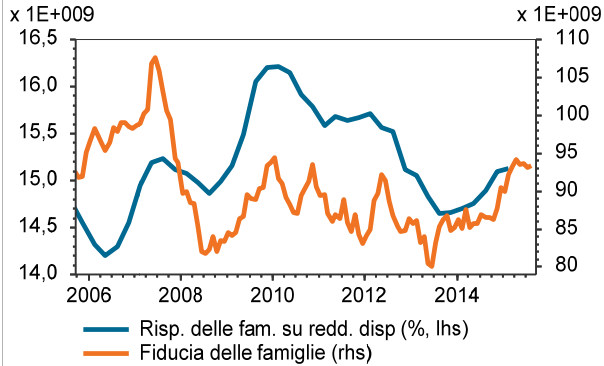
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Investimenti e fiducia nel settore edile



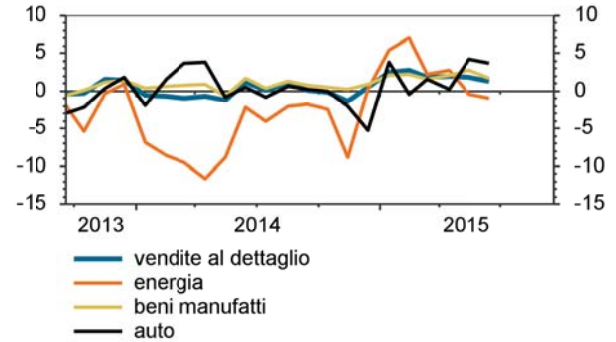
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi di risparmio e d'investimento delle famiglie



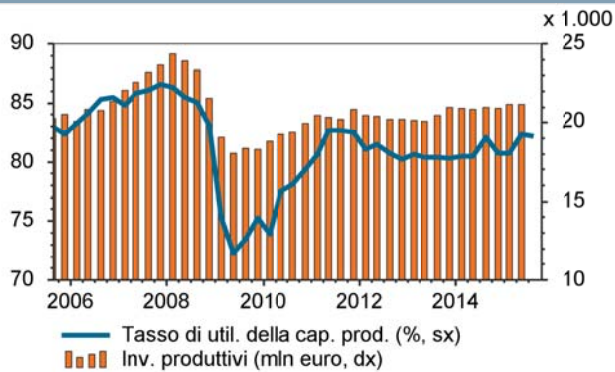
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fiducia delle famiglie e acquisti di beni durevoli



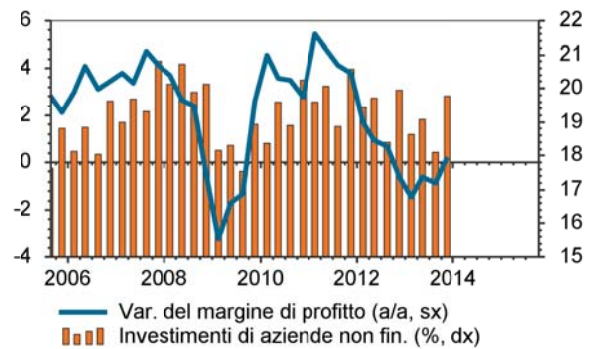
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e investimenti produttivi



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

Variazione del margine di profitto, aziende non finanziarie



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

Italia: la ripresa si fa più “tangibile”

La recente revisione dei dati di contabilità nazionale comunicata dall'Istat alza la nostra stima sul PIL medio annuo 2015 di due decimi. Infatti, la crescita “acquisita” per l'anno in corso (ipotizzando cioè, assai pessimisticamente, una stagnazione nel 2° semestre) sale a 0,6% (da 0,4% precedente). Assumendo (come nel nostro scenario centrale) uno 0,3% t/t nei restanti trimestri dell'anno, si ottiene una previsione di 0,8% (da una precedente stima di 0,6%). La nuova previsione è superiore a quella inserita dal Governo nel DEF e alla stima di consenso di agosto (entrambe a 0,7%). Per l'anno prossimo, manteniamo per il momento una previsione relativamente prudente di 1,2%, in linea con il consenso ma al di sotto dell'obiettivo governativo, a 1,4%.

In effetti, la seconda lettura dei dati di contabilità nazionale ha rivisto al rialzo la stima preliminare sul PIL, a 0,3% da 0,2% t/t nel 2° trimestre 2015 e a 0,4% da 0,3% t/t nel 1° trimestre (dopo la stagnazione di fine 2014). Di conseguenza, la variazione annua è stata rivista verso l'alto a +0,7% da +0,5% della prima stima (e da +0,2% a/a di inizio anno): si tratta del massimo da 4 anni.

Il dettaglio delle componenti non è risultato particolarmente sorprendente:

- 1) i **consumi** delle famiglie sono cresciuti di +0,4% t/t (dopo essere calati a sorpresa a inizio anno): si tratta di un record da quasi 5 anni, spiegato soprattutto dai consumi di beni durevoli (+3,3% t/t, un massimo dal 2009), la componente che maggiormente può beneficiare del basso livello dei tassi di interesse;
- 2) gli **investimenti** totali sono calati di -0,3% t/t (dopo il balzo di +1,2% t/t precedente), per via della prevedibile correzione delle **costruzioni** (-0,8% t/t, in linea con i dati sulla produzione nel settore, dopo il +0,3% precedente, primo aumento in 5 anni) e degli investimenti in **mezzi di trasporto** (-2,7% t/t, dopo il balzo anomalo di +25,3% visto nel 1° trimestre; peraltro, si tratta di una componente molto volatile e dal peso ridotto, pari a circa il 5% degli investimenti totali e meno dell'1% del PIL); al contrario, la spesa delle aziende in **macchinari** e attrezzature (anche in questo caso non sorprendentemente) è rimbalsata di +0,6% t/t dopo il calo a sorpresa di -0,9% visto a inizio 2015;
- 3) la **spesa pubblica** è scesa (per la prima volta da un anno), di -0,2% t/t (da +0,1% precedente);
- 4) gli **scambi con l'estero** hanno dato per il secondo trimestre consecutivo un contributo negativo al PIL (-0,2% t/t, dopo il -0,3% d'inizio anno); confortante comunque che siano cresciuti entrambi i flussi commerciali (l'import è aumentato di 2,2% t/t, contro l'1,2% dell'export);
- 5) speculare al contributo del commercio estero è quello delle **scorte**, che per il secondo trimestre consecutivo è risultato molto positivo (+0,4%, dopo il +0,5% d'inizio anno); in pratica, al netto del contributo dei magazzini il PIL sarebbe risultato negativo; tuttavia, in questa fase il contributo delle scorte appare speculare a quello delle esportazioni nette, pertanto le due componenti si compensano quanto agli effetti sull'attività economica generale (con un saldo netto lievemente positivo).

Peraltro, il dettaglio delle componenti del PIL non è interamente rassicurante, in quanto mostra che:

- 1) il contributo dalle **scorte** (che sono una componente residuale) è risultato decisivo per il secondo trimestre consecutivo. D'altra parte, come detto, esso è speculare a quello degli scambi con l'estero, dunque nei prossimi trimestri ci aspettiamo una crescita stabile a 0,3%

Paolo Mameli

Rivediamo al rialzo di due decimi la stima sul PIL 2015...

...per effetto della revisione sui dati del 1° semestre comunicata dall'Istat...

...anche se la ripresa rimane di entità modesta e ancora soggetta a rischi

t/t ma con una diversa composizione (contributo positivo dal commercio estero e negativo dalle scorte);

- 2) lo stesso **export**, pur in accelerazione da inizio anno, sta mostrando un'elasticità allo shock favorevole sul tasso di cambio inferiore a quella che ci si sarebbe potuti attendere sulla base dei modelli econometrici;
- 3) la **domanda domestica finale** è cresciuta a un ritmo di appena 0,1% t/t nell'ultimo anno; se il rimbalzo dei consumi è coerente con la ripresa in corso del reddito disponibile delle famiglie (e l'incipiente schiarita sul mercato del lavoro), la dinamica degli investimenti delle aziende appare ancora relativamente debole rispetto a quella che nell'ultimo anno è stata l'entità degli shock positivi sull'economia (da tasso di cambio, prezzo del petrolio, effetti del QE).

In sintesi, il dato, se da un lato implica una revisione al rialzo della stima sulla crescita media annua del PIL, d'altro canto conferma che **la ripresa è ancora modesta e fragile**. Manteniamo l'idea che il PIL possa crescere di 0,3% t/t nell'orizzonte prevedibile: se non vediamo motivi significativi per una apprezzabile accelerazione dell'attività economica, d'altra parte le incognite soprattutto sul quadro internazionale non sono a nostro avviso almeno per il momento sufficienti per innescare un significativo rallentamento.

Infatti, a nostro avviso i dati recenti confermano che la spinta positiva dai "venti favorevoli" che hanno creato le condizioni per il ritorno alla crescita (shock da petrolio, cambio e QE) non si è esaurita e che i "venti contrari" in arrivo sempre dall'estero non hanno, almeno per il momento, una forza tale da far deragliare la ripresa. In particolare, stiamo assistendo non a una flessione ma ad una ricomposizione della domanda dall'estero, in quanto il rallentamento in corso in diversi Paesi emergenti è più che compensato dalla maggiore domanda dalle economie avanzate, in particolare da Stati Uniti e alcuni Paesi europei specie al di fuori dell'Eurozona: l'export verso la Cina e quello verso il Brasile valgono rispettivamente il 2,5% e l'1% dell'export totale, contro quasi il 9% verso gli Stati Uniti, il 5% circa verso Regno Unito e Spagna (ciascuno) e il 10% verso l'Europa Orientale (Russia esclusa, che conta a sua volta per l'1,5% dell'export). Un *caveat* viene dal fatto che, nel caso della Cina, le esportazioni "indirette" verso Pechino sono più alte perché "passano attraverso" altri nostri partner commerciali come la Germania, che dirige il 5,8% del suo export verso il colosso asiatico.

In ogni caso, anche sulla base dei rischi ancora gravanti sullo scenario, manteniamo per il momento una previsione di 1,2% sul PIL 2016, in attesa di maggiori dettagli sull'evoluzione della politica fiscale l'anno prossimo.

Un tassello importante affinché la ripresa sia in grado di autosostenersi è il fatto che inneschi un **diffuso miglioramento sul mercato del lavoro**. Anche in tal senso, i segnali recenti sono incoraggianti: in base ai dati provvisori mensili, **il tasso di disoccupazione è sceso assai più del previsto a luglio**, al 12% dal 12,5% di giugno (rivisto al ribasso da 12,7% della stima preliminare). Per trovare un livello più basso occorre risalire al marzo 2013. La nostra stima era per un calo della disoccupazione (mentre le aspettative di consenso erano per una stabilità), ma la discesa è stata decisamente più marcata del previsto.

Il calo del tasso dei senza-lavoro è dovuto non solo all'aumento degli occupati (+44 mila ovvero +0,2% m/m), in particolare di genere maschile, **ma anche alla contrazione delle forze di lavoro** (-99 mila ovvero -0,4% m/m). Infatti, dopo il trend al ribasso che aveva caratterizzato i mesi precedenti, sono tornati a crescere gli inattivi (+99 mila unità, +0,7% m/m), in particolare tra le donne.

Il miglioramento del ciclo e gli effetti delle misure governative cominciano ad avere impatto sul mercato del lavoro

Scenario Macroeconomico

Settembre 2015

Confortante anche il calo della disoccupazione giovanile, al 40,5% dal 43,1% precedente (si trattava di un record storico). Resta un valore elevatissimo (inferiore, nell'Eurozona, solo a quelli di Grecia e Spagna), ma si tratta di un minimo degli ultimi due anni.

L'indagine sulle forze di lavoro ha mostrato che nel 2° trimestre 2015 il tasso di disoccupazione (in termini destagionalizzati) è salito lievemente, al 12,4% dal 12,3% di inizio anno (rivisto al ribasso dal 12,4% della stima precedente). Gli occupati risultano in crescita di +0,8% su base annua (in accelerazione da +0,6% del 1° trimestre), anche se ancora una volta **la ripresa è trainata dai lavoratori più anziani** (+5,8% per gli ultra 50enni) a fronte di un'ulteriore flessione per quelli più giovani (-2,2% fino a 34 anni e -1,1% nella fascia d'età 35-49 anni). La tendenza annua è stabile nell'industria e positiva per i servizi (+0,8% a/a); **particolarmente incoraggiante il recupero nelle costruzioni** (+2,3% a/a), il primo dopo 19 trimestri consecutivi di calo.

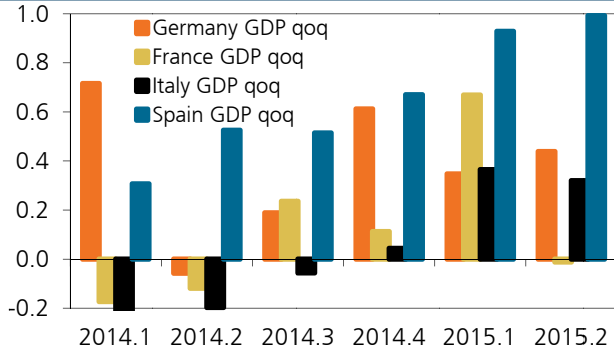
Nel 2° trimestre, se continua la crescita del part-time (in oltre il 70% dei casi, involontario) e dei dipendenti a termine, **aumenta per il secondo trimestre consecutivo anche il numero di lavoratori a tempo pieno** (+0,8% a/a ovvero +139 mila unità) **e a tempo indeterminato** (+0,7% a/a ovvero +106 mila unità). Incoraggiante che la ripresa dell'occupazione sia trainata dal **Mezzogiorno** (+2,1% a/a). Un altro segnale positivo viene dall'attenuazione, per la prima volta negli ultimi 4 anni, dell'effetto-scoraggiamento (-5,8% a/a ovvero -114 mila unità), in particolare nel Sud e tra i giovani (ma il dato di segno opposto sugli inattivi a luglio potrebbe evidenziare una ripresa dello scoraggiamento nel primo mese del 3° trimestre).

In sintesi, **il dato di luglio è confortante** circa il fatto che l'incipiente ripresa del ciclo economico (sia pur modesta) stia, accanto agli effetti delle misure governative, cominciando ad avere un impatto tangibile sulla disoccupazione. D'altra parte, il dato di luglio non va troppo enfatizzato, in quanto: 1) la volatilità su base mensile dei dati sul mercato del lavoro è elevata; 2) il calo della disoccupazione nel mese è dovuto più alla crescita degli inattivi che non all'aumento degli occupati. In ogni caso, il dettaglio dell'indagine sulle forze di lavoro relativo al 2° trimestre conferma che è in atto un **miglioramento non solo della quantità ma anche della qualità dell'occupazione** (la ripresa riguarda non più solo contratti temporanei e part-time ma anche occupati permanenti e a tempo pieno, e tocca anche le fasce più deboli come il Mezzogiorno, i giovani, il settore delle costruzioni).

Previsioni	2014			2015			2016			
	4	1	2	3	4	1	2	3		
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.4	0.8	1.2	-0.4	0.2	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2
t/t				0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.3	0.6	1.1	0.2	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
Investimenti fissi lordi	-3.2	0.9	2.1	0.1	1.2	-0.3	0.5	0.6	0.6	0.5
Consumi collettivi	-1.0	0.1	-0.2	0.4	0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Esportazioni	2.4	4.1	4.1	1.7	0.6	1.2	1.0	0.8	1.1	1.0
Importazioni	1.7	5.3	4.2	0.5	1.7	2.2	0.9	1.0	1.0	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.4	0.1	-0.5	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.4	2.4	3.5	0.2	2.8	3.3	3.1	0.9	1.9
Deficit (% PIL)	-3.0	-2.7	-2.2							
Debito (% PIL)	132.0	133.1	132.2							
CPI (a/a)	0.2	0.1	1.1	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.4	0.9	0.9
Produzione Industriale	-0.5	1.2	1.7	0.4	0.5	0.6	0.7	0.4	0.3	0.7
Disoccupazione (%)	12.7	12.2	11.8	12.8	12.3	12.4	12.1	12.1	12.0	11.9
Tasso a 10 anni	2.89	1.84	2.17	2.23	1.53	1.80	1.95	2.09	2.15	2.12
Cambio effett. (2010=100)	99.8	95.6	96.0	98.9	96.2	95.5	95.7	95.1	95.4	96.0

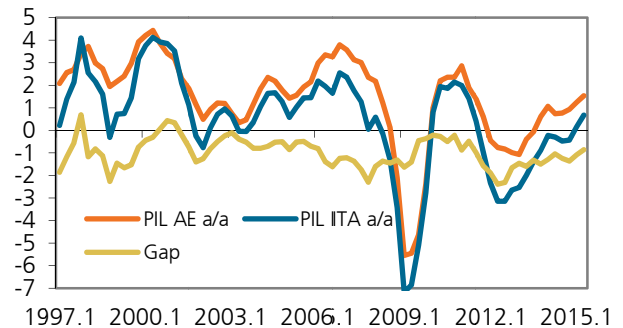
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Negli ultimi due trimestri l'Italia è cresciuta in linea con Germania e Francia (dietro solo la Spagna)...



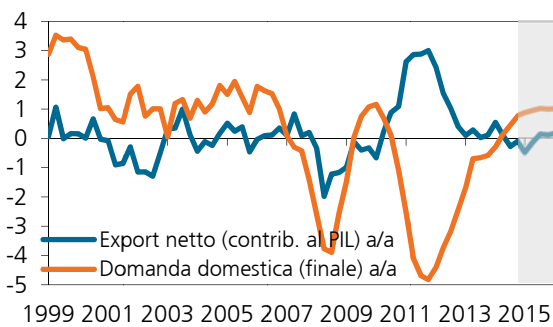
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ... e il *gap* su base annua con la media dell'eurozona va chiudendosi



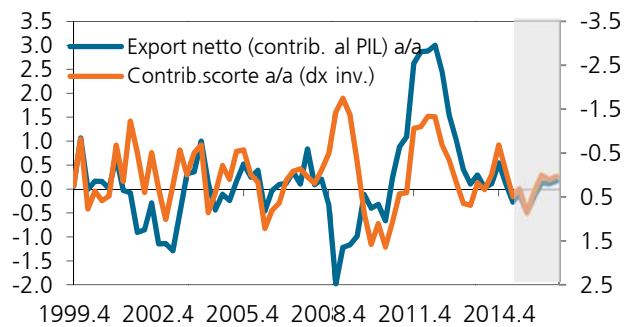
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – E' in atto una ricomposizione della crescita a favore della domanda interna



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – In questa fase il contributo delle scorte è speculare a quello degli scambi con l'estero



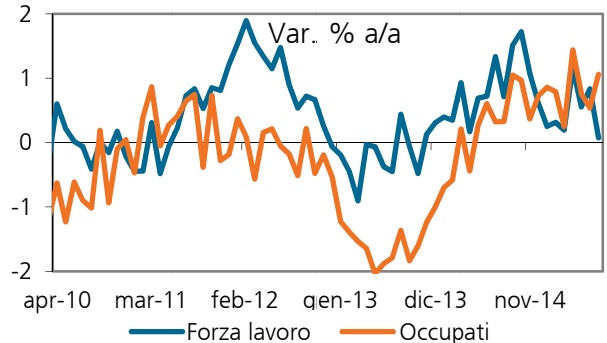
Nota: export netto = export - import; Inv. = variazione delle scorte. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Il tasso di disoccupazione ha appena cominciato a calare



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Gli occupati sono in crescita e le forze di lavoro in rallentamento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Spagna: economia solida ma il picco è alle spalle. Il focus è ora sulla politica

L'economia spagnola continua a far meglio delle attese. Il PIL Dopo un'apertura d'anno al +0,9% t/t è accelerato al +1,0% t/t nei mesi primaverili, un andamento superiore anche alle stime (generalmente attendibili della Banca di Spagna). Il Paese, quindi, è cresciuto significativamente al di sopra del potenziale (0,2% in media per la Commissione UE) e molto più del resto della zona euro. La crescita acquisita per il 2015 è del 2,6%, ma sulla base dei dati più recenti confermiamo la nostra stima di crescita del PIL di +0,6% t/t per il 2° semestre, di riflesso la nostra previsione di crescita per l'anno in corso sale al 3,0% da un precedente 2,4%. Per il 2016, ci aspettiamo un ritorno a tassi di crescita più moderati 2,2%. La fase di maggiore accelerazione ciclica dovrebbe essere alle spalle. La domanda interna tornerà a crescere intorno all'1,8-2,0% una volta che le imprese avranno adeguato gli impianti produttivi¹¹ e le famiglie soddisfatto la domanda inespressa. Va considerato che la politica fiscale in Spagna dovrà tornare ad essere restrittiva nei prossimi anni per riportare il deficit al di sotto del 3% nel 2016.

Anna Maria Grimaldi

Rischi per lo scenario. Lo scenario di crescita spagnola è soggetto a rischi verso il basso, ma il rallentamento degli emergenti dovrebbe essere meno rilevante per il Paese rispetto al resto della zona euro dal momento che Cina e Asia pesano meno nell'export spagnolo (4,4% nel 2014) rispetto alla media area euro e Germania (v. sezione su ciclo area euro). Inoltre il Paese rimane esposto al rischio di un improvviso restringimento delle condizioni finanziarie dato l'elevato debito pubblico (100,8% nel 2015) e in vista delle elezioni politiche di dicembre, che rappresentano il principale elemento di incertezza nel breve periodo. Gli ultimi sondaggi elettorali mostrano un recupero del PP al 29%, seguito a breve distanza dal PSOE (22%). Sebbene sia sceso il consenso per i movimenti di protesta *Ciutadans* (13,5%) e *Podemos* (16,5%) Resta il rischio che il Paese possa essere governato da una larga coalizione, per la prima volta nella storia post franchista, che potrebbe rallentare il processo di riforme.

Prospettive di breve termine. Le indagini PMI per il manifatturiero e per i servizi come l'indice di fiducia della Commissione UE si sono aggirate su livelli coerenti con una crescita del PIL tra il 2,5% a/a e 3,0% a/a anche a luglio e agosto. La produzione industriale è entrata nel trimestre estivo a un ritmo piuttosto solido e rimane in rotta per un aumento di 1,1% t/t a settembre (dopo +1,8% t/t). Le indicazioni dalla fiducia nel commercio al dettaglio e vendite di beni sono coerenti con un lieve rallentamento della spesa delle famiglie nei mesi estivi. Le esportazioni a luglio crescevano ancora a ritmi elevati: 8,8% a/a, su spinta dall'export verso l'Area euro (il principale partner commerciale), OPEC, Cina e America Latina.¹² Le indicazioni dal PMI Globale, esclusa la zona euro, sono di rallentamento moderato dell'export nei prossimi mesi. Il passato deprezzamento del cambio dovrebbe continuare a fare da supporto fino a metà 2016. Nel complesso, ci aspettiamo una crescita delle esportazioni di 4,6% nel 2015 e 4,9% nel 2016, dal 4,2% del 2014. Le importazioni dovrebbero avanzare di 5,7% nel 2015-16 in linea con le elasticità storiche rispetto alla domanda interna. I rischi tuttavia nel breve periodo sono verso l'alto data la risposta piuttosto rapida dell'import a variazioni del tasso di cambio (v. Fig. 13). Nel complesso, quindi, il commercio estero sottrarrà uno 0,2% alla crescita del PIL. La domanda interna è attesa crescere del 3,1% nel 2015 e rallentare al 2,0% nel 2016. In particolare i **consumi** sono visti rallentare al 2,4% nel 2016 dal 3,4% di quest'anno, dal momento che la dinamica del reddito disponibile reale potrebbe frenare all'1,8% da metà 2016 su scia di una crescita più moderata di retribuzioni e occupazione e della risalita dell'inflazione verso l'1,0% il

¹¹ Gli investimenti aziendali hanno beneficiato di una riduzione della tassazione sul reddito di impresa dal 30% al 28% e in teoria nel 2016 è previsto un calo al 25%, in linea con la media OCSE.

¹² Il peso delle economie asiatiche nell'export spagnolo è cresciuto negli ultimi dieci anni al 4,4% nel 2014 (di cui 1,9% Cina e 1,0% Giappone) dal 2,7% nel 2005 (di cui 1,0% Cina e 0,7% Giappone), esso rimane inferiore a quello dell'export verso America Latina (6,6%) e altre economie avanzate (v. Fig.12).

prossimo anno. Al margine, la spesa delle famiglie dovrebbe beneficiare dei tagli fiscali, originariamente previsti per il 2016 e portati avanti al 2015¹³, da condizioni finanziarie più accomodanti e dinamica dei prestiti che si conferma in netto miglioramento. La spesa in macchinari è attesa rallentare al 5,0% dopo l'aumento di circa l'8,0% nella prima metà di quest'anno. L'aumento di utilizzo della capacità produttiva è rallentato e così la dinamica dei margini operativi (v. Fig.7 & 8), tuttavia la spesa in macchinari dovrebbe beneficiare ancora della riduzione della tassazione (dal 28% al 25%) e condizioni di prestito più favorevoli. La svolta delle costruzioni è confermata, con una crescita degli investimenti di 1,4% t/t nei mesi primaverili dopo il +1,6% t/t. Ma questi ritmi difficilmente potranno essere mantenuti in particolare nelle costruzioni residenziali dal momento che lo stock di case invendute rimane elevato (v. Fig. 10) nonostante siano ripartite le transazioni.

Consumi e macchinari in crescita ancora solida, ma il picco dovrebbe essere alle spalle

Ripresa delle costruzioni confermata

Crescita dell'occupazione a ritmi americani. L'occupazione totale su base annua è cresciuta del 3,0% nella prima metà del 2015 in accelerazione dal 2,1% del 2014. Tra giugno 2014 e giugno 2015 sono stati creati 183 mila posti di lavoro a trimestre. La creazione di occupazione è quasi interamente privata (368 mila posti di lavoro nel 2° trimestre) e più forte rispetto alle indicazioni dalle indagini di clima sulle intenzioni ad assumere (v. Fig. 5) in tutti comparti ma in particolare nelle costruzioni (v. Fig 6). Di riflesso, il **tasso di disoccupazione** è calato più rapidamente del previsto anche nel 2° trimestre fino al 22,2% a luglio dal picco del 27% a marzo 2013, la dinamica è anche più sorprendente considerato l'aumento della partecipazione (59,8% nel 2° trimestre da 59,5% a inizio anno). Nel 2016 ci aspettiamo un calo della disoccupazione meno rapido (fino al 21,2%), dato che la dinamica occupazionale potrebbe rallentare rispetto al 2015 S1 stando alle indicazioni dalle indagini di clima (v. Fig.5).

L'elevato tasso di disoccupazione è una delle principali sfide nel medio periodo

Finanze pubbliche. Nel 2015, ci aspettiamo una discesa del deficit intorno al 4,7% del PIL dal -5,8% dello scorso anno. Il ritorno del deficit al di sotto del 3,0% nel 2016 è poco credibile, dal momento che è lasciato interamente a tassi di crescita del 3%. Il saldo strutturale è atteso migliorare di due decimi quest'anno e di solo un decimo il prossimo, grazie peraltro a ipotesi piuttosto aggressive sulla spesa per interessi (2,8% nel 2016 dal 3,3% nel 2014, la Commissione stimava un calo al 3,0%). Il debito nelle proiezioni del Governo è atteso calare dal 97,8% del 2014 fino al 93,2% nel 2018. Il Consiglio Europeo nelle raccomandazioni di luglio 2015 valutava inadeguato lo sforzo strutturale programmatico e indicava l'urgenza di misure aggiuntive nel 2015-16. Nel 2016, il Paese dovrebbe attuare una correzione strutturale di almeno 0,5% del PIL dal momento che l'output gap è atteso tornare al di sotto del 4%. Chiaramente, la correzione è rimandata al dopo elezioni. Il Piano di Budget 2016 non dettaglia misure aggiuntive per riportare il saldo strutturale in linea con il sentiero raccomandato dal Consiglio, ma ragionevolmente sarà il nuovo governo a dover elaborare un nuovo piano di aggiustamento. Il rischio è che dalle elezioni politiche di fine anno (previste intorno al 20 dicembre) emerga un governo di coalizione rompendo con la tradizione bipartitica (v. fig 14), il che potrebbe avere implicazioni negative per il processo di riforma

Correzione strutturale rimandata al 2016, ma nella proposta di budget è dubbia

¹³ Decreto legge dello scorso 10 luglio 2015. Innalzamento del minimo esente a 12 mila euro, riduzione delle aliquote al 19,0% dal 19,5% e della massima dal 46% al 45%. Il costo stimato è di 1,5 miliardi di euro o 0,1% del PIL.

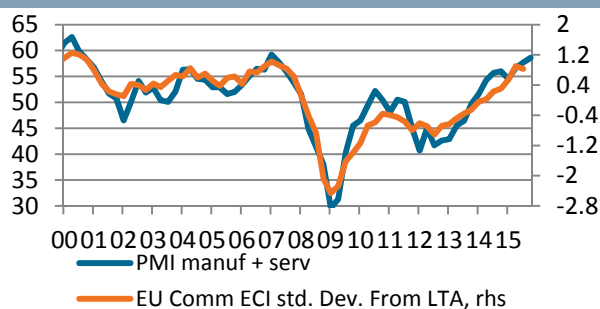
Scenario Macroeconomico

Settembre 2015

Previsioni	2014	2015	2016	2014			2015				2016		
				4	1	2	3	4	1	2	3		
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.4	3.0	2.2	2.1	2.7	3.1	3.2	3.1	2.6	2.1	2.0		
Consumi delle famiglie	2.4	3.3	2.4	0.9	0.7	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5		
Investimenti fissi lordi	1.8	4.5	2.6	0.8	0.6	1.3	0.8	0.8	0.4	0.8	0.5		
Deficit (% PIL)	-5.8	-4.7	-3.5										
Debito (% PIL)	97.2	99.2	102.9										
CPI (a/a)	-0.2	-0.1	1.5	-0.5	-1.0	-0.3	-0.2	1.2	1.7	1.3	1.5		
Disoccupazione (%)	25.4	24.7	20.4	25.4	25.2	25.1	24.9	24.7	21.2	20.9	20.7		
Cambio effett. (2005=100)	99.4	96.1	96.2	98.7	96.6	96.0	96.1	95.6	95.8	96.2	96.4		

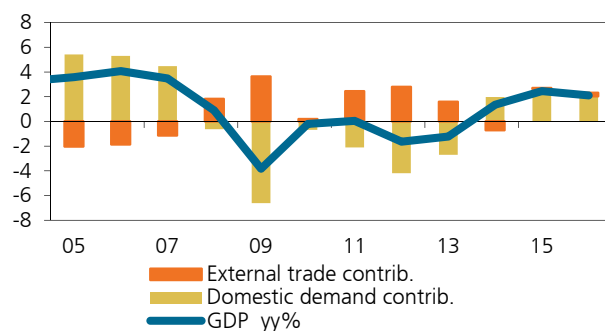
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Indagini di fiducia ancora coerenti con una crescita del PIL di oltre il 3% a/a nei prossimi mesi



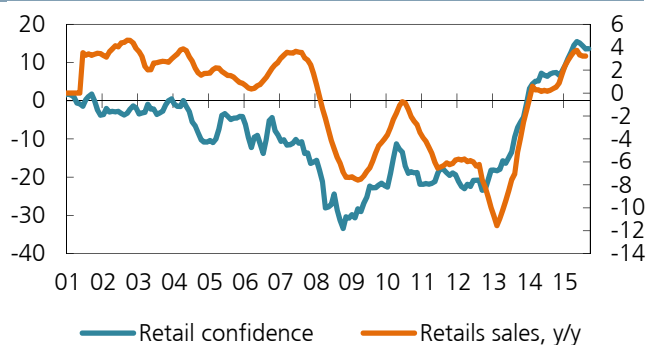
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà sostenuta più dalla domanda interna che dal commercio estero, mas il picco è alle spalle



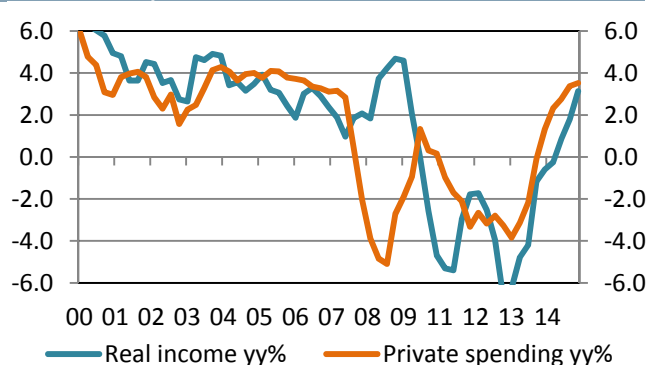
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Fiducia e vendite al dettaglio ancora coerenti con una crescita sostenuta dei consumi in estate



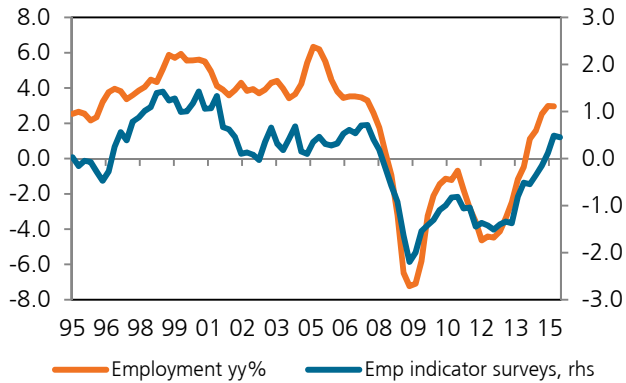
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Si conferma l'ampio supporto alla spesa dalla dinamica del reddito disponibile che beneficia di una ...



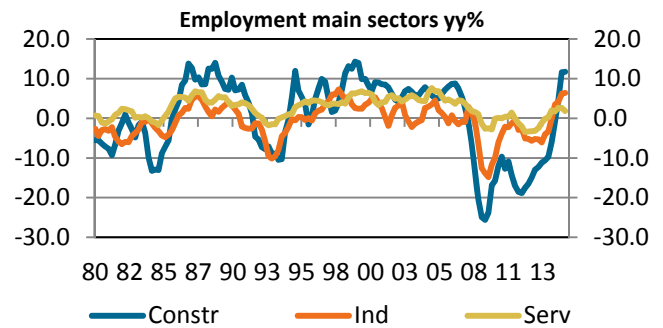
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – ... crescita degli occupati anche più forte delle indicazioni delle indagini di fiducia presso le imprese



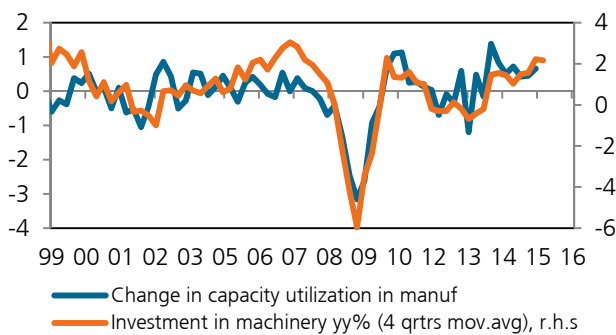
Fonte: Commissione UE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – L'occupazione è tornata a crescere anche nelle costruzioni



Fonte: INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Dinamica degli investimenti in linea con l'aumento di utilizzo della capacità produttiva, ora alla norma storica



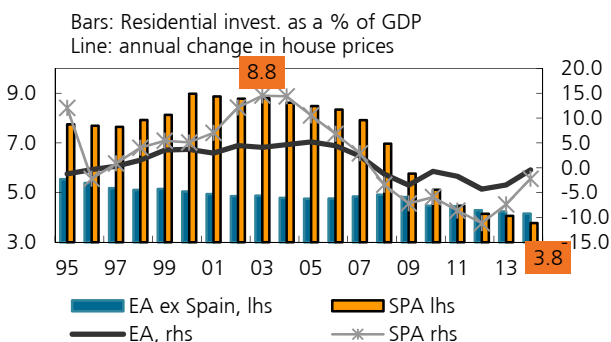
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Investimenti sostenuti dall'aumento dei margini operativi lordi e dal calo della spesa per interessi



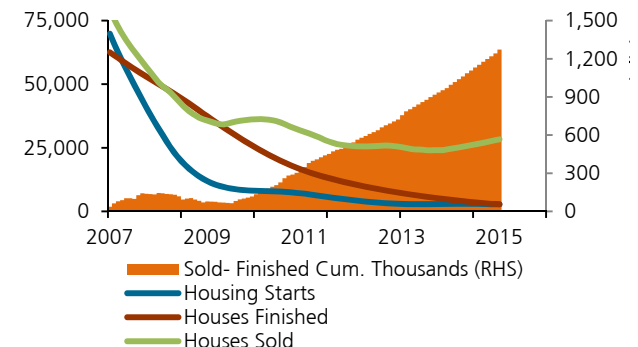
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Anche le costruzioni hanno svoltato: gli investimenti residenziali in rapporto al PIL sono tornati al di sotto della media UE, i prezzi cominciano a risalire ma ...



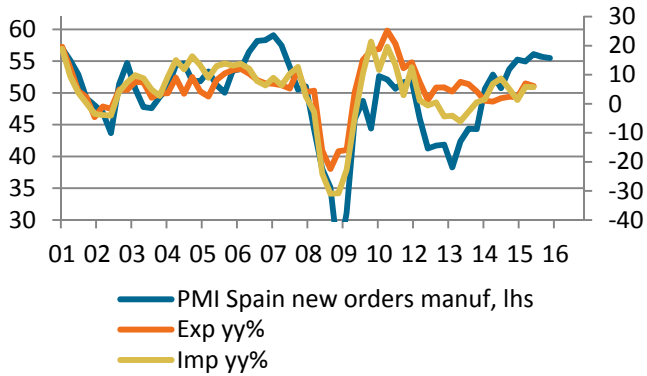
Fonte: INE, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ... ci aspettiamo una crescita solo marginalmente positiva delle costruzioni, dato l'elevato stock di case invendute



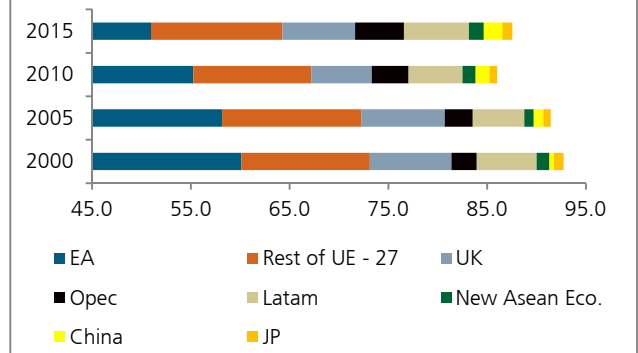
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Il PMI Markit ordini all'export suggerisce una stabilizzazione non un crollo dei flussi commerciali



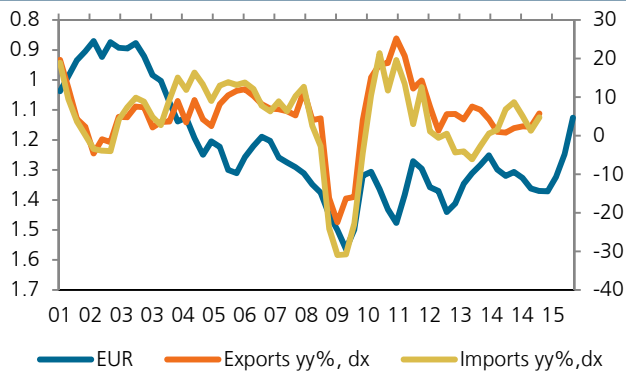
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Aumenta il peso di Cina ed economie asiatiche, ma il grosso dell'export è verso il Sud America, UK e Europa



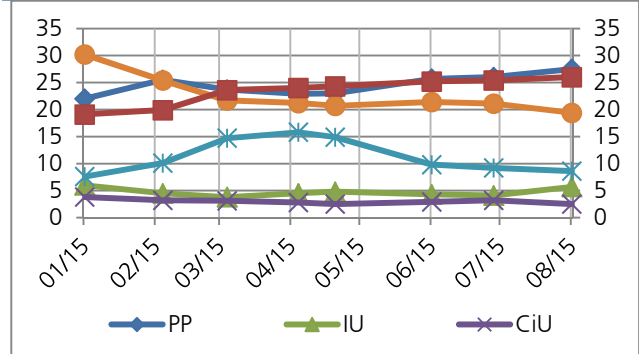
Fonte: INE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Il deprezzamento del cambio non si è ancora pienamente trasmesso alla dinamica dell'export. L'import tende a rispondere più rapidamente dell'export



Fonte: INE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Il principale rischio è politico. Lo spettro di un Governo di coalizione non retrocede, stando ai sondaggi più recenti



Fonte: Wikipedia, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: PIL 2015 al 2%

L'economia dei Paesi Bassi (il cui peso è di circa 640 miliardi di euro) manterrà, a nostro avviso, nel secondo semestre il ritmo visto nel primo, grazie in particolare alla vivacità dei consumi. Tuttavia, la decisione del Governo di limitare per tutto l'anno le attività estrattive nel maggiore giacimento di gas in Europa inevitabilmente agirà da freno sul PIL. Ci sono poi rischi al ribasso sul canale estero a causa del rallentamento di emergenti e Cina, la cui entità non è ancora chiara. Nel complesso il paese non presenta criticità, con un saldo di bilancia commerciale saldamente positivo e conti pubblici in ordine.

Guido Valerio Ceoloni

Il rallentamento del PIL olandese nel secondo trimestre riteniamo sia dovuto a due fattori: il primo è la correzione del canale estero dopo la fiammata invernale; il secondo va cercato nelle **limitazioni imposte dal Governo alla produzione di gas nella regione di Groningen¹⁴** a causa di crescenti rischi sismici; provvedimento che ha ridotto il contributo al PIL del comparto estrattivo di quasi mezzo punto percentuale nel solo secondo trimestre. L'estrazione di gas è crollata del 30% a/a ad aprile e del 56% a/a in maggio. La limitazione decisa dal Governo fino a giugno sarà estesa anche nella seconda metà dell'anno: la produzione totale per il 2015 è stata rivista notevolmente al ribasso per la seconda volta a giugno, da 39,4 miliardi di metri cubi a 30 miliardi di metri cubi (-30% rispetto al 2014). Per il secondo semestre il tetto è stato fissato a 13,5 miliardi di metri cubi e questo avrà un impatto sul PIL stimabile (al minimo) in un decimo a trimestre. L'economia olandese è quindi più vitale di quanto potrebbe sembrare dal livello di PIL di giugno dato il peso di questo fattore esogeno. La crescita acquisita finora si attesta al 2,3%. Per il trimestre in corso ci attendiamo un recupero di attività che dovrebbe portare il risultato a +0,3% t/t da +0,1% t/t. In media annua, la previsione del PIL è pertanto a 2,0% a/a nel 2015 e a 1,7% a/a nel 2016.

Il taglio all'estrazione del gas, esteso a tutto il 2015, agirà da freno alla crescita

Al netto dell'industria estrattiva, i **veicoli della crescita per il 2015 rimangono ben distribuiti e diffusi tra le varie componenti del PIL**, con un avanzamento dei consumi, delle spese in conto capitale e della componente estera, sostenuta dalla debolezza dell'euro e dalla ripresa principalmente delle economie partner all'interno dell'Eurozona. Il principale rischio al ribasso alla previsione è **l'instabilità dello scenario internazionale**, con il rallentamento cinese e degli emergenti che **potrebbe pesare su un'economia aperta come quella olandese**.

Confermiamo lo scenario riguardo alla **domanda interna** che dovrebbe continuare a beneficiare dell'alto livello del morale delle famiglie per la componente dei consumi, dalla spesa in conto capitale di famiglie e aziende e dal settore pubblico. Gli indicatori di fiducia delle famiglie in estate sono rimasti sui massimi e riteniamo che la spesa per consumi rimarrà stabile nel trimestre in corso per riaccelerare a fine anno (+1,4% a/a nel secondo semestre da +1,7% a/a del primo). Le **condizioni finanziarie accomodanti** promosse dalla BCE riteniamo continueranno a sostenere gli investimenti nel comparto produttivo ma, nel trimestre in corso, ci attendiamo una contrazione fisiologica (-2,2% t/t) dopo i forti aumenti del primo semestre. Sull'anno l'avanzamento della componente investimenti fissi è confermata attorno al 6,5% a/a. Il settore pubblico è previsto dare un marginale contributo positivo nel 2015, dopo un 2014 in cui i tagli alla spesa avevano zavorrato la crescita.

Consumi e investimenti vivaci anche nel secondo semestre

Le **esportazioni** possono invece riservare sorprese anche se continueranno a beneficiare dell'euro debole (+2,7% a/a nel 2015 e a +3,0% nel 2016). Il rallentamento tra i paesi emergenti e la Cina riteniamo toccherà il canale estero olandese, ma in modo non troppo grave dato che il grosso delle esportazioni sono rivolte a paesi dell'Eurozona, in cui la ripresa sta continuando.

Il principale rischio al ribasso rimane il contributo del canale estero per il rallentamento della domanda globale

¹⁴ Il giacimento di Groningen, operativo dal 1959, nel 2014 ha soddisfatto circa il 10% della domanda europea di gas.

Scenario Macroeconomico

Settembre 2015

Prudenzialmente, stimiamo che il saldo netto sarà in linea nella seconda metà dell'anno con quello visto nel primo semestre (attorno ai 25 mld euro), considerato anche che il buon livello dei consumi potrebbe spingere in chiusura d'anno le **importazioni** (+2,2% a/a nel 2015 e +2,8% a/a nel 2016). Inoltre, per quest'anno non dovrebbero esserci ricadute in termini di maggiori importazioni di gas a causa del tetto all'estrazione dall'impianto di Groningen, come assicurato dal Governo che gestisce l'impianto insieme a società private. La bilancia commerciale continuerà a migliorare, dopo essere passata da 50,5 miliardi a fine 2014 a 75,8 miliardi di giugno scorso. La variazione di bilancia commerciale dei Paesi Bassi è attesa crescere dell'1% a/a nel 2015 e del 5,5% a/a nel 2016.

La **disoccupazione** dovrebbe scendere a 6,8% in estate e poi rimanere ferma nell'ultimo trimestre. La media annua si porterebbe a 6,9% da 7,4% del 2014. Le *vacancy survey* trimestrali indicano una crescente offerta di lavoro che dovrebbe mantenere orientato verso il basso il percorso della disoccupazione, che continuerà pertanto a calare anche l'anno prossimo portando l'indice a 6,7% in media annua (il livello di piena occupazione si aggira sul 5,5%).

L'**inflazione** dovrebbe mantenersi attorno allo 0,7% a/a nel terzo trimestre, sempre su livelli al di sotto dell'1%, stesso ritmo che dovremmo vedere anche in inverno. In media annua, il livello del CPI è atteso a 0,7% quest'anno. Dal 2016 il livello dell'inflazione dovrebbe invece tornare sopra l'1% (media annua 1,2%) sulla scia della risalita del prezzo del petrolio.

Lo scenario **dei conti pubblici** non è molto variato rispetto all'ultimo aggiornamento. Il deficit è atteso migliorare a -1,7% PIL già quest'anno dal 2,3% PIL del 2014, per scendere ulteriormente a -1,2% PIL nel 2016. Il buon recupero della domanda interna e la riduzione delle spese sanitarie per circa il 3% del PIL dovrebbero garantire il rispetto degli obiettivi. L'obiettivo correttivo del deficit strutturale è confermato a -0,3% quest'anno e a -0,2% l'anno prossimo. Il debito pubblico si prevede aumenterà al 70% da 68,8% del 2014 quest'anno, ma calerà al 69% nel 2016. Il principale rischio al ribasso rimane anche qui l'impatto della riduzione dell'estrazione di gas (effetto ampliato dal calo del prezzo del gas europeo di circa l'8% da inizio anno). Possibile effetto positivo sulle casse pubbliche potrebbe invece derivare dalla **privatizzazione (in calendario entro l'anno) di ABN Amro** dopo che era stata nazionalizzata nel 2008¹⁵.

Disoccupazione in calo sotto il 7% e inflazione sopra l'1% dal 2016

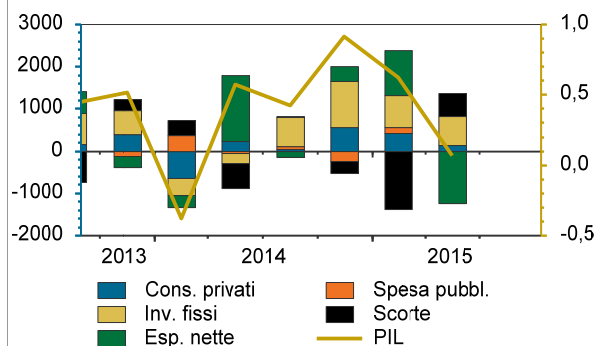
Deficit in calo sotto il 2%, debito in lieve aumento al 70% nel 2015

Previsioni	2014			2015			2016				
	4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	2.0	1.7	1.5	2.6	2.0	1.9	1.3	1.2	1.4	1.8
t/t				0.9	0.6	0.1	0.3	0.3	0.5	0.3	0.7
Consumi delle famiglie	0.0	1.8	1.5	0.8	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi lordi	3.5	7.1	1.3	3.6	2.4	2.1	-1.5	0.3	0.5	0.5	0.5
Deficit (% PIL)	-2.3	-1.7	-1.2								
Debito (% PIL)	68.2	70.0	69.2								
CPI (a/a)	1.0	0.7	1.2	0.9	0.2	0.9	0.8	0.7	1.2	1.2	1.1
Disoccupazione (%)	7.4	6.9	6.7	7.1	7.1	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.6
Cambio effett. (2005=100)	112.1	107.6	108.0	111.1	108.2	107.5	107.8	106.9	107.3	108.0	108.2

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

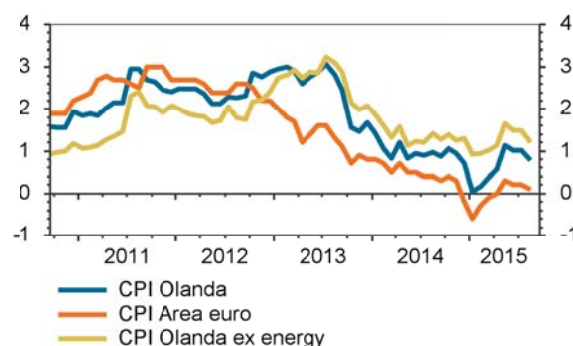
¹⁵ Tuttavia l'impatto esatto non è al momento calcolabile e non è stato incluso in queste stime, in quanto rispetto al valore contabile di circa 15 mld della banca, non è al momento nota la percentuale che lo Stato vorrà quotare. Una possibile quotazione del 20% sarebbe equivalente a entrate per lo 0,4% PIL.

Contributi alla formazione del PIL



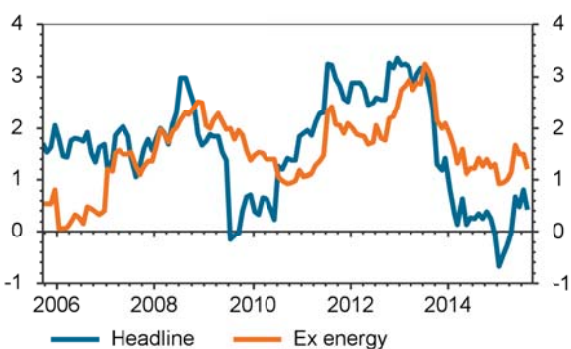
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI



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

CPI ex energia



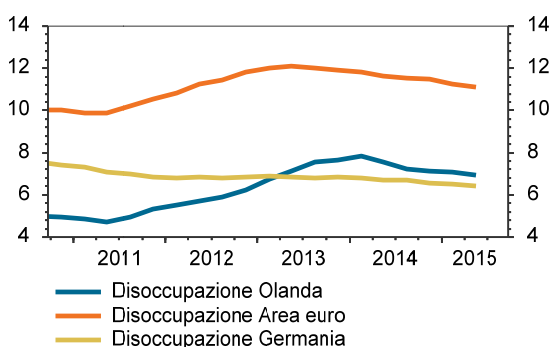
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PPI



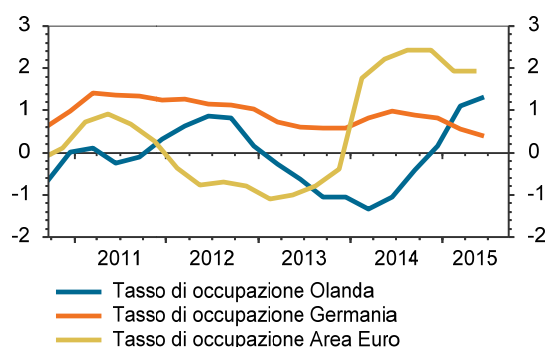
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione



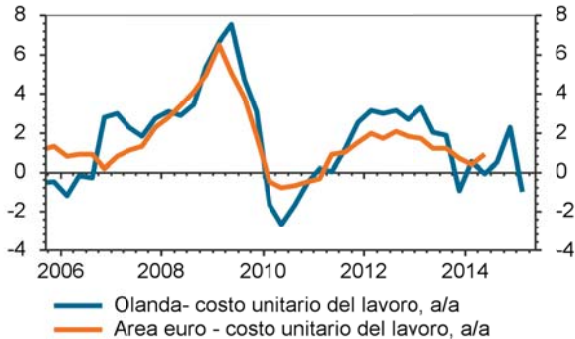
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Occupazione



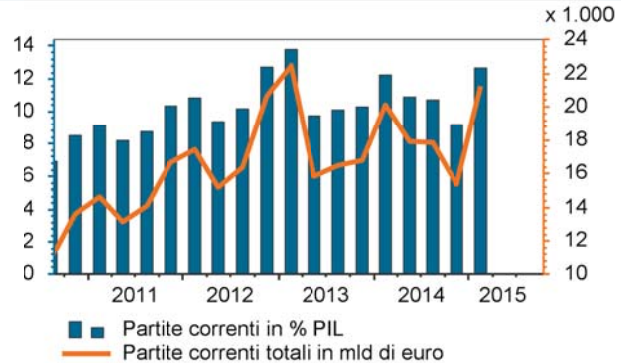
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro



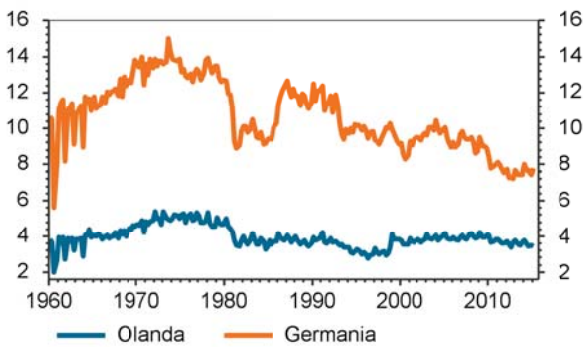
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



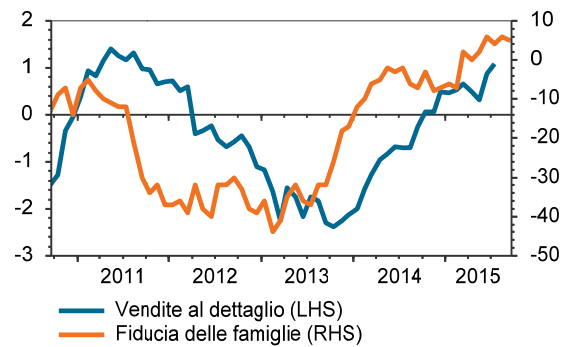
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Quota delle esportazioni globali



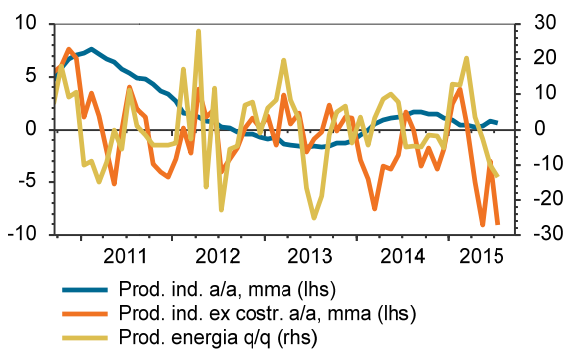
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



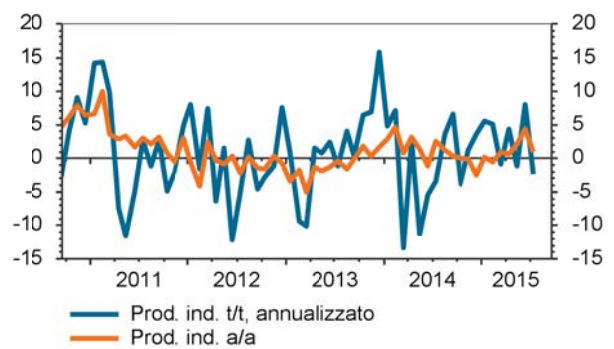
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale e comparto energetico



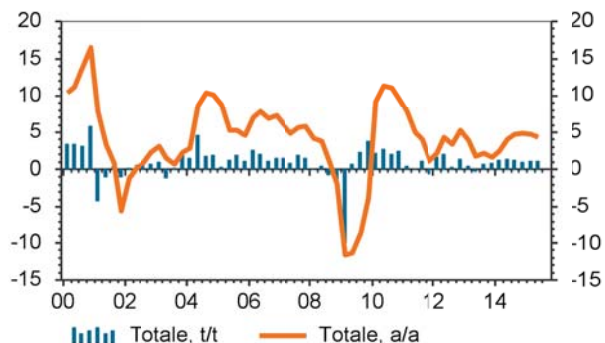
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale (manifatturiero)



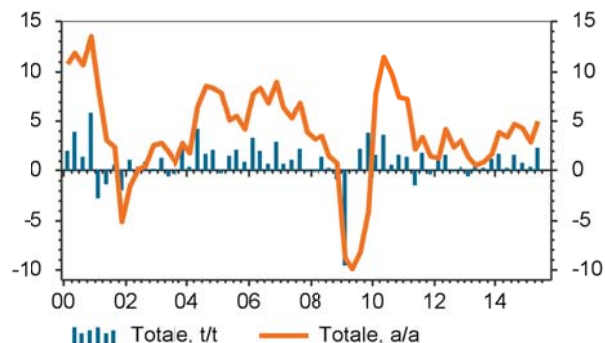
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni di beni e servizi



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

Importazioni di beni e servizi



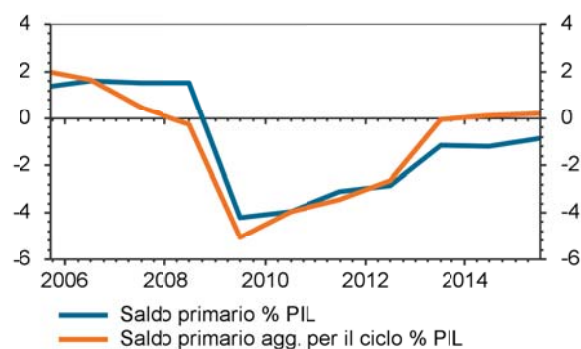
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi governativi a due e a dieci anni



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

Saldo primario



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

Asia

Giappone: *output gap* chiuso e crescita potenziale bassa riducono l'efficacia della politica monetaria e amplificano i rischi esogeni

Giovanna Mossetti

L'economia giapponese ha subito una nuova frenata nel 2° trimestre, registrando una contrazione di -0,3% t/t, con un calo della domanda finale domestica privata e debolezza delle esportazioni nette; la correzione è stata attutita da spesa pubblica e scorte. Al momento queste indicazioni negative appaiono transitorie, ma aumentano la fragilità dello scenario, in un contesto di rischi crescenti dovuti al rallentamento dei paesi asiatici emergenti. Prevediamo che la crescita torni in territorio positivo dal 3° trimestre, ma sottolineiamo la presenza di **rischi verso il basso**, che rendono probabile un aumento di stimolo monetario nel 2016. La **nostra previsione per il PIL è una variazione annua di 0,7% nel 2015 e 1,4% nel 2016**.

Alla base della previsione di moderata ripresa nel 2015-16 c'è l'aspettativa di espansione di **investimenti fissi delle imprese e consumi privati**, grazie a due forze che si sostengono a vicenda: il rialzo dei **profitti delle imprese** e l'accelerazione della **dinamica salariale**. Tuttavia il quadro è caratterizzato da almeno tre importanti **elementi di fragilità**.

1) Crescita potenziale. Secondo le proiezioni della BoJ, l'*output gap* dovrebbe essere chiudersi dal 2° semestre 2015, e l'economia dovrebbe registrare crescente eccesso di domanda fino a inizio 2017. La crescita potenziale del Giappone rimane estremamente bassa, intorno a 0,5%¹⁶. Pertanto, shock avversi, in un contesto di crescita **strutturalmente bassa**, possono trasformarsi in contrazioni con elevata probabilità. Inoltre, con la chiusura dell'*output gap*, la possibilità di accelerazione della crescita dipende molto di più da **interventi strutturali** che da politiche procicliche, inclusa la politica monetaria che è inefficace quando l'economia raggiunge il pieno impiego. Per ora le promesse di Abenomics relative alla "terza freccia", con **riforme a sostegno della crescita di medio termine**, restano latitanti. La **politica monetaria** resterà straordinariamente espansiva e potrebbe ampliare lo stimolo nel 2016: ma gli effetti dei contributi della BoJ si sentiranno più che altro in termini di allentamento dei rischi per la politica fiscale e di sostegno alla dinamica dei prezzi, che di supporto alla crescita.

2) Finora l'accelerazione dei profitti delle imprese, che dovrebbe essere una colonna della crescita nel 2015-16, non si è trasformata in una solida ripresa degli investimenti. Il manifatturiero è supportato dal deprezzamento del cambio grazie al miglioramento delle ragioni di scambio, ma anche frenato dall'aumento dei costi delle materie prime. L'andamento dei profitti mostra una situazione nettamente migliore per il settore dei servizi, che contribuisce però in misura più contenuta alla crescita degli investimenti fissi. Le imprese finora non hanno aumentato la spesa in conto capitale in misura significativa anche per via dell'incertezza sulla domanda finale: lo faranno da ora in poi, mentre rallenta la domanda asiatica?

3) La dipendenza dalla domanda delle economie asiatiche espone la crescita giapponese ad ampia incertezza e al rischio di rallentamento significativo. E' vero che in parte questi rischi sono moderati dall'aumento del commercio con gli USA, come si è visto nella prima parte di quest'anno. Tuttavia una crescita mondiale poco variata nel 2016 implica il persistere di un contributo negativo delle esportazioni nette giapponesi, nonostante il sentiero di ulteriore deprezzamento dello yen, con rischi verso il basso se la Cina non riaccelererà in tempi rapidi.

¹⁶ V. BoJ, Outlook for Activity and Prices, aprile 2015, <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor1504b.pdf>.

Scenario 2015-16. Il quadro per l'economia giapponese nei prossimi trimestri è di crescita moderata, pur in presenza dei rischi elencati sopra. I **consumi** dovrebbero riprendersi, ed espandersi fino a inizio 2017, prima del prossimo shock fiscale (imposta sui consumi da 8% a 10% ad aprile 2017). La debolezza del 2° trimestre dovrebbe essere stata accentuata dal clima e da modifiche al calendario dei saldi stagionali: dal 3° trimestre in poi il mercato del lavoro dovrebbe tornare a svolgere un ruolo trainante, con il continuo calo del tasso di disoccupazione, l'aumento dell'occupazione, dei salari e del reddito da lavoro (v. figg. 4 e 5). La previsione è di variazione di **-0,6% nel 2015** (effetto trascinamento del 2014) e di **1,6% nel 2016**.

Consumi sostenuti da aumento di occupazione e accelerazione dei salari

Gli **investimenti fissi** delle imprese dovrebbero essere in crescita di **1,3% nel 2015 e di 1% nel 2016**. La recente indagine del Ministry of Finance¹⁷ mostra profitti in solida crescita a metà 2015 (v. fig. 3), ma indica un'evoluzione più debole per le condizioni future, per la spesa in conto capitale e per gli utili, segnalando crescita degli investimenti positiva ma contenuta.

Investimenti fissi sostenuti dagli utili, ma soggetti all'incertezza cinese

Il **canale estero** dovrebbe dare ancora un contributo modestamente negativo alla crescita a fine 2015 e nel 2016, soggetto a rischi particolarmente elevati alla luce dell'incertezza sull'espansione della Cina e del resto dell'Asia emergente. Nel 2014, sul totale dell'export giapponese, le esportazioni verso la Cina erano il 18,3%, quelle verso l'Asia ex-Cina il 35,7% e quelle verso gli USA il 18,7% (v. fig. 6). Un significativo indebolimento della crescita in Asia potrebbe essere solo parzialmente compensato dalla solidità della crescita americana (v. fig. 7), considerando anche la stabilizzazione del cambio effettivo dello yen (v. fig. 8). Le **esportazioni** sono previste in **crescita di 2,7% nel 2015 e di 4,2% nel 2016**; le **importazioni** dovrebbero crescere di **0,9% nel 2015 e di 3,6% nel 2016**.

Esportazioni sostenute dalla crescita USA, frenate dalla debolezza asiatica

L'**inflazione** al netto degli alimentari freschi è intorno a zero (v. fig. 9) e la BoJ prevede stabilità "per il momento". I prezzi dell'energia contribuiscono alla stagnazione dell'inflazione. Anche se l'obiettivo della BoJ rimane sul "core giapponese"; la Banca centrale ora segue anche l'indice al netto di alimentari ed energia. Le nostre previsioni restano di inflazione vicina a zero fino a inizio 2017, aumentando la probabilità di maggiore stimolo monetario nel 2016. Il nostro scenario centrale è che **la BoJ a fine ottobre annunci un incremento della variazione annua della base monetaria nel 2016**. Con maggiori acquisti, la BoJ non dovrebbe contribuire in modo significativo alla crescita, ma ridurrebbe ancora i rischi di aumento del premio al rischio sui JGB grazie all'ulteriore rialzo dei titoli nel portafoglio della Banca centrale (v. figg. 11 e 12).

Prezzi: la deflazione è finita ma il 2% resta un miraggio

La BoJ probabilmente aumenterà lo stimolo monetario nel 2016

La **politica fiscale** mantiene come obiettivo il consolidamento dei conti pubblici. Nell'a.f. 2015 il deficit/PIL è previsto a -7,3%, e il saldo primario/PIL a -2,7%, con l'obiettivo di un avanzo primario entro il 2020. Il Primo Ministro ha annunciato che nell'a.f. 2016 l'imposta sugli utili delle imprese verrà ridotta di 3,3pp. La politica fiscale nel 2016 dovrebbe essere modestamente restrittiva, lasciando alla BoJ il compito di stimolare la crescita di breve termine.

Politica fiscale assente sulle riforme strutturali

I rischi per la sostenibilità del debito restano, ma sono ridotti dagli acquisti della BoJ

¹⁷ V. <http://www.mof.go.jp/english/pri/reference/bos/e1c2702.htm>

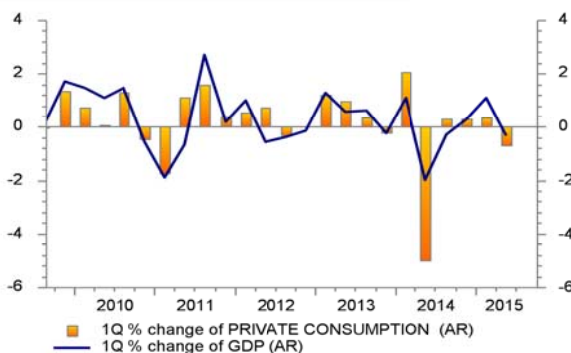
Scenario Macroeconomico

Settembre 2015

Previsioni	2014	2015	2016	2014			2015			2016		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.1	0.7	1.3	-0.8	-0.8	0.9	1.4	1.5	0.8	1.4	1.6	
- trim/trim annualizzato				1.3	4.5	-1.2	1.1	1.8	1.6	1.3	1.7	
Consumi privati	-1.3	-0.6	1.6	1.3	1.5	-2.7	2.4	2.4	1.6	1.2	2.3	
IFL - priv. non residenziali	3.6	1.3	1.0	0.5	11.0	-3.6	3.3	1.3	1.1	0.8	0.2	
IFL - priv. residenziali	-4.9	-1.4	4.0	-2.4	7.0	8.0	19.6	0.1	0.5	0.6	4.2	
Investim. pubblici	3.8	-1.3	-4.7	0.9	-5.3	8.9	-17.7	-3.6	-3.6	-3.7	-3.3	
Consumi pubblici	0.2	1.0	0.0	1.3	1.1	2.0	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.0	
Esportazioni	8.4	2.7	4.2	11.6	6.7	-16.6	7.5	7.0	5.3	4.9	4.9	
Importazioni	7.3	0.9	3.6	3.4	7.3	-10.1	5.5	5.2	3.7	3.7	5.1	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.5	0.2	-0.3	0.5	0.4	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	
Partite correnti (% PIL)	0.5	2.7	2.1	2.2	3.2	3.4	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	
Deficit (% PIL)	-7.7	-7.1	-6.7									
Debito/PIL (% PIL)	226.1	229.2	234.1									
CPI (a/a)	2.7	0.7	0.0	2.5	2.3	0.5	0.1	0.0	0.2	-0.2	-0.1	
Produzione Industriale	2.1	-0.1	1.5	3.0	6.4	-5.6	1.8	2.8	2.3	1.7	1.3	
Disoccupazione (%)	3.6	3.4	3.7	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.7	
Dollaro/Yen (Yen)	106.8	122.3	128.1	114.5	119.2	121.4	122.3	126.4	129.3	129.0	127.5	
Cambio effettivo (1990=100)	134.0	124.6	117.9	127.0	127.1	125.3	124.3	121.8	118.2	117.1	117.9	

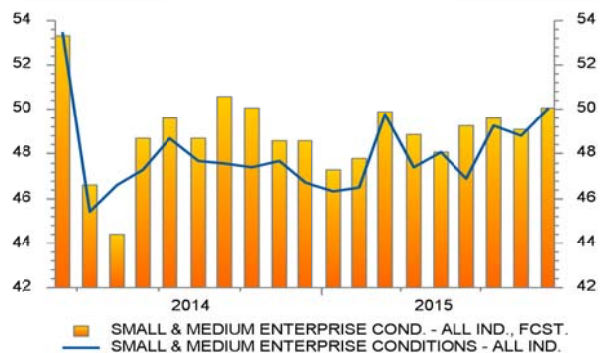
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita frenata da fattori temporanei



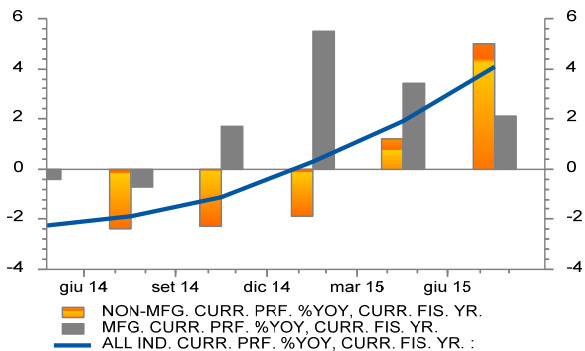
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Le imprese vedono miglioramenti



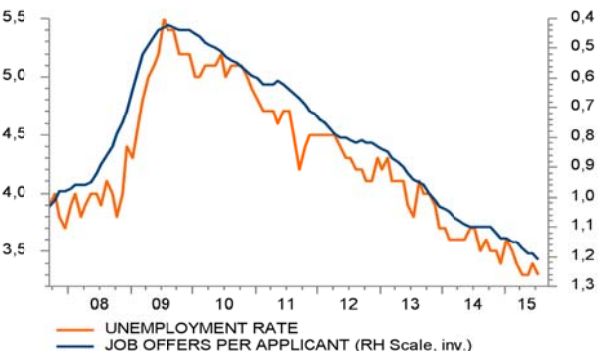
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Profitti delle imprese in rialzo



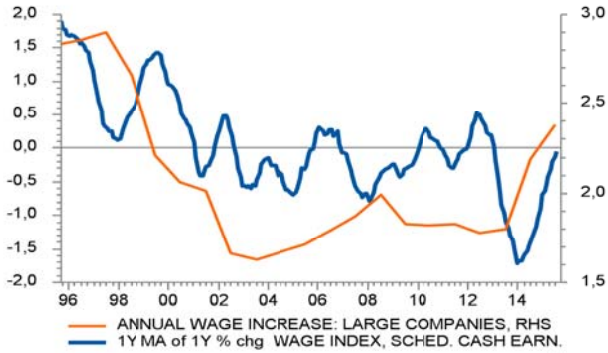
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La disoccupazione cala



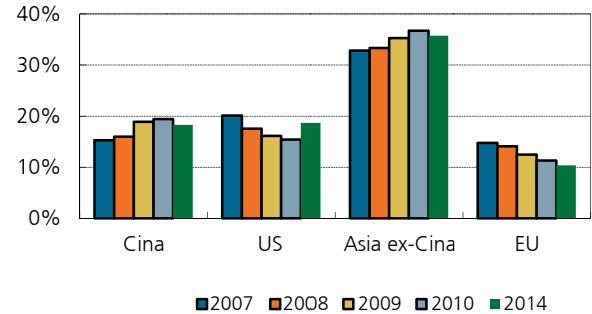
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – La dinamica salariale accelera



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Quote di esportazioni sul totale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cabinet Office

Fig. 7 – Per ora gli Stati Uniti hanno più che compensato la debolezza cinese



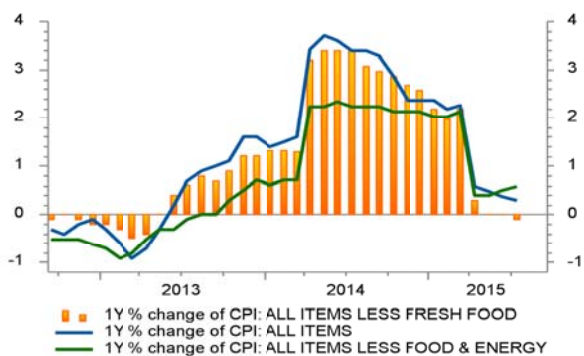
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Gli effetti dello yen cominciano a farsi sentire



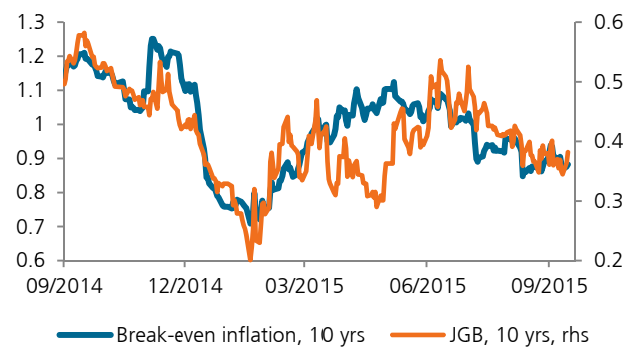
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione intorno a zero



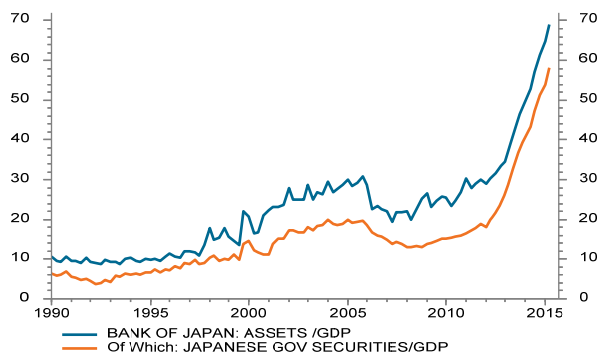
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Nessuno crede all'obiettivo del 2%



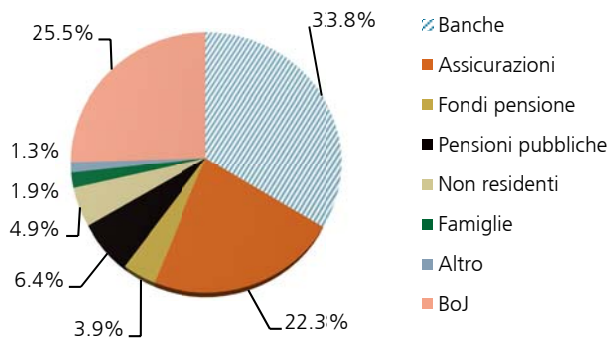
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 – Intanto la BoJ compra JGB...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – ... e libera i bilanci delle banche



Dati a fine marzo 2015; totale JGB: 883.1 tln di yen
Fonte: Ministry of Finance

Cina: una crescita vicina al 7% resta raggiungibile, per quest'anno

- Nel 2° trimestre il PIL è salito del 7% a/a, a un ritmo invariato rispetto al 1° trimestre e al di sopra delle attese. Un forte sostegno alla crescita economica è venuto dalla dinamica a due cifre e in accelerazione del settore bancario e assicurativo (+17,4% a/a nel 2° trimestre), che ha beneficiato dello sviluppo delle attività di brokeraggio in seguito alla strabiliante performance della borsa nella prima metà dell'anno. Con la correzione del mercato azionario queste dinamiche sono destinate a rallentare nei prossimi trimestri e il contributo del settore, che ha pesato per il 7,3% del PIL nel 2014, potrebbe sensibilmente ridimensionarsi. I dati di luglio e agosto registrano una stabilizzazione della dinamica del commercio estero (seppur ancora debole), della produzione industriale e degli investimenti in termini reali, ma un ulteriore calo degli ordini. Le vendite al dettaglio continuano invece a tenere bene.
- Il rallentamento degli **investimenti fissi** continuerà ad essere mitigato dalla forte dinamica degli investimenti in infrastrutture attesa anche nel 4° trimestre. L'allentamento della politica monetaria e le misure a sostegno di imprese e consumatori dovrebbero favorire una tenuta della crescita nella seconda parte dell'anno. Il contributo del **canale estero** potrebbe inoltre ancora essere positivo nell'ultima parte del 2015, dato il maggior calo delle importazioni. Questi fattori, insieme alla crescita del 2° trimestre superiore alle nostre attese, ci inducono a lasciare **invariate le previsioni di crescita del PIL per il 2015 al 6,8%**.
- Il cambiamento del meccanismo di determinazione della parità centrale del **cambio** vs dollaro, ora legata al mercato, ha causato una svalutazione iniziale dell'1,9% vs dollaro. Il deprezzamento complessivo (ad ora del 2,6%) rimane comunque contenuto rispetto all'apprezzamento degli ultimi anni e alla dinamica del cambio effettivo. La mossa, dettata più che altro da motivi operativi, ha però sensibilmente aumentato le pressioni al deprezzamento del cambio, rendendo più difficile la gestione della politica monetaria in un contesto di maggior apertura del conto finanziario rispetto al passato. Riteniamo che la PBOC abbia comunque interesse a contenere il deprezzamento del cambio.
- L'aumento dei **crediti deteriorati** continuerà a limitare la dinamica del credito anche in caso di ulteriori tagli dei tassi. Riteniamo quindi che, nonostante l'azione di sostegno della politica monetaria e fiscale, il **rallentamento** degli investimenti nel settore immobiliare e delle costruzioni, ma anche nel settore manifatturiero, **proseguirà nel 2016**, finendo per avere un impatto sul mercato del lavoro e da ultimo sui consumi. Gli investimenti in infrastrutture, inoltre, difficilmente potranno sostenere i ritmi del 2015 se non comportando un crollo più brusco nel medio termine. **Rivediamo pertanto le nostre previsioni per il 2016 da 6,5% a 6,3%** mantenendo invariati i rischi al ribasso sullo scenario di medio e lungo termine.

Silvia Guizzo

Previsioni	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
PIL (prezzi costanti)	10.6	9.5	7.7	7.7	7.4	6.8	6.3
Consumi privati	10.3	11.7	9.8	8	8.3	7.5	7.2
Consumi pubblici	7.5	11.2	3.9	3.6	2.5	4	7
Investimenti fissi	12.2	8.3	8.7	9	7.4	5.8	4.7
Esportazioni	23.8	8.7	3.8	6.2	6.1	-0.7	4.2
Importazioni	17.7	12.4	5	8.8	7	0	4.3
Produzione industriale	12.7	10.6	8.2	7.9	7.3	5.5	4.7
Inflazione (CPI)	3.3	5.4	2.6	2.6	2	1.8	2.2
Tasso di disoccupazione (%)	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Salari medi	14.1	16.8	14.4	11.8	10.3	8.1	7.4
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	2.7	5.3	4.6	5	5.1	4.1	3.2
Cambio USD/CNY (media)	6.77	6.46	6.31	6.15	6.16	6.30	6.43
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1603.7	874.1	1360.1	911.9	1357.5	2269.8	2633.5
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	3.9	1.8	2.5	1.6	2.1	3.3	3.6
Saldo di bilancio* (% del PIL)	18.2	20.7	21.6	20.7	21.2	23.3	26.1

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

Economia reale e inflazione

L'ufficio statistico ha rivisto al ribasso dello 0,1% la crescita del PIL nel 2014 portandola al 7,3%, a causa di una minore crescita del settore dei servizi (7,8% da 8,1%). Nel 2° trimestre il PIL è salito del 7% a/a, come nel 1° trimestre e al di sopra delle attese. Esso ha registrato un aumento dell'1,7% t/t destagionalizzato, in accelerazione rispetto all'1,4% del 1° trimestre (rivisto al rialzo da 1,3%). Un forte sostegno alla crescita economica è venuto dalla dinamica a due cifre e in accelerazione del settore bancario e assicurativo (+17,4% a/a nel 2° trimestre), che ha beneficiato dello sviluppo delle attività di brokeraggio in seguito alla strabiliante performance della borsa nel primo semestre dell'anno. Con la correzione del mercato azionario queste dinamiche sono destinate a rallentare nei prossimi trimestri e il contributo del settore bancario e assicurativo, che ha pesato per il 7,3% del PIL nel 2014, potrebbe sensibilmente ridimensionarsi.

I dati di luglio e agosto, in particolare della produzione industriale e del commercio estero, subiscono l'influenza di **fattori temporanei**, quali le inondazioni in diverse aree del Paese, l'incidente al porto di Tianjin e la chiusura temporanea di migliaia di fabbriche dal 20 agosto al 3 settembre per abbattere il livello dell'inquinamento atmosferico in vista dei mondiali di atletica e della parata per l'anniversario della fine della Seconda Guerra Mondiale.

I dati di **commercio estero** segnalano una stabilizzazione nonostante restino in calo tendenziale e permanga un effetto base sfavorevole. Si registra una migliore performance dell'export vs USA e area ASEAN rispetto a Giappone e Area Euro. Sono in timido miglioramento le esportazioni dei beni ordinari rispetto a quelli dei prodotti assemblati con componenti estere, nonché le esportazioni di motori e componenti elettrici. Le prospettive per l'export rimangono comunque incerte. Gli ordini sia esteri sia totali rilevati dalla componente PMI hanno continuato a scendere non solo in Cina negli ultimi mesi ma in quasi tutta l'area asiatica dove restano al di sotto di 50 ad eccezione di Giappone, India e Vietnam (ordini interni). Un moderato sostegno arriverà dal recente deprezzamento del cambio, che riteniamo comunque rimarrà contenuto, e dal miglioramento dei consumi nei principali partner commerciali, in particolare dagli USA e dall'Area Euro (fig. 6 e 7). La dinamica delle importazioni resta ancora influenzata dal forte calo dei prezzi delle materie prime, ma i dati in volume segnalano un marginale miglioramento (fig. 4 e 5) che appare trainato dai beni ordinari destinati al mercato interno. Le importazioni di macchinari, sebbene rimangano in calo tendenziale (-4,5% 3m a/a), hanno registrato un modesto aumento nel trimestre giugno-agosto rispetto ai due precedenti. La performance peggiore dell'import in valore ha contribuito a un allargamento del surplus commerciale, pari a 365 miliardi di USD nei primi otto mesi dell'anno, 164 miliardi in più rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso e la dinamica è destinata a continuare nei prossimi mesi.

L'indagine sulle imprese industriali del 2° trimestre registra un calo marginale del clima di fiducia delle imprese, gli ordini migliorano, ma gli indici rimangono nettamente sotto 50, in particolare per quanto riguarda gli ordini domestici. Il trend è confermato tra giugno e agosto anche dagli indici PMI, sia nella rilevazione Markit-Nikkei sia in quella dell'ufficio statistico, dove entrambe le componenti degli ordini sono scese al di sotto di 50. La crescita della **produzione industriale**, dopo l'aumento di giugno (6,8%), è scesa rimanendo sostanzialmente stabile tra luglio e agosto sui livelli di maggio (6,1%), nonostante un sensibile effetto base favorevole. Essa è sostenuta dall'accelerazione della produzione dell'industria privata che compensa la sensibile decelerazione della produzione del settore statale (fig. 1).

Anche nei mesi estivi il rallentamento degli **investimenti** totali (+10,9% cum. a/a in agosto vs 11,4% in giugno in termini nominali) è stato mitigato dalla tenuta degli investimenti in infrastrutture, mentre gli investimenti nel settore manifatturiero e soprattutto quelli nel settore immobiliare hanno continuato a rallentare. Nel settore manifatturiero l'unico comparto in cui gli investimenti accelerano è quello dei computer e dei componenti elettronici. Accelerano inoltre

gli investimenti nei settori della produzione e distribuzione di gas, acqua ed elettricità ma restano in rallentamento quelli nel settore del commercio. Gli investimenti in termini reali, tuttavia, dato il continuo calo dei prezzi alla produzione, dovrebbero aver registrato il minimo a maggio ed essere marginalmente riaccelerati durante l'estate.

I prezzi degli **immobili residenziali** di nuova costruzione e il numero di transazioni hanno proseguito la risalita nei mesi estivi in particolare nelle città di prima e, in misura minore, in quelle di seconda fascia. Il mercato resta però ancora debole nelle città di terza fascia, dove in media in prezzi continuano a scendere, e in generale per gli immobili commerciali. Negli ultimi quattro mesi, inoltre, nel mercato degli edifici di vecchia costruzione è progressivamente salito il numero di città dove si sono rilevati cali di prezzo. Gli acquisti di terreni nonché la superficie su cui si sono avviati i lavori e la superficie residenziale completata restano in netto calo, schiacciate dal numero ancora elevato di edifici in attesa di vendita. Il Governo nei primi giorni di settembre ha ulteriormente allentato le restrizioni all'acquisto della seconda casa non solo per i residenti ma anche per gli stranieri che lavorano nel Paese, ad eccezione delle città di prima fascia. La dinamica delle scorte di invenduto è rallentata, tuttavia il livello resta alto rispetto alla domanda secondo varie misure. Il Fondo Monetario¹⁸ sottolinea che sebbene le stime in termini di mesi di scorte (superficie residenziale in attesa di vendita / superficie venduta) divergano sensibilmente tra i dati dell'Ufficio Statistico e quelli delle imprese immobiliari (4 mesi per il primo, intorno a 30 mesi per il secondo), esse sono comunque quasi triplicate dal 2011 e restano molto più elevate per le città di terza e quarta fascia. Riteniamo che, nonostante l'azione di sostegno della politica monetaria e fiscale, il **rallentamento degli investimenti nel settore immobiliare e delle costruzioni**, ma anche nel settore manifatturiero, **proseguirà nel 2016**, finendo per avere un impatto sul mercato del lavoro e da ultimo sui consumi. Gli investimenti in infrastrutture, inoltre, difficilmente potranno sostenere i ritmi del 2015 se non comportando un crollo più brusco nel medio termine.

Le **vendite al dettaglio** hanno sorpreso al rialzo, registrando un aumento del 10,8% a/a in agosto rispetto al 10,5% in luglio in termini nominali e una crescita solida del 10,4% a/a in termini reali anche se vendite di auto restano in calo (-4,0% 3m a/a in agosto). Nel complesso l'effetto ricchezza della caduta della borsa sui bilanci delle famiglie dovrebbe essere trascurabile dato che a livello nazionale solo tra l'8 e il 9% delle famiglie possiede degli investimenti azionari e la quota della ricchezza finanziaria investita in azioni è intorno al 15%, anche se la situazione potrebbe essere diversa nelle zone urbane più ricche delle regioni costiere¹⁹. L'aumento del clima di **fiducia dei consumatori** misurato dall'Indagine Westpac MNI CSI, che prosegue ininterrotto da maggio, ma che è guidato dall'aumento della fiducia delle famiglie a più basso reddito, conferma questa ipotesi. Tuttavia, l'indagine si è chiusa prima del crollo della borsa di agosto. L'indagine dell'Ufficio Statistico è calata ma in maniera contenuta sia in luglio sia in agosto. Le indagini ANZ e Unionpay hanno invece continuato a scendere. Ci aspettiamo che l'impatto negativo sulla fiducia emerga nei dati dei prossimi mesi e che possa anche essere esacerbato dalla inattesa dinamica del cambio.

Come sottolineato in passato la situazione sul **mercato del lavoro** resta positiva e continua a sostenere i consumi privati, anche se comincia ad emergere qualche segnale in controtendenza. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione delle imprese per il 4° trimestre ha toccato il minimo dal 2009, il numero di nuovi occupati è in modesto calo nella prima metà dell'anno rispetto all'anno scorso (-2,6% a/a) e l'indice PMI dei servizi è stato in marginale diminuzione.

¹⁸ People's Republic Of China, 2015 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 15/234, 14 agosto 2015.

¹⁹ Per maggiori dettagli vedi "I fondamentali non sostengono il mercato", Cina, Nota di approfondimento del 31 luglio 2015.

La transizione a un modello di crescita con un maggior peso dei servizi è già in atto, come dimostra l'aumento della quota del settore sul PIL (da 42,5% nel 2010 al 48,1% nel 2014) e l'aumento degli occupati nel settore (da 35% del totale nel 2010 a 41% nel 2014) che finora ha contribuito a sostenere il mercato del lavoro. Il rallentamento degli investimenti nel settore manifatturiero e in quelli dell'immobiliare e delle costruzioni, è atteso in prosecuzione nel 2016 e difficilmente potrà non avere alcun impatto sul mercato del lavoro, dato che in totale i tre settori impiegano il 47% degli occupati²⁰ urbani non privati.

I prezzi degli input e quelli alla produzione continuano a scendere (-6,6% e -5,9% a/a in agosto rispettivamente) trainati al ribasso dal calo delle materie prime mentre l'**inflazione** dei prezzi al consumo è salita dal minimo dell'1,2% a/a a maggio al 2% a/a in agosto, guidata soprattutto dall'aumento dei prezzi degli alimentari, in particolare di carne e verdure, e del passato aumento dell'imposta sui tabacchi. L'inflazione al netto degli alimentari (1,1% a/a) è rimasta sostanzialmente stabile così come quella al netto di alimentari e carburanti (1,7% a/a). I prezzi di comparti quali l'abbigliamento e le medicine hanno continuato, però, ad aumentare e la riduzione delle scorte di maiale, ormai ai minimi, punta ad un ulteriore aumento dei prezzi della carne nei prossimi mesi. Nonostante il calo dei prezzi alla produzione continuiamo pertanto a pensare che l'inflazione risali nei prossimi mesi, anche grazie a un effetto base sfavorevole, e rivediamo al rialzo la media per il 2015 a 1,8% e a 2,2% per il 2016.

Politica economica e fiscale

Il Governo ha continuato ad emanare misure a sostegno delle piccole e medie imprese (dimezzamento dell'imposta sul reddito fino al 2017 per le imprese con fatturato inferiore ai 300.000CNY e creazione di un fondo per lo sviluppo delle piccole e medie imprese di 60 miliardi di CNY) e ad allentare la restrizione fiscale ai governi locali (seconda estensione del programma di swap del debito dei governi locali dai 2 trilioni in giugno ai 3,2 a fine agosto). Esso ha inoltre accelerato le approvazioni dei progetti di costruzione di infrastrutture ferroviarie, che sono previsti in ulteriore accelerazione nell'ultima parte dell'anno, e ridefinito le fasi del progetto di lungo periodo di sviluppo coordinato dell'area Beijing-Tianjin-Hebei. Recentemente ha anche ridotto il capitale minimo necessario (*capital requirements*) per avviare progetti di investimento in porti, aeroporti e sviluppo immobiliare dal 30% al 25% dell'importo previsto, e per i progetti d'investimento in strade e ferrovie dal 25% al 20%. Il Governo sta poi lavorando alla riallocazione di circa 200 miliardi di fondi dormienti, precedentemente allocati ai governi locali ma non spesi, verso progetti di investimento e progetti di sostegno sociale.

Il Consiglio di Stato ha recentemente pubblicato il piano di **riforma delle imprese statali** (State Owned Enterprises, SOEs). Il Piano distingue le SOEs che perseguono interessi commerciali e quelle che rispondono a interessi pubblici (quali la gestione di autostrade, delle reti elettriche e delle comunicazioni) che dovranno continuare a fare investimenti nelle regioni che necessitano di infrastrutture anche se sono meno profittevoli. Il piano prevede la quotazione di molte imprese, il sostegno della cooperazione pubblico-privato e conferma l'obiettivo di innalzare entro il 2020 la percentuale di dividendi da trasferire allo Stato al 30% in favore di maggiori spese in assistenza sociale.

Politica monetaria e cambio

L'indice Shanghai Composit in quattro successivi bruschi movimenti è sceso del 32% tra il picco del 12 giugno e un primo minimo dell'8 luglio. Dopo una temporanea fase di recupero e range trading grazie alle misure di sostegno da parte delle Autorità²¹, l'indice ha registrato un crollo

²⁰ Il settore immobiliare, che è classificato tra i servizi, impiega il 16% degli occupati.

²¹ Vedi nota 19.

del 26,7% tra il 17 e il 26 agosto. Successivamente la dinamica è parzialmente migliorata ma il rallentamento dell'economia nonché i livelli di *price/earnings ratio*, ancora distanti dalla media storica e da quella di altri paesi emergenti, ci fanno ritenere che la correzione degli indici azionari non sia ancora del tutto terminata.

La PBOC, anche in risposta al crollo della borsa, ha effettuato due tagli dei tassi di 25pb a fine giugno e a fine agosto, portando il tasso sui prestiti a un anno a 4,6% e quello sui depositi a 1,75%. In corrispondenza del taglio di agosto ha inoltre eliminato del tutto il tetto sul tasso dei depositi superiori a un anno e ha ridotto, con effetto dal 7 settembre, il tasso di riserva obbligatoria di 50pb per tutte le banche, di ulteriori 50pb per le banche rurali e di ulteriori 300 per le imprese di leasing finanziario e di leasing per l'acquisto di automobili. Dall'inizio dell'anno la PBOC ha tagliato i tassi quattro volte per complessivi 100pb e il tasso di riserva obbligatoria di 200bp. I rendimenti sono scesi parallelamente ma dall'inizio di giugno hanno cominciato a risalire così come i tassi sul mercato monetario, che ora sono influenzati anche dall'attesa riduzione della liquidità prima della settimana di festività tra fine settembre e inizio ottobre. I rendimenti delle emissioni corporate, pur in discesa dai massimi del 2013 e di fine 2014 sono a livelli di metà 2012 (fig. 10), quando i tassi ufficiali erano più elevati, testimoniando la difficoltà di discesa del costo di finanziamento per le imprese. L'accelerazione dello stock di credito bancario da 13,4% a/a in giugno a 15,4% in agosto (fig. 11) potrebbe essere in parte collegata agli interventi di sostegno al mercato azionario e sembra guidata dal credito a breve termine mentre quello a lungo termine è lievemente decelerato. L'aggregato della finanza sociale ha registrato una minima accelerazione. I crediti incagliati hanno continuato a salire nel 2° trimestre sia in livello (+ 57% a/a) sia rispetto al credito totale (1,5%, fig. 12) e continueranno a porre dei limiti alla dinamica del credito.

La PBOC l'11 agosto ha modificato il meccanismo di determinazione della parità centrale rispetto alla quale il **cambio** può variare giornalmente di $\pm 2\%$. Precedentemente essa era determinata in via teorica sulla base della media delle quotazioni delle banche prima dell'apertura del mercato, ma di fatto aggiustata e decisa dalla Banca centrale, come dimostra il fatto che il cambio ha sempre scambiato lontano dalla parità. Dall'11 agosto la parità centrale è calcolata sulla base della media delle chiusure del mercato del giorno precedente delle maggiori banche. Questo ha comportato un aggiustamento una tantum della parità centrale con una svalutazione iniziale indotta dell'1,9%. Riteniamo che la ragione principale della mossa non sia stata la volontà di una svalutazione competitiva ma quella di rendere il cambio maggiormente determinato dal mercato in linea con i rilievi dell'IMF contenuti sia nell'Article IV²² sia, soprattutto, nel nuovo rapporto di revisione dei criteri per l'entrata nel paniere dei Diritti Speciali di Prelievo (Special Drawing Rights, SDRs)²³. Il rapporto, pur ribadendo che il renminbi rispetta molti - ma non tutti - dei criteri per l'entrata, aveva espressamente sottolineato che la Cina non ha un cambio di riferimento determinato dal mercato (requisito essenziale) ma ha solo un benchmark determinato dalla PBOC, ossia quello della parità centrale. Nonostante una decisione sulla nuova composizione del paniere sia attesa entro fine anno, il FMI ha comunque annunciato il 19 agosto l'estensione, per motivi operativi, della corrente composizione del paniere fino al 30 settembre del 2016.

Il deprezzamento complessivo vs dollaro dalla data precedente alla modifica della determinazione della parità centrale, ad ora del 2,6%, rimane comunque contenuto rispetto all' apprezzamento degli ultimi anni e alla dinamica del cambio effettivo. Il cambio vs dollaro si è, infatti, apprezzato dell'8,4% dalla metà del 2010 alla metà del 2015 (del 18,4% vs EUR) e il cambio effettivo del 24% in termini nominali e del 30% in termini reali. Dato l' apprezzamento del cambio effettivo, determinato negli ultimi anni dall'aggancio al dollaro e dal contemporaneo

²² Vedi nota 18. Box 9: "Transition to a More Flexible Exchange Rate Regime".

²³ IMF, Review of the Method of the Valuation of the SDR – Initial Consideration, 3 agosto 2015.

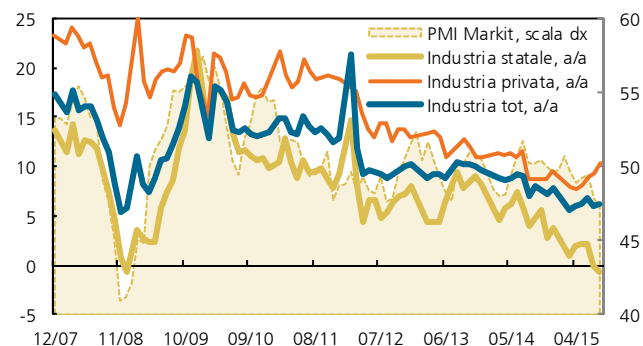
apprezzamento vs euro e yen, ribadiamo che sia nell'interesse dell'economia un marginale deprezzamento nei confronti del dollaro. Crediamo però che un deprezzamento sensibile, nonché disordinato non sia gradito alla Banca centrale. Nonostante l'aumento rispetto al passato di contenuto domestico del valore aggiunto dei beni esportati, il contenuto straniero resta ancora importante in molti settori e un deprezzamento del cambio effettivo potrebbe nuocere rendendo più costose le importazioni. Inoltre, un deprezzamento marcato rispetto al dollaro metterebbe ancora più in difficoltà diverse imprese indebitate in questa valuta.

La gestione della **politica monetaria** è resa più difficile dalle pressioni al deprezzamento del cambio in un contesto di maggior apertura del conto finanziario rispetto al passato. Le pressioni al deprezzamento, già esistenti prima della mossa, sono sensibilmente aumentate, costringendo la PBOC ad intervenire pesantemente per difendere il cambio come segnalano sia le vendite di valuta estera (posizione degli istituti finanziari) sia il calo delle riserve che è stato di ben 93 miliardi in agosto (non tenendo conto dell'effetto valutazione). Per controbilanciare la misura la PBOC ha immesso una notevole liquidità nel sistema con operazioni di *reverse repo* (550 miliardi, la più elevata da gennaio 2014) e attraverso le diverse finestre di liquidità. Riteniamo che la PBOC effettuerà un altro taglio della riserva obbligatoria entro fine anno a questo scopo, che potrebbe salire a due se le pressioni sul cambio rimanessero elevate e gli interventi drenassero troppa liquidità, mentre crediamo che eviterà per il momento ritocchi ai tassi anche per non alimentare ulteriori pressioni al deprezzamento e un maggiore allargamento del differenziale tra cambio off-shore e cambio *on-shore*, salito sensibilmente dopo la svalutazione. I tassi monetari offshore sono saliti progressivamente nei mesi scorsi ma più marcatamente dopo la mossa posizionandosi al di sopra di quelli *on-shore*. L'allentamento della politica monetaria proseguirà nel prossimo anno con altri due tagli dei tassi e della riserva obbligatoria per evitare un eccessivo rallentamento della crescita.

La PBOC, per favorire i movimenti di capitali in entrata, ha recentemente permesso alle banche centrali di partecipare direttamente al mercato interbancario del cambio e, per limitare i movimenti di capitale in uscita, da ottobre richiederà alle banche una riserva obbligatoria non remunerata del 20% sulle posizioni *forward* in valuta della propria clientela da mantenere per un anno. Ciò rende più costose le operazioni di copertura che sono, infatti, destinate ad aumentare con la liquidazione delle operazioni di *carry trade* (finanziamento in dollari a tassi minimi per investire in yuan), aumentate sensibilmente in passato, alimentate da aspettative di continuo procrastinarsi dei rialzi Fed e di continua rivalutazione dello yuan. Entrambi i fattori sono venuti meno rendendo le operazioni non più convenienti e alimentando le pressioni alla fuoriuscita di capitali.

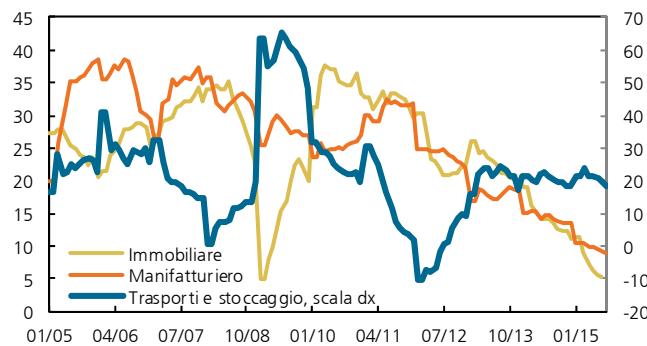
Sulle fuoriuscite di capitali nel 1° trimestre (-98 miliardi di dollari secondo la bilancia dei pagamenti, 106 secondo la BIS) ha sensibilmente impattato la voce "altri investimenti", per minori presiti dall'estero (pagamento di prestiti), minori depositi dei non residenti e minori finanziamenti al commercio. Le fuoriuscite sono state di 63 miliardi nel 2° trimestre. Il calo delle riserve ha creato speculazioni sulla valutazione dell'entità dei flussi di capitali in uscita con scenari apocalittici di fuga dei capitali che riteniamo esagerati. Le stime circolate di fuoriuscita di capitali intorno ai 200 miliardi di dollari nel mese di agosto verosimilmente si basano comunque solo su ODI non finanziari e FDI utilizzati, e risentono di notevole incertezza. Ricordiamo inoltre che la progressiva liberalizzazione del conto finanziario prosegue da qualche anno ed è dunque inevitabile osservare maggiori flussi sia in entrata sia in uscita rispetto al passato. La liberalizzazione tuttavia non sarà totale, per stessa volontà delle Autorità. Inoltre, nonostante le sensibili aperture del conto finanziario degli ultimi anni, i movimenti di capitale non sono completamente liberi, in particolare quelli di portafoglio, e i vari programmi di QFII, sono soggetti a quote, spesso non tutte utilizzate. La PBOC quindi detiene ancora un certo controllo sia sui movimenti di capitale sia sulla propria politica monetaria, anche se riconosciamo che le pressioni ad ulteriori fuoriuscite di capitali sono aumentate così come le difficoltà di gestione della politica monetaria.

Fig. 1 - La produzione industriale si stabilizza



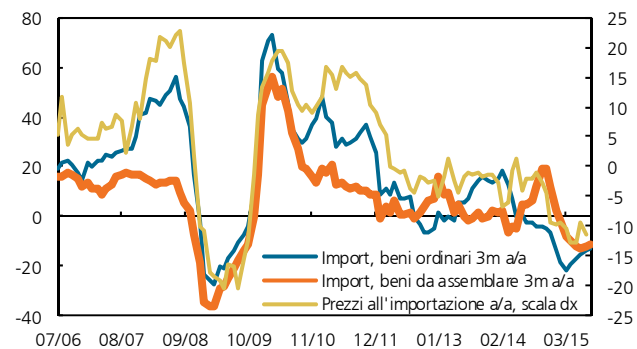
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - Investimenti immobiliari ancora in rallentamento



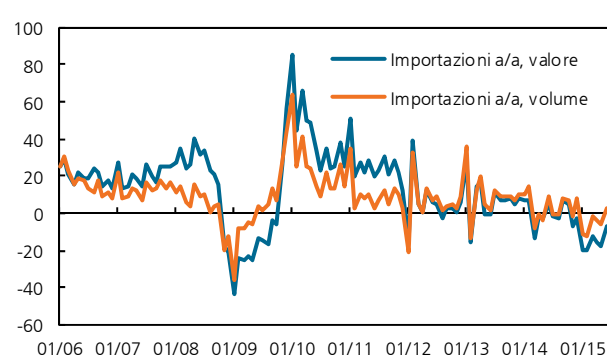
N.B. Investimenti nominali cumulati, var a/a. Fonte: CIEC

Fig. 3 - Le importazioni restano influenzate dal calo dei prezzi



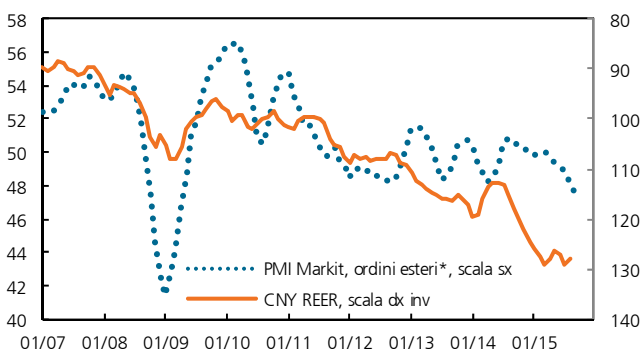
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - Le importazioni in quantità migliorano



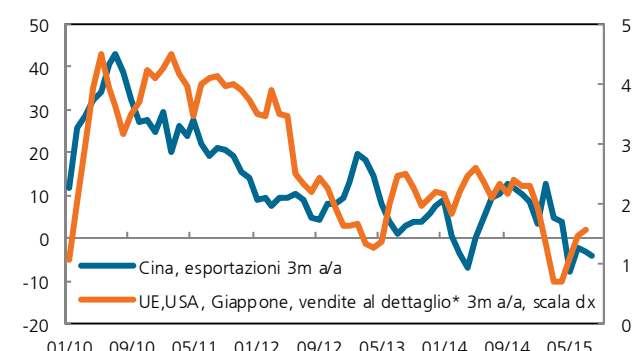
Fonte: CEIC

Fig. 5 - Sull'export ha pesato sia l'apprezzamento del cambio effettivo ...



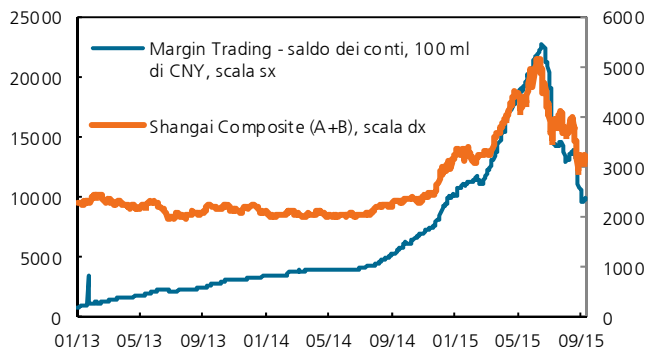
* Media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit

Fig. 6 - ... sia la debolezza della domanda nei principali mercati di destinazione, ora in miglioramento



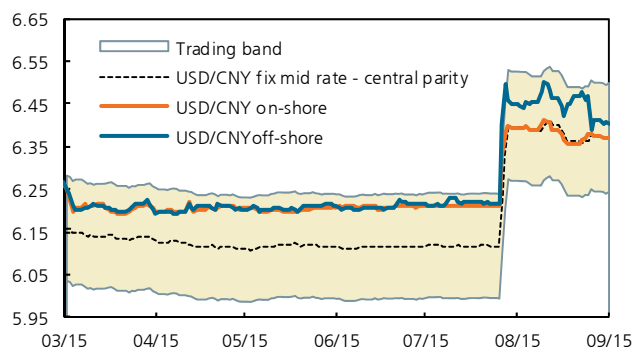
*Pesate per il PIL, indice 2010=100. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La borsa corregge ulteriormente



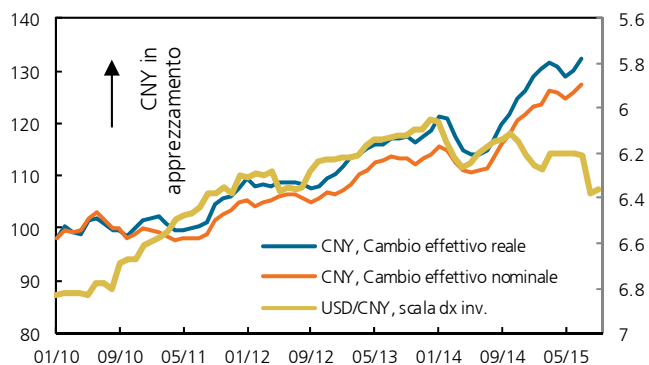
N.B. Indici di fiducia in media mobile a 3 mesi ribasati a febbraio 2011=100.
Fonte: CEIC

Fig. 8 – Il cambio si deprezza vs USD con la modifica del meccanismo di determinazione della parità centrale



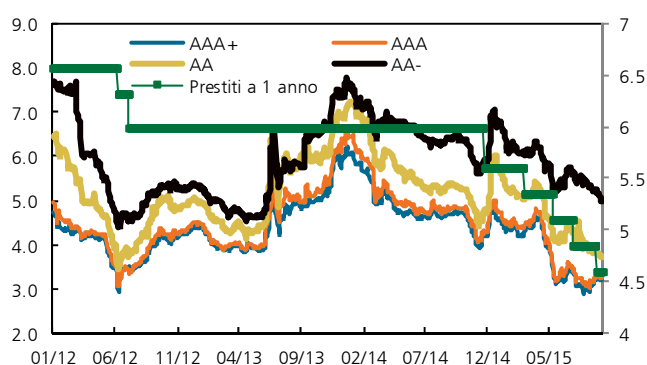
Fonte: Bloomberg

Fig. 9 – Cambio effettivo



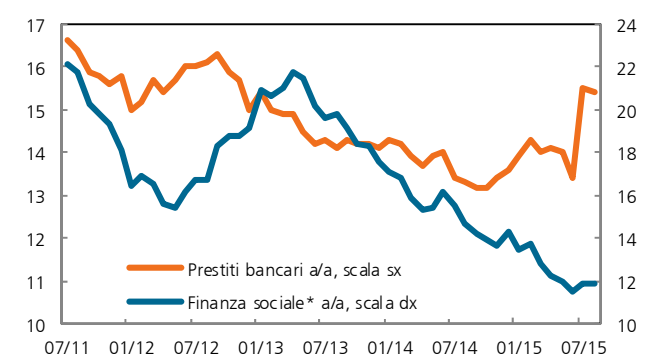
Fonte: BIS da CEIC, Bloomberg

Fig. 10 – Rendimenti corporate* e tassi ufficiali



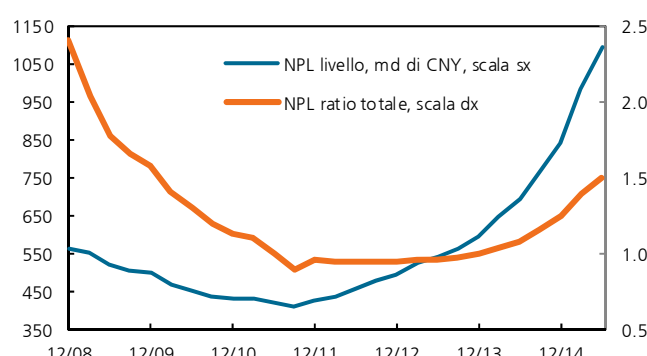
*Emissioni a un anno. Fonte: CEIC

Fig. 11 – Il credito bancario riaccelera



Nota: stock, dati mensili, variazioni % a/a. Fonte: CEIC e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – I crediti incagliati continuano a salire



Nota: Non Performing Loan (NPL) delle banche commerciali. Fonte: CEIC

India: i segnali restano misti

- Nel 2° trimestre il **PIL** è salito del 7% a/a, rispetto al 7,5% nel 1° trimestre, per una moderazione della dinamica dei consumi privati che comunque resta elevata (7,4%), e per un contributo negativo del canale estero. Gli investimenti hanno registrato un'ulteriore accelerazione a 4,9%. Dal lato dell'offerta la crescita tornata positiva del settore agricolo e l'accelerazione di quello industriale hanno parzialmente compensato la modesta decelerazione del settore dei servizi.
- Il **commercio estero** continua a registrare una contrazione sia dell'import (-11,2% 3m a/a in agosto) sia dell'export (-15,7% 3m a/a), sui quali influisce sensibilmente il calo dei prezzi di petrolio e delle materie prime industriali e agricole. Al netto del petrolio, mentre restano in calo anche le esportazioni (-7,5% 3m a/a), rallentano, ma mantengono una dinamica positiva le importazioni (+2,6% 3m a/a). Il calo quasi parallelo di import ed export ha mantenuto il deficit commerciale nei primi otto mesi del 2015 poco al di sotto del 2014, intorno agli 85 miliardi di dollari. La **produzione industriale** ha registrato tassi di crescita superiori al 4% sia in giugno sia in luglio, in miglioramento rispetto alla primavera, anche grazie a un effetto base favorevole. A guidare la dinamica sono soprattutto i beni di consumo durevoli. La produzione dei beni destinati alle infrastrutture decelera marginalmente pur restando su ritmi superiori alla primavera. L'andamento è coerente con il marginale calo dell'indice PMI che tuttavia rimane stabilmente sopra cinquanta con le componenti ordini che mantengono una media trimestrale in area 53 da maggio. Unici elementi negativi sono la volatilità della produzione di beni capitali e il calo della capacità utilizzata. A questi si aggiunge il calo del **clima imprenditoriale**, in particolare delle aspettative relative agli ordini, per il 3° trimestre, rilevato dall'indagine trimestrale sulle Imprese Industriali della Reserve Bank of India (RBI).
- I progetti di investimento presentati per l'approvazione al Ministero dell'Industria sono in netto miglioramento rispetto all'anno scorso anche se registrano un rallentamento rispetto alla primavera. Una dinamica simile si registra per le importazioni di macchinari secondo le nuove serie di commercio estero. Allo stesso tempo è stata in accelerazione la spesa fiscale in conto capitale, facendo ritenere che il miglioramento della dinamica degli **investimenti** sia per ora soprattutto originato dagli investimenti pubblici. La RBI stima che gli investimenti del settore privato nell'anno fiscale 2015-2016 saranno in contenuta accelerazione dopo la contrazione²⁴ rispetto all'AF 2013-2014. I profitti delle imprese private stanno rallentando e i bilanci sono sotto pressione a causa del cospicuo indebitamento in dollari che il deprezzamento del cambio rende più oneroso. Allo stesso tempo la crescita del credito rimane stabile (+8,2% a/a in luglio) sui minimi storici e la dinamica dei crediti deteriorati (2,04% nel 2° trimestre da 1,56% nello stesso periodo dell'anno scorso), nonostante il programma di ricapitalizzazione delle banche pubbliche²⁵ svelato a metà agosto, continuerà a frenarla nel breve-medio periodo.
- Il settore dei **servizi** manda segnali misti con un aumento della componente ordini, sopra 50 da luglio, ma un sensibile ridimensionamento delle aspettative future. Rallentano i ricavi dagli arrivi di turisti, il cui flusso cresce ma a tassi inferiori al 2014. Tornano a crescere lievemente gli abbonamenti ai telefoni cellulari pur rimanendo in calo tendenziale rispetto all'anno scorso. Le vendite di automobili rallentando dal picco di maggio (+8,9% 3m a/a vs 7,9% 3m a/a in) ma mantengono tassi di crescita solidi. Restano invece in netto calo le vendite di veicoli commerciali e di quelli a tre ruote, continuando a prefigurare difficoltà nei consumi nelle campagne. La fiducia dei consumatori è scesa lievemente nel 2° trimestre dopo aver raggiunto i massimi nel trimestre precedente, e rimane su livelli elevati. Le indicazioni che provengono dal mercato del lavoro segnalano una situazione stabile a supporto dei consumi.

Silvia Guizzo

²⁴ Private Corporate Investment: Growth in 2014-15 and Prospects for 2015-16, in RBI Bulletin, August 2015.

²⁵ Indradhanush Master Plan, piano di graduale ricapitalizzazione e cambiamento nella struttura societaria e gestionale delle banche pubbliche (Public Sector Undertaking banks, PSU Banks). Il Piano prevede interventi di ricapitalizzazione per 700 miliardi di INR in 4 anni di cui 250 miliardi nel corrente anno fiscale.

- L'**inflazione** dei prezzi al consumo, dopo essere stata poco al di sopra del 5% nella prima metà dell'anno, è scesa a 3,7% a/a in luglio ed è rimasta ferma su questo livello in agosto grazie ad un sensibile effetto base che permane da inizio anno ma che si azzererà da settembre a fine anno. Anche se in termini tendenziali l'inflazione rallenta, gli aumenti m/m sono stati sensibili sia nel comparto alimentari sia in altri comparti quali l'abbigliamento, l'abitazione e alcuni servizi alle famiglie. Riteniamo che l'inflazione possa tornare a salire nei prossimi mesi soprattutto per il venir meno dell'effetto base, ma che non superi il 6% per fine anno. Rischi al rialzo rimangono per l'andamento del Monsone Sud Orientale e che secondo le recenti stime avrebbe portato precipitazioni di nuovo inferiori alla media storica (-12%). La possibile riduzione della produzione agricola avrebbe impatti sia sul PIL sia sull'inflazione. Il mancato rallentamento dell'inflazione del comparto non alimentare è fonte di preoccupazione per la RBI che tuttavia al meeting di inizio agosto ha ridotto marginalmente le previsioni (-0.2%) in ragione dell'atteso calo dei carburanti e di precipitazioni in linea con la media storica.
- La RBI ha dichiarato che la *stance* di **politica monetaria** rimane accomodante ma ha elencato una serie di condizioni da raggiungere su vari fronti prima di poter proseguire con ulteriori tagli: più chiarezza sul fronte internazionale in particolare sulle mosse della Fed, una maggiore trasmissione dei tagli dei tassi da parte delle banche alla clientela, finora giudicata bassa, un rallentamento dei prezzi degli alimentari, una prosecuzione degli sforzi del Governo per migliorare le infrastrutture, in particolare sul fronte dell'energia elettrica e dell'acquisizione dei terreni. Riteniamo pertanto che la RBI farà una pausa e procederà al massimo con altri due tagli dei tassi da 25pb solo da dicembre in poi.
- La **rupia** si è deprezzata del 4,5% verso dollaro tra fine giugno e metà settembre, con un movimento marcato dopo la mossa della Cina sul cambio, toccando recentemente un minimo a 66,83, poco distante da quello del 2013 (68,82). La dinamica del cambio ha rispecchiato quella dei flussi netti di capitali degli investitori istituzionali che sono stati negativi per 175 miliardi di rupie in agosto, in linea con quanto accaduto in altri paesi emergenti dopo la forte correzione dei mercati azionari innescata dalla Cina. Nello stesso periodo il cambio effettivo è rimasto stabile in termini nominali e in deprezzamento dell'1,3% in termini reali. Le riserve in valuta estera sono aumentate di 33 miliardi rispetto a fine 2014, toccando un massimo a 330 miliardi di dollari a giugno, e scendendo lievemente a 328 miliardi in agosto. Il grado di copertura delle importazioni è così salito da 7,7 mesi a fine 2014 agli attuali 9,3 mesi; le riserve in valuta estera coprono inoltre il 3,5% del debito estero a breve termine.
- La debole performance sia dell'export sia dell'import prefigura un deficit delle partite correnti poco distante dal 2014 (1,4%) anche nel 2015. Nonostante il netto miglioramento degli indicatori di **vulnerabilità esterna** l'India rimane, seppur meno che in passato, ancora vulnerabile a mutamenti bruschi dell'avversione al rischio degli investitori internazionali, in quanto negli ultimi anni una parte consistente del deficit delle partite correnti è finanziato da flussi di capitali che originano debito a breve termine, quali i depositi dei non residenti e i prestiti bancari (*external commercial borrowings*) in particolare, secondo il FMI²⁶, verso le imprese, già ampiamente indebitate e per una buona parte senza copertura del rischio cambio. Il miglioramento del saldo delle partite correnti rispetto agli anni passati e il sentiero di consolidamento dei conti pubblici, nonché l'elevato differenziale di tasso con gli USA ci inducono a ritenere che il deprezzamento del cambio sarà comunque contenuto e che la rupia possa tornare su un sentiero di marginale apprezzamento nel 2016.
- Sul **fronte politico** nella sessione del Monsone Estivo (21 luglio-13 agosto) il Parlamento non è riuscito ad approvare le modifiche alla legge sull'acquisizione dei terreni e non ha ottenuto l'approvazione dell'imposta sui beni e servizi (Good&Service Tax, GST) alla camera alta (Rajya Saba), dove il partito del premier Modi non ha la maggioranza. Il loro riesame è previsto pertanto nella sessione invernale.

²⁶ India – March 2015 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 15/61.

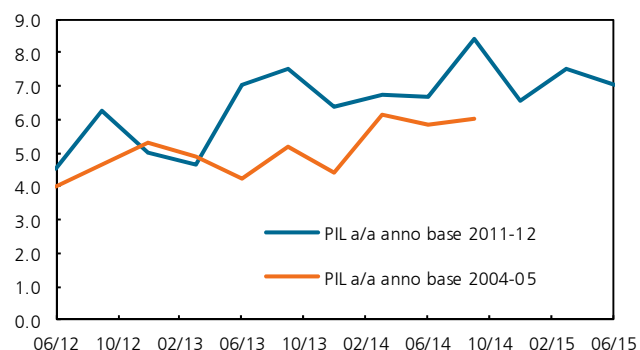
- L'impegno del Governo a ridurre i lacci burocratici e a sostenere gli investimenti e l'orientamento della Banca centrale in direzione di una politica monetaria ancora accomodante dovrebbero continuare a favorire il consolidamento della crescita nel medio periodo tuttavia il miglioramento del clima imprenditoriale rischia di essere più lento rispetto alle aspettative iniziali. **Manteniamo pertanto invariate le nostre previsioni di crescita al 7,4% nel 2015 e a 7,6% nel 2016.**

Previsioni							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
PIL (prezzi costanti)	11	6.2	4.4	6.4	7.1	7.4	7.6
Consumi privati	8.6	7.3	7.2	5.2	6.1	7.1	7.3
Consumi pubblici	8.4	7.9	5.5	8.5	6.5	4.6	8.5
Investimenti fissi	17.5	6.2	-1.3	5.2	3.1	5.3	7.6
Esportazioni	15.5	18.3	11.2	2.9	4.9	-0.1	7.4
Importazioni	18.2	18.4	11.8	-6.7	-1.8	-0.9	6.7
Produzione industriale	9.7	4.8	0.7	0.6	1.8	4.9	6.6
Inflazione (CPI)	10.3	9.6	9.7	10.7	6.6	5.0	5.2
Tasso di disoccupazione (%)	6.1	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5
Salari medi	19.4	13.5	20.2	11.2	10.7	10.3	9.6
Mibor 3 mesi (media) (%)	6.3	9.5	9.5	9.3	9.1	8	7.4
Cambio USD/INR (media)	45.74	46.69	53.47	58.57	61.04	65.19	62.28
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-2498.0	-2945.1	-4893.2	-2779.6	-1665.5	-1774.9	-1954.2
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-3.4	-3.4	-5.1	-2.5	-1.4	-1.3	-1.2
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.8	-6.8	-5.5	-5.5	-4.2	-4.3	-4.1

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare.

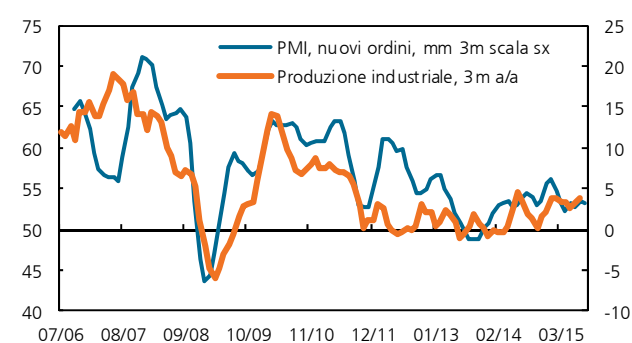
Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La revisione della serie del PIL porta una crescita più alta



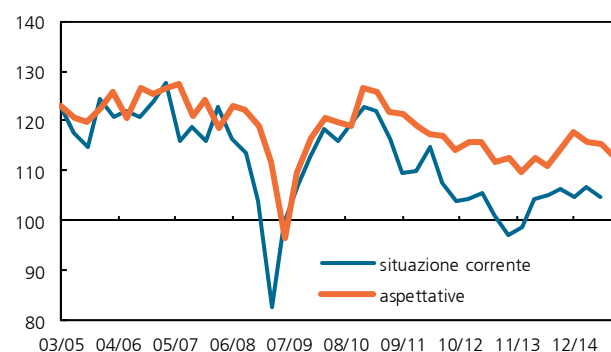
Fonte: CEIC

Fig. 2 - Gli ordini restano stabilmente sopra 50



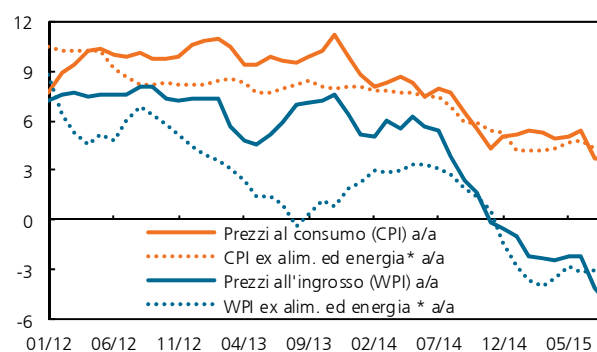
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 - Aspettative delle imprese



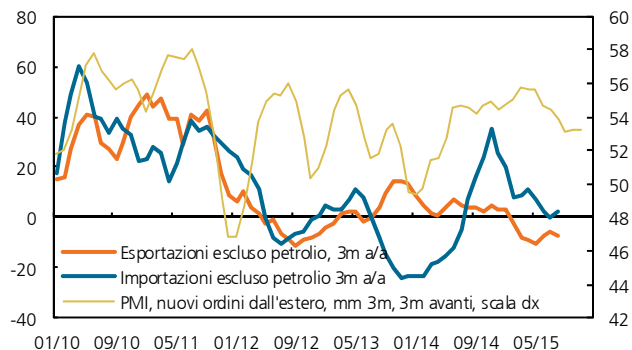
*Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 - L'inflazione si stabilizza



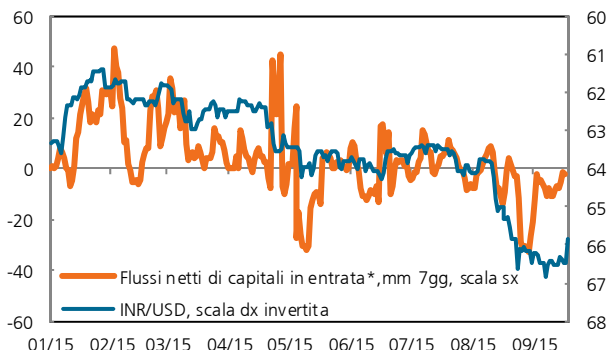
*Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 – Il commercio estero resta debole



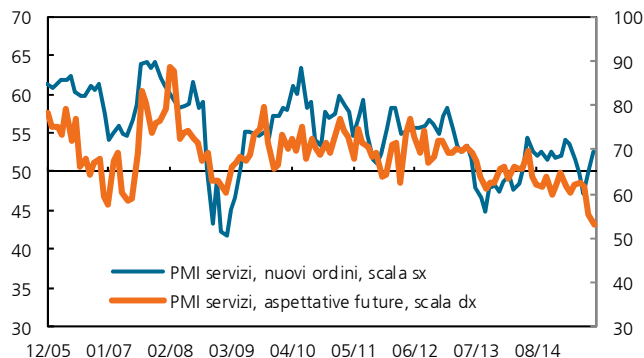
Fonte: Bloomberg, Markit, Elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La rupia si deprezza vs dollaro



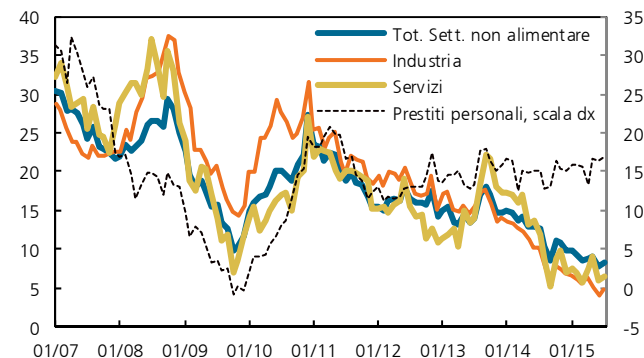
Fonte: CEIC

Fig. 7 – Servizi: migliorano gli ordini ma calano le aspettative



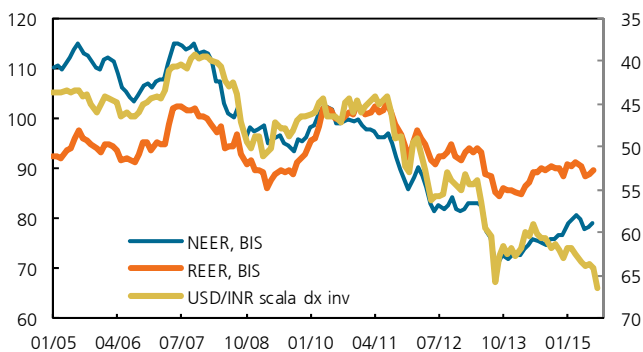
Fonte: Markit

Fig. 8 – Il credito non accelera (var. % a/a)



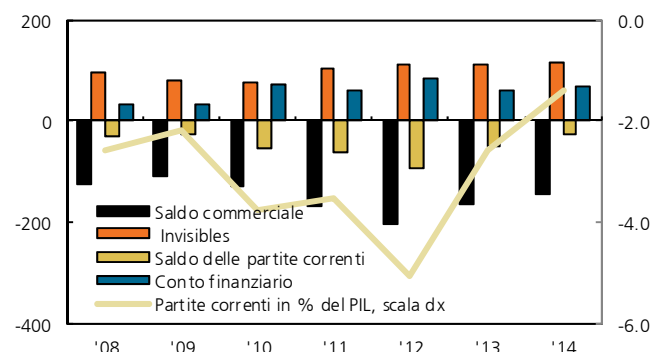
Fonte: CEIC

Fig. 9 - Cambio effettivo



Fonte: CEIC, Bloomberg

Fig.10 - Partite correnti



Fonte: Bloomberg

Mercati valutari – Rialzo Fed rinviato, e con esso gli effetti sui cambi

I rischi per lo scenario globale derivanti dal rallentamento dell'economia cinese hanno indotto la Fed a rinviare il primo rialzo dei tassi, che fino a qualche mese fa era atteso per settembre. Al di là della prima reazione d'impatto, questo non dovrebbe modificare lo scenario di fondo dei mercati valutari, per cui il dollaro dovrebbe rafforzarsi in corrispondenza della svolta Fed. Questa infatti non perde la rilevanza che (in termini di aspettative) ha avuto finora. La ragione principale è che il punto di partenza rimane identico: si parte da tassi che sono fermi a zero da quasi sette anni, l'ultimo intervento sui tassi era stato a dicembre 2008 e si era trattato di un taglio, mentre l'ultimo rialzo risale ormai a quasi dieci anni fa (giugno 2006). Ovvero, la svolta rimane rilevante perché rileva il livello assoluto (di partenza) dei tassi che, per di più, è il minimo assoluto (zero). Questo massimizza la *sensitivity* dei cambi ai tassi d'interesse nella fase iniziale di inversione del ciclo di politica monetaria.

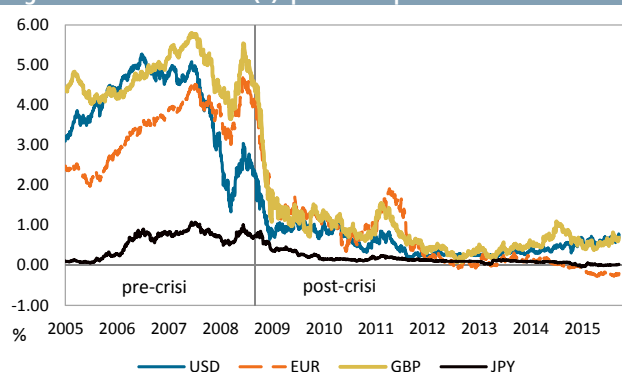
Asmara Jamaleh

Inoltre, altro aspetto importante, non cambia il *gap* temporale tra l'azione della Fed e delle altre principali banche centrali. Ancora una volta infatti alcune hanno già allentato ulteriormente la politica monetaria mentre altre si sono dichiarate pronte a farlo, se necessario, o a mantenere condizioni accomodanti più a lungo. La causa di tali indugi non è infatti di origine domestica ma esterna – il rallentamento della Cina – e comune. Lo scenario di rafforzamento atteso del dollaro in corrispondenza della svolta Fed resta pertanto invariato.

Abbiamo cercato di stimare la *sensitivity* dei principali tassi di cambio – euro, sterlina e yen – ai tassi d'interesse USA: pur con alcuni ovvi *distinguo*, risulta elevata in tutti e tre i casi.

Per le stime abbiamo utilizzato i rendimenti a breve USA e i corrispondenti di area euro, Regno Unito e Giappone, dal 2005 a oggi, un'ampiezza temporale che comprende sia la fase normale pre-crisi del 2008 sia la fase "straordinaria" post-crisi (Fig. 1).

Fig. 1 – Tassi d'interesse (*): pre-crisi e post-crisi



Tassi (*) = rendimenti a breve (2 anni). Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 – *Sensitivity* ai tassi USA per euro, sterlina e yen

	sensitivity		livello attuale del cambio (*)	punto di arrivo del cambio per 100 pb di rialzi Fed (**)
	tassi USA	tassi domestici		
EUR/USD	-0.06	0.08	1.12	1.05
GBP/USD	-0.03	0.07	1.53	1.50
USD/JPY	0.08	-0.16	120	129

(*) media della prima metà di settembre

(**) con tassi fermi per BCE, BoE e BoJ

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

L'euro mostra una *sensitivity* elevata ai tassi USA (-0,06), leggermente inferiore comunque a quella rispetto ai tassi area euro (Tab. 1). Secondo le stime un ciclo di 100pb di rialzi Fed può abbassare il livello del cambio di circa 7 figure, che da valori correnti a 1,12 EUR/USD (media della prima metà di settembre) significherebbe un calo fino a 1,05 EUR/USD. L'impatto è misurato a tassi area euro invariati, in linea con i termini del QE (acquisto titoli programmato fino a settembre 2016). Le stime suggeriscono che all'effettivo avvio della svolta Fed il deprezzamento dell'euro potrebbe estendersi fino a raggiungere i minimi di metà marzo a 1,05-1,04 EUR/USD. L'ipotesi sarebbe anche avvalorata dalla prospettiva che in caso di deterioramento dello scenario globale la BCE sarebbe disposta a ampliare il QE, estendendo la durata e/o l'ampiezza del programma.

Euro

Manteniamo pertanto un profilo atteso del cambio con discesa sotto 1,10 EUR/USD entro fine anno e raggiungimento dei punti di minimo a 1,05-1,04 EUR/USD in prossimità del primo rialzo Fed. La gradualità dei rialzi Fed, soprattutto nella fase iniziale del nuovo ciclo, dovrebbe contenere l'ulteriore *downside* della moneta unica, che dai minimi attesi dovrebbe lentamente iniziare a consolidare nel corso del prossimo anno. Il risvolto di un euro troppo debole sarebbe infatti un dollaro molto forte, cosa che la Fed stessa questo mese ha esplicitamente menzionato come fattore di mercato avverso nel contesto internazionale attuale. In caso inoltre di non-estensione del QE BCE l'abbandono di quota zero da parte dei rendimenti area euro avrebbe – secondo le stime – un effetto favorevole sul cambio, data la *sensitivity* ai tassi euro, leggermente più elevata (0,08) di quella ai tassi USA (-0,06). Lo scenario di rischio della previsione è comunque verso il basso.

Anche la *sensitivity* della sterlina ai tassi USA è significativa, ma a -0,03 è inferiore rispetto a quella dell'euro (Tab. 1). Ne deriva che in questo caso 100pb di rialzi Fed abbasserebbero di sole 3 figure il livello del cambio che, da un livello corrente a 1,53 GBP/USD (media della prima parte di settembre) scenderebbe a quota 1,50 GBP/USD. Il *downside* è dunque modesto e si annulla completamente se anche la BoE – come la Fed – alza i tassi.

Sterlina

Tab. 2 – *Sensitivity* della sterlina ai tassi Fed e BoE

	sensitivity		livello attuale del cambio (*)	punto di arrivo del cambio		
	tassi USA	tassi domestici		con 100 pb di rialzi Fed (**)	con 100 pb di rialzi BoE (***)	con 100 pb di rialzi congiunti Fed e BoE
GBP/USD	-0.03	0.07	1.53	1.50	1.64	1.60

(*) media della prima metà di settembre

(**) con tassi fermi per la BoE

(***) con tassi fermi per la Fed

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

La *sensitivity* del cambio ai tassi BoE è infatti più elevata: a 0,07 è più del doppio di quella ai tassi Fed. Pertanto, 100pb di rialzi BoE si tradurrebbero in oltre 10 figure in più del cambio, da 1,53 GBP/USD (livello corrente) a 1,64 GBP/USD (Tab. 2). L'effetto di un aumento dei tassi BoE sarebbe dunque molto più elevato (il triplo) rispetto a quello di un aumento dei tassi Fed, a parità di ampiezza totale dei rialzi. In questo modo l'impatto finale congiunto di svolta Fed e svolta BoE sarebbe un apprezzamento della sterlina, da 1,53 a 1,60 GBP/USD (Tab. 2).

In tal caso la sterlina si apprezzerebbe anche contro euro: secondo le suddette stime di *sensitivity* di GBP/USD ed EUR/USD, l'*upside* si estenderebbe tra 0,70 e 0,65 EUR/GBP.

Lo scenario centrale è però che la BoE inizi ad alzare i tassi dopo la Fed: il primo rialzo BoE è infatti atteso nel 1° trimestre dell'anno prossimo, tendenzialmente a febbraio, a fronte di una svolta Fed attesa a dicembre di quest'anno. I rischi sono che la BoE posticipi la propria svolta, ma non più di un trimestre.

Le nostre previsioni sono pertanto per una sterlina che potrebbe indebolirsi leggermente scendendo all'interno del range 1,55-1,50 GBP/USD in prossimità del primo rialzo Fed, per risalire successivamente verso 1,60 GBP/USD all'avvicinarsi del primo rialzo BoE. Manteniamo quindi attese di nuovo apprezzamento della sterlina nei confronti dell'euro con rientro verso 0,70-0,68 EUR/GBP.

Lo scenario di rischio della previsione è verso il basso per la sterlina. Anche la BoE infatti, in modo ancora più esplicito della Fed, ha menzionato l'impatto ribassista del cambio forte

sull'inflazione, aggiungendo però che stimare l'entità di tale impatto è piuttosto difficile, soprattutto nel nuovo contesto post-crisi.

Secondo le stime, la *sensitivity* dello yen ai tassi USA è la più elevata, a 0,08 per il cambio USD/JPY (Tab. 1). In questo caso **però, diversamente da euro e sterlina, le stime non sono statisticamente molto significative**, probabilmente a causa del ricorso alla ZIRP da parte della BoJ con un decennio circa di anticipo rispetto alla Fed. L'output delle stime non appare tuttavia irragionevole: 100pb di rialzi Fed potrebbero abbassare il cambio dello yen rispetto al dollaro di quasi 10 figure, da 120 USD/JPY (media della prima metà di settembre) a 129 USD/JPY (Tab. 1).

Yen

Ad avvalorare l'ipotesi di un impatto ribassista significativo è comunque la prospettiva che la BoJ annunci di nuovo un ampliamento del QQE, come aveva fatto a fine ottobre dell'anno scorso. La BoJ infatti sta incontrando maggiori difficoltà rispetto alle altre principali banche centrali a riportare e mantenere l'inflazione sul sentiero di ritorno a *target*. Sull'espansione del QQE BoJ l'anno scorso lo yen si è deprezzato immediatamente, ampiamente e in modo "permanente" di 15 figure, passando da 105 a 120 USD/JPY, per inaugurare poi nuovi minimi a 125 USD/JPY a giugno di quest'anno.

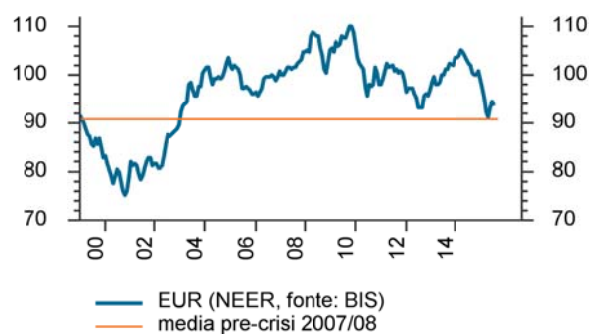
Le nostre **previsioni di indebolimento dello yen tra 125 e 130 USD/JPY entro fine 2015/inizio 2016** rimangono pertanto invariate, tanto più che rispetto a un anno fa l'eventuale ampliamento del QQE BoJ sarebbe contestuale al reale avvio del ciclo di rialzi Fed. Sull'orizzonte a 1m-3m il cambio dello yen rispetto all'euro dovrebbe mantenersi prevalentemente nello stesso range 130-140 EUR/JPY in atto da maggio, con maggiore vicinanza al limite superiore del range sull'eventuale annuncio di espansione del QQE BoJ e a quello inferiore in corrispondenza del primo rialzo Fed.

Fig. 1 – Dollaro, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Euro, cambio effettivo nominale



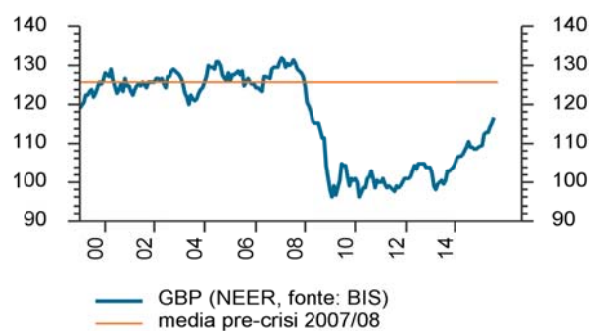
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Yen, cambio effettivo nominale



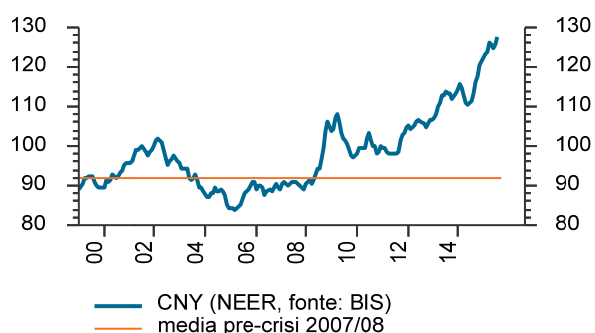
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Sterlina, cambio effettivo nominale



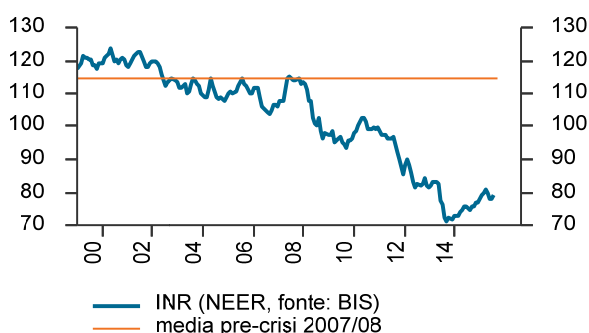
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



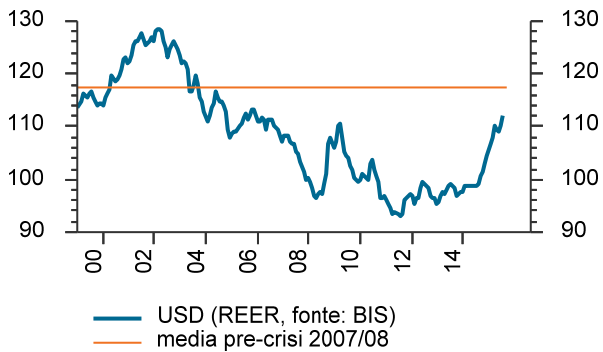
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



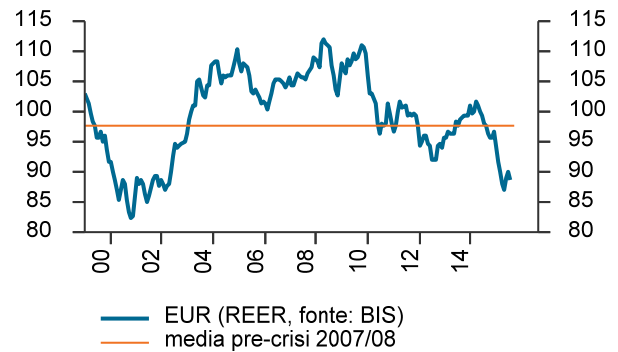
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Dollaro, cambio effettivo reale



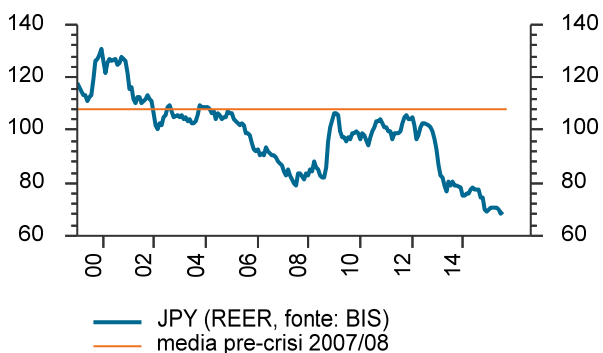
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 8 – Euro, cambio effettivo reale



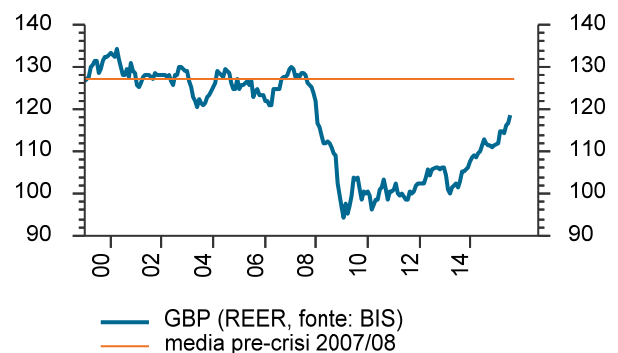
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 9 – Yen, cambio effettivo reale



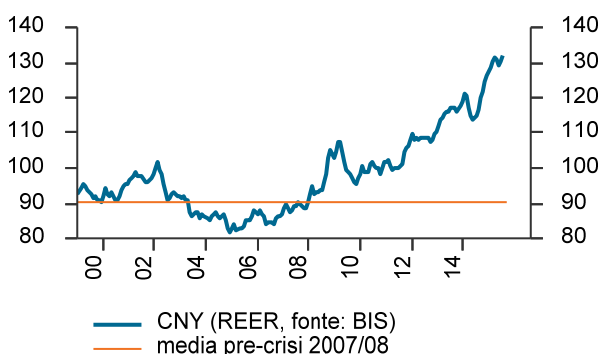
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 10 - Sterlina, cambio effettivo reale



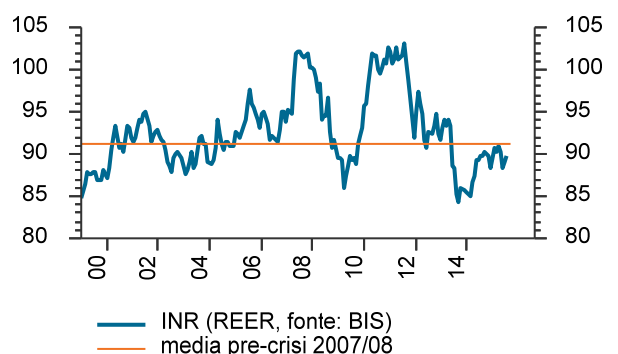
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 11 – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 12 – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Scenario Macroeconomico

Settembre 2015

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Giulia Fioravanti	62149	giulia.fioravanti@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
Michele Scandroglio	62513	michele.scandroglio@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.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'FSA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ad Investitori Istituzionali Qualificati negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 245 Park Avenue, 35th floor, 10167 New York, NY, USA, Tel: (1) 212 326 1230.

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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