

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Settembre 2017

Indice

L'economia mondiale? Né troppo calda, né troppo fredda	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	4
Stati Uniti: <i>output gap</i> chiuso, inflazione bassa e tassi in rialzo graduale	6
Area euro: l'economia va a gonfie vele	10
Crescita più forte delle attese	11
Ritorno dell'inflazione verso il target più incerto	15
Politica monetaria: l'uscita dall'APP sarà assai graduale, i tassi saliranno solo nel 2019	17
Germania: economia super, Merkel in cerca di alleati di governo	21
Lo spostamento a destra della Germania è un nuovo ostacolo per il processo di riforma dell'Unione Monetaria	25
Francia: l'economia continua a crescere, ma servirà attenzione ai conti pubblici	27
Italia: vento in poppa, almeno nel breve termine	31
Spagna: esplose la questione catalana	36
La questione catalana è anche una questione europea	40
Paesi Bassi: un secondo trimestre eccezionale spinge il PIL 2017 al 3%	43
Portogallo: il ritorno a <i>investment grade</i> sancisce la fine della crisi	47
Grecia: estate tranquilla in attesa del dopo-elezioni tedesco	48
Asia	49
Giappone: crescita sopra il potenziale, inflazione core a zero, politica monetaria sempre super-espansiva	49
Cina: in attesa del Congresso	53
India: un secondo rallentamento transitorio	59
Materie prime: un autunno ricco di potenziali sorprese	64
Petrolio: <i>trading range</i>	65
Mercati valutari: dollaro frenato dalla minor divergenza delle politiche monetarie	68

Settembre 2017

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

L'economia mondiale? Né troppo calda, né troppo fredda

L'andamento dell'economia mondiale ha continuato ad essere positivo nel 3° trimestre 2017, e in alcuni casi migliore delle attese. La nostra valutazione delle prospettive per il 2018 resta pressoché immutata: la fase di espansione continuerà, appena disturbata da una modesta riduzione dello stimolo monetario e dai riallineamenti valutari. Bassa inflazione e dinamiche del credito moderate consentono alle banche centrali di gestire questa fase con gradualità.

Luca Mezzomo

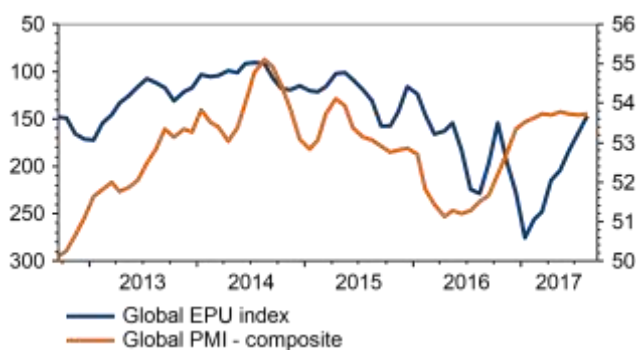
L'economia mondiale sta chiudendo il 3° trimestre su note ancora positive. Le indagini congiunturali relative agli ultimi mesi mostrano una crescita invariata o in accelerazione rispetto al 2° trimestre. Il PIL globale continua ad accelerare il passo, anche se il ritmo di espansione rimane moderato: sulla base del PMI globale stimiamo che possa collocarsi al 2,8% nel 3° trimestre, e prevediamo una possibile ulteriore accelerazione al 3% entro il 1° semestre 2018. I dati reali confermano le indicazioni positive delle indagini di clima, con una diffusa ripresa degli indici di produzione industriale e dei volumi del commercio internazionale. Questi ultimi sono sostenuti anche dalla stabilizzazione delle quotazioni petrolifere, che ha già condotto a una svolta nella dinamica delle importazioni da parte dei paesi produttori di petrolio. Anche la valutazione dei residui rischi politici è divenuta più equilibrata.

Fig. 1 – Indici di sorpresa economica positivi



Fonte: IHS Markit, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



Fonte: EPU, Thomson Reuters-Datastream, IHS Markit

Le stime di consenso sulla crescita 2017-18 hanno visto un significativo innalzamento negli ultimi tre mesi, anche se gli Stati Uniti e il Regno Unito sono rimasti estranei a tale processo. Però negli ultimi mesi i dati hanno continuato a sorprendere positivamente soltanto negli emergenti, mentre nei paesi avanzati pare che le previsioni si siano ormai assestate al più aggressivo sentiero di crescita. Inoltre, le indagini di fiducia cominciano a stabilizzarsi, indicando che la fase di accelerazione è ormai in via di esaurimento. Sembra difficile che la crescita possa accelerare significativamente il prossimo anno. Anche la fase di revisione al rialzo delle proiezioni potrebbe essere in via di esaurimento.

Come già segnalato in passato, il supporto delle politiche economiche potrebbe farsi un po' meno positivo nei prossimi trimestri. D'altro canto, l'impatto restrittivo appare troppo modesto per mettere a repentaglio l'espansione economica. La svolta delle **politiche fiscali** è timida, e perciò non dovrebbe rappresentare un freno significativo alla crescita dei paesi avanzati: il miglioramento del saldo primario nel 2018, infatti, è spiegato soprattutto dalla ripresa ciclica delle entrate tributarie. Inoltre, sta diventando più probabile un taglio delle imposte negli Stati Uniti nel 2018, che potrebbe portare ad un allentamento della *stance* fiscale.

Sul fronte delle **politiche monetarie**, invece, il cambio di direzione è netto, e interessa un numero sempre più ampio di paesi avanzati. In particolare, la restrizione delle condizioni monetarie si sta

intensificando negli Stati Uniti, con modesti rialzi dei tassi e una graduale riduzione del bilancio attraverso un reinvestimento soltanto parziale delle scadenze. Nell'Eurozona, la BCE sta riducendo il grado di stimolo monetario attraverso un minor aumento del bilancio, anche se appare ancora lontana dal considerare aumenti dei tassi ufficiali e la restrizione delle condizioni finanziarie avviene soprattutto sul fronte valutario. La Banca d'Inghilterra sembra più vicina ad alzare i tassi ufficiali, mentre il Canada ha già imboccato tale strada. Fra i paesi emergenti la situazione è variegata, ma il raffreddamento delle misure di inflazione e la lentezza della restrizione operata da BCE e Fed potrebbe portare a un andamento più accomodante delle politiche monetarie.

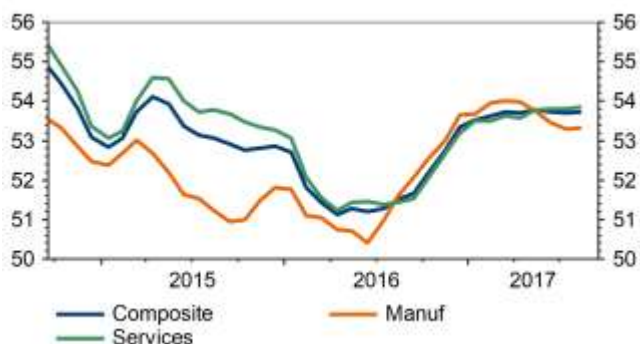
Effettivamente questa restrizione monetaria è caratterizzata da una notevole gradualità, sia nelle aspettative di mercato (il tasso Euribor 3 mesi implicito nel *future* con scadenza dicembre 2021 è pari a 0,63%), sia nell'indirizzo fornito dalle banche centrali stesse: la Federal Reserve indica il punto di arrivo di questo ciclo di rialzi al 2,8%. La persistenza delle politiche monetarie accomodanti è consentita dalla modestia delle pressioni inflazionistiche, che faticano a prendere piede anche dove il mercato del lavoro sembra aver conseguito la piena occupazione (Stati Uniti, Germania). Su tale fronte non ci attendiamo mutamenti significativi. Aiuta le banche centrali anche il fatto che le dinamiche creditizie restino generalmente moderate: le misure BIS di *credit gap* sono nella norma in tutti i paesi avanzati, con l'eccezione del Canada e, in misura minore, del Giappone. Questa caratteristica della ripresa potrebbe stupire, considerando l'intensità dello stimolo monetario (tassi zero o negativi, creazione di ampi eccessi di riserve, lancio di massicci programmi di acquisto di attività finanziarie ecc.). Però stupisce meno considerando l'intensità della stretta regolamentare che ha interessato il sistema bancario dopo la crisi finanziaria. Il giro di vite che ha interessato il sistema di controllo dei rischi nel sistema finanziario potrebbe alleggerire il carico che abitualmente ricadeva sulla politica monetaria.

Un'altra caratteristica interessante di questa fase congiunturale è costituita dal **riallineamento valutario** a svantaggio del dollaro che sembra essere iniziato nel 2017, dopo una sorta di falsa partenza nel 2° trimestre 2016. Per il momento, l'entità dell'aggiustamento è modesta: il dollaro resta ben sopra la media degli ultimi 5 anni in termini di indice ponderato per i flussi commerciali, mentre l'euro è appena oltre la media. D'altra parte, i movimenti che abbiamo osservato sono coerenti con il ribilanciamento dell'economia mondiale e non appaiono al momento eccessivi. D'altra parte, è possibile che la sensibilità dei flussi commerciali al cambio sia oggi strutturalmente più bassa che in passato.

In conclusione, la nostra valutazione delle prospettive è mutata molto poco negli ultimi mesi. Le nostre previsioni di crescita sono state oggetto di marginali revisioni al rialzo rispetto a giugno, che hanno interessato soprattutto i paesi dell'Eurozona. Al contrario, le proiezioni di inflazione sono tendenzialmente più basse rispetto a giugno, in particolare per gli Stati Uniti.

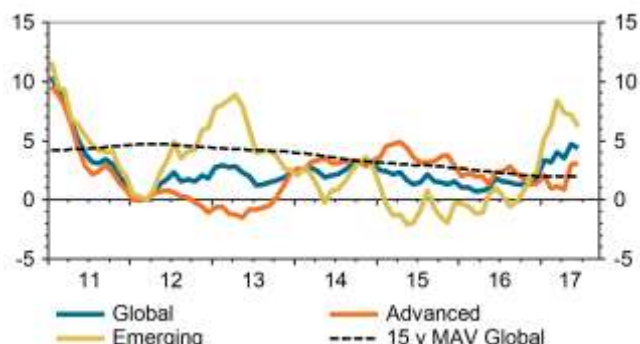
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



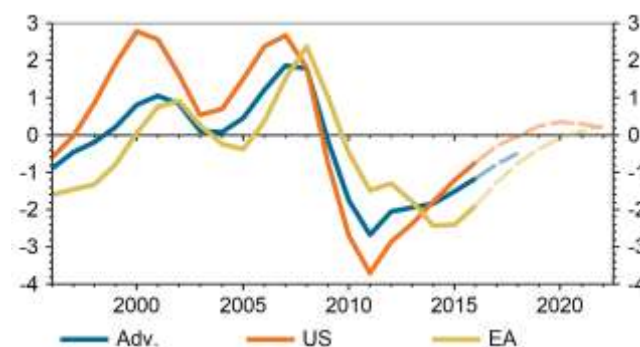
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



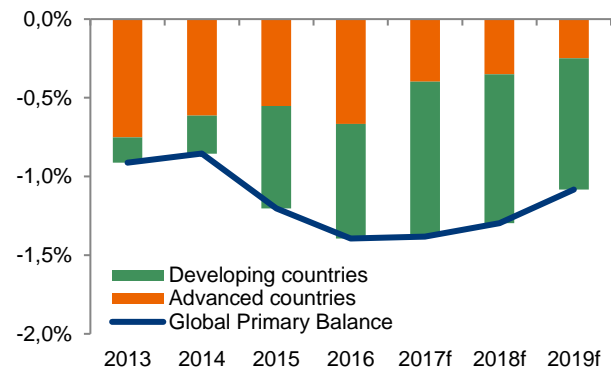
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



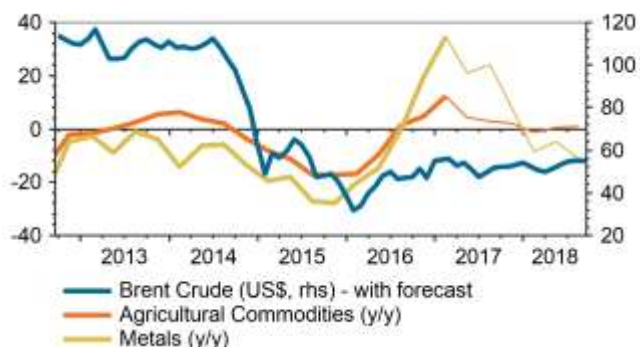
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



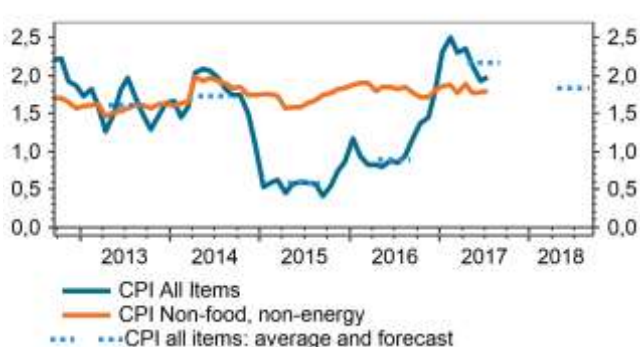
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



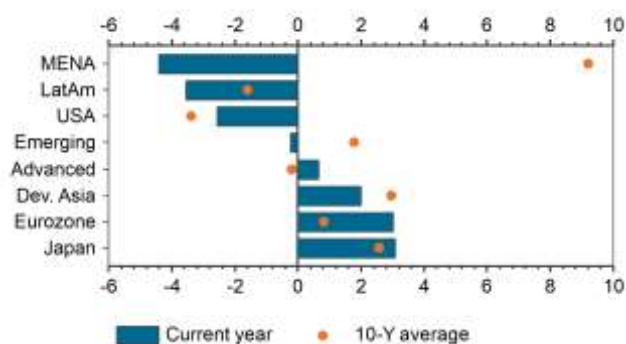
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



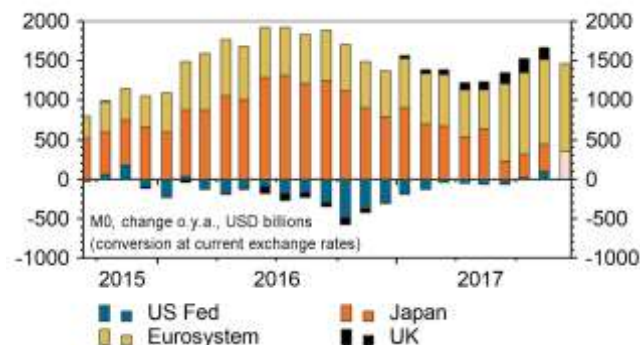
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



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

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



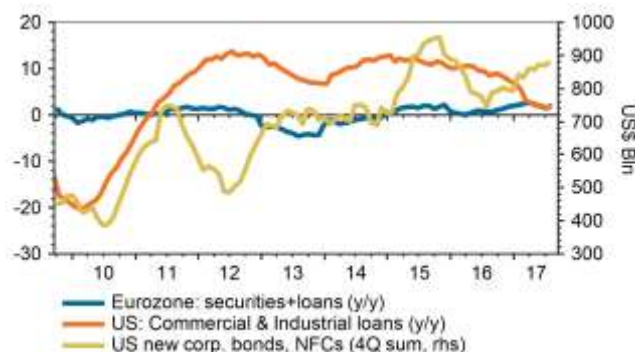
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



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

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



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

La crescita economica per area geografica

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Stati Uniti	2.9	1.5	2.2	2.4	2.0
Giappone	1.1	1.0	1.5	0.9	0.9
Area Euro	1.9	1.8	2.2	1.7	1.5
Europa orientale	0.0	1.3	2.9	2.4	2.2
America Latina	-0.8	-0.9	1.2	2.4	3.0
OPEC	1.1	2.2	0.7	2.5	3.7
Cina	6.9	6.7	6.7	6.3	6.0
India	7.5	7.9	6.4	7.2	7.4
Crescita mondiale	3.2	3.2	3.6	3.7	3.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: *output gap* chiuso, inflazione bassa e tassi in rialzo graduale

L'economia americana continua a crescere, con la prospettiva di un ulteriore allungamento di questa espansione, già molto vecchia (terza più lunga dal 1854). La durata della ripresa in corso si basa su due fattori: moderazione diffusa e bassa inflazione, che hanno evitato finora interventi aggressivi da parte della Fed. A metà 2017, l'*unemployment gap* è in territorio positivo, l'*output gap* intorno a zero (stima CBO e OCSE), ma l'inflazione resta vicina all'1,5% e la dinamica salariale si mantiene intorno al 2,5% a/a. La curva di Phillips è probabilmente ancora viva, ma è molto piatta e finora ha permesso la riduzione delle risorse inutilizzate senza significative pressioni sui prezzi. La previsione è che lo scenario degli ultimi anni prosegua, con una crescita mediamente di poco superiore al potenziale tra il 2017 e il 2019: **2,2% nel 2017, 2,4% nel 2018 (con la riforma tributaria), 2% nel 2019.**

Giovanna Mossetti

1. Scenario macroeconomico: moderazione. La crescita nel 1° semestre è stata in media vicina al 2%. Il 2° semestre subirà l'impatto degli uragani Harvey e Irma, che dovrebbero frenare la domanda nei mesi a cavallo fra il 3° e il 4° trimestre e spingere l'attività da metà del 4°, con riflessi positivi anche su inizio 2018. Dopo l'uragano Katrina, il PIL rallentò, soprattutto nel 4° trimestre, sulla scia della debolezza dei consumi e degli investimenti, con un rimbalzo di queste due voci a inizio 2006 (fig. 2). Le informazioni disponibili ora fanno prevedere consumi deboli ad agosto e settembre, in ripresa nel 4° trimestre. Al di là della volatilità transitoria, lo scenario del PIL rimane su un trend di espansione moderata, senza eccessi, poco sopra il potenziale.

I **consumi** restano sostenuti da fondamentali favorevoli: mercato del lavoro solido, aumento della ricchezza netta, condizioni finanziarie espansive, fiducia elevata. La recente revisione dei conti nazionali ha abbassato significativamente il tasso di risparmio, alzando i consumi nel 2016. Il tasso di risparmio ora è stabilizzato intorno al 3,5%, con minori margini per un'eventuale accelerazione della spesa futura. Tuttavia, il raggiungimento del pieno impiego, che probabilmente si estenderà anche al 2018-19, è una base solida per prevedere una crescita media dei consumi di 2,5% sull'orizzonte 2017-19, in graduale rallentamento, verso ritmi da "stato stazionario": **2,7% nel 2017, al 2,5% del 2018 e al 2,3% del 2019.** Una variabile al momento difficilmente prevedibile è l'effetto della riforma tributaria, ancora incerta (v. sotto) non solo in termini di riduzione complessiva delle entrate federali, ma anche e soprattutto di distribuzione fra classi di reddito. Per ora incorporiamo un modesto aumento di stimolo fiscale, soggetto a grande incertezza.

Gli **investimenti fissi non residenziali** sono in rialzo moderato e diffuso. La volatilità del segmento estrattivo si è ridotta, con la normalizzazione dei prezzi del petrolio. Le indagini del manifatturiero e gli ordini danno indicazioni positive, al di là delle probabili fluttuazioni post-uragani. Le aspettative di crescita moderata della domanda interna e globale, la debolezza del dollaro e le condizioni finanziarie ancora espansive sostengono la fiducia delle imprese, anche prima di vedere i dettagli della possibile riforma tributaria. Gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero crescere di **4,5% nel 2017, 4,2% nel 2018 e 2,9% nel 2019.** Per quanto riguarda l'edilizia residenziale, la previsione è di ulteriore debolezza nella prima parte del 2° semestre 2017, seguita da riaccelerazione anche spinta dall'attività post-uragani. La crescita degli **investimenti residenziali** dovrebbe essere del **2,2% nel 2017 e nel 2018.**

L'**inflazione** continua a essere la variabile più incerta nel quadro dell'economia americana. Nel 1° semestre, diversi fattori hanno frenato la dinamica degli indici *core* (telefonia mobile, sanità, servizi alberghieri, affitti, auto), determinando un netto rallentamento delle variazioni mensili. Il CPI *core* di agosto ha registrato un rimbalzo di 0,24% m/m: sarà il nuovo trend? Alcuni dei freni visti nei mesi scorsi sono transitori, ma altri elementi potrebbero rallentare ancora la ripresa della dinamica dei prezzi: modifiche strutturali della formazione dei prezzi, come ha suggerito Dudley (effetto Amazon, per esempio), aumento della concorrenza (telecomunicazioni), saturazione della domanda (auto, affitti) e/o convalida di aspettative basse dopo 5 anni di inflazione persistentemente sotto il 2%. Fino al 1° trimestre 2018, la crescita tendenziale dei prezzi *core* resterà frenata dal taglio delle tariffe della telefonia mobile di marzo 2017, con possibili ulteriori riduzioni dell'inflazione annua fino a febbraio e potenziale influenza sulle aspettative. L'effetto degli uragani aumenta l'incertezza previsiva: l'aumento del prezzo della benzina di agosto e

settembre e la scarsità di alcuni beni e servizi fortemente richiesti per la ricostruzione, potrebbero mettere invece pressioni verso l'alto, non solo sugli indici *headline*, ma anche su quelli *core*. In conclusione, il ritorno dell'inflazione verso il 2% si mantiene incerto e determina, a nostro avviso, un aumento di cautela da parte della Fed sui rialzi dei tassi.

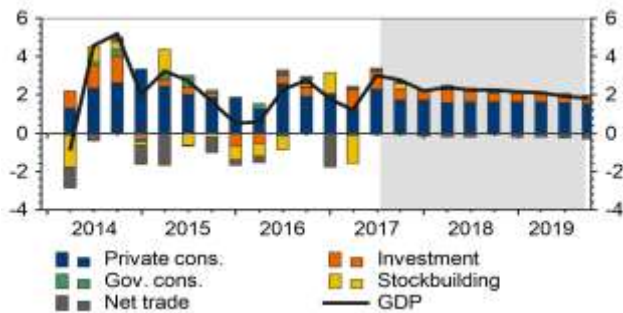
2. Politica fiscale: molto rumore per nulla? A nove mesi dall'insediamento di Trump, non c'è ancora traccia delle riforme promesse. Le poche azioni in Congresso (sospensione del limite del debito, estensione della legge di spesa, finanziamento per la ricostruzione post-uragani) sono state approvate su base bipartisan, grazie a un intervento del Presidente che ha scavalcato la leadership repubblicana. L'autunno sarà cruciale: a parte la possibilità di un accordo dell'ultima ora sulla riforma sanitaria, il **focus sarà sul budget e sulla riforma tributaria**. La nostra previsione è che **la riforma si farà, sarà espansiva e forse più efficace delle attese**, con riduzioni del carico fiscale anche per le classi di reddito medio-basso. Lo scenario centrale, se pure molto incerto, è che ci sia una riduzione delle imposte, potenzialmente anche retroattiva (quindi con possibili effetti espansivi nella prima metà del 2018), in modo da generare supporto per i repubblicani nell'anno elettorale. Al momento non è possibile incorporare gli effetti di una riforma non ancora annunciata, ma la nostra previsione di modesta accelerazione della crescita nel 2018 riflette l'aspettativa che nei prossimi mesi si concretizzino delle proposte, da approvare in tempi rapidi.

3. Politica monetaria: avanti con la normalizzazione. Il FOMC a settembre ha annunciato che a ottobre verrà avviato il programma di riduzione dei reinvestimenti comunicato a giugno. Il calo dei reinvestimenti sarà "automatico" e graduale (-10 mld al mese in autunno, in graduale aumento fino a -50 mld al mese a fine 2018 e oltre). Il bilancio non sarà uno strumento attivo della politica monetaria, che verrà gestita utilizzando i tassi. Su questo fronte, il FOMC ha indicato che la buona performance dell'economia giustifica il proseguimento della graduale rimozione di stimolo. Le proiezioni macroeconomiche sono sempre positive, con il tasso di disoccupazione di 2-3 decimi sotto il tasso di equilibrio (4,6%) su tutto l'orizzonte previsivo, la crescita poco sopra il potenziale e l'inflazione all'1,9% nel 2018 e al 2% dal 2019 in poi. Con questo quadro ottimistico, i tassi sono attesi in rialzo, con un sentiero però marginalmente più basso e più piatto rispetto a giugno. Le proiezioni vedono un altro rialzo a dicembre, seguito da tre rialzi nel 2018, due nel 2019 e uno nel 2020. Il tasso di interesse neutrale è ridotto di 25pb a 2,75% da 3% delle precedenti proiezioni. Il FOMC ha sottolineato che la volatilità attesa nei dati macroeconomici dell'autunno per via degli uragani non dovrebbe modificare i trend economici di fondo. La variabile **cruciale per il sentiero dei tassi rimane l'inflazione core**: segnali di un nuovo indebolimento potrebbero portare a una revisione delle previsioni nei prossimi mesi.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti ,a/a)	1.5	2.2	2.4	1.2	1.5	1.8	2.0	2.2	2.2	2.2	2.6	2.4	2.3
- trim./trim. annualizzato				2.2	2.8	1.8	1.2	3.0	2.8	1.9	2.6	2.2	2.3
Consumi privati	2.7	2.7	2.5	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.5	2.1	2.6	2.4	2.4
IFL - privati non residenziali	-0.6	4.5	4.2	3.3	3.4	0.2	7.1	6.9	4.4	3.7	4.9	3.9	2.9
IFL - privati residenziali	5.5	2.2	2.2	-4.8	-4.5	7.1	11.1	-6.5	1.8	2.5	3.0	3.0	3.5
Consumi e inv. pubblici	0.8	-0.2	0.4	-0.9	0.5	0.2	-0.6	-0.3	-0.5	0.3	0.6	0.8	0.7
Esportazioni	-0.3	3.5	3.3	2.8	6.4	-3.8	7.3	3.7	4.6	2.7	3.3	2.6	3.5
Importazioni	1.3	3.8	3.3	0.4	2.7	8.1	4.3	1.6	3.0	2.9	4.0	3.4	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.2	0.1	-0.7	0.1	1.1	-1.5	0.0	0.3	0.0	0.2	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.4	-2.6										
Deficit Federale (% PIL)	-5.1	-4.5	-4.5										
Debito pubblico (% PIL)	127.4	126.1	125.7										
CPI (a/a)	1.3	2.1	1.8	1.0	1.1	1.8	2.5	1.9	2.0	1.9	1.4	1.9	2.1
Produzione Industriale (a/a)	-1.2	1.8	2.3	-0.2	0.2	0.2	0.4	1.4	0.1	0.7	0.7	0.5	0.4
Disoccupazione (%)	4.9	4.4	4.2	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1
Federal Funds (%)	0.5	1.1	1.8	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0	1.3	1.3	1.5	1.8	1.8
Cambio effettivo (1973=100)	91.7	93.9	95.4	89.6	90.2	93.7	94.4	93.0	93.8	94.4	94.8	95.4	95.6

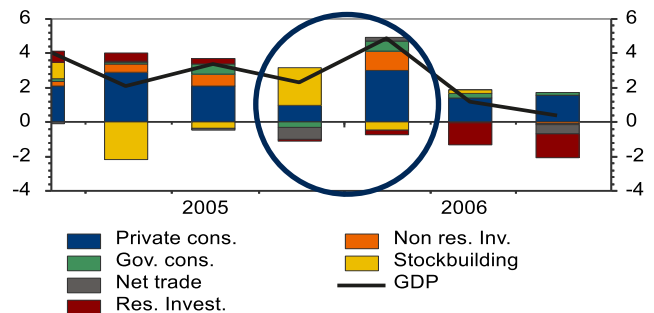
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Previsioni di crescita moderata per tutte le componenti della domanda domestica



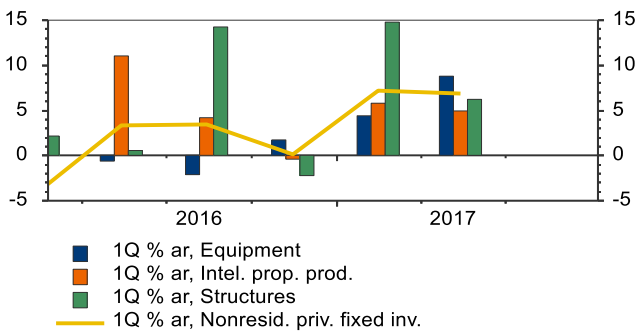
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Previsioni FMI

Fig. 2 – PIL e Katrina: effetti transitori su consumi e investimenti, esauriti dopo due trimestri



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Investimenti non residenziali: crescita equilibrata



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ISM: indicazioni positive da tutti i settori



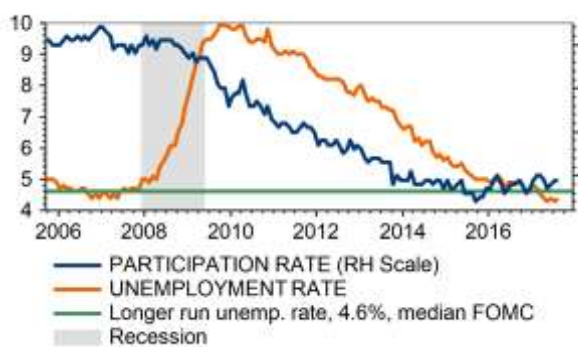
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Nuovi occupati sempre vicini a 180 mila al mese



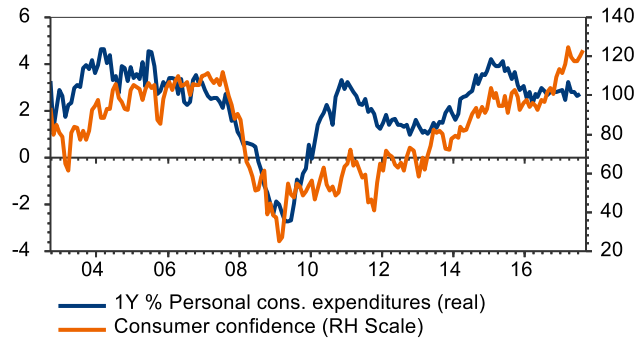
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il trend della disoccupazione resta in calo



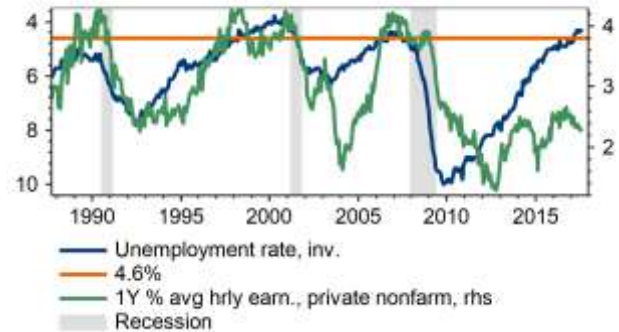
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Consumatori ottimisti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La crescita salariale rimane molto moderata



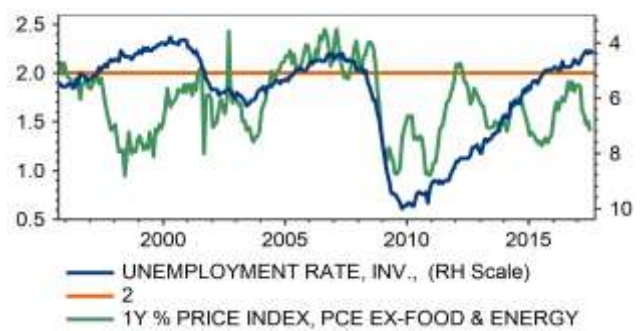
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – L'inflazione è bassa, in parte per fattori temporanei



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Gli obiettivi del mandato della Fed divergono, ma dovrebbe essere un fenomeno transitorio



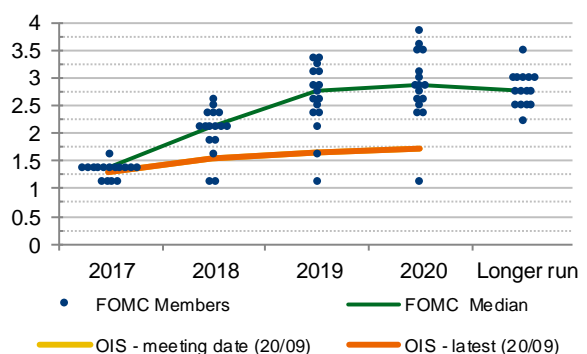
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Bilancio della Fed prima di QExit



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

Fig. 12 – Proiezioni dei tassi dei partecipanti al FOMC: consenso per il breve, opinioni molto diverse nel medio termine



Nota: proiezioni dei presidenti delle Federal Reserve Banks e dei membri del Board of Governors, 20/09/2017. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve Board e Thomson Reuters-Datastream

Area euro: l'economia va a gonfie vele

La fase di espansione dell'economia area euro prosegue a ritmi anche più sostenuti rispetto alle nostre previsioni di tre mesi fa, già sopra consenso. Rivediamo al rialzo la stima per il 2017 al 2,2% da un precedente 2,0%. Il massimo dell'accelerazione di questo ciclo dovrebbe essere alle spalle. Dalla seconda metà di quest'anno e fino a fine 2019, il PIL crescerà a ritmi meno sostenuti ma comunque al di sopra del trend. L'apprezzamento del cambio effettivo (+6% da inizio aprile) non farà deragliare la ripresa perché è in parte endogeno ed insiste su un'economia che va meglio delle attese. Confermiamo, quindi, le stime per il 2018-19 all'1,7% e 1,5%.

Anna Maria Grimaldi

La ripresa è solida perché sempre più diffusa a tutta l'area. Il recupero del commercio mondiale e dell'export spiega solo in parte l'accelerazione recente. La domanda interna ha fatto meglio del previsto grazie alla tenuta dei consumi e all'inizio di un ciclo espansivo per gli investimenti.

La ripresa ciclica è associata ad una crescita più forte delle attese degli occupati e al calo del tasso di disoccupazione sui minimi da oltre nove anni. Ad oggi la maggior crescita economica non ha generato pressioni inflative sui prezzi interni e le nostre stime sono di una dinamica inflazionistica ancora intorno all'1,6% a fine 2019, dall'1,3% atteso per il 2018.

L'incertezza sulla risalita dell'inflazione *core*, esacerbata dal rialzo del cambio, giustifica la retorica ultra-accomodante della BCE e l'impegno a normalizzare la politica monetaria con estrema cautela. Pensiamo che il QE andrà avanti fino all'autunno del 2018 e che i tassi resteranno fermi fino a inizio 2019.

Il maggior ottimismo per l'economia area euro è motivato anche dall'evoluzione, in positivo, dello scenario politico. Il rischio di deriva populista è arginato, dopo l'esito delle elezioni in Olanda e Francia. Le elezioni in Austria del prossimo 15 ottobre non dovrebbero riservare sorprese, data la rimonta dei cristiano democratici. Resta, invece, più a rischio l'appuntamento elettorale in Italia della prossima primavera.

Il quadro macroeconomico ampiamente favorevole, la vittoria di Macron alle presidenziali francesi e la riconferma dei Merkel in Germania, creano un'opportunità unica per rilanciare il dialogo sul processo di riforma dell'Unione Monetaria e rinsaldare la fiducia dei cittadini nei valori democratici europei, dopo anni in cui la crescita e la coesione sociale nella zona euro sono state sostenute quasi esclusivamente dalle politiche della BCE. Ma le attese vanno gestite: l'*establishment* e l'opinione pubblica tedeschi rimangono contrari a cessioni di sovranità fiscale e fermi su una gestione di eventuali crisi future sulla base di processi di mercato.

Previsioni	2016			2017				2018					
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.8	2.2	1.7	1.7	1.7	1.9	2.0	2.3	2.3	2.1	2.0	1.7	1.6
- t/t				0.3	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
Consumi privati	2.0	1.8	1.5	0.3	0.3	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.3	2.8	4.4	2.7	0.1	1.3	-0.3	0.9	1.0	0.9	1.2	1.2	1.1
Consumi pubblici	1.7	1.2	1.2	0.2	0.2	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.2	4.4	3.5	1.3	0.4	1.5	1.3	1.1	0.8	0.8	1.0	0.8	0.8
Importazioni	4.6	4.1	3.7	1.8	0.5	2.0	0.4	0.9	1.0	0.8	0.9	1.0	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.2
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.2	3.0										
Deficit pubblico (% PIL)	-1.5	-1.4	-1.3										
Debito pubblico (% PIL)	91.3	90.3	89.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	1.6	1.4	-0.1	0.3	0.7	1.8	1.5	1.5	1.6	1.2	1.5	1.6
Produzione industriale (a/a)	1.4	1.9	1.4	1.1	1.0	2.2	1.3	2.7	2.4	1.2	1.2	0.9	1.4
Disoccupazione (ILO, %)	10.0	9.2	8.7	10.1	9.9	9.7	9.5	9.2	9.1	8.9	8.8	8.8	8.8
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
EUR/USD	1.11	1.13	1.19	1.13	1.12	1.08	1.06	1.10	1.18	1.16	1.17	1.19	1.20

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

Crescita più forte delle attese

Il 2017 si è rivelato un anno di crescita più forte delle attese per l'economia mondiale, le sorprese sono venute dai paesi avanzati e in larga misura dalla zona euro (v. fig.1). Già a giugno eravamo più positivi sullo scenario euro zona in parte per l'evoluzione del quadro politico. Nei mesi estivi i dati macro hanno confermato un andamento di fondo dell'economia più forte delle attese. Dopo la crescita di 0,6% t/t (2,3% a/a) nel 2° trimestre, in accelerazione dallo 0,5% t/t (2,1% a/a) di inizio anno, il PIL è visto avanzare di 0,5% t/t, anche nei mesi estivi. L'indice di fiducia della Commissione UE è migliorato ancora (a 111,6) rispetto ai sei mesi precedenti (109), il PMI composito è calato di mezzo punto rispetto a giugno, ma a 56 in media indica una crescita di almeno 0,5% t/t (v. fig. 2). L'entrata debole della produzione industriale nel 3° trimestre ci induce a mantenere una stima di 0,5% t/t. Alla luce delle indicazioni dai dati, abbiamo rivisto ancora al rialzo le stime per il 2017 al 2,2% da 2,0%. I dati e le indicazioni recenti ci porterebbero a rivedere al rialzo anche la stima di crescita del PIL per il 2018, ma per il momento confermiamo le stime di giugno scorso di 1,7% nel 2018 e di 1,5% nel 2019.

A fronte di un quadro macro più forte del previsto, nei mesi estivi si è consolidato il movimento rialzista del cambio euro sia contro dollaro che in termini effettivi (+6% da inizio aprile v. fig. 4). Le elasticità standard dei modelli macroeconomici suggeriscono che un apprezzamento del cambio del 5% frena la crescita del PIL area euro di 0,4% dopo un anno. Ma, come ha notato Draghi nella conferenza stampa di settembre scorso, l'effetto di freno del cambio è più o meno intenso a seconda della natura dello shock. Se lo shock è endogeno, l'impatto su crescita e inflazione è più blando, perché riflette fondamentali più solidi. Inoltre la trasmissione del cambio¹ ai prezzi all'import e ai prezzi finali potrebbe essersi ridotta rispetto al passato per: 1) motivi strutturali e principalmente maggiore integrazione nei processi produttivi a livello globale e 2) per motivi ciclici: le imprese che esportano verso la zona euro probabilmente in questa fase di elevata domanda riescono a mantenere invariati i prezzi. L'integrazione dei processi produttivi e l'elevato contenuto all'importazione dell'export europeo fa sì che la dinamica delle esportazioni è più influenzata dall'andamento del commercio mondiale che non dal cambio (v. fig 5 e 6). E' indubbio che, in questa fase, **l'apprezzamento dell'euro insiste su di un'economia il cui movimento di fondo è più forte del previsto**, grazie soprattutto alla resilienza della domanda interna. Va, inoltre, considerato che l'impatto del cambio su inflazione e crescita non è isolato dall'andamento della politica monetaria. **La BCE potrebbe decidere per un'uscita più lenta dal programma di acquisto titoli (EAPP), prolungandolo fino all'autunno del 2018.** Di conseguenza, il primo rialzo dei tassi ufficiali non arriverebbe prima del 2019². Pensiamo, quindi, che il movimento del cambio possa pesare solo per 0,2% sulla crescita area euro 2018-2019 controbilanciando la dinamica sottostante più forte delle attese.

Le politiche monetarie della BCE resteranno il principale supporto alla ripresa anche nel corso del prossimo anno. Lo scorso 20 giugno l'*European Fiscal Board* ha indicato come adeguata una *stance* neutrale di politica fiscale per l'area euro nel 2018, e suggeriva politiche differenziate all'interno dell'area, cosa che implicherebbe un allentamento in Germania e Olanda. Tuttavia, le raccomandazioni del Consiglio Europeo di giugno ribadivano che l'uso della flessibilità, per stimolare la domanda interna, è consentito solo nel rispetto degli obiettivi di MTO (aggiustamento del saldo strutturale di 0,5% all'anno per i paesi lontani dall'obiettivo), il che suggerisce un orientamento al margine restrittivo della politica fiscale piuttosto che neutrale.

Il ciclo Eurozona si conferma più forte delle attese. Rivediamo al rialzo la crescita per l'anno in corso, ma manteniamo invariate le stime per il 2018-19

Il rialzo del cambio non farà deragliare la ripresa dato il momento di fondo solido dell'economia area euro e una BCE che rimane assai cauta nell'aggiustare le misure straordinarie

Niente di nuovo dalla politica fiscale

¹ Si veda Coeuré *The transmission of monetary policy in standard and non-standard times*, settembre 2017.

² Coeuré, lo scorso 11 settembre ha dichiarato che il riferimento all'orizzonte temporale per mantenere la politica monetaria accomodante potrebbe essere più lungo, contribuendo ad attenuare la trasmissione del cambio all'economia.

Una delle caratteristiche di questo ciclo espansivo, il più lungo dall'avvio della moneta unica, è che la ripresa si conferma diffusa a tutta l'area e nei prossimi due anni il gap tra centro e periferia dovrebbe chiudersi ulteriormente (v. fig.7) e questo rende la ripresa più solida. La crescita del PIL continua a essere trainata in larga misura dalla domanda interna e questo la rende più sostenibile. Il sorprendente recupero del commercio mondiale (4,7% nel 2017) da 1,6% del 2016 ha dato impulso al manifatturiero area euro nel corso del 2017. Ma nei prossimi due anni ci aspettiamo una stabilizzazione della domanda estera rivolta all'area euro intorno al 3,5%, circa in linea con la crescita globale. Le esportazioni dovrebbero, quindi, rallentare al 3,5% nel 2018, dal 4,7% di quest'anno, mentre le importazioni continueranno a crescere a ritmi più sostenuti. Il contributo positivo del commercio estero si azzererà gradualmente.

La composizione della crescita della domanda interna si sposterà progressivamente dai consumi delle famiglie agli investimenti in macchinari. I dati recenti indicano che la spesa aziendale è ben avviata verso un ciclo più espansivo, dato l'elevato utilizzo della capacità produttiva, la posizione finanziaria solida delle imprese (v. fig. 9), bassi costi di finanziamento del credito bancario e condizioni di domanda più certe. La crescita media per l'anno in corso (1,7%) sarà penalizzata dal calo di inizio anno mentre ci aspettiamo un'espansione vicina al 4,0% nel 2018. Anche l'attività nelle **costruzioni** sta facendo meglio delle attese (+0,5% t/t nei mesi primaverili dopo la forte crescita di inizio anno). Il nostro indicatore suggerisce un proseguimento della fase di espansione nei prossimi sei mesi intorno all'1,0% (v. fig. 10). Nel corso del 2017, i consumi delle famiglie hanno tenuto meglio delle attese, avanzando in media di 0,5% t/t (1,7% a/a), grazie all'accelerazione di occupazione (1,6% a/a, da 1,4% a/a del 2016) e salari (1,9% a/a da 1,3% a/a del 1° trimestre) che hanno in parte compensato l'aumento dell'inflazione (1,5% in agosto da 0,2% del 2016). Tuttavia, **il picco per la spesa delle famiglie dovrebbe essere alle spalle (v. fig. 11)** il poter d'acquisto sarà ulteriormente eroso dal rialzo dell'inflazione all'1,9% nel 2019, la dinamica occupazionale rimarrà solida (1,3% -1,4%) ma comunque meno che nel 2017 (1,6%). Nel contempo, è difficile che si vedrà una marcata accelerazione dei salari dall'1,7% a/a del 2° trimestre di quest'anno, dato il permanere di un ampio eccesso di offerta (v. figg. 12-14).

La fase di crescita solida crea un'opportunità per rilanciare il dialogo politico sul processo di riforma necessario al completamento dell'architettura dell'unione monetaria. Un recente sondaggio di Politico (23 agosto 2017) mostra che i cittadini europei, dopo un periodo di sfiducia nell'Europa, si sono dichiarati più favorevoli a politiche per la cooperazione e integrazione (v. fig. 16). Ripensare il processo di riforma dell'unione monetaria è urgente come ha sottolineato il presidente Juncker nel discorso annuale al Parlamento Europeo dello scorso 15 settembre. La vittoria di Macron alle presidenziali francesi e la riconferma di Merkel alle elezioni di domenica 24 settembre hanno determinato un netto calo del rischio politico in Europa e aperto ad un nuovo asse franco tedesco. La posizione della Germania sulla politica europea si chiarirà solo dopo la formazione delle coalizioni di governo. Ma le attese vanno gestite: l'establishment e l'opinione pubblica tedeschi rimangono contrari a cessioni di sovranità fiscale e fermi su una gestione di eventuali crisi future sulla base di processi di mercato. Al di là delle posizioni tedesche sulla riforma dell'unione, il rischio politico non è del tutto scomparso. Se le elezioni in Austria del prossimo 15 ottobre non dovrebbero riservare sorprese, data la rimonta dei cristiano democratici. Resta, invece, più problematico l'appuntamento elettorale in Italia che si terrà al più tardi per la primavera del 2018. Il movimento *Cinquestelle* contende il posto di primo partito al Partito Democratico e il sistema elettorale proporzionale potrebbe rendere molto ardua la formazione di coalizioni di governo. In caso di un esito incerto delle elezioni in Italia, però, il contesto istituzionale dovrebbe essere più robusto rispetto al 2011:

La ripresa è solida e può autosostenersi

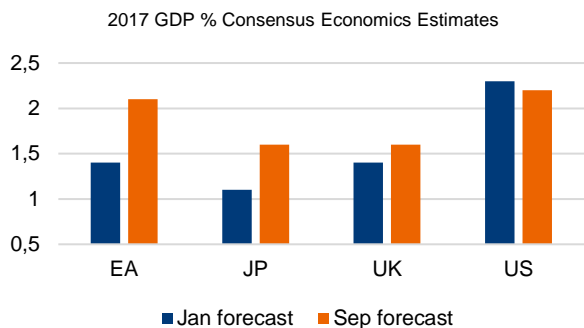
Il commercio estero si stabilizzerà su ritmi di crescita più normali nel 2018-2019

La spinta alla domanda interna si sposta dai consumi agli investimenti in macchinari

Non è ragionevole attendersi un "quantum leap" sulle riforme europee nella prossima legislatura

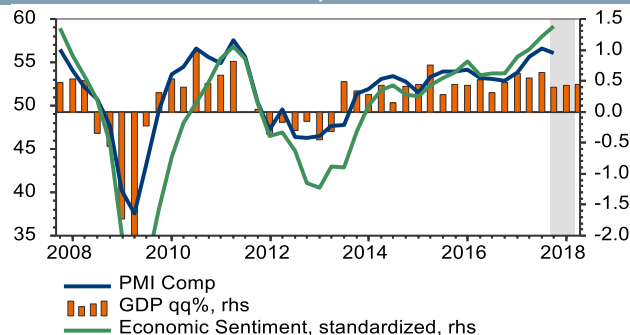
Il rischio politico per ora è rientrato ma non è scomparso

Fig. 1 – Le stime di crescita globali sono state riviste al rialzo, tra ai paesi avanzati l'Eurozona è stata la principale sorpresa



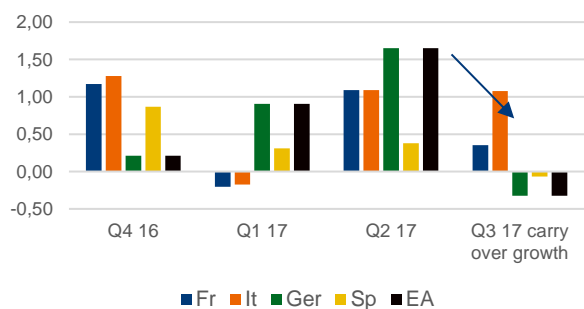
Fonte: Consensus Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Le indagini di fiducia suggeriscono rischi verso l'alto alle nostre stime di crescita di 0,5%/t nei mesi estivi



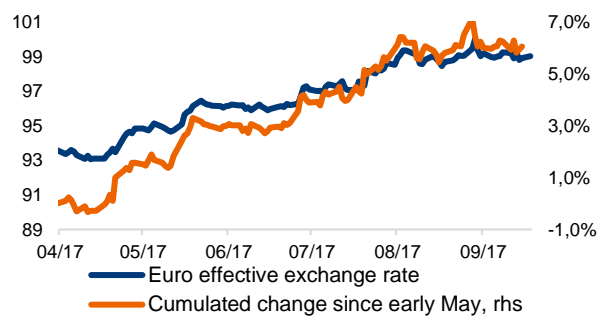
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Ma l'entrata debole della produzione industriale nel trimestre estivo suggerisce cautela nella valutazione del ciclo



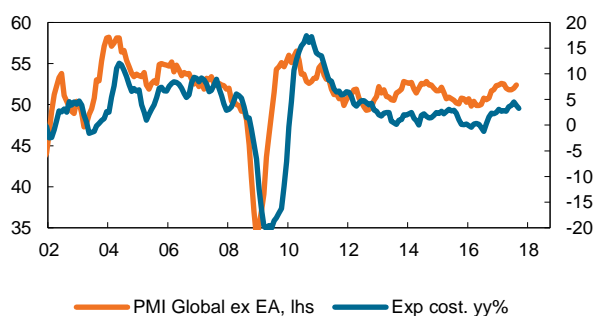
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Il tasso di cambio euro si è apprezzato del 6% da aprile



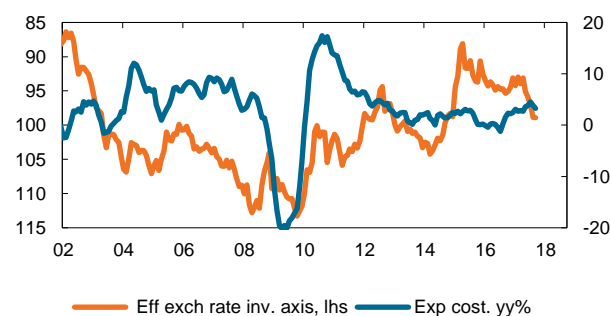
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Le esportazioni rispondono più alla domanda mondiale che al...



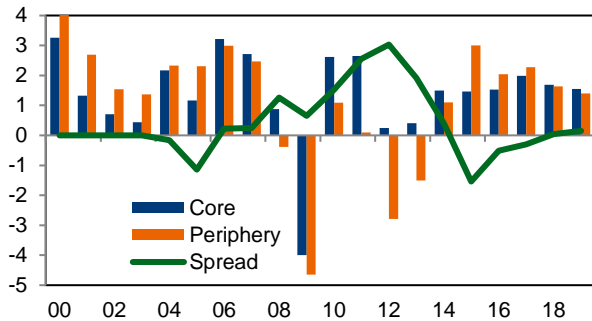
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ...tasso di cambio



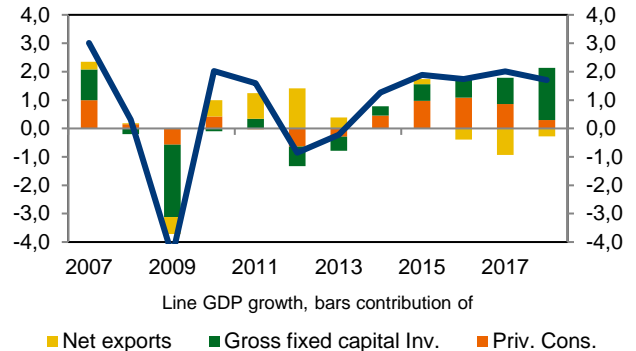
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La ripresa è diffusa a tutta l'area. Per tutti si riduce il gap con la media



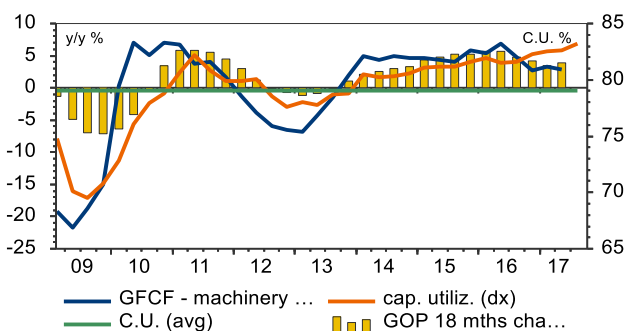
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – La spinta si sposta dai consumi privati agli investimenti



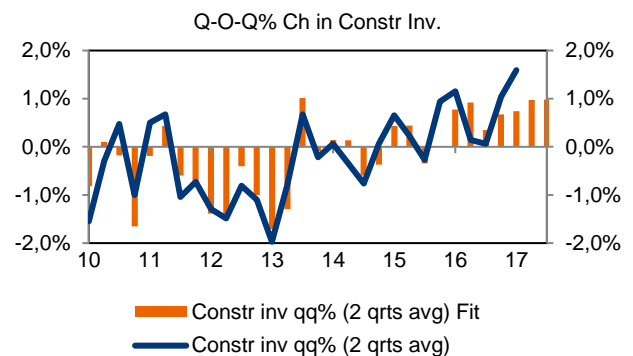
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Investimenti aziendali finalmente avviati verso un ciclo più vivace dati i fondamentali solidi



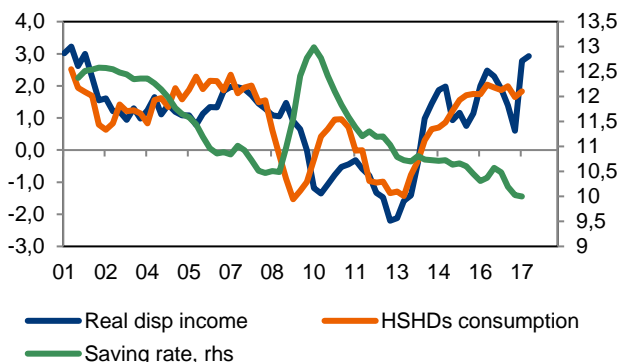
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Anche gli investimenti in costruzioni cresceranno a ritmi sostenuti



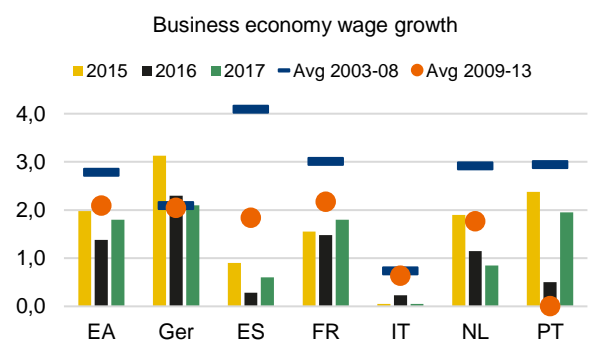
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – I consumi hanno fatto meglio delle attese nei mesi primaverili grazie alla tenuta del reddito da lavoro (solida crescita degli occupati 1,6% a/a e accelerazione dei salari)



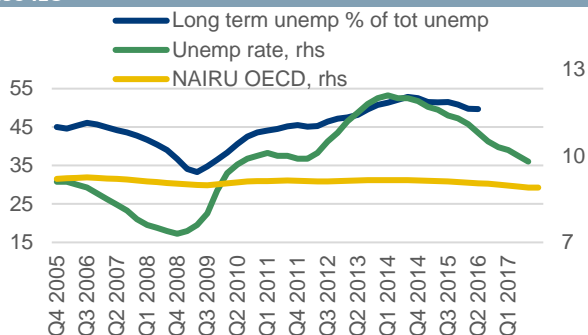
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Nel trimestre primaverile i salari sono accelerati anche se la crescita media rimane inferiore al periodo pre-crisi



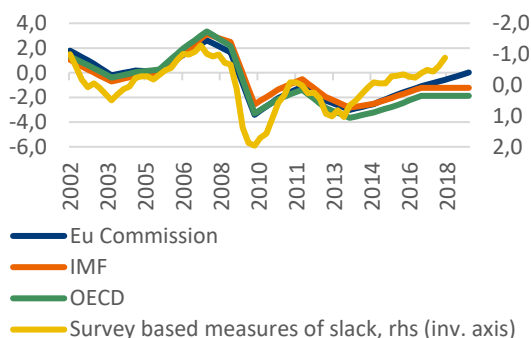
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – La bassa crescita dei salari è in parte spiegata dal fatto che il tasso di disoccupazione allargato è ben più ampio del tasso ILO



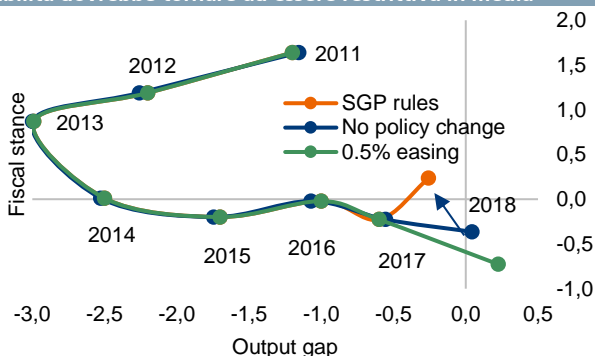
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – L'output gap tornerà ad essere positivo solo a inizio 2019



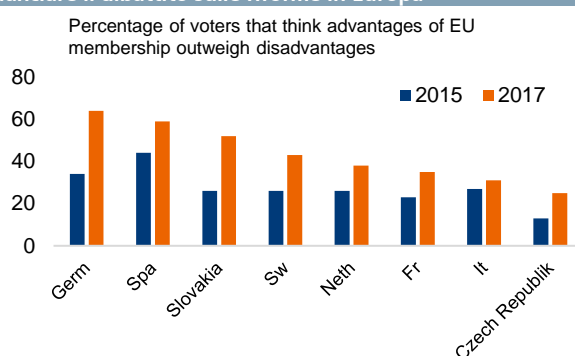
*La misura è derivata dall'indagine della Commissione UE sui fattori che limitano la produzione: carenza di domanda nei servizi e manifatturiero. Gli indicatori sono standardizzati e aggregati con i pesi dei settori nel valore aggiunto. Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – La politica fiscale secondo le regole del Patto di stabilità dovrebbe tornare ad essere restrittiva in media



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

Fig. 16 – La forte crescita economica crea un'opportunità per rilanciare il dibattito sulle riforme in Europa



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

Ritorno dell'inflazione verso il target più incerto

L'inflazione dell'Eurozona rimane lontana dal target BCE. Dopo un'impennata al 2,0% a febbraio, la dinamica dei prezzi al consumo è tornata all'1,3% a giugno, per poi risalire all'1,5% in agosto. La volatilità dell'inflazione è spiegata dall'andamento del prezzo dell'energia e da un effetto di confronto favorevole nella prima parte dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2016. L'inflazione *core* si è mossa lentamente verso l'alto, passando da 0,8% a novembre del 2016 all'1,3% ad agosto. Anche la mediana calcolata su più misure d'inflazione sottostante risulta poco mossa rispetto a un anno fa (v. fig. 2). Nei prossimi mesi, l'inflazione dovrebbe mantenersi sui livelli recenti per poi calare fino all'1,0% a febbraio 2018, frenata nuovamente da un effetto statistico negativo dall'energia. Le nostre ipotesi sul prezzo del petrolio, difatti, sono poco cambiate rispetto a giugno (54 dollari nel 2018 e aumento a 57 dollari nel 2019). Rispetto a tre mesi fa, la novità è rappresentata dall'apprezzamento del cambio euro (+6% da inizio aprile). Il movimento rialzista dovrebbe però essersi quasi esaurito; sull'orizzonte di previsione stimiamo, difatti, ancora un aumento dell'1,5%. Abbiamo rivisto marginalmente al ribasso le nostre previsioni di inflazione rispetto a giugno scorso all'1,3% da 1,4% nel 2018 e all'1,6% da 1,7% per il 2019.

Anna Maria Grimaldi

Abbiamo rivisto di due decimi al ribasso le stime di inflazione per effetto del cambio più forte

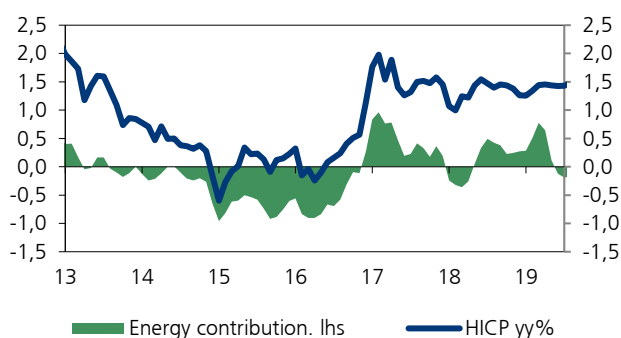
Nelle nostre stime, come nelle previsioni BCE e di consenso, la risalita dell'inflazione verso l'1,6% nel 2019 dipende ancora dalla dinamica *core*, che dovrebbe accelerare in media all'1,5% nel 2018 e all'1,5% nel 2019, dall'1,3% di agosto. Le stime di inflazione *core* sono circondate da un ampio margine di incertezza negli ultimi anni. La dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimane, difatti, sorprendentemente lenta in risposta alla fase di espansione dell'economia dell'area euro iniziata ormai da oltre tre anni. L'inerzia dell'inflazione *core* non è una prerogativa dell'economia dell'Eurozona ma rappresenta un puzzle per gli economisti e i banchieri centrali. Nel caso della zona euro una spiegazione plausibile è che l'eccesso di offerta di lavoro è più ampio rispetto a quello catturato dalle misure standard di disoccupazione. Il tasso di disoccupazione allargato U-6³ è circa il doppio del tasso di disoccupazione ILO 9,1%. Potrebbe, quindi, occorrere più tempo prima che i salari e i prezzi interni accelerino. Il rialzo del costo del lavoro nei mesi primaverili all'1,8% da un precedente 1,3% suggerisce che qualcosa comincia a muoversi. Tuttavia, l'apprezzamento del cambio euro introduce un nuovo elemento di incertezza per la dinamica dei prezzi interni e richiede, come indicato dalla BCE, un attento monitoraggio. La stessa BCE a settembre è stata costretta a rivedere al ribasso le stime per la dinamica inflazionistica di un decimo nel 2018 all'1,3% e di due decimi all'1,5%. Generalmente i modelli suggeriscono che un apprezzamento del cambio effettivo del 5% frena la dinamica inflazionistica di 0,2-0,3% dopo un anno. Ma l'impatto potrebbe essere meno marcato. Negli ultimi anni la trasmissione del cambio ai prezzi all'import sembra essersi indebolita (v. fig. 5) in parte per fattori strutturali: i prezzi all'import e all'export riflettono sempre più dinamiche di costo legate a catene produttive integrate a livello globale, questo rende la trasmissione più lenta. La correlazione tra tasso di cambio e dinamica dei prezzi alla produzione è più elevata per i beni intermedi e praticamente nulla per i beni di consumo (v. fig. 6). Ciò fa sì che la trasmissione ai prezzi al consumo sia molto lenta (12-18 mesi). Va inoltre considerato che l'effetto finale del cambio sui prezzi dipende dalla natura dello shock. Come ha spiegato Draghi durante la conferenza di settembre, in questa fase, il movimento del cambio riflette per lo più dinamiche endogene positive, pertanto è probabile che l'impatto sui prezzi al consumo sia più blando e non superi lo 0,2% nel 2018-2019. Per il momento la dinamica del cambio non ha alterato le attese di inflazione di mercato che restano circa invariate intorno all'1,7%, ancora lontane dal target BCE. Anche le attese di prezzo derivate dalle indagini di fiducia sono rimaste circa stabili negli ultimi mesi e continuano a segnalare che il rischio deflazione è del tutto rientrato, ma nel contempo non rilevano pressioni sui prezzi interni.

Il ritorno dell'inflazione verso il target dipende ancora dalla dinamica *core* che rimane inerziale rispetto ai cicli passati

Il cambio introduce un ulteriore elemento di incertezza per la dinamica dei prezzi interni ma l'effetto di freno dovrebbe essere meno pesante che in passato

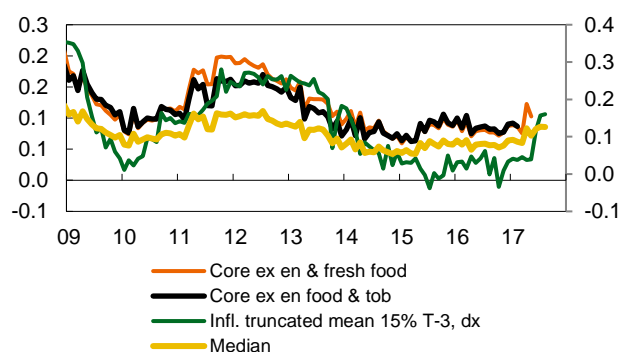
Il rischio deflazione è comunque rientrato del tutto

Fig. 1 – La volatilità dell'inflazione è spiegata per lo più dall'andamento dell'energia. Il ritorno dell'inflazione al target BCE dipende ancora dalla dinamica sottostante



Fonte: Thomson Reuters-Datastream e stime Intesa Sanpaolo

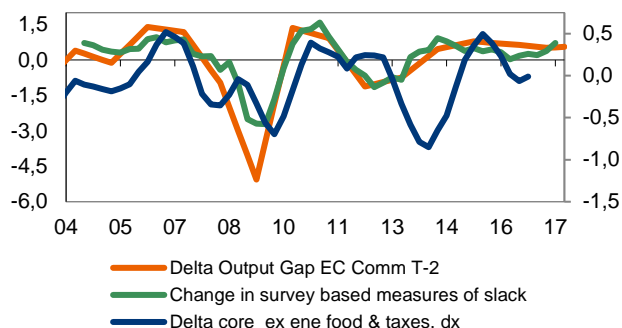
Fig. 2 – L'inflazione *core* è salita assai lentamente nel 2017



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

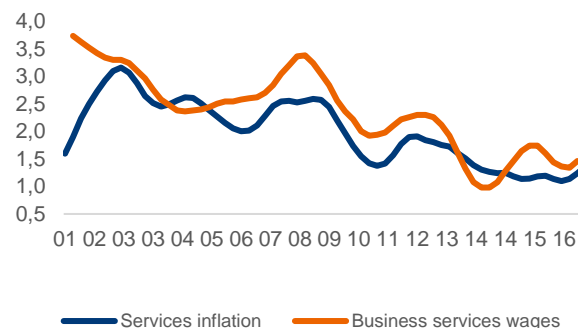
³ Si veda ECB Economic Bulletin, issue 7/2016 *Exchange rate pass through into euro area inflation*

Fig. 3 – L’inflazione *core* ha risposto meno che in passato a variazioni dell’*output gap*



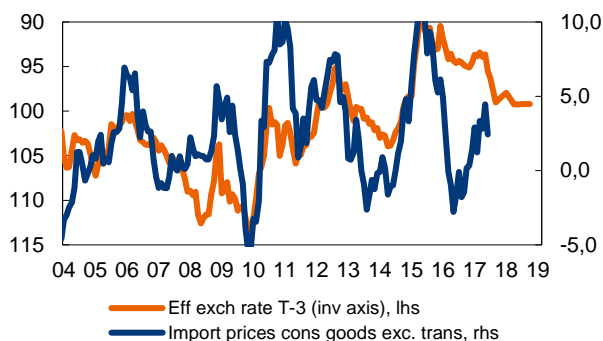
Nota: *Output gap* Commissione UE, variazione su anno precedente. Le misure di eccesso di offerta derivate dalle indagini si basano sulla domanda dall’indagine trimestrale della Commissione UE: “la domanda è un limite alla produzione?” per industria, costruzioni, servizi e commercio al dettaglio. Le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

Fig. 4 – Segnali positivi dai salari nei mesi primaverili



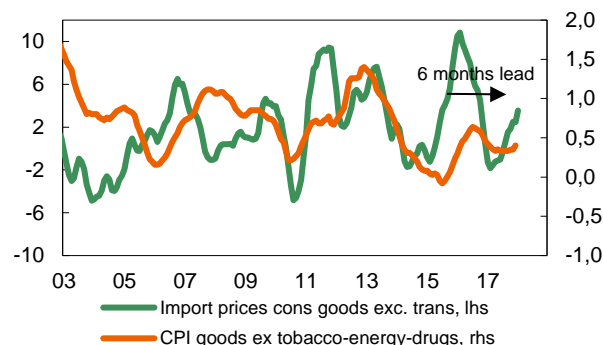
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Ma il rialzo del cambio introduce rischi per la dinamica dei prezzi. L’impatto sarà meno significativo che in passato. La trasmissione dal cambio ai prezzi all’import è più blanda



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La trasmissione dai prezzi all’import ai prezzi dei beni di consumo è incompleta e richiede un tempo lungo (circa 18 mesi)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politica monetaria: l’uscita dall’APP sarà assai graduale, i tassi saliranno solo nel 2019

A settembre la BCE ha mantenuto toni ultra accomodanti senza introdurre alcuna modifica significativa al comunicato introduttivo. La BCE **ha confermato l’intenzione di proseguire con gli acquisti netti mensili all’attuale ritmo di 60 miliardi al mese sino alla fine di dicembre 2017 o anche oltre se necessario**, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non risconterà un aggiustamento durevole dell’evoluzione dei prezzi, coerente con il target. La BCE non ha nemmeno alterato la *guidance* sugli acquisti ribadendo “di essere pronta ad incrementare il programma, se le condizioni finanziarie fossero divenute incoerenti con un ritorno dell’inflazione verso il 2%”. La BCE ha rinviato alla riunione del 26 ottobre la decisione sulla calibrazione degli strumenti di politica monetaria. Nel contempo, la BCE ha **rinnovato l’impegno a mantenere i tassi ufficiali fermi ben oltre la fine degli acquisti**.

A fronte di un andamento di fondo dell’economia più solido rispetto alle attese dello staff di giugno scorso, più membri del Consiglio riconoscevano che il movimento del cambio effettivo (+4,7% da metà maggio, quando sono state chiuse le previsioni di giugno) aveva determinato condizioni finanziarie meno accomodanti negli ultimi mesi e la necessità di mantenere ferma la politica monetaria. Il comunicato indica esplicitamente che la recente **volatilità del tasso di cambio** rappresenta una fonte di incertezza da tenere sotto osservazione relativamente alle possibili

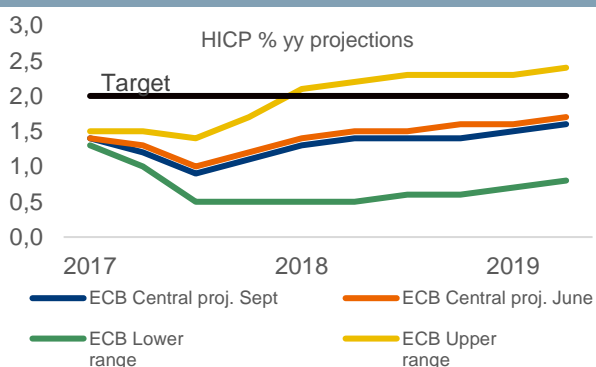
Anna Maria Grimaldi

implicazioni per le prospettive a medio termine per la stabilità dei prezzi. A sottolineare che la BCE non ha fretta di restringere le condizioni monetarie, **lo staff della Banca centrale ha rivisto al ribasso di un decimo le stime di inflazione**, rispettivamente all'1,2% e all'1,5% nel 2018 e nel 2019, per effetto del cambio più forte. Le revisioni alle previsioni di inflazione sono interamente dovute alla dinamica sottostante (al netto di energia ed alimentari) più debole rispetto a giugno. La stima di inflazione *core* è scesa nel 2018 a 1,3% e all'1,5% nel 2019. Se il movimento della valuta fosse dovuto a fattori del tutto esogeni, la trasmissione all'inflazione sarebbe più ampia (0,5% su due anni, stando alle dichiarazioni di Draghi⁴), ma in parte la dinamica del cambio è dovuta al miglioramento del quadro economico e politico. Le previsioni di crescita sono state riviste al rialzo al 2,2% nel 2017 da un precedente 1,9%, mentre le stime per i prossimi due anni sono ferme all'1,8% e 1,7%, dal momento che la BCE valuta che l'andamento di fondo dell'economia sia più forte delle stime di qualche mese fa e che questo compensi l'effetto del cambio più forte. Inoltre, la politica monetaria contrasterà in parte gli effetti di freno dell'apprezzamento dell'euro. **La revisione al ribasso delle stime di inflazione *core* nei prossimi due anni ed in particolare della previsione per il 2019 all'1,5% ha un'importanza segnaletica: riduce l'urgenza per la BCE di uscire dal programma di acquisto.**

	BCE settembre 2017 previsioni in [] previsioni di giugno				ISP & () Consensus forecasts agosto 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL %	1.8	2.2 [1.9]	1.8 [1.8]	1.7 [1.7]	1.8	2.2 (2.0)	1.7 (1.7)	1.5
HICP a/a %	0.2	1.5 [1.7]	1.2 [1.6]	1.5 [1.7]	0.2	1.6 (1.5)	1.3 (1.4)	1.6
HICP core y/y %	0.8	1.1 [1.1]	1.3 [1.4]	1.5 [1.7]	0.9	1.2	1.4	1.6
Giu 17 Ipotesi BCE su EUR	1.11	1.13 [1.09]	1.18 [1.09]	1.18 [1.09]	1.11	1.12 (1.15*)	1.19 (1.15*)	1.20 (1.16*)
Giu 17 Ipotesi BCE su BRT	43.1	51.8 [51.6]	52.6 [51.4]	53.1 [51.5]	45	52 (51.3*)	53 (52.9*)	57 (56)

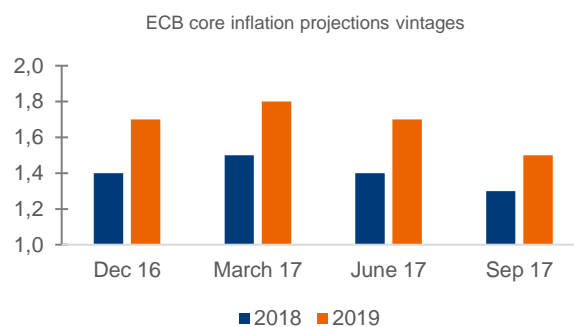
* Stime di Consensus Economics per il cambio EUR e prezzo del petrolio sono per dicembre 2017, agosto 2018, agosto 2019. Le previsioni ISP sono medie annue
Fonte: BCE, stime di giugno e settembre 2017, Intesa Sanpaolo previsioni di settembre 2017 e Consensus Economics agosto 2017

Fig. 1 - La stima centrale BCE di inflazione è stata rivista al ribasso a settembre



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Le scelte BCE dipendono da un rialzo duraturo dell'inflazione *core* e diffuso a tutta l'area. Ma a settembre la BCE ha rivisto al ribasso le stime per il 2018 e 2019



Fonte: BCE previsioni di giugno e settembre 2017 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cosa aspettarsi da ottobre in avanti?

I toni anche più *dovish* del previsto alla riunione di settembre ed il taglio delle stime di inflazione *core* nel 2019, indicano che il movimento del cambio potrebbe pesare sulla tempistica di uscita dal programma di acquisto. Durante la conferenza stampa Draghi ha indicato che decisioni di massima sull'estensione del programma **APP** (*Asset Purchase Programme*) saranno prese alla riunione del **26 ottobre**. Per il momento, il Consiglio ha solo valutato scenari alternativi, senza considerare variazioni dei parametri di implementazione degli acquisti e in particolare, del limite

⁴ Si veda il Comunicato Introduttivo della riunione BCE del 7 settembre 2017 <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170907.it.html>

per singola emissione e singolo emittente. Il Consiglio ha invece valutato scenari alternativi per **durata e volumi di acquisto**, ma è in attesa delle indicazioni dei diversi gruppi di lavoro.

Implicitamente il comunicato di settembre indicava un'estensione del programma al prossimo anno e parlava di una calibrazione e non di graduale spegnimento dello stesso. Pensiamo, quindi, che **la BCE annuncerà un'uscita molto graduale dagli acquisti** e che **adotterà una formula flessibile**, evitando di indicare la data ultima di chiusura del programma e riservandosi forse di calibrare gli acquisti di riunione in riunione, oppure dopo alcuni mesi. Nei fatti la riduzione degli acquisti è già iniziata a dicembre scorso e proseguirà nel corso del 2018. La decisione ultima sulla tempistica di uscita dipenderà dagli equilibri politici all'interno del Consiglio e dall'andamento dell'economia, più che dai vincoli di scarsità dal momento che alle condizioni attualmente in vigore la BCE potrebbe dovere effettuare acquisti sostituivi già da inizio 2018.

In termini di tempistica delle prossime mosse riteniamo che:

1. **A ottobre**, come minimo vi saranno **modifiche della *guidance* sugli acquisti che da un lato consentano maggiore flessibilità di intervento in "entrambe le direzioni"** al Consiglio, come indicato nei verbali della riunione di luglio, e dall'altro rassicurino i mercati sul proseguimento del programma oltre dicembre 2017 e fermino un ulteriore restringimento delle condizioni finanziarie. **Non si può escludere che a ottobre la BCE non comunichi né i volumi né i tempi di chiusura del programma, ma che si limiti a prospettare una generica ricalibrazione degli acquisti nel 2018** in relazione all'evoluzione delle prospettive di inflazione di medio termine. A riguardo ricordiamo che la BCE a dicembre pubblicherà le prime stime per il 2020 e potrebbe, quindi, voler attendere le stime dello staff prima di prendere una decisione ultima sui volumi di acquisto il prossimo anno, come fece a dicembre 2016.
2. **Entro dicembre, la BCE dovrà comunicare al mercato quanto intende comprare almeno nel 1° trimestre del 2018**. Non escludiamo che la BCE decida di annunciare l'aggiustamento agli acquisti di riunione in riunione, senza indicare esplicitamente una data ultima – scenario che diverrebbe più probabile se il ritmo di risalita dell'inflazione *core* dovesse confermarsi più lento delle attese. Questa flessibilità consentirebbe di reagire più prontamente a errori di valutazione riguardo la reazione dei mercati. L'annuncio più coerente con il *modus operandi* recente sarebbe indubbiamente un'estensione a volumi fissi per un periodo di almeno un semestre, seguito da un nuovo annuncio poco prima della scadenza. Ipotizziamo orientativamente una riduzione degli acquisti a 40 miliardi nel 1° semestre 2018 e quindi di ulteriore riduzione a 20 miliardi fino a ottobre 2018 per acquisti complessivi per 300 miliardi di euro

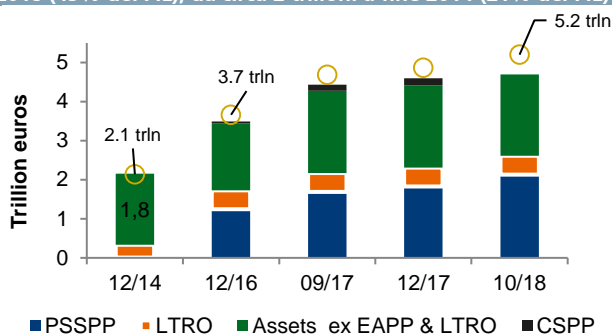
Per quanto riguarda i **tassi ufficiali al momento, è legittimo attendersi il primo rialzo soltanto nel 2019**.

Il dibattito su cosa è rilevante per le condizioni finanziarie, se lo stock o i flussi di titoli acquistati da una Banca centrale, è ancora aperto. L'obiettivo della BCE è quello di mantenere le condizioni finanziarie pressoché invariate almeno per tutto il 2018, dal momento che il comunicato ribadiva ancora a settembre che la ripresa continua a dipendere da condizioni accomodanti. La politica monetaria, quindi, continuerà a supportare la crescita anche nel 2018, sia pure ad un ritmo più lento. Nel nostro scenario centrale, il bilancio BCE salirebbe ancora di 240 miliardi tra gennaio e giugno 2018, mentre nell'ultimo anno il ritmo di aumento semestrale è stato di 360 miliardi. A ottobre del 2018 il bilancio BCE dovrebbe superare i 5 mila miliardi di euro (v. fig. 3) dai 2100 miliardi di fine 2014. Il bilancio della BCE sarà più che raddoppiato alla fine del programma. Ricordiamo che la Fed ha quadruplicato il bilancio tra il 2008 e il 2013.

L'impatto sui rendimenti dipende non solo dalla riduzione dei volumi mensili ma anche dalla tempistica in relazione alle dinamiche di offerta netta sul mercato. Il beneficio di uno scenario di *tapering* per l'autunno 2018, con una riduzione degli acquisti di entità inferiore nella prima parte del 2018, sarebbe quello di smussare l'aumento di offerta sui paesi *core* e nel complesso, sull'anno, di ridurre quasi del 50% l'offerta netta che il mercato dovrà assorbire, limitando l'impatto sul rialzo dei rendimenti. L'effetto sui tassi della riduzione degli acquisti dipende anche

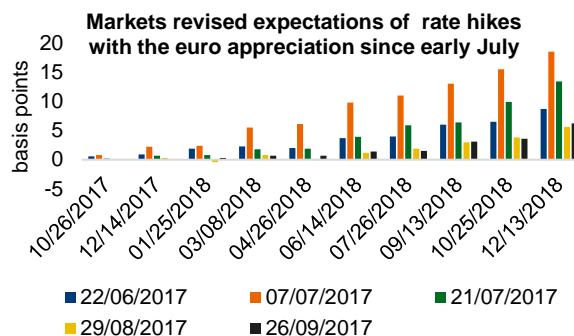
dalla comunicazione della BCE e dalla preparazione dei mercati alla graduale rimozione dello stimolo monetario. Ricordiamo che secondo le stime BCE un aumento del bilancio per circa 1 trilione di euro equivarrebbe ad una riduzione dei tassi di circa 100 punti base⁵. Ma è difficile fare estrapolazioni sull'effetto della revisione degli acquisti sull'aumento dei rendimenti.

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



Nota: assumiamo un'estensione degli acquisti fino a ottobre 2018 ad un ritmo di 40 miliardi al mese nel 1° semestre e quindi di 20 miliardi tra luglio e ottobre 2018. Per memoria: Il bilancio Fed è stato quadruplicato tra il 2008 ed il 2013. Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Già prima della riunione di settembre i mercati avevano eliminato la probabilità di rialzo nel 2018



Fonte: Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

⁵ Si veda ECB working paper No 1956, 2016: *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*.

Germania: economia super, Merkel in cerca di alleati di governo

Il risultato del voto parlamentare dello scorso 24 settembre evidenzia che la frammentazione politica è ormai una caratteristica radicata anche in Germania (v. focus a seguire). La formazione di un'alleanza di governo richiederà lunghi negoziati triangolari. Lo scenario che si prospetta come più probabile nel dopo voto è, difatti, quello di una coalizione a tre cosiddetta *Jamaica* tra cristiano democratici CDU, Verdi e liberali di FDP. Ma il dialogo sarà tutt'altro che facile da condurre per Merkel data la divergenza di opinioni in particolare con i Verdi. Il nuovo Governo potrà contare su di uno sfondo macroeconomico di ampio supporto.

L'economia è solida: la fase di espansione al di sopra del potenziale (1,4%) procede indisturbata. Nei mesi estivi, l'indice IFO è migliorato ancora, toccando nuovi massimi assoluti tra luglio e agosto, per poi arretrare a settembre. Il PMI composito è sceso in media a 56,1 da 56,8, livello coerente con una crescita leggermente inferiore a quella dei mesi primaverili 0,6% t/t (v. fig.1). Anche i dati su ordini e produzione nell'industria (v. fig. 2) e vendite al dettaglio suggeriscono un lieve rallentamento dell'attività nei mesi estivi: la nostra previsione è, quindi, di crescita del PIL di 0,5% t/t nella seconda parte del 2018. La crescita è sostenuta in particolare dall'accelerazione del manifatturiero, che beneficia del recupero del commercio mondiale ma anche della maggiore domanda dal resto della zona euro, e da una stabilizzazione di attività nei servizi su ritmi di crescita ancora sostenuti. Finora, l'apprezzamento dell'euro sembra aver avuto effetti limitati sulla crescita del PIL tedesco. Uno studio della BCE del 2016 (cfr. *working paper* No 1955) mostra che la trasmissione dei tassi di cambio ai prezzi tedeschi e l'effetto di freno all'export è molto inferiore rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro, dal momento che le imprese tedesche riescono a tenere fermi i prezzi di vendita, per una maggiore specializzazione e minor elasticità della domanda. Pertanto, stimiamo che il cambio più forte possa pesare al massimo per -0,2% nel biennio 2018-19, andando a compensare un andamento di fondo più forte delle attese. Rispetto a giugno scorso, abbiamo rivisto al rialzo le stime di crescita 2017 al 2,1%, dati i segnali forti dai dati. Confermiamo le nostre stime di crescita del PIL di 2,1% quest'anno invece l'1,8% per il 2018. L'*output gap* tornerà in territorio positivo già a metà 2017 e supererà il punto e mezzo percentuale alla fine del 2018. La spinta alla crescita, in questa fase, viene dal manifatturiero, che beneficia del recupero del commercio mondiale e in particolare verso emergenti ed Europa dell'Est (v. fig. 4). L'andamento recente dell'export è circa in linea con le indicazioni dal PMI globale (v. fig. 5) che suggerisce una tendenza leggermente più debole che nei mesi primaverili e vicina a 0,8% t/t. Le importazioni, invece, continueranno a crescere intorno all'1,2% t/t in media nei prossimi trimestri, dato l'elevato contenuto all'import dell'export tedesco. Il commercio estero sottrarrà circa 0,1% alla crescita del PIL nel 2017-19. Sull'orizzonte di previsione, **sarà ancora la domanda interna** a spingere la crescita offrendo un contributo medio di 1,7%, in calo rispetto al 2,2% del 2016.

I **consumi delle famiglie** sono attesi rallentare all'1,7%, dall'1,9% del 2016-17. Il reddito disponibile reale è atteso in crescita poco al di sopra dell'1,5% dal 2,4% medio del 2016, per effetto del rialzo dell'inflazione (all'1,7% da 0,5% nel 2016), solo in parte compensato da un'accelerazione dei salari che a giugno di quest'anno crescevano ancora del 2,0% dopo il 2,5% di marzo scorso. La bassa crescita dei salari a fronte di un mercato del lavoro che è vicino al pieno impiego (v. sotto) è spiegata dal fatto che la maggior parte degli accordi per quest'anno sono stati siglati nel 2016 in un regime di bassa inflazione. Inoltre il forte afflusso di mano d'opera immigrata dal resto dell'UE ha contribuito a mettere sotto pressione le retribuzioni. Il prossimo round di accordi, nel 2018, dovrebbe concludersi con incrementi più vicini al 2,5%. Nei mesi centrali di quest'anno, la dinamica dell'occupazione ha sorpreso ancora verso l'alto, crescendo dell'1,5% a/a (2,3% a/a per gli occupati soggetti a contribuzione). Ma il mercato del lavoro è al pieno impiego e la creazione di posti di lavoro non può tenere questo ritmo. Il **tasso di disoccupazione** è fermo al 5,7% da maggio scorso: **difficilmente si vedranno ancora cali significativi, perché la disoccupazione è vicina al livello strutturale** (5% secondo l'OCSE). La creazione di forza lavoro è soddisfatta principalmente tramite l'immigrazione da altri paesi UE, che potrebbe rallentare con

Anna Maria Grimaldi

Passi incerti per la formazione di un nuovo governo

La ripresa è solida, sostenuta sia dal manifatturiero che dai servizi. Il cambio forte peserà poco nel 2018-19 (-0,2%) data la bassa elasticità al cambio dell'export tedesco

Scenario Macroeconomico

Settembre 2017

l'estendersi della ripresa economica nell'area. L'**inflazione** è attesa in calo all'1,5% nel 2018, dall'1,7% di quest'anno e quindi risalire all'1,6% nel 2019. L'inflazione rimarrà, quindi, sotto il target BCE, in parte per effetto del modesto contributo dei prezzi energetici in euro. I salari accelereranno di poco nel biennio in corso. È possibile che supporto alla spesa per consumi venga da misure fiscali nei prossimi anni, ma non bisogna aspettarsi uno stravolgimento (v. sotto).

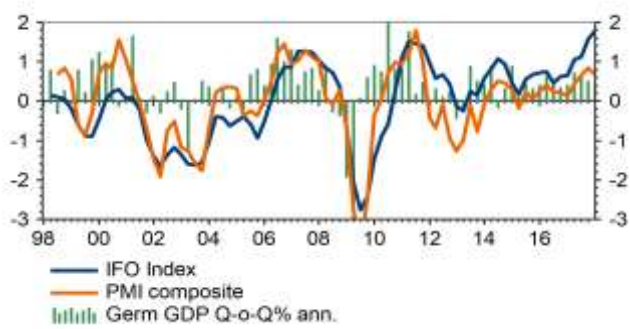
Gli **investimenti in macchinari** delle imprese dopo la forte entrata nell'anno (2,1% a/a) sono cresciuti ancora a ritmi sostenuti nei mesi primaverili (+1,1% t/t). L'utilizzo della capacità produttiva, ben al di sopra della media storica, il solo modesto rallentamento degli ordinativi esteri a fine estate, la discreta tenuta dei profitti e condizioni finanziarie ampiamente di supporto (v. figg. 7 e 8) dovrebbero garantire una crescita della spesa in macchinari del 3,3% quest'anno e del 3% nel 2018. La tendenza recente di ordini e permessi indica solo un modesto rallentamento dell'attività edilizia nei prossimi mesi (v. figg. 9 e 10), dopo il boom di inizio anno. Ci aspettiamo quindi una crescita delle **costruzioni** al 3% nel 2018 dal 5% di quest'anno.

La **politica fiscale** continua a procedere lungo i soliti binari. Il surplus di bilancio ha toccato 18,3 miliardi di euro nella prima metà del 2017. In termini annualizzati il saldo di bilancio del settore pubblico dovrebbe chiudere all'1,1% del PIL ben in eccesso dello "*schwarze null*" (*zero nero*) imposto dalle regole nazionali tedesche e strenuamente difeso da Schauble. Il nuovo Governo potrebbe ampiamente permettersi di usare la politica fiscale in modo più attivo. Ma nessuno dei programmi della CDU, FDP e Verdi, potenziali membri di una coalizione *Jamaica*, propugna un forte allentamento della politica fiscale. La **CDU** è favorevole all'innalzamento della soglia per l'aliquota massima (42%) da 56 mila a 60 mila euro con un costo di 15 miliardi (0,5% del PIL) da coprire in parte con la riduzione del contributo di solidarietà dal 2020 (la CDU vorrebbe portarlo a 4 miliardi). La proposta di riforma tributaria della CDU prevede altre modifiche sostanziali alle aliquote, mentre i Verdi vorrebbero innalzare le aliquote massime e la soglia minima esente. FDP vorrebbe misure dalle entrate per circa 30 miliardi di euro. **Dal lato della spesa, la CDU prevede misure** a sostegno della spesa con un impatto di 0,5% sul PIL, che riguardano spesa militare, i sussidi per l'acquisto della prima casa e ricerca, mentre l'FDP prevede un significativo aumento di spesa in istruzione (2 punti di PIL per portare la Germania in linea con gli altri paesi OCSE), ma meno interventi in investimenti infrastrutturali (2 miliardi di euro di spesa per manutenzione e costruzione di strade). I Verdi sono a favore di un aumento di spesa per energie rinnovabili e infrastrutture digitali.

Previsioni	2016			2017			2018			2019			
	1	2	3	1	2	3	1	2	3	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a) *	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	2.1	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7
- t/t				0.5	0.3	0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
Consumi privati	1.9	2.0	1.6	0.2	0.4	0.6	0.4	0.8	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.9	4.1	3.4	-1.2	0.5	-0.1	2.7	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9	0.6
Consumi pubblici	3.7	1.7	1.7	0.7	0.2	0.5	0.2	0.6	0.5	0.4	0.3	0.5	0.4
Esportazioni	2.4	4.0	3.5	1.3	-0.2	1.3	1.6	0.7	0.8	0.8	1.1	0.8	0.8
Importazioni	3.8	4.9	4.4	-0.2	0.7	2.5	0.4	1.7	1.4	0.9	1.0	1.3	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	0.1	-0.2	0.4	0.4	-0.7	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.2	-0.3
Partite correnti (% PIL)	8.5	8.3	8.0										
Deficit pubblico (% PIL)	0.8	0.5	0.3										
Debito pubblico (% PIL)	68.3	65.8	63.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	1.8	1.7	0.0	0.4	1.0	1.9	1.6	1.7	1.8	1.7	1.9	1.8
Produzione industriale (a/a)	1.2	2.5	1.3	0.6	1.0	1.4	1.1	3.3	2.9	2.9	1.4	0.6	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	6.1	5.8	5.7	6.1	6.1	6.0	5.9	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.6
Tasso a 10 anni (%)	0.10	0.33	0.61	0.12	-0.12	0.11	0.25	0.31	0.37	0.41	0.49	0.56	0.65

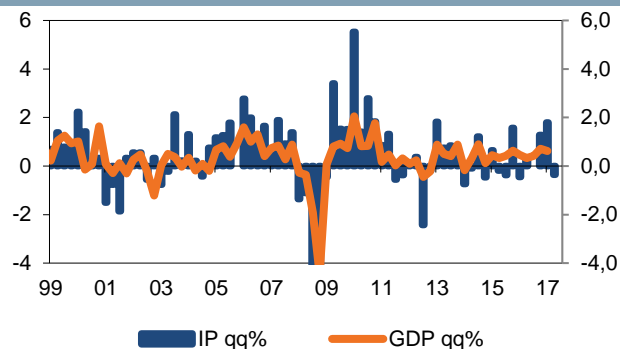
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'IFO indica un'accelerazione dalla crescita anche nei mesi estivi. Il PMI composito, più in linea con l'andamento recente del PIL, suggerisce una crescita di 0,5% t/t nel 2° semestre 2017



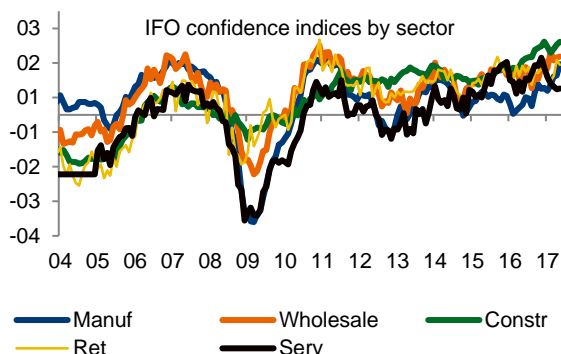
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La produzione industriale ha segnato un'entrata debole nel trimestre estivo



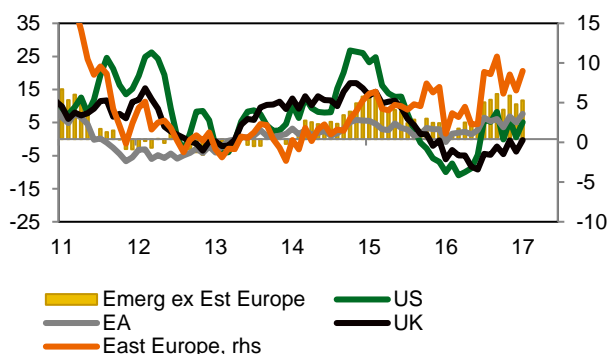
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



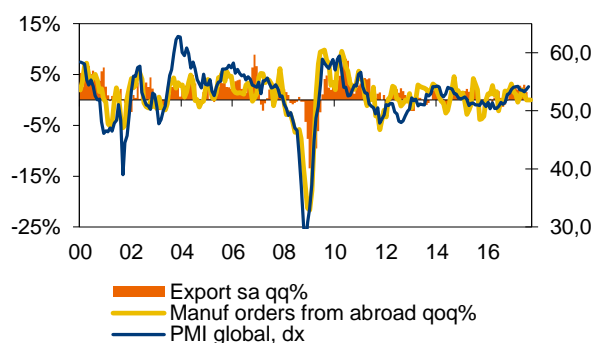
Fonte: IFO via Thomson Reuters-Datastream

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



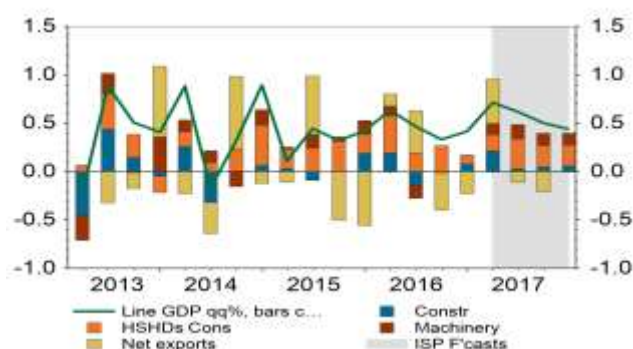
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

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



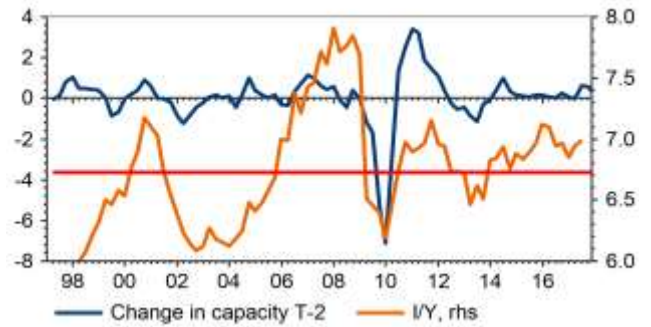
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – I fondamentali e...



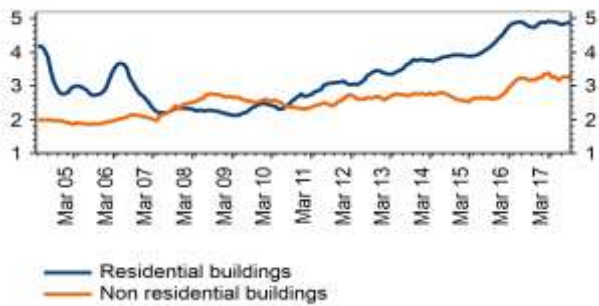
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



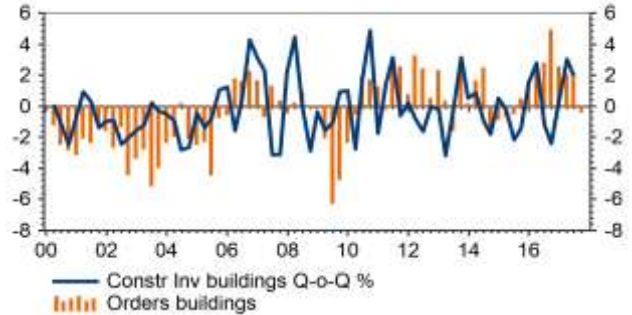
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 9 – L'andamento di permessi e...



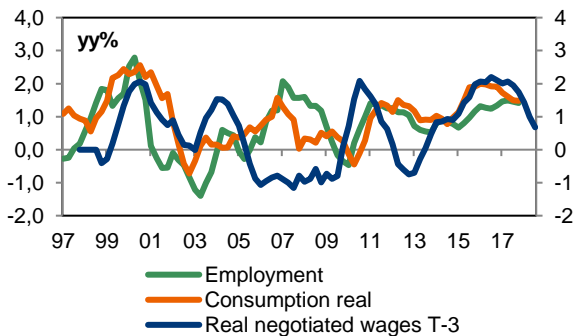
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



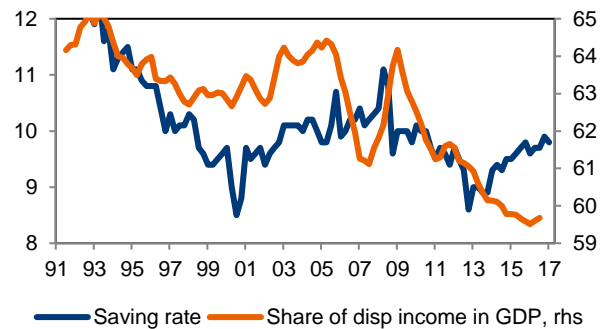
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



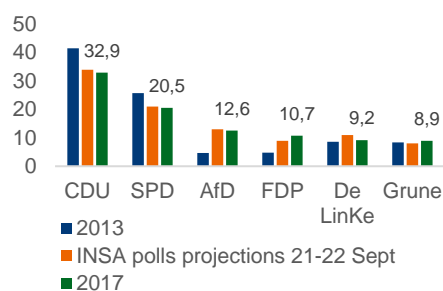
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Lo spostamento a destra della Germania è un nuovo ostacolo per il processo di riforma dell'Unione Monetaria

Le elezioni in Germania di domenica 24 settembre hanno riservato diverse sorprese. I **cristiano democratici (CDU) guidati da Merkel sono confermati primo partito, ma con il 32,9% dei voti validi sono in netto calo rispetto al 2013 (41,5%)** e hanno fatto peggio rispetto alle proiezioni degli ultimi sondaggi che gli attribuivano tra il 34% ed il 36% dei voti. La stessa Cancelliera ha riconosciuto che il risultato è stato peggiore di quanto sperasse. La maggiore partecipazione al voto: 76,2% verso 71,5% del 2013 ha spostato i consensi dai partiti tradizionali. I **social democratici di SPD guidati da Schulz escono nettamente sconfitti con appena il 20,6% dei voti validi, in calo dal 25,7% del 2013**, anche se non così distanti dalle indicazioni dei sondaggi delle ultime settimane. Schulz, leader di SPD, ha dichiarato che un confronto politico in Germania è ora necessario e che ritiene più **appropriato essere all'opposizione**. Sia CDU che SPD hanno riportato il peggior risultato in assoluto dal 1949 e questo rivela l'erosione di consensi per i partiti tradizionali. Der Spiegel nota che la frammentazione non è dovuta solo all'emergere di temi caldi come crisi del debito e immigrazione, ma probabilmente anche al fatto che il paese è stato governato per (troppi) anni da una coalizione di larghe intese, che ha reso i due maggiori partiti troppo simili agli occhi degli elettori.

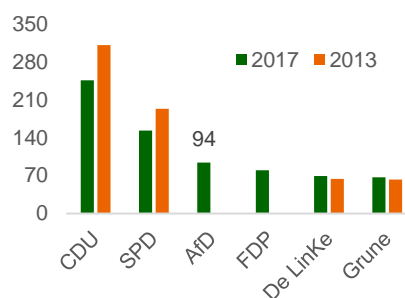
La **forza emergente** di questa tornata elettorale sono i populistici di estrema destra di **Alternative für Deutschland**, che hanno guadagnato il 13% dei voti, facendo meglio rispetto a quanto indicato dai sondaggi. AfD è ora il 3° partito su scala nazionale, mentre nel 2013 non riuscì a superare la soglia di sbarramento del 5%. È la prima volta che un partito di estrema destra entra nel parlamento tedesco dopo la fine della seconda guerra mondiale. Anche i liberali di **FDP** ritornano in Parlamento con il 10,7% dei voti, dopo essere stati tagliati fuori nel 2013. I **Verdi** avanzano di un punto (8,9%) mentre l'estrema sinistra di **Die Linke** sale al 9,2% dall'8,6% del 2013. Il voto ha visto una partecipazione di ben il 75,6%, ben sopra il 71,5% del 2013, segno che la destra radicale è riuscita a catturare l'attenzione di elettori precedentemente scoraggiati.

Fig. A – I partiti tradizionali arretrano rispetto al 2013. L'estrema destra AfD avanza al 13%



Fonte: Bundesamt für Statistik ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. B – La distribuzione dei seggi al Bundestag



Fonte: Bundesamt für Statistik ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Creare una coalizione di governo non sarà semplice: il processo richiederà almeno un paio di mesi.⁶ Un accordo di larghe intese tra CDU-CSU e SPD, come nella legislatura uscente, è assai improbabile dopo le dichiarazioni di Schulz. Per l'SPD, svolgere il ruolo di maggiore partito all'opposizione potrebbe essere necessario per riconquistare un ruolo di alternativa ai cristiano

⁶ In linea di principio tutti i partiti possono confrontarsi tra di loro, nel momento in cui una coalizione probabile emerge, inizia una discussione formale 2-3 settimane dopo il voto. Quindi viene approvato un accordo di coalizione dai partiti membri. Il presidente federale propone il leader della coalizione, Cancelliere, che deve essere eletto a maggioranza assoluta; se non si raggiunge la maggioranza assoluta, il voto può essere ripetuto nei 14 giorni successivi.

democratici. Il primo partito di opposizione può ottenere una certa visibilità: la Commissione bilancio del *Bundestag* è generalmente guidata dal primo partito di opposizione. Inoltre, è previsto che in qualunque momento il partito all'opposizione può intervenire sulle questioni di governo istituendo un comitato dedicato.

Lo **scenario** che sembra **più probabile** sulla base dell'esito del voto è una **coalizione *Jamaica*** così detta sulla base dei colori dei simboli dei partiti che ve ne farebbero parte CDU (neri), FDP(gialli), Verdi. Trovare un accordo non sarà semplice: se i liberali si sono detti disponibili al dialogo le posizioni dei Verdi andranno verificate. Inoltre Merkel dovrà cercare di mantenere un dialogo con il partito alleato in Baviera (CSU), più conservatore. La vittoria di AfD potrebbe allargare ulteriormente il divario tra CDU e il partito alleato bavarese CSU. Ricordiamo che la Baviera va al voto regionale nel 2018 e il leader Horst Seehofer potrebbe accentuare i suoi toni conservatori. Merkel ha già governato nel 2009-13 con l'FDP, ma da quella legislatura i liberali uscirono fortemente penalizzati, e cercheranno di mantenere una propria identità. Lo stesso problema si pone per i Verdi.

Immigrazione e difesa hanno avuto un ruolo preminente

Il tema che ha dominato la campagna elettorale è la gestione delle politiche per l'**immigrazione**, dato il malcontento suscitato, in parte dell'elettorato, dall'apertura nel 2015 ad un milione di rifugiati. L' AfD ha improntato la campagna elettorale sull'immediata chiusura delle frontiere, raccogliendo il malcontento dell'elettorato, a basso reddito, che si è sentito minacciato dall'afflusso di forza lavoro immigrata a più basso costo in parte da altri paesi dell'Unione Europea. Le politiche sull'immigrazione occuperanno un posto importante nell'agenda del nuovo esecutivo. Merkel continua ad opporsi alle pressioni da parte della CSU partito affiliato della Bavaria, ad introdurre un limite annuo di 200 mila unità per i rifugiati politici. I Verdi vorrebbero mantenere un sistema di accoglienza il più aperto possibile mentre FDP sarebbe favorevole ad un sistema di tipo canadese per attrarre forza lavoro qualificata.

Posizioni di FDP molto più rigide sulle riforme europee

Sulle politiche europee le divergenze sono ampie. L'FDP, partito da sempre liberista e pro-business, sui temi europei ha posizioni ben più rigide rispetto a quelle della CDU. L'FDP è favorevole ad un rafforzamento della clausola di "no bailout" e all'applicazione di sanzioni in caso di mancato rispetto delle regole fiscali. I membri del partito sono apertamente contrari alle *Outright Monetary Transactions* e sostengono invece una soluzione di mercato in caso di crisi sul debito (Christian Lindner, capo dell'FDP, ha apertamente sostenuto una ristrutturazione del debito greco). L'FDP è favorevole al *risk weighting* dei titoli sovrani nei portafogli bancari e sarebbe aperto a rinegoziare i Trattati per consentire ai paesi membri un'uscita "ordinata" dalla zona euro. Il partito è aperto ad un'Europa a più velocità, ma contrario alla costituzione di un mini budget europeo. D'altro canto, su molti temi i Verdi si trovano su posizioni del tutto opposte ai liberali: oltre a rendere più ardua la gestione di una coalizione di governo, ciò potrebbe imporre posizioni più equilibrate – oppure semplicemente paralizzare ogni iniziativa politica di alto livello in Europa. Tutto considerato, perciò, a nostro avviso una coalizione *Jamaica* nella prossima legislatura rischia di non essere positiva né per le politiche interne né per le politiche europee.

Francia: l'economia continua a crescere, ma servirà attenzione ai conti pubblici

Grazie a un deciso miglioramento dei livelli di fiducia e a una recuperata vivacità dell'export, dall'autunno l'agenda della presidenza Macron dovrebbe muoversi in un **contesto economico favorevole**. Il 2° trimestre ha chiuso a 0,5% t/t, stesso ritmo del precedente. **La crescita acquisita ora si porta a 1,3%**. La crescita è spiegata stavolta grazie a un contributo superiore al previsto del canale estero, che con un +0,6 ha esattamente bilanciato il -0,6 del trimestre precedente, mentre la domanda interna ha contribuito circa in linea col trimestre precedente (+0,4). Per il trimestre in corso e per il successivo **confermiamo quindi la nostra previsione** di un aumento di **0,4% t/t**, ritmo leggermente inferiore al passo del 1° semestre. Se confermato, la crescita annua nel 2017 salirebbe a 1,6% da 1,1%, per poi rallentare marginalmente nel 2018 a 1,5%. Per il prossimo anno i rischi per la previsione sono orientati verso l'alto, alla luce del netto miglioramento del clima interno.

Dopo un 2016 molto positivo (2,3%), i **consumi delle famiglie** nel 2017 hanno rallentato, stabilizzandosi attorno a una velocità di 1,0% a/a nei primi due trimestri grazie soprattutto alle vendite di auto e beni per la casa; prevediamo quindi che i consumi manterranno un ritmo simile per il trimestre in corso, mentre in chiusura d'anno e nel 2018 potrebbe vedersi una modesta accelerazione. **Il morale delle famiglie sta continuando a migliorare**, con il livello attuale dell'indice INSEE a 103,8 nel trimestre in corso da 103,4 del precedente (ai picchi del ciclo nel 2007 aveva toccato 108). Anche l'indice di fiducia delle famiglie elaborato dalla Commissione Europea punta a un miglioramento. Nel biennio di previsione i consumi rimarranno il principale vettore della crescita.

Per quanto riguarda gli **investimenti**, si è registrato un rallentamento nel 2° trimestre a 0,7% t/t da 1,3% t/t, dovuto agli **investimenti produttivi** (a 0,7% t/t da 1,9% t/t) e **residenziali** (a 1,0% t/t da 1,3% t/t), mentre gli **investimenti pubblici** sono aumentati per il secondo trimestre consecutivo a un ritmo piuttosto sostenuto (a 2,5% t/t da 1,5% t/t). Nella restante parte dell'anno prevediamo una loro stabilizzazione attorno al ritmo di 0,7% t/t, per una media in accelerazione quest'anno al 3,0% da 2,7% del 2016 e poi in rallentamento dal 2018 a 2,3%.

Il morale negli affari secondo l'INSEE **continua a migliorare**, con il livello dell'indice di fiducia del manifatturiero ora attorno a 109,7 da 108,7 del trimestre precedente, ai massimi dal 2011; l'indice dei servizi invece si trova ora a 105 da 103,0 e quello nelle costruzioni a 104,7 da 102,0, stabilmente sopra la media storica (dal livello medio 2016 di 96,0). Anche gli indicatori PMI sono forti: l'indice PMI composito viaggia sul livello di 55,4, con il manifatturiero a 55,4 e i servizi a 55,5. **La produzione industriale** è attesa rallentare attorno a 0,5% t/t nel trimestre in corso dopo il risultato di +1,1% t/t del precedente, dando un contributo alla formazione del PIL di circa mezzo decimo. Il livello di **utilizzo della capacità produttiva** sta marginalmente aumentando oltre l'84% nel trimestre in corso dall'83,3% del precedente. In media annua, la **produzione industriale** è in rotta per un aumento di 1,7% a/a rispetto allo 0,3% a/a del 2016, **e per il prossimo anno prevediamo una nuova marginale accelerazione**. Le **costruzioni** nel 2° trimestre hanno registrato una nuova espansione allo stesso ritmo del primo (+0,2% t/t), in rallentamento rispetto alla fine del 2016 ma in accelerazione se confrontate con lo stesso periodo del 2016 (+1,1% a/a).

Sul fronte del **commercio estero**, le **esportazioni** hanno visto un balzo in primavera a +2,5% t/t da -0,9% t/t sulla scia del comparto dei beni capitali, ma dovrebbero rallentare nel trimestre in corso e nel prossimo sotto all'1% sulla scia del rafforzamento dell'euro. In particolare, in base all'analisi dei flussi estivi, un effettivo rallentamento dovrebbe vedersi nell'export extra-UE⁷ nei comparti dei

Guido Valerio Ceoloni

PIL 2017 a 1,6% e a 1,5% nel 2018

Morale delle famiglie in ampia risalita, consumi positivi e stabili nel biennio

Investimenti stabili, supportati dal ritorno della componente pubblica

Morale migliore nel manifatturiero che nei servizi; continua la ripresa delle costruzioni

Esportazioni più vivaci delle attese nel 1° semestre ma il contributo del canale estero al PIL rimarrà trascurabile

⁷ Pari a circa il 40% del totale dell'export francese.

materiali di trasporto e dei prodotti chimici. Tuttavia, per ora l'apprezzamento del cambio non costituisce una minaccia significativa. In media annua, le esportazioni quindi sono attese accelerare nel 2017 a 2,8% e attorno al 3,2% nel 2018 da 1,9% del 2016. Le **importazioni**, sostenute da consumi vivaci nel 1° trimestre, hanno rallentato nel secondo a +0,4% t/t da 1,1% t/t ma sono attese rafforzarsi già in autunno; in media annua stimiamo che si espanderanno del 3,8% quest'anno e del 3,2% nel 2018 da 4,2% del 2016. Complessivamente, quindi, **il contributo del canale estero alla formazione del PIL sarà lievemente negativo quest'anno e circa neutrale il prossimo**. Dal 2018 ci aspettiamo che ritorni positivo grazie alle esportazioni e a una stabilizzazione dei consumi interni. L'allargamento del deficit di **bilancia commerciale** continuerà quest'anno e il prossimo toccando l'11% del PIL dall'8,8% del 2016.

I dati sul fronte dei prezzi indicano che **l'inflazione**, dopo aver raggiunto il picco annuo di 1,2% in primavera, andrà progressivamente rallentando per attestarsi in media annua a 0,9% sull'indice nazionale (1,0% sull'armonizzato). Per il prossimo anno, un effetto statistico sfavorevole dovrebbe mantenerla poco sopra all'1%. L'indice *core* al netto di alimentari, energia e tabacco è attestato ora a 0,5% e in media annua dovrebbe rallentare marginalmente a 0,3% quest'anno da 0,5% del 2016 per riaccelerare a 0,9% nel 2018. Le pressioni inflazionistiche rimarranno quindi contenute fino a fine 2018, supportando in questo modo il potere d'acquisto delle famiglie almeno per un altro anno.

In linea con il trend dell'Eurozona, anche in Francia la **disoccupazione** ha imboccato un sentiero decrescente, che ha visto il primo calo sotto la soglia del 10% a inizio 2017 e ha continuato in primavera scendendo di un altro decimo a 9,5%. In media annua ora è in linea per una discesa di sei decimi a 9,5%, maggior variazione dal 2008. Per il 2018 è attesa una riduzione al 9,1%, che potrebbe essere anche più ampia, se la seconda parte della riforma del mercato del lavoro verrà approvata velocemente e senza troppi annacquiamenti. Macron si è impegnato a portare la disoccupazione sotto il 7% entro la fine del suo mandato. **L'occupazione** ha visto un incremento di altri 81 mila nuovi posti nel 2° trimestre (+0,3% t/t, +1,2% a/a), in aumento da undici trimestri consecutivi a un ritmo robusto: il tasso di attività si attesta ora al 65,3%, ai massimi da fine 2008. In particolare, è incoraggiante che l'occupazione negli ultimi due trimestri sia tornata a crescere anche nelle costruzioni (+0,4% t/t da +0,6% t/t), settore che aveva visto continui cali dal 2008 in poi.

Dal -3,4% del 2016, nel 2017 il **deficit** potrebbe scendere un decimo in più di quanto annunciato, al -2,9%. Ciò principalmente grazie ai numeri del PIL migliori del previsto; la ricapitalizzazione dell'azienda nucleare di Stato Areva è già inclusa nella correzione e dovrebbe incidere per due decimi. Il prossimo anno il budget del Governo potrebbe indicare un'ulteriore riduzione al -2,6% dalla precedente stima di -2,7%; nel 2019, uno sfioramento oltre il -3% è probabile se non saranno annunciate misure correttive⁸. Contestualmente, i tagli per il 2018 potrebbero essere inferiori di circa 4 miliardi rispetto ai 20 annunciati a luglio. I numeri esatti proiettati dal Governo saranno però resi noti solo con la presentazione della legge di bilancio 2018. Quindi, lo **sforzo strutturale** nel 2018 verosimilmente sarà solo di +0,1% rispetto al +0,5% previsto e **la spesa pubblica è attesa aumentare nel biennio** a causa della fine del periodo di congelamento dei salari dei dipendenti pubblici, delle maggiori spese nel comparto dell'istruzione e di un aumento degli investimenti promesso da Macron. **Il controllo delle finanze statali rimane quindi il principale elemento di attenzione** per lo scenario Paese. Il **debito pubblico** aumenterà anche quest'anno di circa mezzo punto percentuale a 96,5% da 96,0% del 2016 e continuerà a salire anche nel 2018.

L'inflazione viaggerà attorno all'1% quest'anno e il prossimo

Disoccupazione in calo quest'anno al 9,5% da 10,1%, occupazione in stabile risalita, ora anche nelle costruzioni

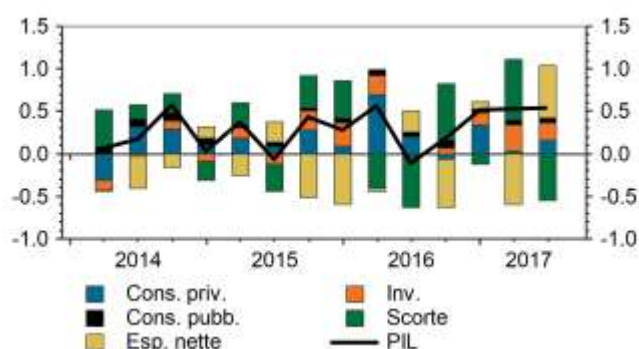
I conti pubblici andranno monitorati da vicino. Dal 2018 il deficit potrebbe sfiorare di nuovo il -3%

⁸ Per effetto di un aggiustamento del costo della CICE per il 2018, che si "scaricherà" sui conti pubblici nel 2019 per circa 3,3 miliardi di euro.

Previsioni	2016	2017	2018	2016			2017				2018		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.1	1.7	1.6	1.2	0.9	1.2	1.1	1.8	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6
- t/t				-0.1	0.2	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	2.1	1.0	1.4	0.4	-0.1	0.6	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.7	3.2	2.3	0.0	0.3	0.6	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.4	1.3	1.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	1.9	2.8	3.2	-0.1	0.9	1.2	-0.8	2.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Importazioni	4.2	3.8	3.2	-1.0	2.7	0.8	1.2	0.3	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.3	0.0	-0.7	0.6	-0.2	0.7	-0.6	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.1	-2.4	-2.4										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-2.9	-3.2										
Debito pubblico (% PIL)	96.0	96.5	98.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.3	1.1	1.0	0.1	0.4	0.7	1.5	1.0	0.9	0.9	0.6	0.9	1.3
Produzione industriale (a/a)	0.3	1.7	1.8	0.5	-0.5	0.3	0.7	1.8	2.5	1.8	2.5	1.8	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	10.1	9.5	9.1	10.0	10.0	10.0	9.6	9.5	9.4	9.3	9.2	9.1	9.0

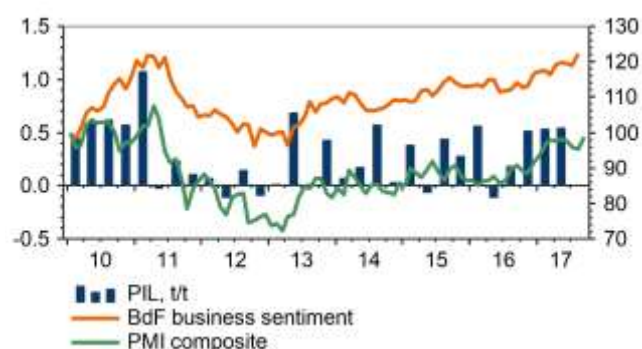
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



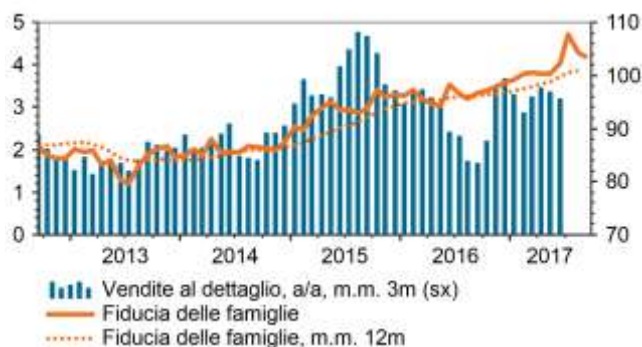
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



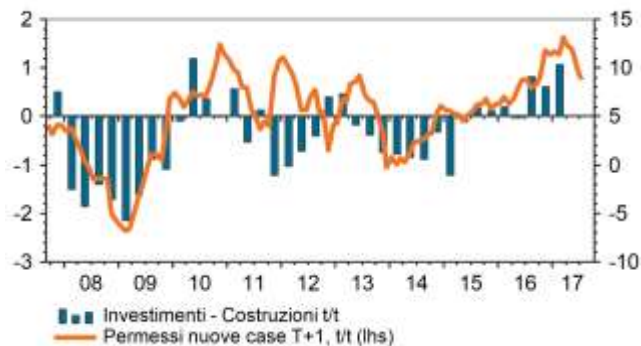
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



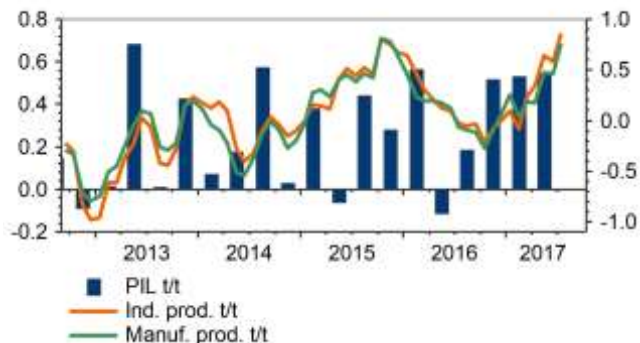
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edilizio



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



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

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



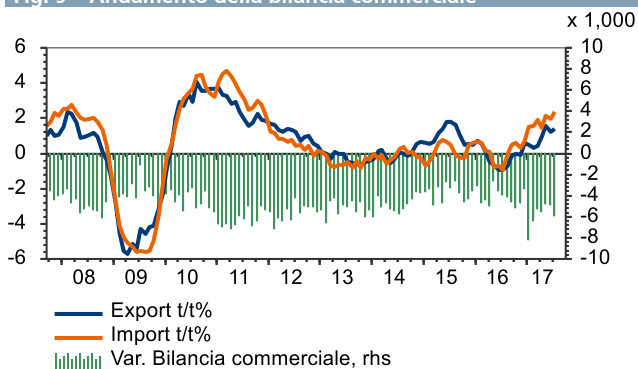
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



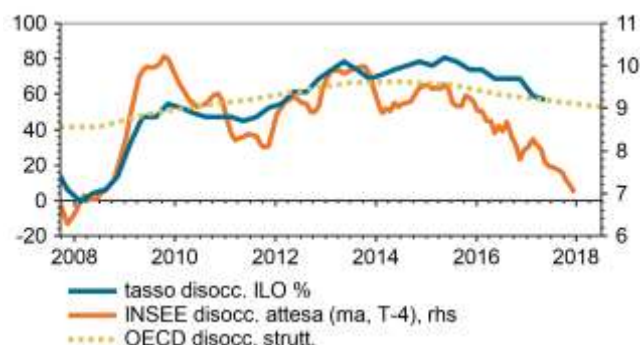
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



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

Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Italia: vento in poppa, almeno nel breve termine

Rispetto a tre mesi fa, **abbiamo rivisto al rialzo la stima sulla crescita del PIL italiano nel 2017, a 1,4%** da 1,1% precedente. Ciò per due principali motivi:

- 1) **i dati migliori del previsto sull'andamento recente del PIL**, che è cresciuto di 0,4% t/t negli ultimi tre trimestri (il dato di fine 2016 è stato rivisto verso l'alto di un decimo e il trimestre primaverile è risultato migliore delle nostre attese), facendo registrare un incremento annuo di 1,5% a metà 2017: in entrambi i casi si tratta di un **record dal 2010**;
- 2) **il trend ancora positivo degli indici anticipatori**: non soltanto la **fiducia delle imprese** ha continuato a migliorare, collocandosi ad agosto su livelli vicini ai massimi dell'ultimo decennio per quanto riguarda il settore manifatturiero e quello delle costruzioni, ma si è anche visto un rimbalzo a sorpresa della **fiducia dei consumatori**, che, dopo aver toccato un minimo nel mese di maggio, è poi risalita nei tre mesi successivi (per trovare un valore più elevato di quello di agosto occorre risalire a luglio dell'anno scorso).

Anche dopo la revisione, riteniamo permangano **rischi verso l'alto sulla stima di crescita 2017**. In effetti, la nostra ipotesi per il secondo semestre dell'anno non è particolarmente ottimistica, in quanto incorpora un PIL in crescita di 0,3% t/t ovvero in lieve rallentamento rispetto a quanto visto nei tre trimestri precedenti.

Per quanto riguarda le componenti di crescita, rispetto a tre mesi fa **siamo meno pessimisti circa l'evoluzione dei consumi mentre siamo meno ottimisti in merito all'andamento delle esportazioni**. Infine, continuiamo a ritenere, nonostante l'andamento assai deludente di inizio anno, che vi siano rilevanti margini di recupero per gli investimenti in macchinari e attrezzature. Nel dettaglio:

- 1) **i consumi privati**, dopo il trend di rallentamento visto nella parte finale dell'anno scorso, hanno parzialmente ritrovato vigore a inizio 2017, anche in forza di un rimbalzo a sorpresa del reddito disponibile reale delle famiglie (+0,8% nel 1° trimestre dopo il -0,5% t/t di fine 2016); il recente recupero della fiducia dei consumatori si spiega anche con l'ulteriore calo della disoccupazione (ai minimi da 4 anni e mezzo all'11,2% tra aprile e giugno, sebbene luglio abbia visto una risalita di un decimo); in prospettiva, continuiamo a vedere un trend di rallentamento dei consumi, che però sarà meno pronunciato rispetto a quanto ci attendevamo tre mesi fa (1,2% nel 2017 e 0,8% nel 2018); il punto è che l'occupazione, dopo la fase di rallentamento vista tra l'autunno del 2016 e la primavera del 2017 anche in relazione al venir meno definitivo della decontribuzione sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato, ha da allora almeno parzialmente ritrovato vigore: oggi sembra di poter dire che, una volta esaurito il contraccolpo della fine degli incentivi, l'occupazione possa rimanere dinamica in relazione alla vivacità del ciclo (in coerenza con le elevate intenzioni di assunzione segnalate dalle indagini di fiducia delle imprese);
- 2) continuiamo a pensare che vi siano rilevanti margini di recupero per gli **investimenti in macchinari e attrezzature**, che, dopo un andamento migliore del previsto nel 2016 (+2,1%, ai massimi dal 2007), hanno subito un calo "anomalo" a inizio 2017; tale flessione potrebbe essere riconducibile all'anticipo di ordini di beni capitali agli ultimi mesi del 2016 in relazione all'incertezza circa il venir meno degli incentivi compresi nel pacchetto "Industria 4.0" (non a caso, la variazione congiunturale degli investimenti in macchinari nel 4° trimestre 2016 è stata soggetta a una significativa revisione da parte dell'Istat: inizialmente stimata a +0,4% t/t, è stata poi riletta a +1,6% t/t); ciò spiegherebbe (almeno in parte) la contrazione di -4,5% t/t registrata a inizio 2017, che pure resta "anomala" e che non è stata recuperata in pieno nel 2° trimestre (+0,6% t/t). Ciò farà sì che la crescita media degli investimenti totali rallenti quest'anno rispetto all'anno scorso (a 1,8%), in attesa di una riaccelerazione nel 2018 (a 2,4%). In ogni caso, l'accentuato ottimismo degli imprenditori in merito alla domanda, il recupero in corso della redditività delle imprese (che ha fatto sì che gli investimenti siano stati per ora finanziati in gran parte con mezzi propri) e la concreta

Paolo Mameli

Abbiamo rivisto al rialzo la stima di crescita 2017, per via dei dati di contabilità nazionale migliori del previsto e del trend positivo delle indagini

Anche dopo la revisione, i rischi sulla stima 2017 sono verso l'alto

Rispetto a tre mesi fa, siamo meno pessimisti sui consumi e meno ottimisti sull'export

possibilità di un rinnovo degli incentivi contenuti nel pacchetto "Industria 4.0" ci inducono a ritenere che gli investimenti possano essere verosimilmente la componente da cui ci si può attendere i maggiori margini di crescita nella seconda parte del 2017 e nel corso del 2018.

- 3) infine, rispetto a tre mesi fa siamo leggermente meno ottimisti in merito al traino derivante dalle **esportazioni**. In effetti, il commercio estero ha visto una ripresa molto vivace dei flussi tra gli ultimi mesi del 2016 e la prima metà del 2017, con un moderato rallentamento solo in giugno e luglio (l'ultimo per il quale sono disponibili i dati) dopo i picchi toccati nei mesi primaverili. Tuttavia, il recente apprezzamento del tasso di cambio ci induce a essere un po' meno ottimisti sull'apporto di questa componente di domanda: verosimilmente, anche per la media del 2017 il commercio estero non dovrebbe contribuire al PIL (dopo averlo frenato nei tre anni precedenti), e solo nel 2018 la domanda estera potrebbe sostenere moderatamente la crescita (in un contesto di rallentamento per entrambi i flussi, ma più marcato per l'import che non per l'export).

In sintesi, lo scenario di breve termine per il ciclo italiano ci sembra ben impostato. **A quali rischi è soggetto tale outlook?** Essi riguardano a nostro avviso più l'orizzonte di medio termine che non quello di breve: si tratta dei seguenti (in ordine di importanza crescente):

- 1) **cambio forte**: il rischio più imminente sullo scenario di crescita ci sembra quello derivante dal recente rafforzamento del tasso di cambio, che si è apprezzato dall'inizio di aprile di circa il 12% contro dollaro e del 6% in termini di cambio effettivo. Tuttavia, **riteniamo che l'impatto effettivo possa risultare di entità modesta**, probabilmente pari a due-tre decimi, per motivazioni sia strutturali (aumento della fatturazione in valuta locale delle importazioni, crescita del contenuto di import dell'export), sia cicliche (ruolo della domanda interna in questa ripresa).
- 2) **fine del PSPP**: le stime sull'impatto macroeconomico degli interventi espansivi messi in campo dalla BCE negli ultimi anni sono incerte. Le analisi evidenziano come l'impatto sulla crescita dell'Italia possa essere stato superiore alla media dell'Eurozona (0,5% nel 2015 e 0,8% nel 2016 secondo la Banca d'Italia⁹, ma l'effetto-cambio contribuirebbe per circa due terzi). In ogni caso, anche imputando nel modello *Oxford Economics Forecasting* uno shock sui tassi a lungo termine di 20 punti-base a trimestre nel corso del 2018, derivante da graduale ritiro del PSPP, ne conseguirebbe, *ceteris paribus*, un impatto sulla crescita media del PIL italiano nel 2018 pari a meno di un decimo. In sintesi, riteniamo che gli effetti della fine del QE sulla crescita possano essere al massimo pari a un decimo in meno di PIL.
- 3) **rischio politico**: è tuttora in dubbio che si possa arrivare all'approvazione di una nuova legge elettorale che abbia l'obiettivo non solo di armonizzare i due sistemi attualmente vigenti per le due camere ma anche di ridurre i rischi di ingovernabilità nel prossimo Parlamento. Il Partito Democratico ha depositato un nuovo disegno di legge, che assegna poco più di un terzo dei seggi in collegi uninominali e il restante con metodo proporzionale (con soglia del 3%). Ad oggi non è chiaro se questa proposta potrà avere il via libera dei principali partiti. Inoltre, anche la nuova legge proposta non sembra poter azzerare i rischi di ingovernabilità. La data più probabile per le prossime elezioni appare il mese di marzo 2018: non si può escludere che il risultato possa rendere difficile la formazione di un nuovo governo, e che tale esito possa creare volatilità sui mercati finanziari e per questa via danneggiare la crescita. Tuttavia, cruciale sarà l'evoluzione del ciclo internazionale: se il contesto rimanesse espansivo (come nel nostro scenario centrale), anche le eventuali difficoltà di formare un governo all'indomani delle elezioni potrebbero essere valutate in maniera non troppo sfavorevole dai mercati.

I rischi sullo scenario riguardano più il 2018 che il 2017: effetti del cambio forte e della fine del QE, rischio politico

⁹ Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) n. 270, "Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema" di Pietro Cova e Giuseppe Ferrero (Aprile 2015)

In questo contesto, a nostro avviso **la Legge di Bilancio non sarà decisiva per la crescita**. Il *budget* 2018 sarà espansivo per lo 0,6% del PIL se si tiene conto della disattivazione delle clausole di salvaguardia, ma lievemente restrittivo (per lo 0,3% del PIL) al netto di esse, che non sono incorporate nelle attese degli operatori economici. La manovra lorda dovrebbe includere, oltre ai quasi 16 miliardi di disinnescio degli aumenti delle imposte indirette e al miliardo e mezzo circa di spese a politiche invariate, anche **misure di stimolo** per 4-5 miliardi (tra le quali nuove forme di taglio dei contributi sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato, probabilmente limitate ai giovani; il rinnovo degli incentivi del pacchetto "Industria 4.0" e del contratto del pubblico impiego). Le **coperture** dovrebbero limitarsi a poco più di 10 miliardi. Il governo ha esplicitamente parlato di una nuova fase di *spending review* con ulteriori risparmi sulla razionalizzazione e centralizzazione degli acquisti di beni e servizi della PA e di nuove misure di lotta all'evasione; fonti di stampa non escludono una riapertura dei termini della *voluntary disclosure* o della rottamazione delle cartelle Equitalia; ad oggi comunque l'obiettivo di ottenere da queste misure fondi per almeno 10 miliardi appare sfidante. La composizione della manovra, che presenta un alto moltiplicatore dal lato delle misure di stimolo e viceversa un basso moltiplicatore sul versante delle coperture appare tale da giustificare un impatto negativo sul PIL limitato al massimo a un decimo. In ogni caso, Ci sono dei rischi verso l'alto sulle previsioni governative di deficit all'1,6% e debito al 130% del PIL l'anno prossimo.

La manovra fiscale netta per il 2018 dovrebbe essere restrittiva, ma con effetti limitati sul PIL

In considerazione degli effetti dell'apprezzamento del tasso di cambio e di politiche economiche meno espansive, nonché tenendo conto della decelerazione del ciclo nell'intera area dell'euro incorporata nel nostro scenario di base, condividiamo con la maggior parte dei previsori l'idea di un **moderato rallentamento della crescita italiana nel 2018**, a 1,1% dall'1,4% di quest'anno. La stima per l'anno prossimo è invariata rispetto a tre mesi fa ma, mentre i rischi sulla previsione sono verso l'alto nel 2017, ci sembrano invece verso il basso con riferimento all'anno prossimo, soprattutto se e nella misura in cui si concretizzerà il rischio politico di cui sopra.

Vediamo un moderato rallentamento della crescita nel 2018

Previsioni	2016			2017			2018			2018			
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	1.4	1.1	0.8	0.9	1.2	1.2	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
- t/t				0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Consumi privati	1.3	1.2	0.8	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Investimenti fissi	3.1	1.8	2.4	0.1	1.7	1.8	-1.6	0.7	1.0	0.5	0.6	0.6	0.4
Consumi pubblici	0.6	0.8	0.5	-0.3	-0.1	0.6	0.5	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
Esportazioni	2.6	4.5	2.5	2.3	0.4	1.9	1.6	0.6	-0.3	1.0	0.8	0.6	0.6
Importazioni	3.1	5.5	2.1	2.3	1.1	2.3	1.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.3	0.1	0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.5	2.1										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.5	-2.2	-1.9										
Debito pubblico (% PIL)	132.0	132.6	132.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.1	1.5	1.5	-0.3	-0.1	0.2	1.3	1.6	1.4	1.7	1.2	1.4	1.7
Produzione industriale (a/a)	1.9	2.6	1.9	0.6	1.7	3.4	1.8	3.2	3.2	2.1	2.6	2.1	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	11.7	11.3	10.9	11.6	11.6	11.8	11.6	11.2	11.2	11.1	11.1	11.0	10.8
Tasso a 10 anni (%)	1.48	2.17	2.82	1.48	1.19	1.77	2.15	2.17	2.08	2.28	2.61	2.80	2.89

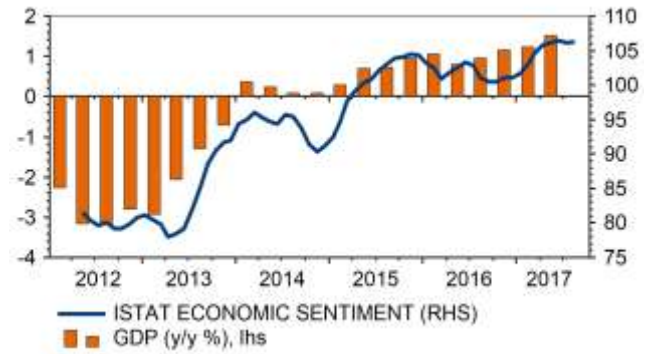
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – Quantificazione dei rischi sulla crescita del PIL nel 2018

	Min	Max
Apprezzamento del cambio	-0.2	-0.3
Politica fiscale	0	-0.1
Fine del QE	0	-0.1
Rischio politico	?	
TOTALE	-0.2	-0.5

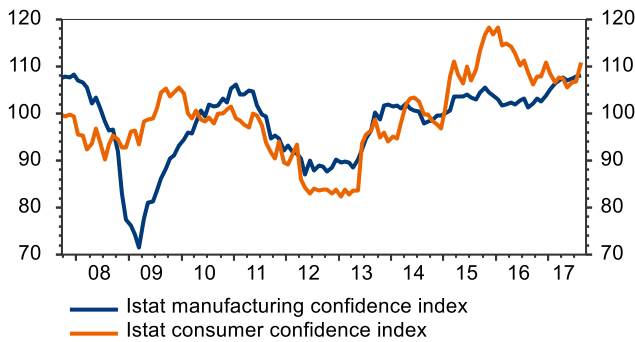
Nota: effetti sulla crescita % annua del PIL nel 2018. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Ma gli indici anticipatori segnalano che la crescita almeno nel resto del 2017 rimarrà vivace



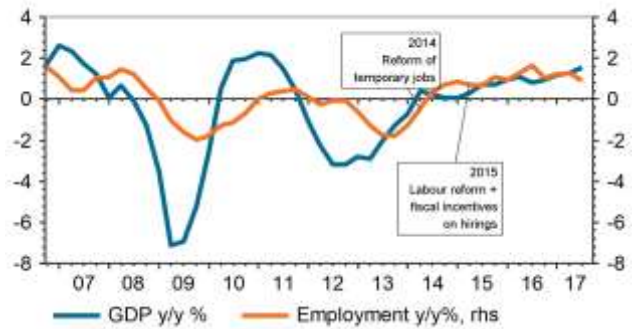
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 2 – Continua la ripresa della fiducia delle imprese, rimbalza a sorpresa quella delle famiglie



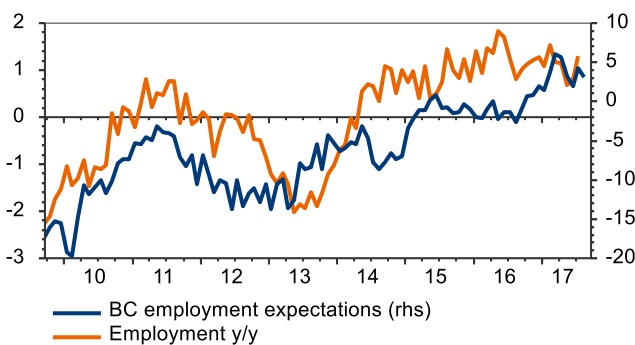
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 3 – L’elasticità dell’occupazione al PIL è oggi diminuita rispetto alla prima fase della ripresa...



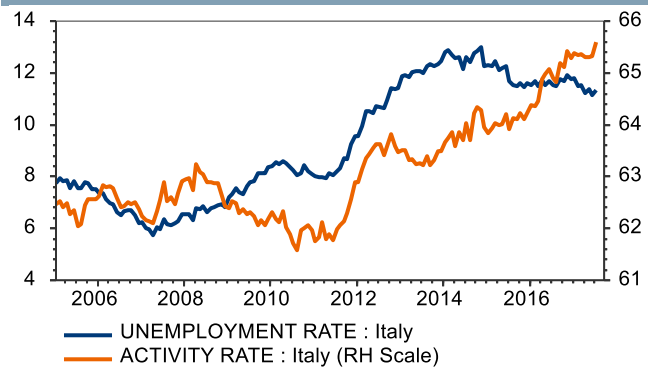
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – ...tuttavia la crescita degli occupati dovrebbe continuare viste le elevate intenzioni di assunzione delle imprese



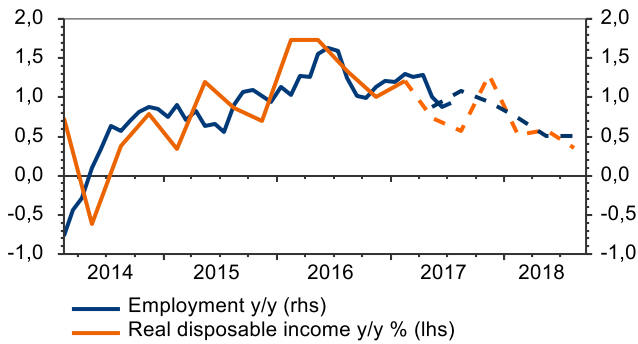
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 5 – In ogni caso, il calo della disoccupazione resterà lento, frenato dalla tendenza ancora al rialzo del tasso di attività



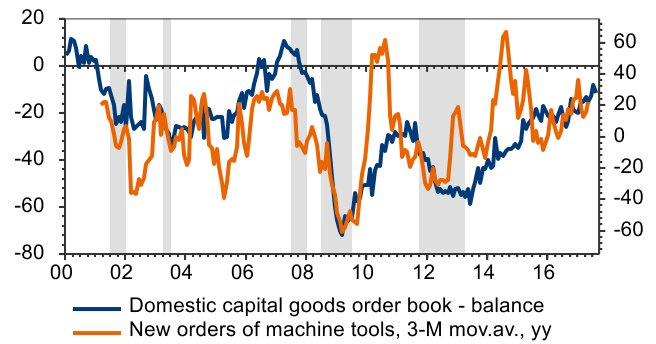
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 6 – La crescita di occupazione e reddito disponibile continuerà, ma a ritmi più lenti



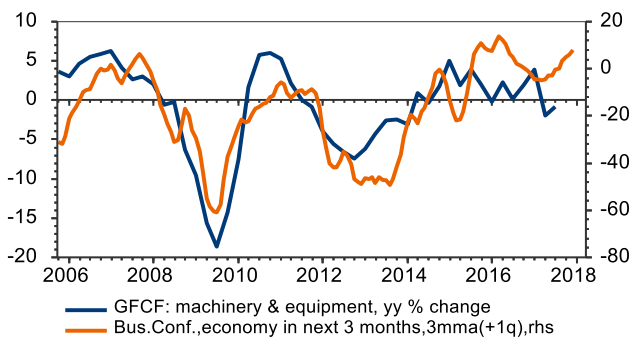
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La risalita degli ordini di beni capitali sia nelle indagini che nei dati sulle commesse potrebbe essere dovuta agli incentivi di "Industria 4.0"



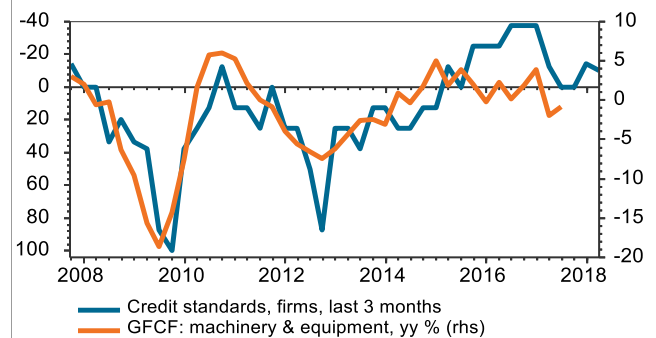
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Oltre che dagli incentivi, la ripartenza degli investimenti sarà favorita dall'ottimismo delle imprese sulla domanda...



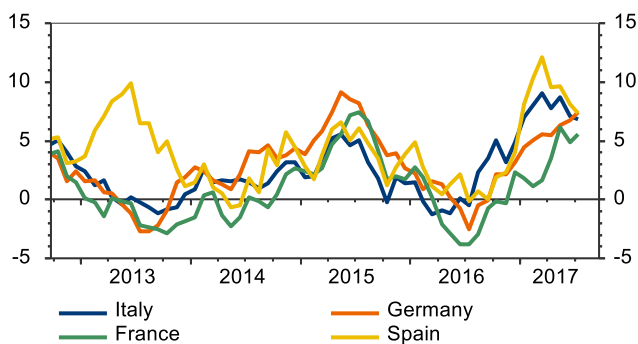
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – ...nonché da condizioni finanziarie ancora espansive



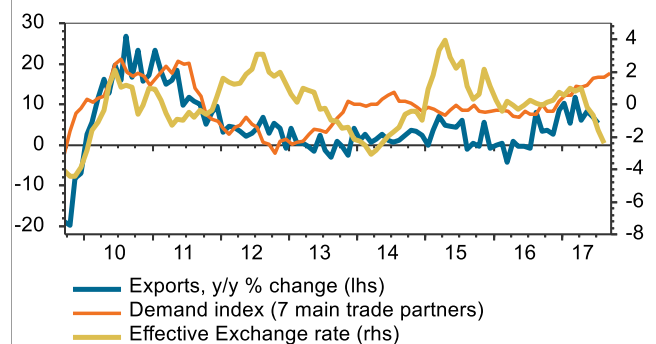
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – L'export italiano viaggia al momento alla stessa velocità di Germania e Spagna



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 11 – Il movimento recente del tasso di cambio effettivo è rilevante, ma è compensato dall'accelerazione della domanda mondiale rivolta verso l'Italia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spagna: esplode la questione catalana

L'economia spagnola continua a crescere a ritmi sostenuti. Dopo un 2016 al 3,2%, più forte delle nostre attese e delle stime di consenso, rivediamo ancora una volta al rialzo le previsioni di crescita per il biennio in corso: da un precedente 2,8% al 3,0% nel 2017 e da 2,0% al 2,3% nel 2018. Le indicazioni recenti dalle indagini PMI e di fiducia economica (v. fig. 1) suggeriscono che la crescita si va assestando sui ritmi leggermente inferiori a quelli dei mesi primaverili (0,8% t/t). L'attività manifatturiera è già rallentata a inizio estate e suggerisce una crescita del PIL più vicina a 0,6-0,7% t/t nella seconda metà di quest'anno. Il Paese sembra avviarsi verso una fase di crescita più moderata: l'impulso massimo dal passato calo del prezzo del petrolio e condizioni finanziarie ultra-accomodanti dovrebbe essersi già materializzato; da fine anno si farà sentire l'effetto del rialzo del cambio e dal prossimo anno la politica fiscale sarà più restrittiva. Le questioni politiche interne e l'inasprirsi del braccio di ferro con gli indipendentisti catalani hanno indotto il governo di Madrid a rimandare di una settimana l'approvazione del budget 2018. Il focus ritorna quindi sulla politica. Ma non va ignorato che il paese necessita di proseguire con il processo di riforme dal momento che l'elevato debito estero richiede di intervenire strutturalmente sulla competitività.

La crescita superiore alle attese nei primi sei mesi del 2017 è spiegata da una dinamica delle esportazioni superiore (in media 2,5% t/t tra fine 2016 e giugno di quest'anno) alla media area euro, mentre le importazioni sono cresciute meno (1,5% t/t in media). Il contributo del commercio estero è stato di riflesso ampiamente positivo. Le indicazioni recenti dagli ordini dall'estero dal PMI e PMI globale suggeriscono che la crescita della domanda rivolta alla Spagna non salirà oltre (v. fig. 3). Dal 4° trimestre comincerà a pesare il rafforzamento del cambio che potrebbe frenare l'export. L'effetto di un rialzo del cambio su import ed export (v. fig. 4) tende ad essere più elevata in Spagna che nel resto dell'Eurozona¹⁰. È pur vero che il grosso del miglioramento del saldo merci degli ultimi anni si è avuto con il resto della zona euro (v. fig. 6) il che fa sperare che l'effetto del cambio possa essere meno significativo che in passato (un apprezzamento del cambio effettivo deprime la crescita spagnola di circa 0,5% dopo un anno). Ci aspettiamo una moderazione della crescita delle esportazioni all'1,0% t/t nei prossimi diciotto mesi. In media annua la crescita dell'export è vista frenare dal 6% del 2017 al 4,0%, mentre le importazioni sono attese rallentare meno: il commercio estero offrirà quindi un contributo ancora positivo alla crescita di 0,2%. La crescita continuerà ad essere trainata dalla domanda interna, che ci aspettiamo avanzi ancora intorno al 2,0% il prossimo anno dal 2,3% stimato per quest'anno. La spesa delle famiglie ha fatto meglio del previsto nella prima metà del 2017 crescendo di 0,7% t/t. Tuttavia, i consumi già negli ultimi sei mesi sono stati finanziati in parte tramite decumulo di risparmio (v. fig. 8). È possibile che i consumi continuino a rallentare nel 2018 verso il 2,0% dal 2,3% di quest'anno e dal 3,2% del 2016.

La crescita degli occupati per quanto solida e superiore alle indicazioni dalle indagini di fiducia (2,8% a/a in primavera) (v. fig. 9) non può compensare il calo dei salari reali (v. fig. 10) associato al rimbalzo dell'inflazione al 2,1% da -0,2% dello scorso anno a fronte di una crescita dei salari contrattuali ancora bassa. **Sull'orizzonte di previsione, ci aspettiamo una crescita degli occupati più moderata, al 2,0%.** La dinamica dei salari reali resterà in territorio negativo. **L'inflazione è vista in lieve calo nel 2018 all'1,7%**, su effetti base di freno dall'energia. Ma l'ampio eccesso di forza lavoro continuerà a mettere pressioni ribassiste sui salari contrattuali. **Il tasso di disoccupazione è calato di nove punti fino al 17,1% a luglio da un picco del 26,2% nel 2013 e nelle nostre previsioni potrebbe scendere fino al 16,8%** a fine orizzonte di previsione. Il tasso di disoccupazione allargato è ben più elevato e pari al 26%, il più elevato in assoluto nella zona euro, e si avvicina al livello strutturale che è inaccettabilmente alto per un paese avanzato e che probabilmente, almeno in parte, nasconde un fenomeno di sotto occupazione.

Anna Maria Grimaldi

Rivediamo ancora al rialzo le stime 2017

La sorpresa è venuta da export e consumi. Ma il picco è ormai alle spalle

Meno spinta dall'occupazione

Salari reali ancora negativi. La disoccupazione calerà ancora ma l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro terrà sotto pressione i salari negoziali anche il prossimo anno

¹⁰ Si veda ECB *working paper* no 1955, settembre 2016

La **domanda interna sarà sostenuta più dagli investimenti in macchinari** nel prossimo anno. Ma anche in questo caso è ragionevole attendersi un rallentamento dopo l'8,9% del 2016 e il 5% del 2017: stimiamo una crescita vicina al 4,0% nel 2018. L'aumento di utilizzo della capacità produttiva si è in parte fermato (v. fig. 12) e l'opportunità offerta dai bassi tassi di interesse sembra essere stata sfruttata.

Le **costruzioni sono in un nuovo ciclo espansivo**: a inizio 2017 gli investimenti residenziali viaggiavano al 2,7% t/t da 0,9% t/t dei 18 mesi precedenti, nei mesi primaverili si è visto un tasso di crescita dell'1,0%. La fiducia nel comparto rimane sostenuta. Anche per il confronto statistico, la crescita delle costruzioni residenziali dovrebbe essere del 7% nel 2017, ma ci aspettiamo una frenata al 4% nel 2018. Per le costruzioni non residenziali la nostra stima è di una crescita del 2,5% in media nel 2017-18. Il valore aggiunto è tornato a contribuire a ritmi pre-crisi (v. fig. 11). Il ciclo espansivo può proseguire ma è sperabile che rallenti ulteriormente nel 2019, onde evitare l'insorgere di nuovi eccessi.

La Spagna rimane nel braccio correttivo del patto di Stabilità. Il **deficit** è atteso tornare entro la soglia del 3% solo nel 2018, dal 4,5% del 2016. Il miglioramento dei saldi nominali è in larga misura dovuto al contributo dal ciclo. La scorsa primavera, la Commissione giudicava insufficiente la variazione del saldo strutturale nel 2018 (0,0% a fronte di uno sforzo richiesto, in base alle regole del Patto di Stabilità, di 0,5% del PIL). Con la presentazione del Budget 2018 il Governo ha puntato a un deficit del 2,2% nel 2018. Le misure di contenimento della spesa (tagli ai consumi intermedi e trasferimenti) per un punto di PIL dovrebbero più che compensare i 2 miliardi di tagli fiscali. Le entrate sono viste passare dal 38,5% del PIL al 38,4%. L'incertezza sull'evoluzione dei saldi deriva dall'impatto delle misure sulla tassazione ma anche dalle misure di controllo della spesa (in particolare la Commissione fa riferimento alla regola per rafforzare la sostenibilità delle finanze pubbliche). Nelle stime del Governo il rapporto debito PIL è visto in calo al 98,8% già quest'anno e al 97,6% nel 2018. La Commissione ha una stima più cauta di calo del debito al 98,8% in parte per l'incertezza legata alla realizzazione di entrate da privatizzazioni (stimate allo 0,2% il prossimo).

I **rischi per lo scenario macro sono circa bilanciati**. Tuttavia, la vicenda catalana ha riaperto la questione dei rapporti di forza tra Governo centrale e autonomie locali e potrebbe avere ripercussioni sulle decisioni di spesa delle imprese nonché sulla gestione dei conti pubblici. Il modo in cui verrà gestita la crisi in Catalogna avrà ripercussioni sulle relazioni con il resto delle regioni con vocazioni indipendentiste (si veda il focus a seguire).

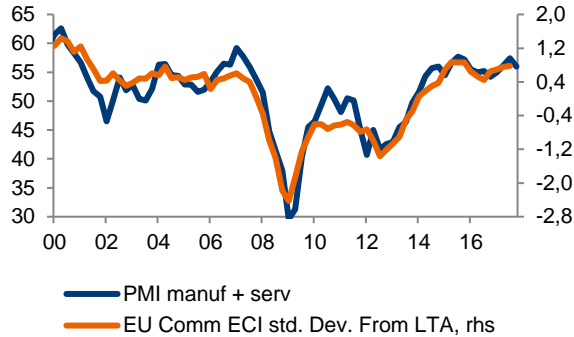
Capex: un rallentamento è ragionevole dopo la crescita vicina al 9% degli ultimi mesi

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

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.2	3.0	2.3	3.4	3.2	3.0	3.0	3.1	3.0	2.9	2.7	2.4	2.3
- t/t				0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Consumi privati	3.2	2.3	2.0	0.7	0.6	0.8	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi	3.1	3.8	3.0	1.4	-0.1	0.5	2.1	0.8	0.3	0.8	1.0	0.6	0.8
Consumi pubblici	0.8	1.1	0.9	-0.6	0.5	-0.2	0.8	0.2	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	3.7	6.6	3.2	0.8	0.4	1.4	2.7	2.4	0.4	0.9	0.8	0.5	0.5
Importazioni	3.3	4.9	3.8	2.6	-2.0	1.8	3.1	-0.2	1.2	1.0	0.8	1.0	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.2
Partite correnti (% PIL)	1.6	1.8	1.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-3.2	-2.6										
Debito pubblico (% PIL)	99.4	99.2	98.5										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.3	2.2	1.8	-1.0	-0.3	0.8	2.7	2.1	2.0	2.2	1.3	2.2	2.0
Disoccupazione (ILO, %)	19.6	17.3	16.8	20.1	19.3	18.7	18.2	17.0	16.9	16.9	16.9	16.8	16.8

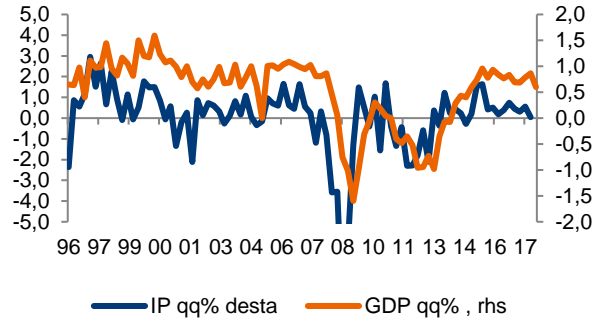
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PMI composito indica che il picco molto probabilmente è alle spalle



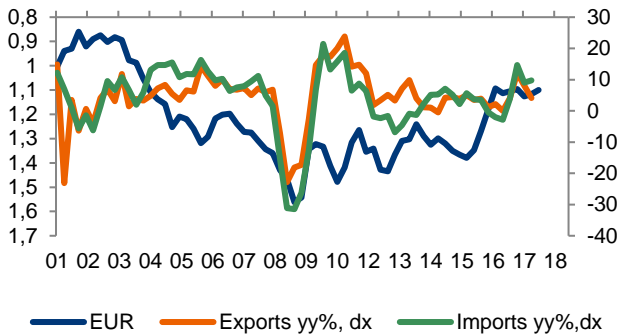
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – L'attività nel manifatturiero è già rallentata in estate



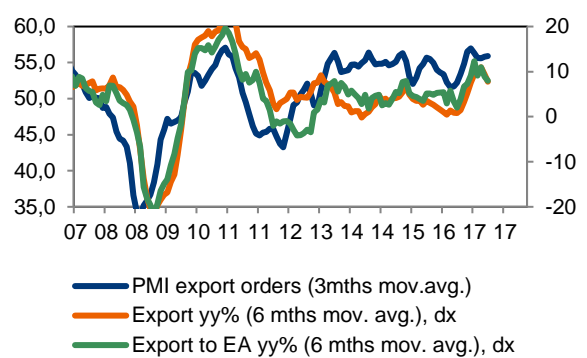
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il cambio pesa per la dinamica dell'export più...



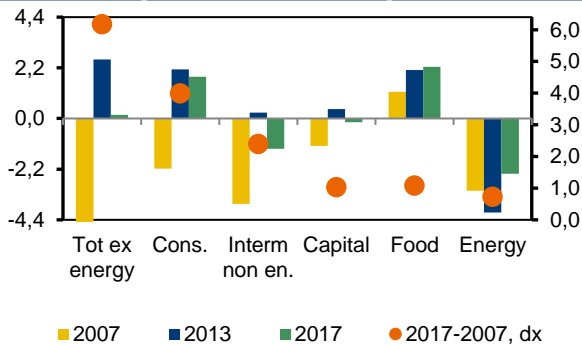
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – ...dell'andamento della domanda globale



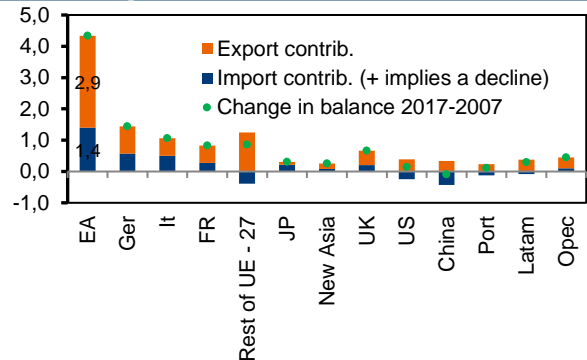
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il saldo merci è peggiorato dal 2013 a causa del saldo beni intermedi. Ma migliora ancora il saldo energetico



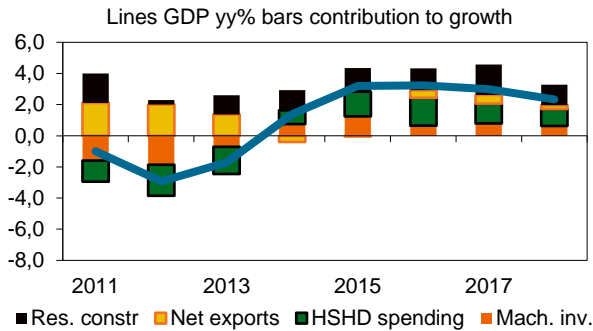
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il saldo commerciale con il resto della zona euro continua a migliorare



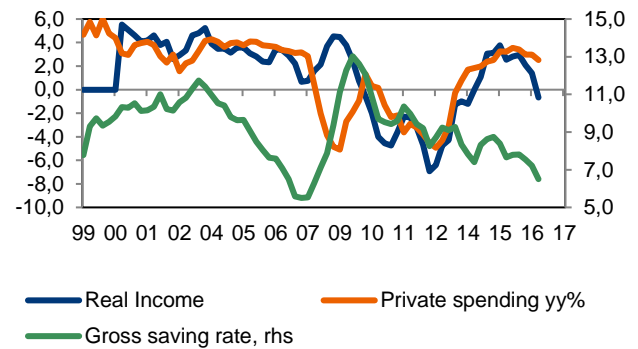
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Consumi: il picco è alle spalle ma la crescita resterà solida (2,2%). Investimenti in macchinari: il ciclo sembra essere maturo. Le costruzioni residenziali si stabilizzeranno su tassi di crescita più normali



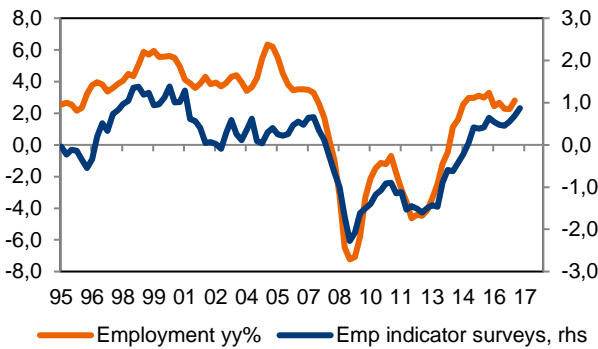
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – I consumi crescono più del reddito, frenato dal rialzo dell'inflazione. Il tasso di risparmio continua a calare e non lontano dai minimi del 2007



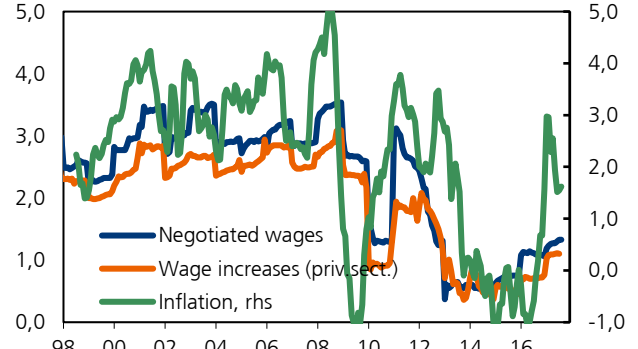
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – La dinamica dell'occupazione continua a sorprendere



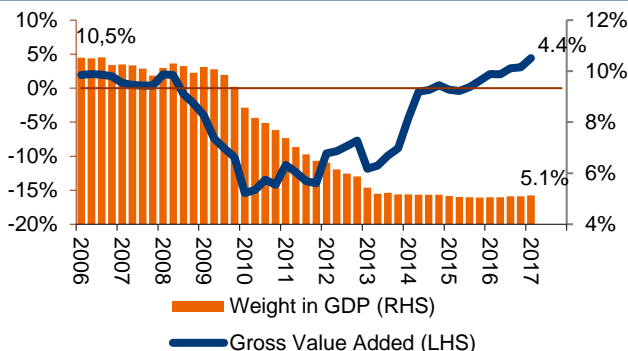
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – I salari crescono di poco in relazione alla dinamica degli occupati



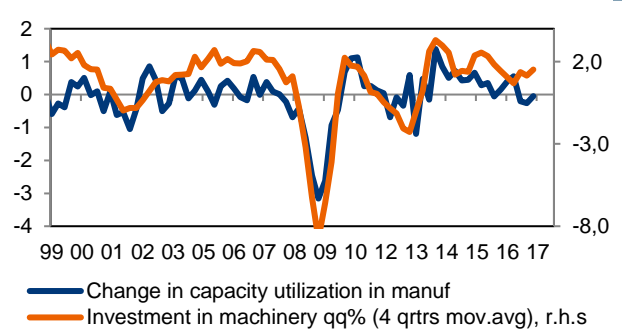
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Valore aggiunto nelle costruzioni residenziali di nuovo in forte crescita



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Il ciclo degli investimenti in macchinari è maturo



Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La questione catalana è anche una questione europea

Anna Maria Grimaldi

È scontro tra il governo di Madrid e l'autorità di Barcellona sul referendum per l'indipendenza, fissato per il prossimo 1° ottobre. I catalani sono determinati ad andare avanti, nonostante la Corte costituzionale spagnola abbia sospeso, il 7 settembre, la legge istitutiva del referendum e i decreti sull'autodeterminazione. Il governo di Madrid, insieme ai socialisti (PSOE) anch'essi contrari al voto referendario, avevano offerto un dialogo alla Generalitat entro i limiti della legge a partire dal 2 ottobre nel caso in cui avesse rinunciato al referendum. I catalani hanno rifiutato e, anzi, il presidente della Generalitat de Catalunya Carles Puigdemont ha presentato una denuncia contro la Corte. Un dialogo sarebbe preferibile ad un voto referendario per il governo di Madrid, ma sarebbe in ogni caso un compromesso con conseguenze non trascurabili per l'unità nazionale, dal momento che potrebbe stimolare richieste di altre regioni con una forte identità culturale a perseguire la stessa strada.

In reazione alla determinazione dei catalani di andare avanti, il Governo centrale ha dato esecuzione all'ordine della Corte costituzionale, che aveva proibito ai funzionari pubblici catalani di partecipare all'organizzazione del referendum: la *Guardia Civil* ha così attuato il sequestro di 10000 schede referendarie e l'arresto di 14 funzionari locali. Oltre a fermare la macchina organizzativa, il governo di Madrid ha assunto il controllo delle spese della *Generalitat*, bloccando i conti correnti. L'intervento del governo di Madrid ha causato nuove proteste dinanzi alla Corte di Giustizia. Il sindaco di Barcellona, Ada Colau, ha definito l'intervento come "uno scandalo democratico". Il primo ministro spagnolo Rajoy ha difeso gli interventi come gli unici possibili di fronte all'attentato illegale di insurrezione costituzionale del governo catalano.

Di fronte all'aggravarsi della situazione, l'Unione Europea ha preso cautamente posizione a favore del governo di Madrid: la portavoce della Commissione Margaritis Schinas ha affermato che Bruxelles "rispetta l'ordine costituzionale della Spagna come con tutti gli Stati membri ed è in seno a questo che tutte queste questioni dovranno o potranno essere affrontate". La questione catalana non ha rilevanza solo per l'unità nazionale spagnola ma ha anche una portata europea. Le spinte indipendentiste catalane, anche se manifestazione di una forte identità culturale raramente presente in altre regioni, potrebbero rivitalizzare le spinte alla disgregazione presenti in altri Stati. La crisi potrebbe rendere ancora più difficile raggiungere posizioni condivise sui grandi temi dell'agenda politica europea. Se passasse il referendum ed il voto per l'indipendenza, si potrebbero riaccendere i riflettori sulla possibilità di uscire dalla moneta unica.

Va fatta una precisazione. Non è inedito che un paese possa accordarsi per una scissione politica e territoriale, come avvenne nel 1992 quando la Cecoslovacchia si divise in due entità statali separate che presero il nome di Repubblica Ceca e Slovacchia. Ma in quel caso la Cecoslovacchia non faceva parte dell'Unione Europea, a cui i due Stati aderirono soltanto nel 2004. L'eventuale secessione della Catalogna porrebbe problemi molto più complessi legati alla partecipazione al mercato unico e all'Unione Monetaria della nuova entità statale. Possiamo immaginare da una parte un percorso negoziato e consensuale, che preservi l'accesso al mercato unico e all'Unione Monetaria delle due unità statali; e, al contrario, una dichiarazione unilaterale di indipendenza che, invece, pregiudicherebbe l'accesso all'Unione Europea.

Ad oggi è difficile dire se il voto si terrà o meno, ma il referendum è gradito a più del 70% della popolazione catalana

Il vicepresidente catalano Junqueras, pur riconoscendo che dopo il blitz dell'altro ieri l'organizzazione della consultazione del 1° ottobre è più complicata, ha dichiarato che si andrà avanti; il governo provinciale ha continuato ad attuare le procedure operative di preparazione del voto. Vale la pena ricordare che **il referendum sull'indipendenza è gradito al 72% della popolazione**, stando ad un sondaggio di *Periodico* condotto a inizio anno. La manifestazione della

scorsa settimana ha mobilitato un milione di persone, meno che nel 2014, quando parteciparono in 1,8 milioni. Ricordiamo che una consultazione popolare sull'autodeterminazione della Catalogna come stato indipendente si è già tenuta a novembre del 2014, ma l'esito del voto non fu chiaro¹¹. I sondaggi recenti (*Opinometra* 16 settembre 2017) indicano che più del 50% degli aventi diritto al voto ha intenzione di rispondere al quesito referendario, ma **la percentuale dei votanti a favore dell'indipendenza rimane al di sotto della soglia del 50%**.

Un po' di storia

L'opposizione tra il governo di Madrid e Barcellona ha radici antiche. Ricordiamo che la Spagna è un paese relativamente giovane e conserva una natura nazionalista. Nel caso della Catalogna la spinta indipendentista è sempre stata più pronunciata rispetto ad altre regioni, tranne forse i Paesi Baschi. In quanto nazionalità storica, la Catalogna aveva ottenuto un elevato livello di autonomia nel passaggio dal franchismo alla democrazia, dopo decenni di repressione dell'identità catalana durante la dittatura. Tuttavia, la Costituzione del 1978 non specificava quali fossero le competenze delle autonomie regionali. Negli anni Novanta, la Catalogna ottenne una maggiore autonomia in ambito fiscale con il sostegno della coalizione nazionalista e conservatrice (CIU). Nel 2016, quando al governo c'erano i socialisti guidati da Zapatero, fu firmato un nuovo statuto per l'autonomia. I popolari di Rajoy hanno sempre considerato lo statuto pericoloso per l'unità del paese. Nel 2010, la corte costituzionale di Madrid ha dichiarato incostituzionale buona parte degli articoli dello statuto. La sentenza ha alimentato il sentimento indipendentista, che si rafforzò nel 2012 quando la regione, nel pieno della crisi finanziaria fu costretta a chiedere il sostegno finanziario del governo centrale. La scelta fu presentata come effetto inevitabile delle politiche vessatorie delle istituzioni centrali. La politica locale ha in parte fatto leva sul sentimento nazionalista negli ultimi anni e dalle elezioni del 2015 è emersa una coalizione tra Jxsi (uniti per il sì), guidato da Artur Mas e la sinistra radicale CUP a favore dell'indipendenza.

Che cosa ha da perdere la Catalogna?

La Catalogna è la seconda regione più popolosa della Spagna con 7,5 milioni di abitanti su un totale nazionale di 48 milioni e un reddito pro capite di circa 29 mila euro, al di sopra della media nazionale di 24 mila euro. Con un PIL di oltre 200 miliardi, è un'economia di peso simile a quella dell'Austria, ed è la prima regione per contribuzione al prodotto interno nazionale. Il deficit della Regione era al 2,6% del PIL nel 2014, solo leggermente al di sopra della media delle amministrazioni regionali (1,7% del PIL regionale). La posta è quindi piuttosto alta e si comprende perché il governo di Madrid e il presidente del Consiglio Rajoy hanno cercato di tenere a bada le spinte indipendentiste.

Il costo di una dichiarazione unilaterale di indipendenza potrebbe essere assai oneroso, se non fatale, per la stabilità finanziaria della Regione e per le sue prospettive di crescita. Riteniamo che sia molto più elevato dei potenziali benefici derivanti da una maggiore autonomia legislativa ed amministrativa sulle maggiori entrate tributarie (il 40% secondo una stima della *Generalitat de Catalunya* del 2011, in realtà le entrate fiscali della Catalogna nel luglio 2015 ammontavano al 21% del totale). Tra le conseguenze negative associate alla vittoria di un sì vi sarebbero:

- **Esclusione dall'Unione Europea.** In caso di separazione non consensuale, la Catalogna diventerebbe un nuovo Stato, che dovrebbe fare domanda di adesione garantendo il rispetto di precisi requisiti economici e politici. Nel frattempo, non sarebbe automaticamente garantito l'accesso al mercato unico.
- **Notevoli difficoltà di finanziamento sul mercato dei capitali.** La Catalogna riesce a finanziarsi sul mercato dei capitali nonostante il rating "spazzatura" grazie ai trasferimenti dal Governo

¹¹ Il governo catalano indicò il numero dei voti validi ma non la partecipazione al voto che, su questioni di questa portata, deve essere superiore al 50%.

centrale che nel 2012-15 sono stati pari a 50 miliardi di euro. Allo stato attuale, la Catalogna ha un debito di 75 miliardi di euro, che è il 40% del PIL regionale (e il 27% del debito totale). Nel caso in cui la Regione non dovesse ripagare il debito, chiaramente l'accesso al mercato dei capitali sarebbe pressoché impossibile.

- **Discontinuità del sistema monetario.** La Catalogna verrebbe precipitata in un incubo monetario. Dovrebbe scegliere fra l'introduzione una propria moneta (eventualmente sostenuta da un ancoraggio all'euro) e l'uso dell'euro senza alcun controllo sulla base monetaria. Nel secondo scenario, le banche locali sarebbero prive di un prestatore di ultima istanza (ruolo che non potrebbe più essere svolto dalla Banca di Spagna) e dovrebbe ugualmente essere creato un nuovo sistema per regolare i pagamenti interbancari in Catalogna (a meno che non venga raggiunto un accordo con l'Eurosistema per la partecipazione a quelli esistenti). Il saldo della bilancia dei pagamenti determinerebbe l'andamento dell'offerta di moneta in Catalogna. L'eventuale Banca centrale della Catalogna non potrebbe far parte dell'Eurosistema, non essendo il nuovo Stato neppure membro dell'Unione Europea. Vi sarebbe un rischio di *corralito* nel caso di una vittoria del fronte per il sì, per evitare la corsa agli sportelli. Le banche verrebbero sganciate dalla provvista di liquidità dell'Eurosistema, catapultate per di più in un limbo regolamentare che ne comprometterebbe il merito di credito e l'accesso al mercato dei capitali.

Quali le conseguenze per la Spagna e per L'Europa

Se la riapertura della questione catalana non fa bene al già fragile Governo spagnolo, che ricordiamo è un governo di minoranza, non fa bene nemmeno all'Europa. Da una parte le spinte indipendentiste catalane sono manifestazione di una forte identità culturale e non di rifiuto delle politiche europee: al contrario, la Catalogna vuole essere parte di UE e Unione Monetaria. Tuttavia, l'eventuale successo delle spinte indipendentiste, che comunque sembra piuttosto improbabile, potrebbe rivitalizzare le spinte alla disgregazione presenti in altri paesi. Indirettamente, se sfuggisse al controllo, la crisi potrebbe aumentare le difficoltà a raggiungere posizioni condivise sui grandi temi dell'agenda politica europea, e riaccendere i riflettori sul rischio di disgregazione dell'unione monetaria.

Paesi Bassi: un secondo trimestre eccezionale spinge il PIL 2017 al 3%

La lettura del PIL nel secondo trimestre, con un aumento di **1,5% t/t**, ha battuto ogni aspettativa e ha registrato il **più forte aumento dal 2007**. Il dato è spiegato da un netto e diffuso aumento delle componenti della domanda interna, con i consumi privati in crescita di 0,9% t/t da 0,2% t/t e quelli pubblici a +0,7% t/t da -0,1% t/t (dato più forte da marzo 2016), mentre gli investimenti sono rallentati a 0,8% t/t da 4,5% t/t. La domanda interna pertanto ha contribuito per +0,7% dopo il +1,1% del trimestre invernale. Anche il canale estero ha contribuito per +0,7% da -0,1%, con le esportazioni in accelerazione a 1,8% t/t da 1,6% t/t e le importazioni in rallentamento a 1,2% t/t da 2,0% t/t. La lettura del secondo trimestre porta la **crescita acquisita ora a 2,9%**. Per il trimestre in corso prevediamo una correzione congiunturale di -0,2% t/t per poi chiudere in positivo l'ultima parte dell'anno: **rivediamo pertanto la nostra stima precedente al rialzo** di sei decimi **a 2,9% a/a per l'anno in corso** (miglior dato dal 2007) e rivediamo al ribasso di un decimo il PIL 2018 a 1,7%. I rischi alla previsione nell'orizzonte di previsione rimangono bilanciati.

I **consumi** si stanno rivelando decisamente robusti per il terzo anno di fila: nel secondo trimestre la nuova accelerazione di 0,9% t/t porterà la media annua 2017 a 1,9% da 1,5% del 2016; i dati attualmente disponibili indicano che a luglio la spesa delle famiglie aveva accelerato al 2,8% m/m nell'estate, impostando i consumi per un nuovo aumento durante l'estate. Per il 2018 ci aspettiamo un rallentamento a 1,3% sulla scia dell'esaurimento dei bonus fiscali del Governo. Del resto, grazie agli stimoli fiscali e al positivo esito delle elezioni primaverili, **il morale delle famiglie olandesi è sui massimi storici**: l'indice ESI di fiducia economica elaborato dalla Commissione indica un livello medio di 17,0 per il trimestre in corso da 15,0 del precedente (e a 16,0 nei primi otto mesi dell'anno da 4,6 della media 2016), ben al di sopra della media Eurozona di -1,5. Il continuo miglioramento del mercato immobiliare e l'intensificarsi delle compravendite di immobili continua a sostenere i portafogli delle famiglie, in passato piuttosto esposti alla crisi dei mercati azionari.

Gli **investimenti fissi** hanno rallentato nel secondo trimestre a 0,8% t/t da 4,5% t/t specialmente a causa di una prevedibile frenata dei macchinari dopo che erano cresciuti dell'11,6% t/t in inverno. Il livello di fiducia economica in base all'indice ESI della Commissione Europea si è attestato nei primi otto mesi dell'anno stabilmente attorno a 109. Nei prossimi mesi però ci aspettiamo che l'espansione mostri un rallentamento, portando quest'anno la variazione a 4,8% a/a da 5,3% a/a del 2016. **Il 2017 sarà il terzo anno consecutivo di forte aumento degli investimenti**; per il 2018 prevediamo un rallentamento a 2,2% (in parte compensato da un ritorno degli investimenti pubblici dopo anni di contrazioni). Sul fronte del **mercato immobiliare, le compravendite non accennano a rallentare**, con i prezzi che continuano a crescere mese dopo mese (a luglio erano saliti del 7,6% a/a da 8,0% a/a), anche se apparentemente il ritmo sta iniziando a rallentare e rimane comunque ancora del 6% al di sotto del massimo del 2008, anno della crisi immobiliare: **la dinamica del mercato immobiliare rimane pertanto una potenziale fonte di rischio da monitorare**.

La **produzione industriale** è cresciuta tra giugno e luglio, specialmente grazie a elettronica e mezzi di trasporto, ma tra agosto e settembre è prevista una frenata, in particolare dovuta al farmaceutico e alle attività di raffinazione; nei mesi finali dell'anno l'*output* dovrebbe rimbalzare. In termini annui, la produzione industriale è attesa in aumento di 1,5% a/a quest'anno e il prossimo da 2,1% a/a del 2016, spinta dagli stretti legami del manifatturiero olandese con quello tedesco. Il tasso di utilizzazione della capacità produttiva è stabile ai massimi dal 2009.

Le **esportazioni** sono avanzate anche nel secondo trimestre di 1,8% t/t da 1,6%, mentre le importazioni hanno rallentato da 2,0% t/t a 1,2% t/t, facendo sì che l'export netto abbia dato un forte contributo alla crescita di +0,7. Nella restante parte dell'anno, stimiamo che il canale estero continuerà a essere di supporto alla crescita per circa un decimo a trimestre, con le esportazioni in accelerazione nei mesi estivi di circa il 7% a/a (spinte da auto ed elettrodomestici) e in rotta nel 2017 per accelerare in media a 4,9% da 4,2%; dal prossimo anno stimiamo un rallentamento

Guido Valerio Ceoloni

Il PIL in accelerazione quest'anno a 2,9% da 2,1%, grazie a un secondo trimestre eccezionale

Consumi in accelerazione per il terzo anno di fila, morale delle famiglie ai massimi

Investimenti ancora in crescita dopo due anni di espansione, supportati anche dal ritorno della componente pubblica

Produzione industriale in stabilizzazione tra 2017 e 2018

Le esportazioni nette contribuiranno positivamente quest'anno alla formazione del PIL ma torneranno neutrali dal 2018

attorno a 3,5%. Le **importazioni**, stimolate dai consumi e dagli investimenti in macchinari, accelereranno anch'esse a 4,4% quest'anno da 4,0% del 2016 per rallentare nel 2018 al 3,4%; pertanto il contributo delle esportazioni nette per l'anno prossimo dovrebbe ritornare circa neutrale. Per ora i dati estivi di commercio estero non indicano un impatto apprezzabile del rafforzamento dell'euro; tuttavia, visto il grado di apertura dell'economia olandese non escludiamo che un prolungato periodo di cambio sfavorevole potrebbe avere più avanti un impatto sul contributo dell'export netto. L'avanzo di **bilancia commerciale** dovrebbe restare superiore al 7% del PIL anche il prossimo anno.

L'**inflazione** è andata frenando dopo la fiammata d'inizio anno e si attesta ora attorno all'1,3%. Nella restante parte dell'anno ci aspettiamo che il livello dei prezzi rimanga circa stabile, con un leggero rallentamento, che in media annua dovrebbe mantenere l'indice all'1,3% da 0,1% del 2016 (indice armonizzato). Per il 2018 ci aspettiamo una modesta accelerazione di al più un paio di decimi, all'1,5%. L'indice **core** dovrebbe accelerare da 0,6% a 0,8% quest'anno per rallentare marginalmente a 0,7% nel 2018.

Il **mercato del lavoro** continua a migliorare: il **tasso di partecipazione** è aumentato di tre decimi a 67,4% da 67,1% ma rimane ancora sotto i livelli pre-crisi (69%). Il numero di ore lavorate è aumentato del 4,2% t/t rispetto al primo trimestre, un record dal 2007 e l'**occupazione** è aumentata di altri 51 mila posti nel secondo trimestre dopo i 56 mila del precedente. Le condizioni del mercato del lavoro mostrano quindi i numeri migliori da un decennio a questa parte e le prospettive per l'orizzonte di previsione rimarranno positive, come confermano anche le indagini presso le aziende che indicano una persistente propensione ad assumere. La **disoccupazione** pertanto è attesa in calo al 5,0% quest'anno e di altri quattro decimi, al 4,6% nel 2018, dal 6,0% dell'anno scorso, un livello tra i più bassi dell'Eurozona.

Le condizioni delle **finanze pubbliche** rimangono **eccezionalmente positive**. Per il 2017 il pacchetto di agevolazioni fiscali impatterà per 4,1 mld di euro, pari a 0,6% del PIL. Nella prossima legge di bilancio per il 2018 il VVD di Rutte ha in programma un nuovo pacchetto di stimolo fiscale ad aziende e famiglie, per cui nel biennio ci aspettiamo un allentamento nel controllo sui conti pubblici. L'**avanzo nominale** dovrebbe migliorare quest'anno a +0,5% da +0,4%, ma l'**avanzo strutturale** invece è atteso calare quest'anno da +0,7% a +0,2% per stabilizzarsi l'anno prossimo. Le previsioni attuali sui conti pubblici sono soggette all'incertezza dovuta alla mancanza di una coalizione di governo dopo le elezioni di marzo. Il **debito pubblico** calerà ancora nel biennio dal 62,3% del 2016 per attestarsi poco sotto al 60%, in linea con i parametri di Maastricht.

Inflazione in rallentamento, attesa all'1,3% nel 2017 e all'1,5% nel 2018

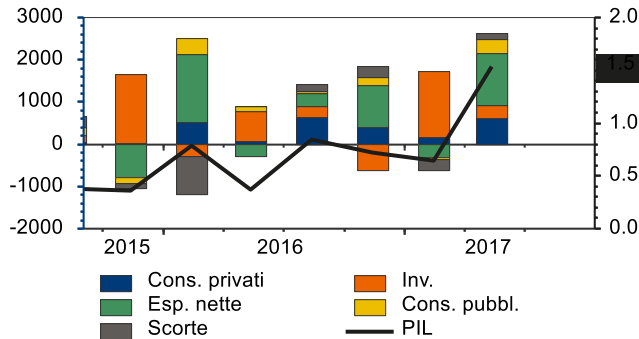
Il mercato del lavoro è quasi ritornato alle condizioni pre-crisi e continua a migliorare

Spesa in (relativo) aumento, ma i conti pubblici rimangono esemplari

Previsioni	2016			2016				2017				2018		
	2016	2017	2018	2016			2017				2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.9	1.6	1.9	2.4	2.7	2.6	3.8	2.7	2.4	2.2	1.1	1.7	
- t/t				0.4	0.8	0.7	0.6	1.5	-0.2	0.4	0.5	0.4	0.4	
Consumi privati	1.5	1.8	1.3	0.1	0.9	0.6	0.2	0.8	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	
Investimenti fissi	5.2	5.0	2.3	2.0	0.8	-1.8	4.5	0.8	0.3	0.6	0.6	0.6	0.5	
Consumi pubblici	1.1	1.0	1.0	0.3	0.1	0.5	-0.1	0.8	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	
Esportazioni	4.1	4.9	3.4	0.2	1.0	1.2	1.6	1.8	0.5	0.7	1.0	0.8	0.8	
Importazioni	3.9	4.4	3.4	0.4	0.9	0.6	2.0	1.2	0.5	0.7	1.0	0.9	0.8	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
Partite correnti (% PIL)	8.2	7.6	7.2											
Deficit pubblico (% PIL)	0.4	0.5	0.7											
Debito pubblico (% PIL)	62.3	59.8	57.2											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.1	1.4	1.7	-0.2	-0.2	0.5	1.3	1.0	1.6	1.7	1.8	1.9	1.6	

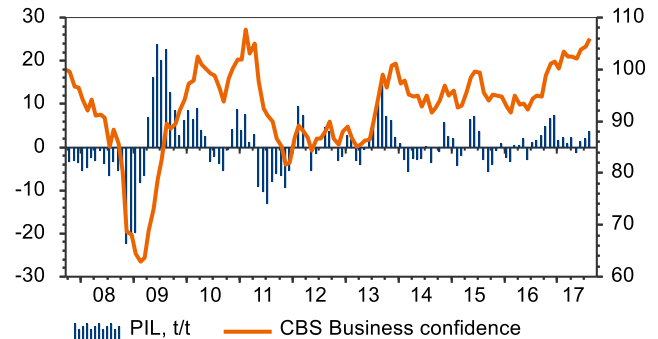
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



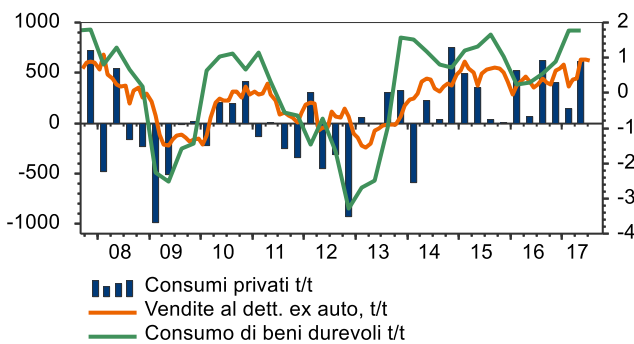
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



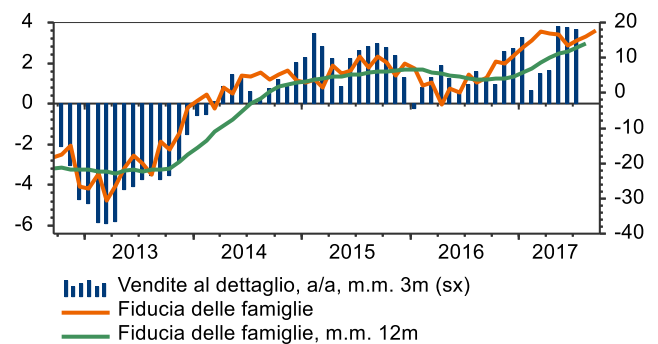
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



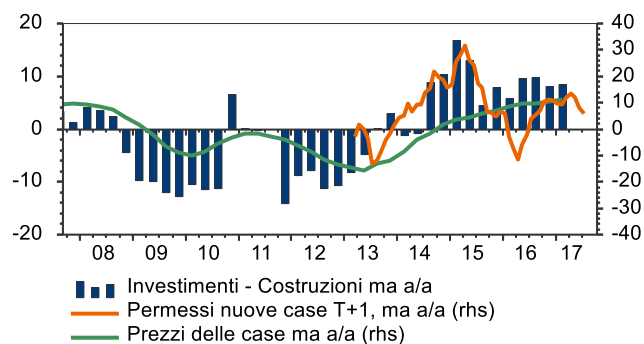
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



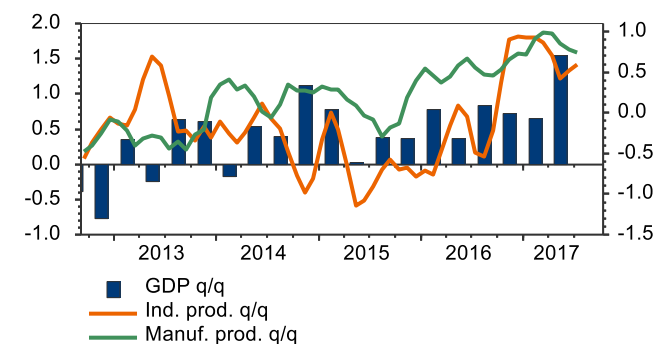
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



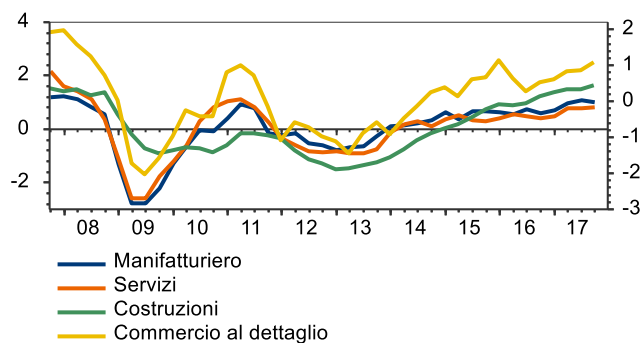
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



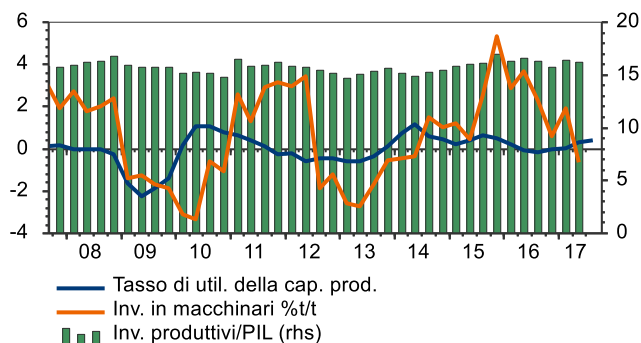
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



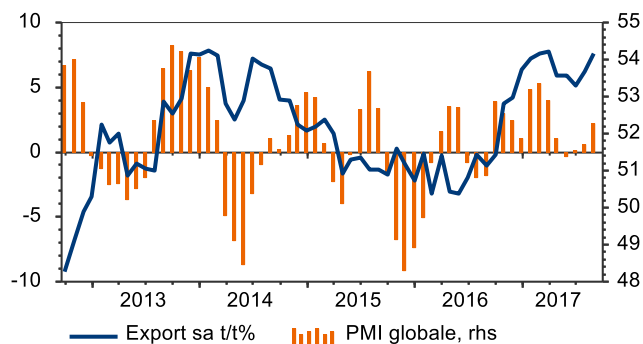
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



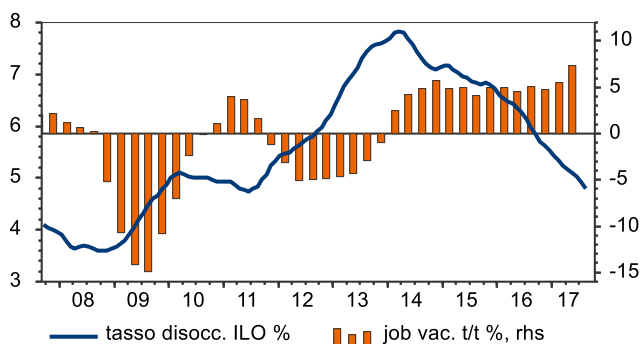
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 10 – Andamento della disoccupazione e job vacancy



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

Portogallo: il ritorno a *investment grade* sancisce la fine della crisi

Il secondo trimestre ha visto una crescita solo di 0,3% t/t da 1,0% t/t deludendo le attese di consenso che puntavano a un risultato più forte, ma il dato è in linea con le nostre previsioni. **La crescita annua acquisita si porta comunque a 2,2%**. Lo scenario rimane impostato positivamente per il Paese, che, beneficiando della ripresa economica dell'Eurozona e del progressivo miglioramento dei fattori di rischio (in particolare sul debito), uscirà quest'anno dalla procedura per deficit eccessivo. Confermiamo pertanto la nostra stima precedente per un **PIL 2017 in media annua a 2,5%** da 1,4% del 2016, mentre per il 2018 prevediamo un rallentamento dell'*output* attorno all'1,6% (le ultime stime della Commissione Europea sono rispettivamente 1,8% e 1,6% per il 2017 e 2018). I rischi alla previsione rimangono orientati verso l'alto, con gli indicatori di **fiducia economica** in netto miglioramento: l'indice ESI della Commissione ora è a 112,0, esattamente in linea con la media Eurozona (in media annua a 111,9 da 106,4 del 2016), mentre il **morale dei consumatori** è anche migliore, a 1,2, al di sopra della media storica e della media Eurozona (-1,5).

La crescita del secondo trimestre è spiegata principalmente da un forte aumento delle scorte, che hanno contribuito per +0,8 (dopo +0,4), mentre la domanda interna ha stagnato e il canale estero ha dato un contributo negativo di -0,4 sulla scia di un calo delle esportazioni (-0,2% t/t da 2,9% t/t) contrapposto a un aumento delle importazioni (+0,7% t/t dopo 1,9% t/t) indotte dagli investimenti. I **consumi** hanno corretto di -0,3% t/t dopo il forte aumento primaverile (+0,9% t/t). **Per il trimestre in corso ci aspettiamo un avanzamento di 0,4% t/t**: a un prevedibile decumulo delle scorte dovrebbe fare da contrappeso un avanzamento delle esportazioni nette e una risalita dei consumi, che quest'anno dovrebbero avanzare in media del 2,0% e nel 2018 dell'1,2%, supportati dall'aumento del salario minimo e dall'occupazione ma in parte intaccati dalla risalita dei prezzi. **L'inflazione** è stimata a 1,5% quest'anno e 1,6% il prossimo. Gli **investimenti** quest'anno vedranno un boom (+9% a/a) spinti in particolare dalle costruzioni nel **settore edilizio residenziale** e dal contributo degli investimenti pubblici, alimentati dai fondi UE del programma 2014-20, che dall'autunno entreranno nel vivo. Per il **canale estero** prevediamo un contributo circa nullo o leggermente negativo, spiegato dal rafforzamento quest'anno della domanda interna che alimenterà le **importazioni**, malgrado la buona performance di **export** e turismo. Per il mercato del lavoro il 2017 sarà un anno positivo, con un ampio aumento dell'**occupazione** indotto in particolare dal settore edilizio e da una stabilizzazione della forza lavoro che dovrebbe portare a un calo della **disoccupazione** di oltre un punto al 10% da 11,2% del 2016 per avvicinarsi al 9,0% nel 2018, ormai in linea con la media Eurozona.

Il calo dello **spread** su Bund del decennale portoghese è accelerato negli ultimi mesi, toccando un **minimo dall'estate 2015 a 191bp** (un anno fa era prossimo ai 350pb); il progressivo azzeramento dell'APP nel 2018 indurrà un fisiologico allargamento, che potrebbe però essere compensato da un miglior giudizio sul rischio paese, che le principali agenzie di rating stanno già incorporando nei loro *outlook*; dopo DBRS, anche **S&P recentemente ha innalzato il rating portoghese portandolo a *investment grade***, scelta giustificata dal miglioramento delle finanze pubbliche e dal passo della ripresa economica. Il prossimo appuntamento importante per il Paese sarà la legge di bilancio, che darà indicazioni preziose per capire più concretamente il sentiero dei conti pubblici per l'anno prossimo. Il **deficit** comunque dovrebbe essere confermato in calo al -1,5% quest'anno per risalire verso il 2% il prossimo, con il **debito pubblico** che dovrebbe tornare a scendere circa di un punto all'anno nel 2017-18 dal 130,4% del 2016.

Guido Valerio Ceoloni

Lo scenario si profila migliore delle attese, con l'economia ben impostata e un visibile miglioramento della fiducia dei mercati grazie all'uscita dalla procedura di deficit eccessivo e la revisione al rialzo del rating da parte di S&P

Grecia: estate tranquilla in attesa del dopo-elezioni tedesco

Dopo aver superato la complicata seconda revisione lo scorso giugno, l'anno prossimo Atene dovrebbe chiudere il suo terzo salvataggio in otto anni, per ora senza ulteriori sorprese all'orizzonte. L'accordo di giugno ha sancito una nuova stretta fiscale nel 2019-20 (dopo la fine del salvataggio) e un'ulteriore compressione delle spese legate alla previdenza sociale, per un totale del 2% del PIL. Con la presidenza francese in insediamento e l'avvio del negoziato su Brexit, durante l'estate sul fascicolo greco non ci sono stati grandi sviluppi, eccetto il pagamento della *tranche* di luglio da 7 miliardi e il ritorno sul mercato di Atene con un'emissione da 3 miliardi a 5 anni. **Le discussioni tra il FMI e l'Unione Europea sulla ristrutturazione del debito greco sono state rimandate a dopo le elezioni tedesche** e questo si presenterà come il vero punto di snodo per il Paese, una volta uscito dal *bailout*, per recuperare stabilmente la fiducia degli operatori economici e degli investitori, che per ora continua a essere molto volatile.

A differenza che in Portogallo, infatti, in Grecia la ripresa mostra un passo più lento e discontinuo: dal 2014 in poi l'economia ha più o meno sempre ristagnato e rimane del 27% al di sotto del suo livello pre-crisi. Il **secondo trimestre** ha visto il PIL di nuovo in aumento di **0,5% t/t** (comunque leggermente meglio delle stime di consenso). Il contributo principale è venuto dalle **esportazioni nette** (+2,5), in parte compensate dal decumulo delle scorte (-2,0), all'opposto di quanto era avvenuto nel trimestre precedente. La **domanda interna** ha contribuito per +0,8, più che recuperando il -0,3 invernale: i consumi hanno visto però una, seppur lieve, contrazione a -0,1% t/t da +0,2% t/t, mentre gli investimenti sono crollati del -4,5% t/t dal -1,0% t/t forse risentendo del clima di incertezza legato alle elezioni in Europa; l'unica componente della domanda interna a essere cresciuta sono stati i **consumi pubblici**, che sono balzati dal **-1,2% t/t a +6,5% t/t**, dato più forte in oltre un decennio. **La crescita acquisita del PIL si porta ora a 0,6%**: sulla base delle indicazioni finora disponibili, contiamo in una accelerazione nel trimestre estivo, spinta anche dalla buona stagione turistica: **in media annua il PIL crescerà dell'1,1-1,2%**. A meno di forti revisioni ex post dei dati dei primi due trimestri, rivediamo quindi al rialzo di due decimi la nostra precedente stima. Per il 2018 prevediamo un'accelerazione verso il 2%, in linea con il consenso. Secondo l'indice di fiducia della Commissione Europea, il **morale delle famiglie** rimane assai depresso rispetto agli altri paesi dell'Eurozona e stabile (-68) rispetto all'anno scorso: con l'**occupazione** in rallentamento quest'anno (a 1,4% da 2,0% del 2016), e una pressione fiscale maggiore dell'anno scorso per il rialzo delle accise, i **consumi** rallenteranno nel 2017 dall'1,5% all'1,0%, mentre gli **investimenti** rimarranno volatili nell'orizzonte di previsione (circa -1% quest'anno e +1% il prossimo): le condizioni al credito per famiglie e aziende rimangono penalizzate dalla fragilità del settore bancario, mentre la fiducia degli investitori esteri è ancora troppo volatile per assistere a un forte recupero degli investimenti, come in Portogallo. La fiducia economica misurata dalla Commissione è leggermente migliorata rispetto al 2016 (a 95 da 91), ma resta debole. Le **esportazioni** caleranno meno dell'anno scorso e dovrebbero risalire il prossimo (+1%), mentre le **importazioni** cresceranno in media (6,2%), più che altro per effetto della fiammata d'inizio anno, per rallentare nel 2018 (a 3% a/a).

Sul fronte dei **conti pubblici**, Atene si è impegnata a mantenere l'avanzo primario al 3,5% del PIL dal 2018 in poi. **Per quest'anno l'obiettivo è di portarlo all'1,75%**; l'obiettivo è raggiungibile, considerando che lo scorso anno, grazie al condono fiscale, Atene era riuscita a battere l'obiettivo fissato raggiungendo un avanzo del 4,0% (al netto delle ricapitalizzazioni alle banche) e che la riforma in atto sulla riscossione delle imposte e l'assorbimento dei fondi europei dovrebbero agevolare il compito. L'obiettivo per il 2018, invece, potrebbe essere eccessivamente ambizioso. Il **debito pubblico** dovrebbe aver raggiunto il picco l'anno scorso al **170% del PIL**, stabilizzarsi quest'anno poco sotto tale soglia e iniziare a ridursi dal 2018. **I rischi allo scenario rimangono ancora orientati verso il basso** fintanto che non verrà affrontato il nodo della ristrutturazione del debito: sebbene le prospettive economiche siano moderatamente positive, il Paese rimane soggetto come pochi a qualunque shock esterno. Al momento non può nemmeno essere escluso un nuovo pacchetto di aiuti dopo la fine dell'attuale programma.

Guido Valerio Ceoloni

L'economia dà segnali di vita ma lo scenario del dopo-*bailout* rimane altamente incerto

Asia

Giappone: crescita sopra il potenziale, inflazione *core* a zero, politica monetaria sempre super-espansiva

Giovanna Mossetti

Lo scenario macroeconomico giapponese rimane positivo per il 2018-19, con una crescita sopra il potenziale, spinta dalla domanda domestica privata, e supportata dal contributo della politica economica (sia monetaria sia fiscale) e dal canale estero. Per il 2020 si profila un rallentamento causato dal rialzo al 10% dell'imposta sui consumi, fissato per ottobre 2019. **La crescita nel 2017** è stata anche più forte delle attese, e l'anno dovrebbe chiudere con una **variazione del PIL di 1,5%**. Nel 2018, la dinamica dovrebbe attenuarsi modestamente, a 0,9%. Il grande assente nel quadro economico giapponese resta l'inflazione, sempre ben lontana dal 2% non solo ora, ma anche nel futuro prevedibile. Di conseguenza, lo stimolo monetario proseguirà, supportando gli effetti espansivi della politica fiscale e sostenendo gli investimenti. La BoJ rimarrà l'unica Banca centrale dei paesi industrializzati a mantenere in azione tutto l'arsenale delle politiche monetarie non convenzionali: acquisto titoli e tassi a zero sull'intero orizzonte previsivo. La crescita sopra il potenziale, accompagnata da assenza di inflazione, permetterà alla Banca centrale di proseguire nel lavoro di risoluzione del problema del debito giapponese: entro pochi anni, la maggior parte dei JGB sarà nel portafoglio della BoJ (oggi il 40%), e il Giappone sarà il paese industrializzato con il più basso rapporto fra debito detenuto dal pubblico e PIL.

1. Quadro macroeconomico: economia a pieni giri. Lo scenario per l'economia giapponese è positivo per il 2017-18, con previsioni di espansione al di sopra del potenziale, stimato a 0,8% dal Cabinet Office e fra 0,5% e 1% dalla BoJ. Il quadro non è cambiato rispetto a giugno, con la crescita sostenuta da tutte le componenti della domanda, sia domestica sia estera. Da fine 2016, con il deprezzamento dello yen e il rafforzamento del ciclo internazionale, l'attività nel manifatturiero, la spesa per investimenti e i prestiti hanno riaccelerato (v. figg.1, 3, 4), con indicazioni positive nel 3° trimestre. Gli **investimenti fissi delle imprese** nel 2° trimestre hanno frenato, con un rallentamento in alcuni settori chiave (trasporti, chimica, IT). Tuttavia, le indagini mantengono aspettative di espansione dell'attività e della spesa in conto capitale; il Reuters Tankan è tornato su livelli pre-crisi. La previsione è che gli investimenti crescano di **3,1% nel 2017**, grazie all'uscita solida di fine 2016 e alla dinamica moderata nel corso di quest'anno. Negli anni successivi, gli investimenti delle imprese dovrebbero mantenere una dinamica **mediamente compresa fra 1 e 1,5%**, grazie a condizioni finanziarie sempre espansive e alla domanda finale sostenuta, sia a livello domestico sia a livello internazionale. Gli **investimenti residenziali**, positivi nella prima metà del 2017, dovrebbero ora rallentare (4,5% nel 2017 e 1,2% nel 2018).

I **consumi** sono stati un motore importante per la crescita del primo semestre (0,4% t/t nel 1° trimestre e 0,8% t/t nel 2°), dopo un 2016 generalmente debole. Per i prossimi trimestri, la previsione è di una dinamica più moderata e sostenibile, mediamente intorno a 0,2% t/t, sia nel 2° semestre di quest'anno, sia nel 2018. Il **mercato del lavoro** sostiene la spesa delle famiglie: il continuo miglioramento dell'occupazione, e il raggiungimento del pieno impiego sono alla base del sentiero positivo dei consumi, che però restano frenati da **due fattori**. 1) Da un lato, la **crescita dei salari reali resta vicina a zero** e non accelera, nonostante l'evidente eccesso di domanda sul mercato dal lavoro. Il tasso di disoccupazione (2,8% a luglio) è sui minimi da giugno 1994 e il *jobs-to-applicant ratio* (1,52 a luglio) è sui minimi da febbraio 1974, ma la dinamica dei salari reali continua a oscillare intorno allo zero (v. figg. 6 e 7). In parte, il recente aumento della partecipazione femminile (fig. 5) e dell'immigrazione (+40% dal 2013, popolazione straniera sul totale da 0,6% nel 1990, a 1,8% a fine 2016), hanno contribuito a espandere l'offerta di lavoro, riducendo la risposta salariale. 2) Il secondo fattore che mantiene le decisioni di spesa improntate alla cautela è l'aspettativa del **prossimo rialzo dell'imposta sui consumi**, atteso per ottobre 2019. Il tasso di risparmio è salito con l'ultimo incremento dell'aliquota (fig. 8) e non accenna a diminuire.

2. La politica fiscale nel 2017-18 si dovrebbe mantenere modestamente espansiva. A luglio, il governo ha rivisto l'obiettivo del saldo primario nel 2020, portandolo a 1,3% del PIL, dal precedente obiettivo di azzeramento. Il primo ministro ha indicato che l'obiettivo principale del governo è ora ridurre il debito/PIL, piuttosto che focalizzarsi sul saldo primario. Il fabbisogno nel

2017 dovrebbe essere circa in linea con quello del 2016, a 34 tln di yen (pari a meno della metà degli acquisti annui di JGB da parte della BoJ). L'aspettativa del Cabinet Office è di ridurre il **debito/PIL** dall'attuale 189,5% al 179,3% nel 2020 e al 163% nel 2025. Nei piani attuali, si mantiene la prospettiva del rialzo dell'imposta sui consumi a ottobre 2019, ma non è escluso un altro rinvio, se il trend in calo del debito/PIL proseguirà.

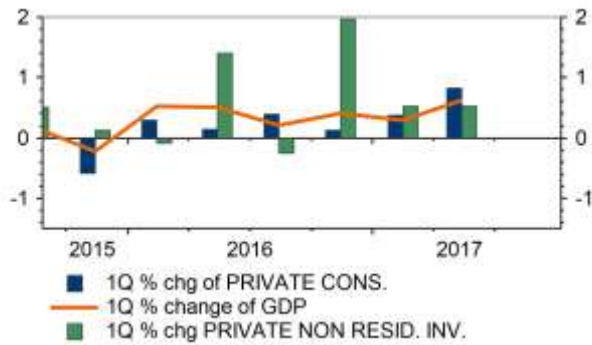
3. Inflazione e politica monetaria: nessuna novità. L'**inflazione** continua a non dare segni di vita, nonostante il deprezzamento del cambio, il raggiungimento del pieno impiego e l'azzeramento dell'*output gap*. Secondo la BoJ, la mancata ripresa della dinamica dei prezzi è in parte da attribuire al fatto che le aspettative di prezzi e salari quasi fermi si è "profondamente radicata" nel comportamento e nel processo decisionale di imprese e individui¹². La Banca centrale a luglio ha abbassato le proiezioni per il 2017-18 (di 3 e 2 decimi, rispettivamente, a 1,1% e 1,5%), ma continua a prevedere un graduale rialzo dell'inflazione verso il 2% nel 2019, spinto dal miglioramento dell'*output gap* e dall'aumento delle aspettative di medio-lungo termine". La BoJ cita il probabile rialzo dei prezzi all'import, dei salari e dei prezzi di vendita delle imprese sulla scia della persistente riduzione di risorse inutilizzate nel prossimo biennio. I rischi sul trend dei prezzi evidenziati nell'Outlook semestrale di luglio sono comunque verso il basso: potenziale ulteriore radicamento delle aspettative di prezzi stabili, scarsa risposta di alcune categorie di prezzi all'*output gap* (servizi, prezzi amministrati, affitti), e possibile apprezzamento del cambio. Alla luce dell'evoluzione attesa dello scenario di attività e prezzi, la BoJ ha mantenuto (e probabilmente manterrà) la politica monetaria invariata fino al 2019, con l'attuazione del "QQE con controllo della curva dei rendimenti". Il controllo della curva permette di mantenere le condizioni espansive attraverso la riduzione dei costi di finanziamento degli investimenti privati, il contenimento degli effetti di *crowding out* della spesa pubblica e il miglioramento dei saldi fiscali. Il QE continua a ridurre la quota di JGB detenuti dal pubblico (in particolare dalle banche, liberando spazio nell'attivo per incrementi dei prestiti) e a spostare debito pubblico nel proprio portafoglio. A marzo 2017, la quota di JGB detenuta dalla BoJ era pari al 40% del totale. La componente "qualitativa" del QE segnala la volontà di proseguire nell'espansione monetaria. Di questo passo, il problema del debito giapponese potrebbe diventare non più rilevante nel giro di pochi anni, dato che la BoJ acquista ogni anno più del doppio delle emissioni nette del governo, che si finanzia a tassi a zero.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	1.5	0.9	1.0	1.0	1.7	1.4	1.6	1.5	1.4	1.2	0.8	0.8
- trim/trim annualizzato				2.0	0.9	1.6	1.2	2.5	0.6	1.2	0.5	0.9	0.7
Consumi privati	0.4	1.5	1.0	0.6	1.6	0.5	1.5	3.4	1.0	1.0	0.7	0.8	0.9
IFL - priv. non residenziali	1.4	3.1	1.2	5.7	-1.0	8.1	2.1	2.1	2.2	2.3	0.6	0.6	0.3
IFL - priv. residenziali	5.5	4.6	1.2	13.5	11.8	0.9	4.0	5.1	1.4	1.2	0.8	0.5	0.8
Investim. pubblici	-2.9	2.5	2.1	-2.5	-3.4	-9.2	1.5	26.1	1.5	-0.3	-0.4	2.0	1.5
Consumi pubblici	1.3	0.3	1.3	-5.1	0.9	0.1	-0.2	1.6	1.6	1.6	1.6	0.8	0.8
Esportazioni	1.1	5.0	1.4	-3.4	8.7	13.1	8.0	-1.9	1.2	0.9	0.5	3.0	2.8
Importazioni	-2.3	3.5	2.5	-4.6	-0.9	5.5	5.4	5.7	2.6	2.3	2.3	2.1	2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.4	-0.1	1.4	-1.7	-0.6	-0.5	0.0	-0.5	0.1	0.0	-0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	3.7	3.6	3.4										
Deficit (% PIL)	-4.6	-5.2	-5.6										
Debito/PIL (% PIL)	222.3	225.3	225.9										
CPI (a/a)	-0.1	0.4	0.5	-0.4	-0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.1	0.6	0.6
Produzione Industriale	-0.2	3.9	1.6	-1.5	1.0	2.8	4.0	5.8	3.6	2.2	2.4	0.7	1.7
Disoccupazione (%)	3.1	2.8	2.6	3.2	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5
Dollaro/Yen (Yen)	108.8	112.2	116.0	107.9	102.4	109.6	113.6	111.1	111.0	112.9	114.6	115.6	116.6

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

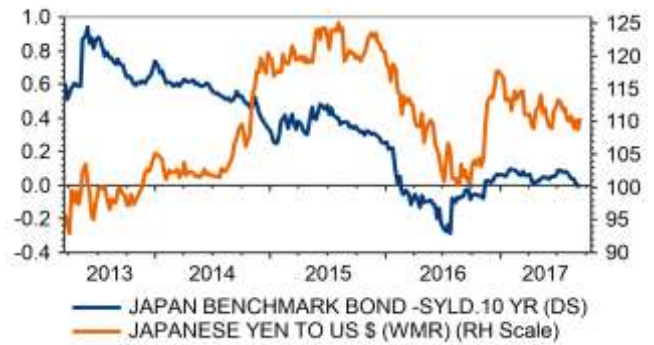
¹² <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor1707b.pdf>

Fig. 1 – Crescita spinta dagli investimenti fissi non residenziali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – La politica monetaria continua a lavorare: anche se l'inflazione non arriva, la crescita c'è



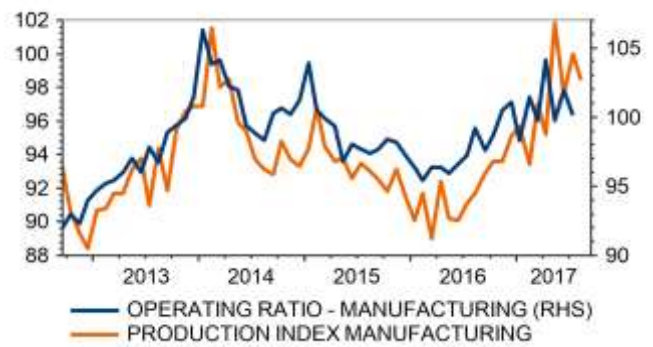
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



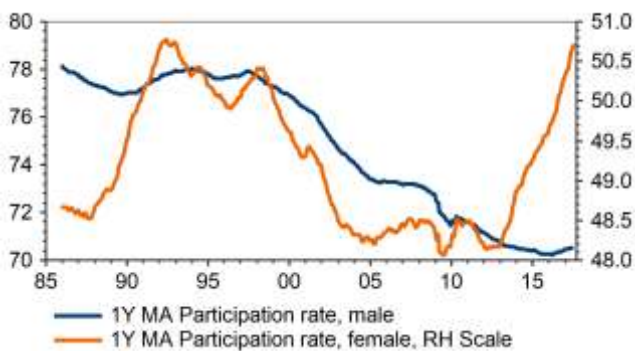
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La produzione industriale è in netto aumento



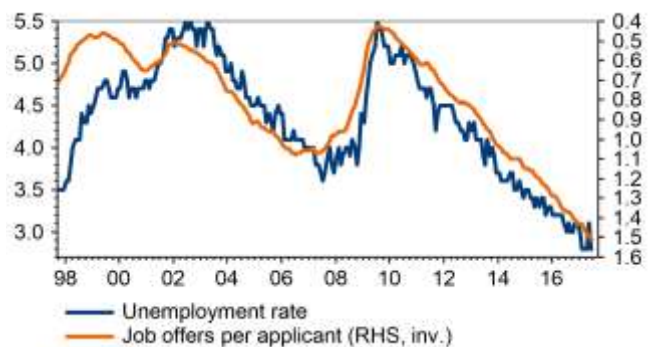
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - Aumento della partecipazione femminile



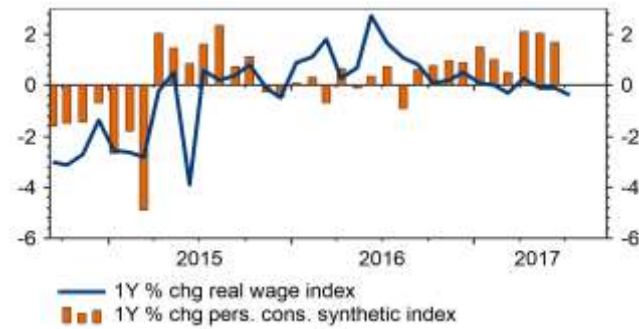
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Se non è pieno impiego questo...



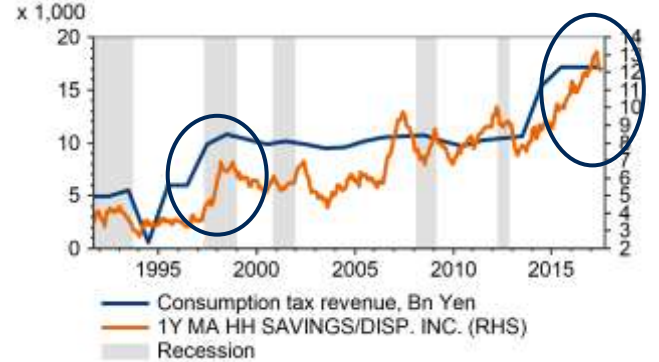
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



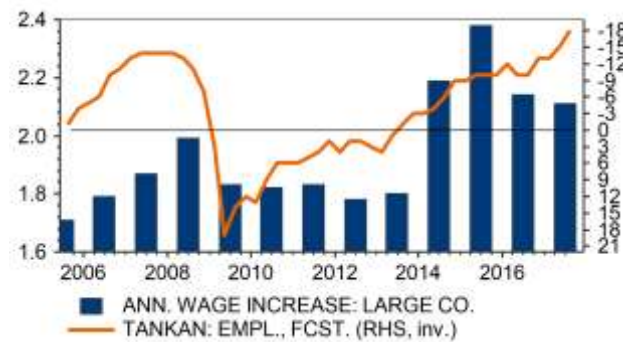
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



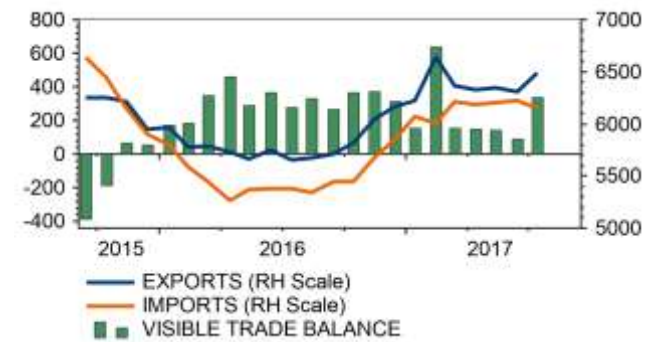
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



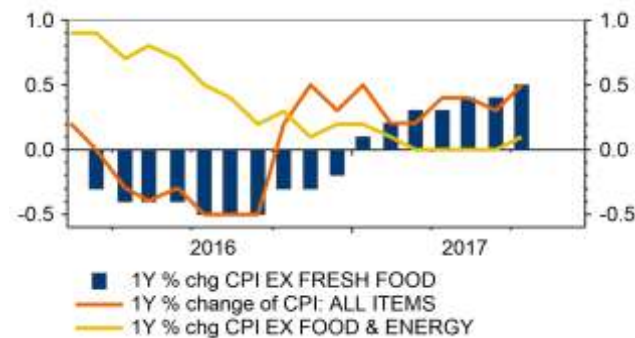
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Saldo commerciale positivo



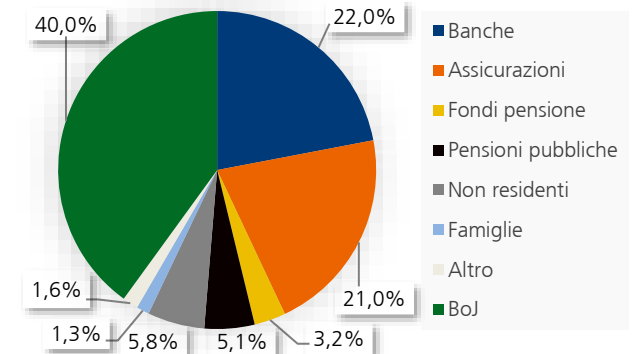
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Nota: dati a fine marzo 2017; totale JGB: 967,6 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1082,9 tln di yen. I non residenti detengono il 51,9% dei T-bills. La vita media del debito è 8anni e 8 mesi.
Fonte: Ministry of Finance

Cina: in attesa del Congresso

- Superando le nostre attese il **PIL è salito del 6,9% a/a anche nel 2° trimestre del 2017**, con una crescita trimestrale dell'1,7% t/t. Mentre la crescita del settore industriale è rimasta stabile e quella dei servizi è solo marginalmente decelerata, la crescita del settore agricolo è salita dal 3% al 3,8%. Tra i servizi l'accelerazione del settore dei trasporti e stoccaggio si è affiancata a un rallentamento degli altri comparti, in particolare del settore immobiliare e di quello dell'intermediazione finanziaria. I dati sui profitti delle imprese e la dinamica dei PMI degli ultimi tre mesi hanno confermato che gran parte del miglioramento del settore industriale è stato ancora una volta concentrato nel settore statale e delle grandi imprese. Nel complesso gli ordini interni sono migliorati e la fiducia di imprese e consumatori è rimasta elevata. I **dati reali** hanno però evidenziato un **contenuto rallentamento** dell'attività economica nel corso dell'estate.
- L'intento, ribadito dalle Autorità, di limitare il rialzo dei prezzi delle case e, più in generale, di contenere i rischi finanziari, prelude a tassi più alti nei prossimi trimestri e a un rallentamento del credito che toglierà progressivamente sostegno agli investimenti. **Rispetto alle previsioni di giugno rivediamo al rialzo il profilo di crescita** di due decimi, in linea con un primo semestre migliore delle attese **ma manteniamo invariato il nostro scenario di moderato rallentamento dell'economia, da 6,7% nel 2017 a 6,3% nel 2018.**
- L'inflazione dei prezzi al consumo, dopo essere oscillata per tre mesi tra 1,5% e 1,4%, è risalita a 1,8% a/a in agosto. **L'inflazione è attesa in lieve rialzo nei prossimi mesi**, soprattutto nel comparto dei servizi. Un effetto base favorevole, insieme al **rientro dei prezzi di alcuni alimentari**, dovrebbe comunque aiutare a **contenere l'inflazione dei prezzi al consumo in media annua a 1,6% nel 2017 e a limitarne l'aumento a 2,3% nel 2018.**
- Il **XIX Congresso Nazionale del Partito Comunista Cinese** si riunirà a partire dal 18 ottobre. Date le nomine politiche di persone molto vicine al Presidente in alcune importanti province (Chongqing, Xinjiang, Beijing, Tianjin, Shanghai, Guangdong) e le recenti sostituzioni ai vertici militari (nuovi comandanti delle forze di terra e di aviazione), ci si attende che il congresso **consolidi la posizione di Xi Jinping** come *core leader* e lo confermi come segretario del partito per il secondo mandato, dando continuità alle politiche economiche finora delineate.
- La sorpresa più eclatante nel corso dell'estate è stata l'ulteriore apprezzamento del renminbi vs dollaro di pari passo al generale deprezzamento del biglietto verde, più marcato vs le principali valute. L'innalzamento del fixing e l'eliminazione di alcune misure a sostegno del cambio imposte nel 2016 fanno ritenere che le Autorità cinesi siano contrarie ad un ulteriore apprezzamento. Ci aspettiamo una **moderata correzione del cambio USD/CNY fino a 6,70 per fine 2017 e a 6,90 a un anno**, con oscillazioni nel range 6,50-6,90.

Silvia Guizzo

Previsioni	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.8	7.3	6.9	6.7	6.7	6.3
Consumi privati	9.6	7.9	8.2	8.1	7.9	7.4	7.4
Consumi pubblici	6.2	5.1	3.7	7.8	9.2	7.3	4.7
Investimenti fissi	8.7	9.3	6.9	7.3	6.6	5.6	4.7
Esportazioni	5.7	7.9	5.7	0.1	1.8	10.3	4.3
Importazioni	6.7	10.6	7.7	0.7	3.8	9.2	6.1
Produzione industriale	8.4	8	7.4	6.2	6.1	6.1	5.4
Inflazione (CPI)	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.3
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
Salari medi	14.4	11.8	10.8	9.5	8.3	7.7	7.5
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	4.2	4.9	4.8	3.8	3	4.5	4.2
Cambio USD/CNY (media)	6.31	6.15	6.16	6.28	6.64	6.77	6.84
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1360	912	1458	1912	1296	1548	1621
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.5	1.5	2.3	2.8	1.7	1.9	1.8
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-3.4	-3.5	-3.6	-4.4	-4.6	-4.7	-4.4

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

Crescita reale e inflazione

Superando le nostre attese il PIL è salito del 6,9% a/a anche nel 2° trimestre del 2017, con una crescita trimestrale dell'1,7% t/t, in accelerazione rispetto all'1,3% t/t nel 1° trimestre. Mentre la crescita del settore industriale è rimasta stabile e quella dei servizi è solo marginalmente decelerata, la crescita del settore agricolo è salita dal 3% al 3,8%. Tra i servizi l'accelerazione del settore dei trasporti e stoccaggio si è affiancata a un rallentamento degli altri comparti, in particolare del settore immobiliare e di quello dell'intermediazione finanziaria.

La dinamica dei PMI degli ultimi tre mesi è coerente con un consolidamento del **settore industriale e manifatturiero**. Il PMI Markit, dopo un minimo a 49,6 in maggio, è progressivamente salito fino a 51,6 in agosto, riallineandosi a quello dell'Ufficio Statistico (*National Bureau of Statistics*, NBS), che oscilla in area 51 da ottobre del 2016. Entrambe le rilevazioni segnalano un netto aumento degli ordini interni. Gran parte del miglioramento del settore industriale è stato, però, ancora una volta concentrato nel settore statale e delle grandi imprese, verosimilmente dell'industria pesante, che ha finora beneficiato del recupero del settore immobiliare nel 2016 e nel 1° trimestre del 2017 e dell'aumento dei prezzi delle materie prime. L'aumento dei profitti delle imprese industriali è stato infatti molto più marcato tra le imprese statali e a maggioranza statale e l'andamento della produzione delle imprese statali è stato nettamente migliore di quello delle imprese private. La **produzione industriale** totale è salita del 6,8% cum a/a nei primi otto mesi del 2017, tuttavia negli ultimi tre mesi è rallentata in termini tendenziali fino a un minimo del 6% a/a in agosto, a causa del rallentamento dell'industria privata su cui potrebbe aver pesato temporaneamente la più stretta implementazione della regolamentazione ambientale sulle emissioni di inquinanti dall'estate, fattore citato nell'indagine Markit anche come determinante nell'aumento dei tempi di consegna. Si è registrata inoltre una moderazione della produzione di cemento e prodotti in acciaio e in ferro che potrebbe essere legata, più che ai tagli di capacità produttiva nei settori in eccesso (la produzione di acciaio è finora accelerata negli impianti aperti trainata dall'aumento dei prezzi delle materie prime), alla decelerazione degli investimenti nel settore immobiliare rispetto ai massimi di inizio anno. A sostegno di ciò punta il rallentamento delle vendite al dettaglio nei comparti dei materiali da costruzione, degli elettrodomestici e dell'arredamento.

Nel complesso le **vendite al dettaglio** hanno registrato una moderata decelerazione (10,1% a/a in agosto da 11% in giugno) anche a causa della debolezza delle vendite di auto. Altri comparti quali l'abbigliamento o i cosmetici continuano a mostrare buoni ritmi di crescita così come le vendite online. La fiducia dei consumatori, nonostante una lieve correzione, si è mantenuta su livelli elevati anche grazie al miglioramento della situazione sul mercato del lavoro. Nel 2° trimestre è salito il numero dei nuovi occupati e l'indagine Manpower per il 4° trimestre, dopo 4 trimestri di stabilità, segnala un aumento delle imprese che intendono assumere, in particolare nel settore dei servizi.

Gli **investimenti fissi** hanno proseguito in un sentiero di rallentamento (da 8,6% cum. a/a in maggio a 7,8% cum. a/a in agosto in termini nominali), esteso sia al settore statale sia a quello privato. La dinamica è molto più bassa in termini reali (ca. 1,5% cum a/a in agosto) dato l'aumento dei prezzi alla produzione. Il settore dei trasporti e dello stoccaggio continua a registrare tassi di crescita degli investimenti molto elevati (14,3% cum a/a in agosto) sebbene in lieve calo dai picchi della primavera. Questo andamento ha caratterizzato anche il settore manifatturiero e quello immobiliare. Gli investimenti nel settore delle costruzioni continuano a registrare cali tendenziali (-25,1% cum. a/a in agosto) mentre alcuni comparti dei servizi (gestione dell'acqua, ambiente, istruzione, cultura) mantengono un ritmo di crescita ancora sostenuto. La produzione del settore dei servizi è rimasta stabile a 8,3% a/a nei mesi estivi e l'indice PMI dei servizi, nonostante un moderato calo in estate nella rilevazione del NBS, rimane superiore a quello del settore manifatturiero. La dinamica del **settore immobiliare** è stata nel in lieve decelerazione: i permessi di costruzione e la superficie residenziale venduta sono rallentati nei mesi estivi, e l'andamento dei prezzi delle case ha subito un netto rallentamento nelle città di prima fascia, le più colpite dalle restrizioni governative, mentre è stato migliore nelle città di seconda e terza fascia. A livello nazionale le Autorità sono riuscite nell'intento di ridurre il tasso di invenduto, che è sceso secondo i dati del NBS dai picchi vicino ai 5 mesi di inizio 2016 fino a 2,7 mesi in luglio. Tuttavia un'analisi del FMI che usa dati locali, pur confermandone la discesa in particolare per le città di seconda

fascia, lo colloca vicino ai 2 anni a livello nazionale, e riconferma un tasso d'inventario più alto per le città di terza fascia (vicino ai 3 anni)¹³.

Il **commercio estero** è rallentato tra maggio e agosto, in parte a causa di un effetto base sfavorevole concentrato nel mese di agosto. La dinamica delle importazioni è passata da 15,3% 3m a/a in maggio a 13,8% 3m a/a in agosto, ma è stata migliore di quella delle esportazioni (10,4% 3m a/a in maggio vs 7,9% 3m a/a in agosto). I dati mensili destagionalizzati mostrano una stabilizzazione dell'import negli ultimi tre mesi e una marginale discesa dell'export sia in valore sia in volume. Le importazioni di metalli in volume si sono stabilizzate. Negli ultimi tre mesi la componente **ordini esteri** del PMI manifatturiero, comunque rimasta al di sopra di 50, ha registrato un andamento divergente tra la rilevazione dell'ufficio statistico, in calo, e quella di Markit, in aumento. Le prospettive della domanda estera appaiono di stabilizzazione: nell'area asiatica, infatti, la componente aggregata degli ordini esteri è progressivamente salita dai minimi di maggio, e si è poi stabilizzata tra luglio e agosto a causa del calo in India, Giappone, Hong Kong, Taiwan e, in particolare, Australia e Filippine.

L'**inflazione dei prezzi al consumo**, dopo essere oscillata per tre mesi tra 1,5% e 1,4%, è risalita a 1,8% a/a in agosto. L'aumento è dovuto in parte a un forte effetto base sfavorevole e in parte all'aumento dei prezzi degli alimentari, in particolare verdure fresche (+9,7% a/a), di medicinali e servizi sanitari (+5,9% a/a) e delle utenze domestiche (+2,7% a/a). L'aumento dei prezzi di alcuni alimentari è stato causato da fattori temporanei quali il clima particolarmente caldo e i tifoni che hanno colpito le aree costiere in agosto, e dovrebbe rientrare. L'inflazione al netto degli alimentari ed energia (2,2% a/a in agosto) è rimasta sostanzialmente stabile nell'intervallo 2,1-2,2% da aprile, attestandosi comunque sul livello più alto dalla fine del 2011. L'inflazione dei **prezzi alla produzione**, dopo tre mesi a 5,5%, è salita a 6,3% a/a in agosto guidata dall'aumento dei prezzi delle materie prime. L'inflazione è attesa in lieve rialzo nei prossimi mesi, soprattutto nel comparto dei servizi. Un effetto base favorevole, insieme al rientro dei prezzi di alcuni alimentari, dovrebbe comunque aiutare a **contenere l'inflazione dei prezzi al consumo in media annua a 1,6% nel 2017 e a limitarne l'aumento a 2,3% nel 2018.**

Politica economica, monetaria e cambio

Il **XIX Congresso Nazionale del Partito Comunista** Cinese si aprirà il prossimo 18 ottobre. Il Congresso, che si riunisce ogni cinque anni, è particolarmente importante perché cinque dei membri del Comitato Direttivo del Politburo potrebbero essere sostituiti per raggiunti limiti di età (limite ufficioso di 68 anni). Date le nomine politiche di persone molto vicine al Presidente in alcune importanti provincie (Chongqing nel 2017, Xinjiang, Beijing, Tianjin nel 2016, Shanghai e Guangdong dal 2012) e le recenti sostituzioni ai vertici militari (nuovi comandanti delle forze di terra e di aviazione), ci si attende che il congresso consolidi la posizione di Xi Jinping come *core leader* e lo confermi per il secondo mandato dando continuità alle politiche economiche finora delineate. Tra le nomine a livello locale ha colpito in particolare a luglio quella di Chen Min'er a presidente del partito a Chongqing al posto di Sun Zhengcai, ritenuto un tempo uno degli avversari più forti di Xi per la successione a segretario del partito ma recentemente caduto sotto le maglie dell'attività investigativa della Commissione Centrale per l'Ispezione Disciplinare (responsabile della disciplina nel partito e negli apparati militari) e dell'agenzia anticorruzione (Central Leading Group for Inspection Work), guidate da Wang Qishan, principale fautore della campagna anticorruzione portata avanti da Xi. Wang è il più giovane tra i membri del Comitato Direttivo che hanno raggiunto i limiti di età pensionabile ma è da molti ritenuto di fatto il più importante uomo politico dopo Xi. Durante la sesta riunione plenaria del congresso nell'ottobre del 2016, i membri del Comitato centrale avevano richiesto la correzione di metodi di promozione basati su uno soltanto dei quattro criteri utilizzati (voti ottenuti, valutazione del lavoro svolto, tassi di crescita del PIL delle regioni che si sono amministrate ed età anagrafica), aprendo di fatto la strada a un superamento della regola non scritta sull'età pensionabile. La **sostituzione di Wang Qishan** non è affatto scontata ma appare una **questione particolarmente delicata** perché si ritiene che la sua

¹³ IMF Country Report No. 17/247, People's Republic of China Article IV, August 2017.

permanenza rafforzerebbe la posizione del presidente Xi tanto da permettergli di puntare ad un terzo mandato, in contrasto con la consuetudine di lasciare dopo due mandati. Nell'ultimo anno, inoltre, lo stesso Wang è stato, con altri politici, oggetto di accuse (mai ufficializzate) di presunta corruzione da parte di Guo Wengui, un controverso imprenditore miliardario in esilio volontario negli Stati Uniti da qualche anno (su cui pendono diverse denunce e un mandato internazionale di cattura richiesto dalle Autorità cinesi), ritenuto un megafono per gli antagonisti di Wang. Wang è comunque considerato, sia internamente sia a livello internazionale, un ottimo politico ed un esperto economista, tanto che nel 2012 molti analisti si attendevano che diventasse primo ministro. Anche se poco probabile, potrebbe non essere una completa sorpresa un "rimpasto di governo" in occasione di questo prossimo congresso con un suo subentro in qualche ruolo più strettamente legato all'economia.

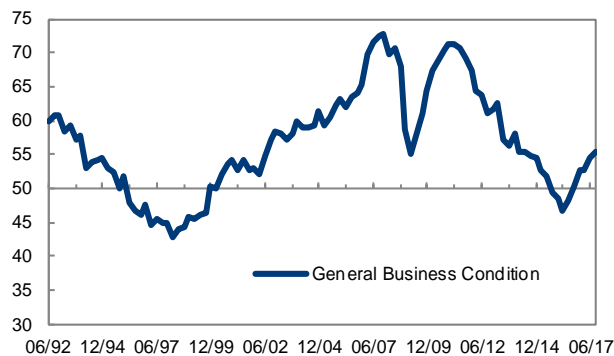
Nel corso dell'estate sul fronte della politica economica ci sono state poche novità, tra le più importanti la pubblicazione del piano nazionale per lo sviluppo dell'Intelligenza Artificiale al 2025, le linee guida per la riduzione dei costi dell'elettricità per l'industria e per la standardizzazione della gestione finanziaria delle imprese di stato. Maggiore, invece, è stata l'attività nel campo strettamente finanziario. Le Autorità cinesi hanno nuovamente ribadito, in occasione della National Financial Work Conference, conferenza governativa nel campo finanziario che si tiene ogni cinque anni, che la **riduzione dei rischi finanziari e sistemici** continuerà ad essere l'**obiettivo principale** dei prossimi cinque anni. La Banca centrale avrà pertanto un maggior ruolo nella gestione macro-prudenziale e nella prevenzione dei rischi. Nella conferenza si è inoltre stabilita la creazione di un comitato per la stabilità e lo sviluppo dei mercati finanziari all'interno del Consiglio di Stato, con un ruolo di coordinamento delle riforme e della regolamentazione dei mercati finanziari, nonché del settore finanziario non bancario, anche se poi sono mancati ulteriori dettagli. La PBOC ha dichiarato che sta considerando di inserire la posizione patrimoniale delle grandi imprese finanziarie on-line nella propria valutazione prudenziale dei rischi macroeconomici. Allo stesso tempo nei mesi estivi le Autorità preposte hanno ribadito l'intenzione e/o emanato nuove regolamentazioni e linee guida nella direzione di una maggior apertura agli investitori stranieri, anche nel settore bancario, e di stretto controllo delle attività speculative e di riciclaggio. I controlli hanno riguardato filiali estere di banche cinesi, investimenti stranieri in settori quali l'immobiliare, l'intrattenimento e lo sport, gli hotel, e quanto non ritenuto in linea con i piani di sviluppo strategico del Paese, nonché una forte stretta sull'impiego di monete digitali che potrebbe portare presto al completo divieto.

Il nuovo **credito** bancario è riaccelerato nei mesi estivi determinando una accelerazione solo minimale dello stock (12,9% a/a maggio a 13,1% a/a in agosto), similmente per l'aggregato della finanza sociale, che però, includendo le emissioni dei governi locali, è lievemente decelerato. Prosegue il rallentamento del credito a lungo termine alle famiglie, essenzialmente composto da mutui, mentre riaccelera il credito a lungo termine alle imprese. Il rallentamento dei mutui appare legato all'azione di *moral suasion* delle Autorità che non vogliono alimentare una nuova fase di rialzo dei prezzi delle case. Il tasso overnight, dopo essere salito tra fine giugno e fine agosto fino a un massimo di 2,92%, è tornato a scendere fino a 2,70% a metà settembre. Nelle scadenze fino ad un anno i tassi sono scesi dai massimi di metà giugno riportandosi sui precedenti massimi di marzo. L'intento delle Autorità sembra quello di mantenere il rialzo dei tassi in un range limitato ma più elevato rispetto a inizio anno. Il range potrebbe essere ulteriormente spinto verso l'alto nei prossimi trimestri in linea con l'obiettivo di limitare il rialzo dei prezzi delle case e di contenere i rischi finanziari. Riteniamo pertanto che la dinamica del credito continuerà a rallentare togliendo progressivamente sostegno agli investimenti. **Nonostante una revisione al rialzo del profilo di crescita di due decimi**, in linea con un primo semestre migliore delle attese, **manteniamo invariato il nostro scenario di moderato rallentamento dell'economia, da 6,7% nel 2017 a 6,3% nel 2018.**

La sorpresa più eclatante nel corso dell'estate è stata l'ulteriore apprezzamento del **renminbi** vs dollaro di pari passo al generale deprezzamento del biglietto verde, più marcato vs le principali valute. Il cambio USD/CNY è sceso infatti da 6,80 a metà giugno fino a toccare un minimo di 6,48 il 9 settembre, seguendo la dinamica del cambio effettivo del dollaro, che nello stesso periodo si è deprezzato del 5,9%. Lo yuan è stato sostenuto anche dal miglioramento della dinamica dei flussi di capitali che ha permesso un aumento delle riserve in valuta estera. L'innalzamento del

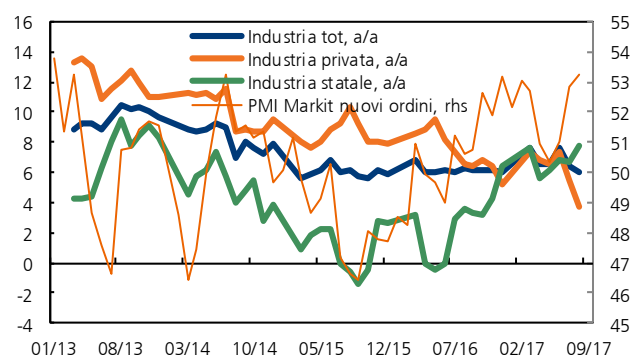
fixing e l'eliminazione, dal 9 settembre, di alcune misure a sostegno del cambio imposte nel 2016, quali la riserva obbligatoria del 20% per le posizioni in valuta estera e la riserva obbligatoria per i depositi in yuan off-shore, fanno ritenere che le Autorità cinesi siano contrarie ad un ulteriore apprezzamento. Crediamo che il deprezzamento del dollaro (10,1% da inizio anno a metà settembre) sia stato eccessivo e che il mercato sia troppo cauto nello scontare, nemmeno pienamente, un solo rialzo Fed entro la fine del 2018. Ci aspettiamo un parziale ritracciamento del dollaro nel corso del 2018 e una **moderata correzione del cambio USD/CNY fino a 6,70 per fine 2017 e a 6,90 a un anno**, con oscillazioni nel range 6,50-6,90.

Fiducia delle imprese



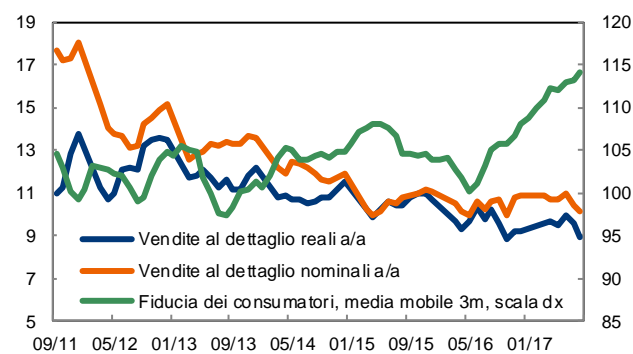
Fonte: Industrial Enterprise Survey PBOC da CEIC

Produzione industriale e ordini



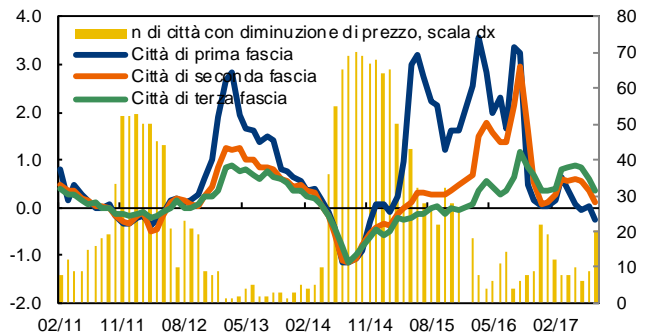
Fonte: CEIC, IHS Markit

Vendite al dettaglio



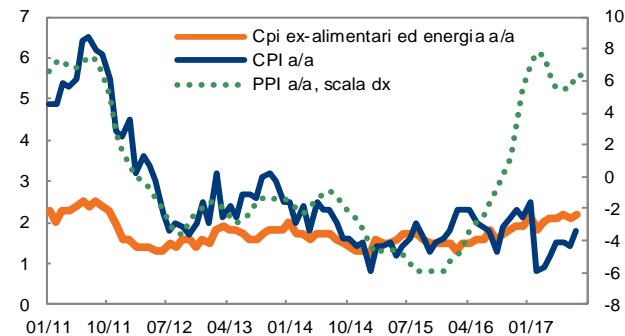
Fonte: CEIC

Prezzi degli immobili



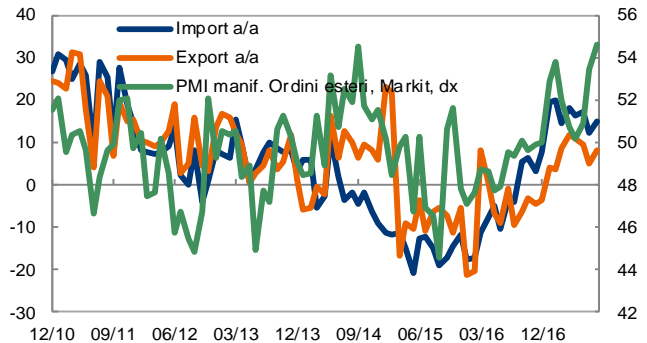
N.B. var. m/m media 70 città, mercato primario. Fonte: CEIC ed elaborazioni ISP

Inflazione



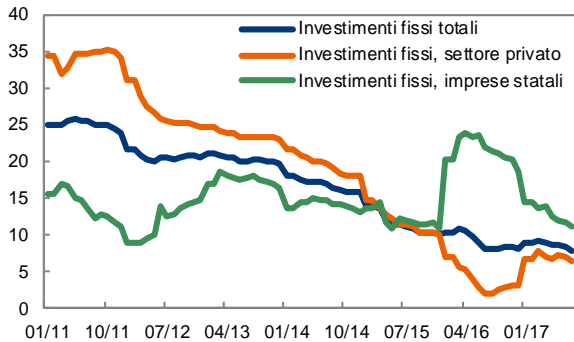
Fonte: CEIC

Commercio estero



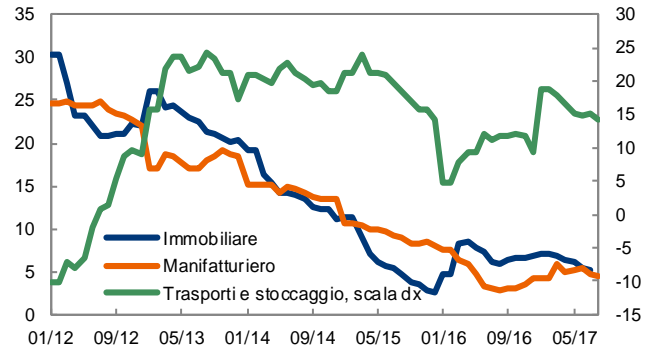
Nota: dati destagionalizzati, var. 2m a/a. Fonte: CEIC, Markit ed elaborazioni ISP

Investimenti nominali a/a



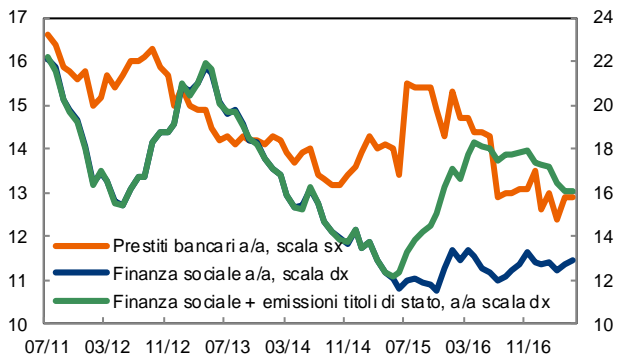
Fonte: CEIC

Investimenti per settori a/a



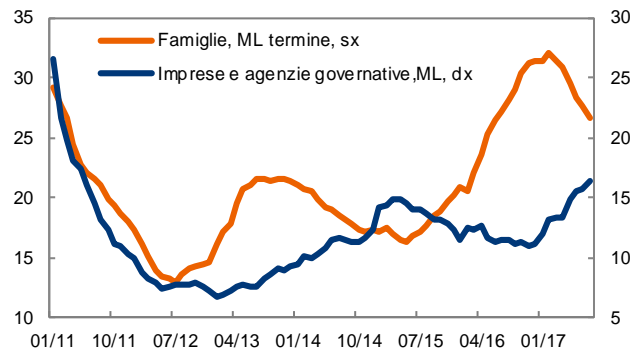
Fonte: CEIC

La dinamica del credito è stabile



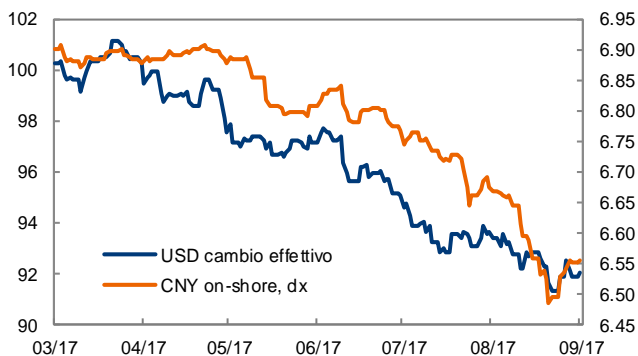
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prestiti bancari domestici a/a



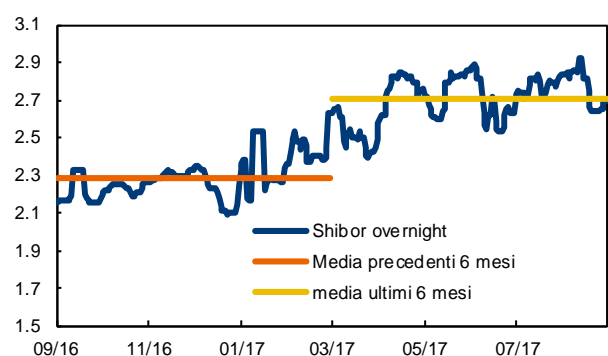
Fonte: CEIC

Il cambio si apprezza



Fonte: Bloomberg

I tassi monetari si stabilizzano



Fonte: CEIC, Bloomberg

India: un secondo rallentamento transitorio

- La crescita del **PIL** è ulteriormente rallentata a 5,7% a/a nel 2° trimestre rispetto al 6,1% del 1° trimestre e al 7,9% complessivo del 2016. I consumi privati, che finora sono stati il motore principale della crescita, sono decelerati in linea con l'ulteriore calo della fiducia dei consumatori. Il contributo del canale estero è stato negativo mentre gli investimenti fissi, superato il calo tendenziale del 1° trimestre, sono risaliti dell'1,6% a/a. Dal lato dell'offerta, l'accelerazione del settore dei servizi non è stata in grado di controbilanciare completamente il rallentamento del settore agricolo e del settore industriale, in particolare manifatturiero. Nei mesi estivi i dati macroeconomici hanno evidenziato un aumento delle importazioni ma un **rallentamento dell'attività**, anche nel settore dei servizi, e un calo della fiducia che è stato più marcato per i consumatori che per le imprese.
- Un effetto base fortemente favorevole e un ulteriore rallentamento dei prezzi degli alimentari e dei carburanti hanno fatto scendere l'**inflazione dei prezzi al consumo** fino a un minimo di 1,5% a/a in giugno. Contemporaneamente l'inflazione al netto degli alimentari è scesa al di sotto del 4% da giugno per la prima volta da oltre 24 mesi, creando spazio per un taglio dei tassi di 25pb che la RBI ha effettuato il 2 agosto. Il rientro dei suddetti fattori favorevoli ha contribuito ad un aumento dell'inflazione fino a 3,4% a/a in agosto e il trend rimarrà invariato nei prossimi mesi. **L'inflazione è prevista a 3,4% in media annua nel 2017 e in aumento al 5% nel 2018.**
- Il rallentamento dell'economia ha riaperto il dibattito politico sulla necessità di un ulteriore supporto dalla **politica fiscale**. È attualmente allo studio del governo una **manovra aggiuntiva** di ca. INR 400-500 miliardi che potrebbe però innalzare il deficit previsto per l'anno fiscale 2017-18 (AF 2017-18) oltre il target del 3,2% del PIL, allentando ulteriormente il sentiero di consolidamento previsto. In questo contesto e con l'inflazione in aumento riteniamo che la Reserve Bank of India (RBI) manterrà i **tassi fermi** nel corso dei prossimi trimestri, con un possibile rialzo nella seconda metà dell'anno prossimo.
- Una crescita dell'economia più bassa delle nostre attese nella prima metà dell'anno e rischi al ribasso sulla performance del settore agricolo e dei consumi ci inducono a **rivedere al ribasso le previsioni di crescita per il 2017 a 6,4% da un precedente 7,4%**. Riteniamo che gli effetti frenanti derivanti dall'introduzione della GST siano transitori, come lo sono stati quelli della demonetizzazione, e che, grazie al sostegno della politica fiscale e a una moderata e lenta ripresa degli investimenti, **l'economia possa tornare ad accelerare nei prossimi trimestri raggiungendo una crescita del PIL del 7,2% nel 2018.**

Silvia Guizzo

India - Previsioni macro							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
PIL (prezzi costanti)	5.5	6.1	7	7.5	7.9	6.4	7.2
Consumi privati	6.2	6.6	6.3	5.6	9.2	8.2	7.6
Consumi pubblici	4.4	2.6	6.9	1.3	15.1	13.3	6
Investimenti fissi	6.8	2.5	2.5	5.1	5.1	1.1	4.7
Esportazioni	9.6	4.2	6.6	-5.9	1.2	4.8	7.4
Importazioni	11.6	-6.3	0	-5.8	-1.7	13.6	2
Produzione industriale	0.7	1.9	4.6	2.6	5.8	4.3	7.5
Inflazione (CPI)	9.4	9.9	6.6	4.9	4.9	3.4	5
Tasso di disoccupazione (%)	2.0	2.5	2.8	3.0	3.3	3.7	3.9
Salari medi	12.3	11.1	10.1	7.3	8.8	10.6	10.4
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.3	9.1	8	7.2	6.3	6.2
Cambio USD/INR (media)	53.47	58.57	61.04	64.15	67.21	65.02	62.57
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-4893.2	-2779.6	-1661.2	-1450.6	-815.2	-4574.1	-3443.1
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-5.1	-2.6	-1.4	-1.1	-0.6	-2.8	-1.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-5.5	-4.3	-3.4	-3.7	-3.5	-3.5

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

La crescita del **PIL** è ulteriormente rallentata a 5,7% a/a nel 2° trimestre rispetto al 6,1% del 1° trimestre e al 7,9% complessivo del 2016. I consumi privati, che finora sono stati il motore principale della crescita, sono decelerati in linea con l'ulteriore calo della fiducia dei consumatori. Il contributo del canale estero è stato negativo mentre gli investimenti fissi, superato il calo tendenziale del 1° trimestre, sono risaliti dell'1,6% a/a. Dal lato dell'offerta, l'accelerazione del settore dei servizi, maggiore nei settori più legati all'uso del contante (e quindi più colpiti dalla manovra di demonetizzazione) quali commercio al dettaglio, ristorazione, trasporti, non è stata in grado di controbilanciare completamente il rallentamento del settore agricolo e del settore industriale, in particolare manifatturiero.

Un'accelerazione delle importazioni molto più marcata di quella delle esportazioni nel 2° trimestre è stata responsabile del contributo negativo del canale estero. Il trend è proseguito nel corso dell'estate per quanto riguarda il **commercio estero** di beni, in particolare per le importazioni di beni al netto del petrolio, che pur in rallentamento dai picchi di maggio hanno continuato a registrare tassi di crescita a doppia cifra (20% 3m a/a in agosto), con un consolidamento dell'import di macchinari (+10,8% 3m a/a in agosto). La componente ordini esteri del PMI, nonostante un lieve calo, è rimasta in media in area 51 anche negli ultimi tre mesi, puntando a una stabilizzazione della domanda estera.

L'indagine sulle imprese industriali della RBI ha registrato una correzione della componente aspettative della **fiducia delle imprese** per il 3° trimestre, anche se esse rimangono sui massimi degli ultimi 8 trimestri. Nell'indagine *Dun&Bradstreet* il calo, che prosegue da diversi trimestri, è stato più marcato e guidato dalle minori aspettative di profitto, mentre in entrambe le indagini le aspettative sugli ordini hanno retto bene. La **produzione industriale** è rallentata anche nel corso dell'estate fino a 1,3% 3m a/a in luglio, ancora trascinata al ribasso dal calo della produzione dei beni capitali, ma sostenuta da quella dei beni non durevoli di consumo e dalla produzione di elettricità e gas. Le difficili procedure di implementazione dell'imposta sui beni e servizi (Good and Service Tax, GST, entrata in vigore dal 1° luglio), in particolare burocratiche ed elettroniche, sono state inizialmente tali che molte imprese hanno preferito rinviare gli ordini. La componente degli ordini totali è infatti crollata a 46,2 in luglio ma è tornata a 51,5, confermando la natura temporanea dell'impatto. Quest'ultimo è stato più marcato nel **settore dei servizi**, dove il PMI pur essendo migliorato in agosto è rimasto al di sotto di 50 per il secondo mese consecutivo. Le aspettative restano invece ancora su livelli elevati lasciando invariate le prospettive del settore. La dinamica dei ricavi del settore turistico continua ad essere elevata, sostenuta dall'aumento degli arrivi di turisti, e anche quella delle vendite di cellulari è in aumento.

La **fiducia dei consumatori**, dopo aver raggiunto un massimo a fine 2016, ha continuato a scendere nel 2° trimestre, sia nella valutazione della situazione corrente, scesa già dal 1° trimestre al di sotto della soglia che segnala pessimismo (100), sia nella valutazione delle aspettative, che rimangono più sostenute. Il calo è spiegato soprattutto dal peggioramento delle aspettative sull'andamento dell'inflazione e del mercato del lavoro, che trova parziale riscontro nella dinamica dell'indagine Manpower. Nel complesso il calo della fiducia pone rischi al ribasso sulla performance dei consumi nel trimestre in corso. L'accelerazione delle vendite di autoveicoli, in particolare commerciali e a due e tre ruote, fornisce però un segnale di ripresa della domanda nelle aree rurali, che dovrebbero beneficiare anche del programma di cancellazione dei debiti (*farm loan waivers*) per gli agricoltori e di una risalita dei prezzi dei prodotti agricoli.

Nonostante il miglioramento nel corso del mese di settembre, la distribuzione disomogenea delle precipitazioni estive pone rischi al ribasso sulla performance del **settore agricolo**. Il CMIE (Center for Monitoring Indian Economy) ritiene inoltre che la crescita del settore agricolo potrebbe essere stata finora sovrastimata. Il valore aggiunto in termini reali viene infatti calcolato utilizzando i prezzi nel pieno della stagione di vendita. Tra il 4° trimestre 2016 e il 1° del 2017 c'è stato però un ampio calo dei prezzi a cui si è affiancata una parziale distruzione dei raccolti. Non si escludono quindi revisioni al ribasso del valore aggiunto del settore agricolo una volta incorporati questi fattori.

Il numero dei **progetti industriali** presentati per l'approvazione al Ministero dell'Industria è sceso nei primi otto mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2016 mentre l'importo complessivo è aumentato, sebbene a ritmi meno sostenuti rispetto ai primi mesi dell'anno. La dinamica del **credito** è lievemente migliorata nei mesi estivi ma è ancora bassa (+5,3% a/a in agosto per il credito al settore non alimentare) e vicino ai minimi storici, frenata dall'aumento dei crediti incagliati e dell'avversione al rischio degli istituti finanziari. Le prospettive di ripresa degli **investimenti** restano dunque contenute anche se la *performance* ancora positiva delle importazioni di macchinari prefigura un modesto miglioramento nel corso dell'anno.

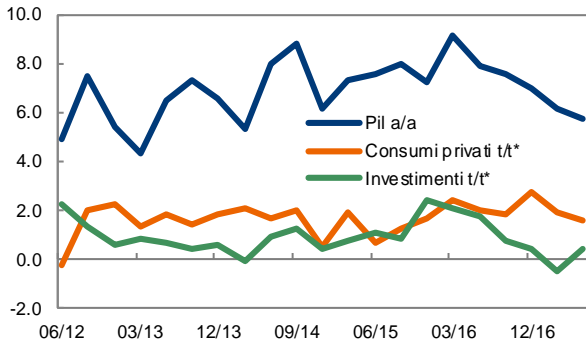
Un effetto base fortemente favorevole e un ulteriore rallentamento dei prezzi degli alimentari e dei carburanti hanno fatto scendere l'**inflazione dei prezzi al consumo** fino a un minimo di 1,5% a/a a giugno. Contemporaneamente l'inflazione al netto degli alimentari è scesa al di sotto del 4% da giugno per la prima volta da oltre 24 mesi, creando spazio per un taglio dei tassi di 25pb che la RBI ha effettuato il 2 agosto. Il rientro dei suddetti fattori favorevoli ha contribuito a un aumento dell'inflazione fino a 3,4% a/a in agosto e il trend rimarrà invariato nei prossimi mesi. **L'inflazione è prevista a 3,4% in media annua nel 2017 e in aumento al 5% nel 2018.** I rischi sull'inflazione sono bilanciati anche se esiste notevole incertezza sulla loro evoluzione. I rischi al ribasso vengono da un prezzo del petrolio molto più basso delle attese. I rischi al rialzo provengono dalle richieste di cancellazione dei debiti (*farm loan waivers*) per gli agricoltori e dagli esborsi delle indennità previste dalla VII Commissione sui Salari (7th Pay Commission).

Il rallentamento dell'economia ha riaperto il dibattito politico sulla necessità di un ulteriore supporto dalla **politica fiscale**. È attualmente allo studio del governo una manovra aggiuntiva di ca. INR 400-500 miliardi che dovrebbe concentrarsi nella ricapitalizzazione delle banche pubbliche, nella rivitalizzazione degli investimenti privati e nel sostegno all'export. La manovra potrebbe però innalzare il deficit previsto per l'anno fiscale 2017-18 (AF 2017-18) oltre il target del 3,2% del PIL, allentando ulteriormente il sentiero di consolidamento previsto. Data l'incertezza sul futuro andamento delle entrate dalle imposte indirette dovuta all'introduzione dell'imposta sui beni e servizi, il governo sembra orientato a trovare risorse in particolare dalle privatizzazioni e dalla politica di disinvestimento, che in passato però hanno spesso disatteso le aspettative. L'obiettivo del governo per l'AF 2017-18 è di 725 miliardi di rupie e finora se ne sono ricavati ca. 200. Uno sfioramento, seppur marginale, dell'obiettivo di deficit, resta quindi probabile. In questo contesto e con l'inflazione in aumento riteniamo che la Reserve Bank of India manterrà i tassi fermi nel corso dei prossimi trimestri, con un possibile rialzo nella seconda metà dell'anno prossimo.

Una crescita dell'economia più bassa delle nostre attese nella prima metà dell'anno e rischi al ribasso sulla performance del settore agricolo e dei consumi ci inducono a **rivedere al ribasso le previsioni di crescita per il 2017 a 6,4% da un precedente 7,4%** (6,4% per l'AF 2017-2018). Riteniamo che gli effetti frenanti derivanti dall'introduzione della GST siano transitori, come lo sono stati quelli della demonetizzazione, e che, grazie al sostegno della politica fiscale e a una moderata e lenta ripresa degli investimenti, **l'economia possa tornare ad accelerare nei prossimi trimestri raggiungendo una crescita del PIL del 7,2% nel 2018** (7,6% per l'AF 2018-2019).

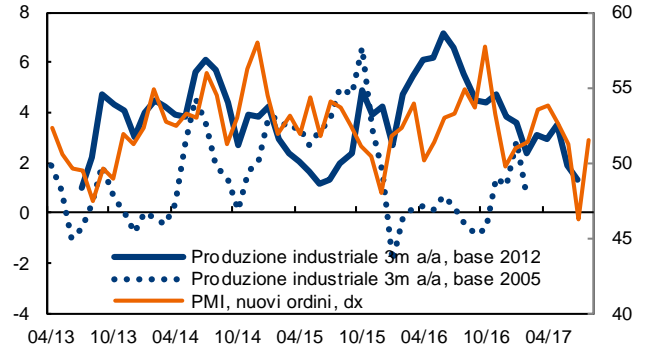
Il **cambio USD/INR** è rimasto supportato in area 64 tra aprile e agosto, con due puntate in area 63 all'inizio di agosto e di settembre, anche grazie al generale deprezzamento del dollaro. Il cambio ha successivamente corretto, insieme alla borsa, sulle notizie della manovra fiscale aggiuntiva e il possibile sfioramento dell'obiettivo di deficit. I flussi di capitali in entrata hanno più che coperto il deficit delle partite correnti, in aumento nel 2° trimestre a causa di maggiori importazioni e minori esportazioni, permettendo un accumulo di riserve in valuta estera. **Nel breve termine** una mancata ripresa dell'export, notizie negative sul fronte fiscale e una correzione del dollaro manterranno **pressioni al ribasso sul cambio**, che potrebbe tornare in area 65-66 per fine anno. **Nel medio termine**, tuttavia, la buona performance dell'economia e degli indicatori di vulnerabilità esterna, nonché tassi ufficiali fermi, dovrebbero supportare un **ulteriore apprezzamento** verso 62 per la fine del 2018.

La crescita risente del rallentamento degli investimenti



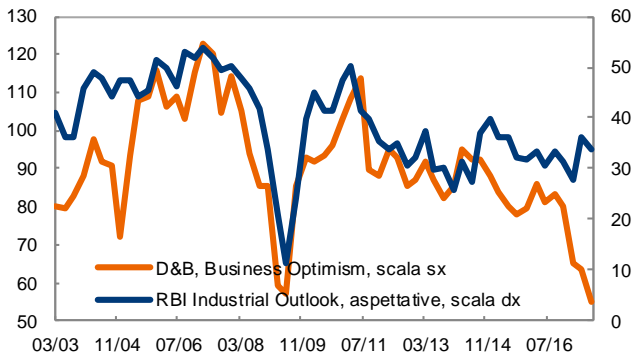
* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

La produzione industriale rallenta



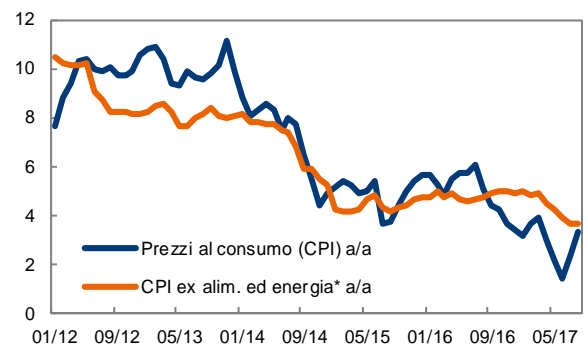
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

La fiducia delle imprese corregge



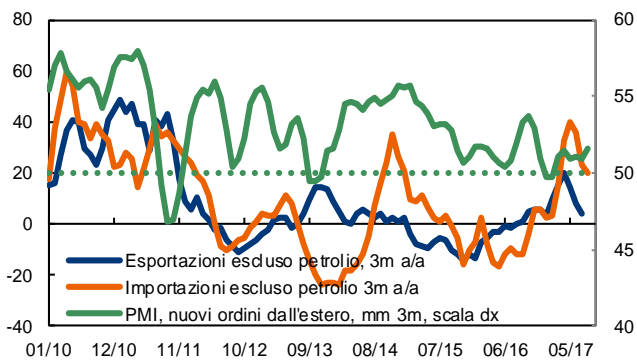
Fonte: CEIC

Inflazione



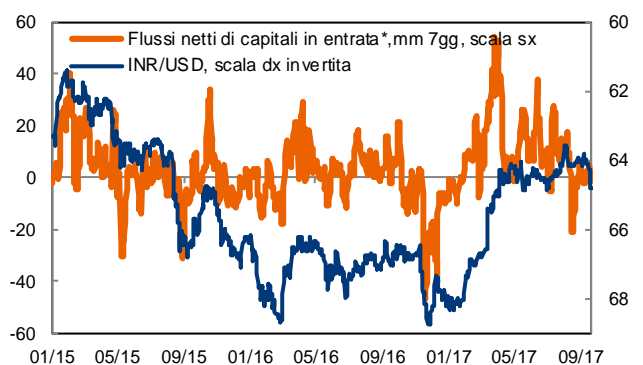
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Commercio estero



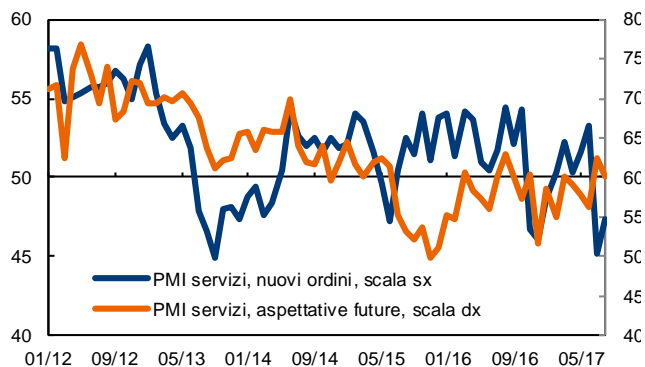
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cambio e flussi di capitali



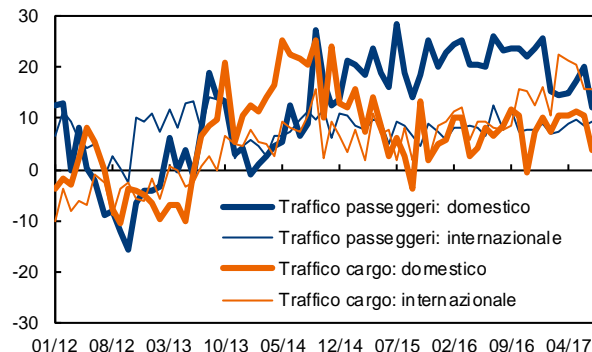
Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Servizi: PMI in calo



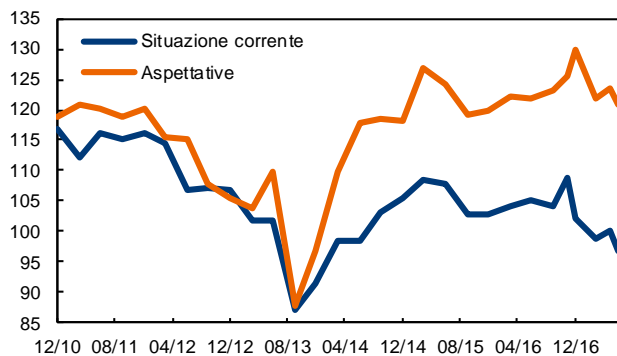
Fonte: Markit

Traffico passeggeri e cargo



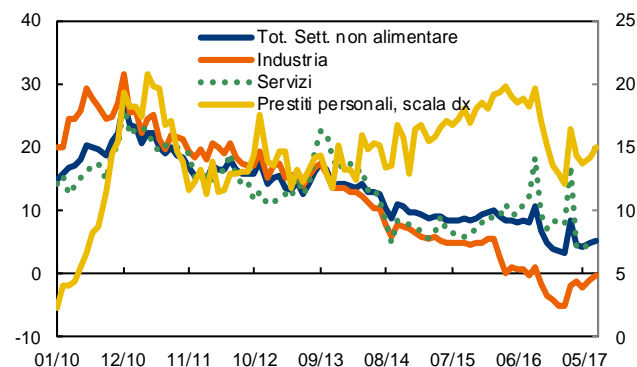
Fonte: CEIC

Fiducia dei consumatori in calo



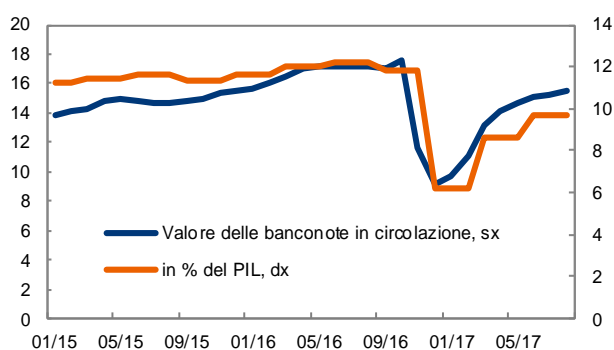
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



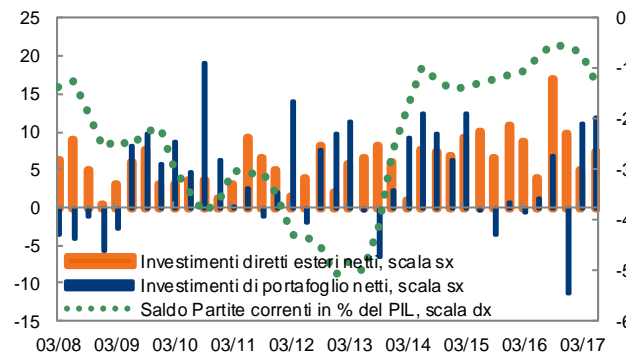
Fonte: CEIC

Banconote in circolazione (triloni di INR)



Fonte: CEIC

Partite correnti



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

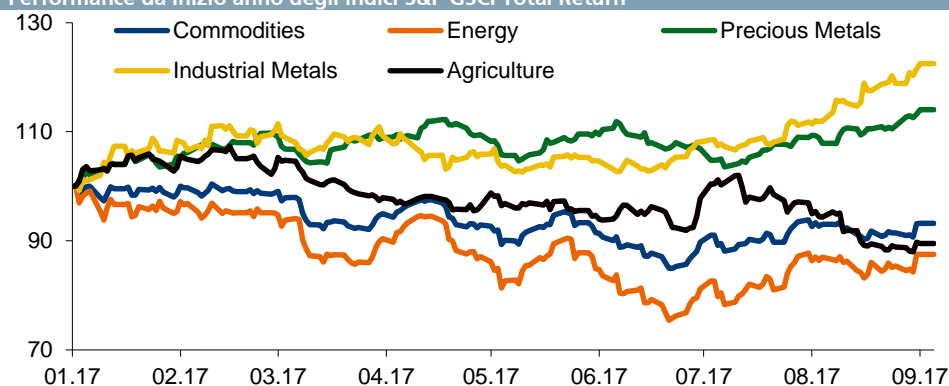
Materie prime: un autunno ricco di potenziali sorprese

Il nostro scenario macroeconomico, caratterizzato da una crescita moderata, politiche monetarie ancora accomodanti e un dollaro relativamente debole, è favorevole alle materie prime. Riteniamo quindi che i prezzi delle principali commodity saranno principalmente guidati dagli specifici fondamentali di domanda e offerta. Tuttavia, sottolineiamo il rischio che eventi esogeni (spesso dalle conseguenze imprevedibili) possano profondamente influenzare le quotazioni: basti pensare ai seri rischi geopolitici in Corea del Nord e in Medio Oriente e agli scandali politici negli Stati Uniti.

Daniela Corsini

Quest'estate le alte temperature sono state accompagnate dal rialzo delle quotazioni di gran parte delle materie prime.

Performance da inizio anno degli indici S&P GSCI Total Return



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tutti i comparti hanno beneficiato del deprezzamento del dollaro americano. Inoltre, come mostrano gli indici di sorpresa economica di Citigroup, negli ultimi mesi i dati macroeconomici si sono complessivamente rivelati più forti delle attese in Cina e nell'area euro. Negli Stati Uniti, il flusso di dati ha deluso le aspettative, ma ha comunque confermato uno scenario rassicurante. Ciò ha sostenuto l'attesa di una robusta domanda mondiale di commodity.

Nel nostro scenario di base, la crescita economica mondiale si mantiene soddisfacente e le principali economie emergenti continueranno a richiedere crescenti volumi di materie prime. La liquidità resta abbondante ed il dollaro statunitense si mantiene relativamente debole nel prossimo biennio. Non ci sono gravi deterioramenti nelle relazioni internazionali e gli Stati Uniti non implementano significative variazioni alle attuali politiche commerciali né nelle relazioni diplomatiche, mentre implementeranno una politica fiscale espansiva. Sono evitati conflitti militari sia in Medio Oriente che in Estremo Oriente, intraprendendo trattative diplomatiche ed eventualmente introducendo sanzioni mirate.

Dopo il rally degli ultimi mesi, molti **metalli industriali** hanno corso ben oltre i fondamentali. Ci attendiamo quindi che nelle prossime settimane le quotazioni saranno guidate principalmente da fattori tecnici e flussi speculativi. Il rischio di un ampio *sell-off* è soprattutto elevato per quei metalli che hanno registrato le migliori performance da inizio anno: ferro, nickel, rame, zinco.

Sinora, i **preziosi** sono stati guidati da tre principali fattori: domanda di beni rifugio, deprezzamento del dollaro americano e rafforzamento dei fondamentali per palladio e platino. Ci attendiamo che questi temi rimarranno molto importanti. Data l'ampiezza dei flussi speculativi entrati in questo comparto negli ultimi mesi, anche questi metalli sono molto vulnerabili a inversioni del *sentiment* di mercato e liquidazione di posizioni motivate da presa di profitto.

Per quanto riguarda gli **agricoli**, come atteso, nei mesi estivi l'impatto delle condizioni meteorologiche è stato positivo, favorendo le coltivazioni dei principali cereali (con la notevole eccezione del riso) e sostenendo le elevatissime scorte mondiali. Ci attendiamo un recupero delle quotazioni di alcuni coloniali (ad esempio caffè), per l'attesa che la produzione possa rivelarsi inferiore alle stime di consenso.

Previsioni di prezzo per le principali commodity							
	4T17	1T18	2T18	3T18	2017	2018	2019
ICE BRENT	53.0	51.0	53.0	55.0	52.4	53.5	59.0
NYMEX WTI	51.0	49.0	51.0	53.0	49.8	51.5	58.0
NYMEX NATURAL GAS	3.50	3.50	3.10	3.20	3.18	3.25	3.00
COMEX GOLD	1,300	1,285	1,275	1,250	1,269	1,265	1,250
COMEX SILVER	17.1	17.4	17.7	18.0	17.2	17.9	18.5
COMEX PLATINUM	980	970	960	950	968	955	930
COMEX PALLADIUM	890	880	875	870	846	873	860
LME COPPER 3M	6,900	6,800	6,850	6,900	6,248	6,875	7,000
LME ALUMINIUM 3M	2,000	2,000	2,000	2,010	1,948	2,010	2,050
LME NICKEL 3M	11,500	11,500	11,500	11,500	10,523	11,500	11,000
LME ZINC 3M	3,000	3,000	2,900	2,800	2,840	2,875	2,850
LME LEAD 3M	2,340	2,300	2,300	2,300	2,282	2,285	2,250
LME TIN 3M	20,500	20,500	20,500	20,500	20,187	20,563	20,750
SGX IRON ORE	65	60	60	60	70	60	57
TSI U.S. HRC STEEL	610	610	610	610	619	611	620
CBT CORN	360	370	380	390	363	384	400
CBT WHEAT	435	440	450	450	437	450	475
CBT SOYBEAN	950	950	960	970	968	965	1,000
MDE PALM OIL (MYR)	2,700	2,700	2,700	2,700	2,812	2,688	2,700
NYB-ICE ARABICA COFFEE	135	140	145	145	135	145	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	2,100	2,150	2,175	2,175	2,085	2,175	2,250
CBT SOYBEAN MEAL	310	312	314	315	314	314	320
CBT SOYBEAN OIL	35.0	35.0	35.0	35.0	33.7	35.0	36.0

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

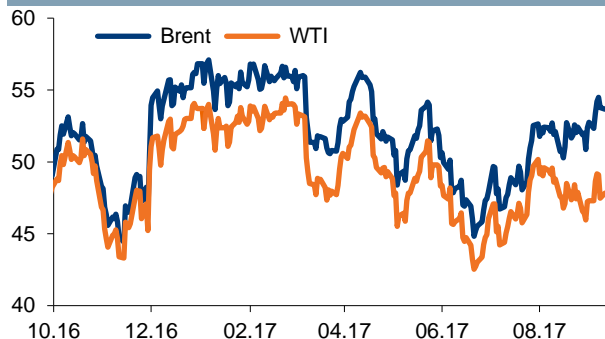
Petrolio: trading range

Nel corso dei mesi estivi, sui mercati del petrolio ha prevalso un *sentiment* positivo, spiegato dall'ottimismo per il rinnovato impegno di Arabia Saudita e Russia nel mantenere fede all'accordo fra membri OPEC e Paesi non-OPEC per ridurre l'offerta mondiale, e anche rafforzato da una soddisfacente domanda registrata nei principali Paesi consumatori.

Eccezionali eventi meteorologici, quali una stagione degli uragani particolarmente attiva lungo la Costa del Golfo americana, hanno portato lo spread fra i prezzi di Brent e WTI ai massimi da due anni. Trattandosi di fattori transitori, legati alla temporanea sospensione dell'attività di gran parte delle raffinerie e di alcuni pozzi petroliferi lungo la Costa del Golfo e in Texas, dovremmo assistere nelle prossime settimane ad una riduzione dello spread, guidato dal ritorno dell'operatività verso livelli in linea con la media stagionale.

I rischi geopolitici e, soprattutto, l'incertezza riguardo un possibile rinnovo dell'accordo fra membri OPEC e alleati non-OPEC per limitare l'offerta mondiale contribuiscono a mantenere il petrolio in trading range

Prezzi del petrolio: in estate è tornato l'ottimismo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Produzione USA in mb/g. Linea tratteggiata: stime U.S. Energy Information Administration (EIA)



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

Dato che gli effetti distortivi degli uragani Harvey e Irma su produzione e scorte domestiche di greggio e prodotti raffinati si protrarranno ancora per alcune settimane, riteniamo che nel breve periodo il mercato seguirà con meno attenzione rispetto al solito i report settimanali di U.S. Department of Energy (DOE) e American Petroleum Institute (API).

A nostro avviso, i temi più importanti nei prossimi mesi saranno:

- **Evoluzione dell'accordo OPEC/non-OPEC.** L'attuale accordo dovrebbe rimanere in essere sino a marzo 2018. Probabilmente, a cavallo della riunione di novembre dell'OPEC trapeleranno le prime indiscrezioni sulle intenzioni dei principali attori. Siccome le scorte mondiali sono ancora ben lontane dalla loro media a 5 anni, è probabile che sia annunciato un nuovo accordo che riveda leggermente le quote a carico dei singoli Paesi membri ed eventualmente ricomprenda Libia e Nigeria, se la loro produzione salirà oltre i target indicati dalle società petrolifere nazionali. A nostro avviso, Russia e Arabia Saudita dovrebbero desiderare un prolungamento dell'accordo al fine di evitare violente oscillazioni di prezzo prima delle elezioni presidenziali in Russia nel 2018 e dell'IPO di Saudi Aramco (dovrebbe essere quotato il 5% della società petrolifera di Stato dell'Arabia Saudita e, con un valore stimato in un range di 1-2 trilioni di dollari, sarà l'IPO più grande da sempre).
- **Tensioni geopolitiche.** I rischi geopolitici si sono ulteriormente intensificati nei mesi estivi: non solo le fratture lungo lo scacchiere mediorientale sono rimaste lontane da ogni possibile ricomposizione, ma si è aggiunta anche la preoccupazione che la crisi diplomatica con la Corea del Nord possa sfociare in un intervento militare, se si intensificheranno le provocazioni del regime. Inoltre, la crisi in Venezuela è peggiorata nel corso dell'estate e resta il rischio che il commercio di petrolio e prodotti raffinati possa esserne negativamente influenzato. Tuttavia, sottolineiamo che al momento nel nostro scenario di base non prevediamo che le tensioni sfoceranno in un confronto militare né causeranno interruzioni alla produzione o al trasporto di idrocarburi.

Fondamentali di domanda e offerta

Nell'aggiornamento mensile pubblicato il 12 settembre, l'U.S. Energy Information Administration (EIA) ha rivisto le stime di domanda e offerta, dipingendo uno scenario più debole di quanto indicato solo pochi mesi prima. Infatti, il mercato dovrebbe essere circa bilanciato nel 2017, ma potrebbe tornare in modesto surplus nel 2018 (+0,3 mb/g). Le elevatissime scorte mondiali dovrebbero quindi restare stabili quest'anno, ma torneranno a crescere, seppur lentamente, nell'anno successivo. Ovviamente, il surplus di scorte rispetto alla media a cinque anni dovrebbe ridursi, ma principalmente a causa del progressivo incremento della media.

La crescita della produzione di *shale oil* statunitense (+0,4 mb/g nel 2017 e +0,6 mb/g nel 2018) e l'incremento dell'offerta da Libia e Nigeria rappresentano le principali minacce agli sforzi dell'OPEC.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a settembre 2017							
Stime pubblicate a settembre 2017 in mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2016	96.9	57.9	8.9	6.6	32.7	32.4	0.3
2017	98.3	58.8	9.3	7.0	32.5	32.5	0.0
Variazione a/a	1.4	0.9	0.4	0.4	-0.2	0.1	
2018	100.0	60.2	9.8	7.1	33.0	32.7	0.3
Variazione a/a	1.7	1.4	0.6	0.2	0.5	0.2	

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

Previsioni

Riteniamo che il petrolio Brent possa scambiare in media attorno a 53 dollari nel 4° trimestre. Come discusso in precedenza, sinché OPEC e alleati non-OPEC non si pronunceranno riguardo l'eventuale rinnovo dell'accordo per limitare l'offerta mondiale, i fondamentali di domanda e offerta non saranno sufficientemente forti per sostenere un mercato rialzo del petrolio al di sopra dei 60 dollari al barile, ma neppure abbastanza fragili da giustificare che il Brent torni vicino ai 40 dollari. Per questo motivo ci attendiamo ancora a lungo un petrolio in *trading range*.

Abbiamo inserito nel nostro scenario di base uno spread fra Brent e WTI di circa 2 dollari a partire dal 4° trimestre 2017 sino a fine 2018 per l'attesa che le distorsioni causate dagli uragani siano progressivamente riassorbite e quindi il WTI si rafforzi. Non ci attendiamo che l'Amministrazione americana modificherà la tassazione di importazioni ed esportazioni, diversamente da quanto promesso in campagna elettorale.

Stime di prezzo del petrolio Brent							
Al 13.09.2017	4T17	1T18	2T18	3T18	2017	2018	2019
ICE BRENT	53.0	51.0	53.0	53.0	52.4	53.5	59.0
Mediana, Bloomberg	54.0	55.0	53.0	56.5	53.0	56.0	61.0
Forward Curve	54.0	54.0	54.1	54.2	54.1	54.2	54.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI							
Al 13.09.2017	4T17	1T18	2T18	3T18	2017	2018	2019
NYMEX WTI	48.0	51.0	49.0	51.0	49.8	51.5	58.0
Mediana, Bloomberg	52.0	52.0	51.0	54.5	50.5	53.0	58.0
Forward Curve	49.2	49.9	50.2	50.3	49.0	50.2	50.5

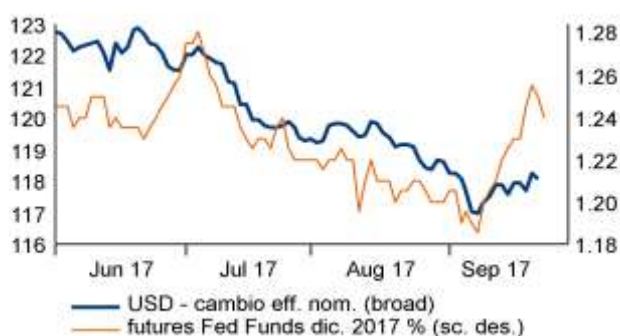
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Mercati valutari: dollaro frenato dalla minor divergenza delle politiche monetarie

Nei mesi estivi il dollaro ha approfondito il calo in atto già da inizio anno, inaugurando nuovi minimi del 2017, per rivedere così minimi abbandonati a inizio 2015. A indebolire ulteriormente il biglietto verde – a livello generalizzato, contro le principali valute sia avanzate che emergenti – è stata una concomitanza di più fattori – di natura sia politica che economica – che hanno provocato un diffuso deterioramento di *sentiment* verso gli Stati Uniti: (i) i continui problemi dell'amministrazione Trump, che hanno (avevano) fatto perdere la fiducia nella capacità del presidente USA di poter attuare il tanto atteso piano di stimolo fiscale, (ii) il riarsi delle tensioni a livello geopolitico internazionale (fronte mediorientale prima, nordcoreano poi), e (iii) il rallentamento dell'inflazione, che ha (aveva) ridotto significativamente le attese di mercato per un terzo rialzo dei tassi Fed quest'anno (fig. 1).

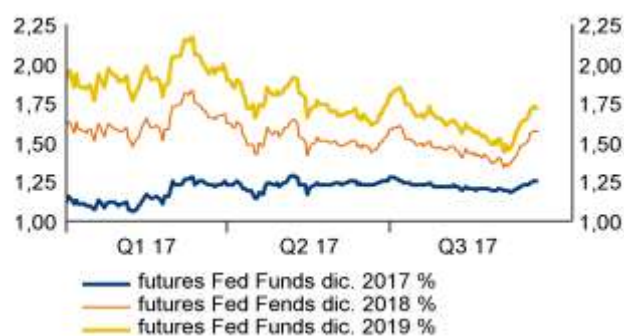
Asmara Jamaleh

Fig. 1 – Discesa del dollaro in funzione del ridursi delle attese di rialzo dei fed funds



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Il mercato ha un profilo di rialzi molto più conservativo rispetto a quello della Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

A settembre tuttavia ci sono stati alcuni sviluppi positivi, in particolare: (i) sul fronte politico domestico sono emersi segnali favorevoli in merito ai progressi sulla riforma tributaria, che rendono più probabile l'attuazione dell'atteso piano di stimolo fiscale (anche se verosimilmente di dimensione inferiore a quanto prospettato in campagna elettorale) da parte dell'amministrazione Trump; (ii) sul fronte economico, alla riunione del 20 settembre (nella quale la Fed ha annunciato l'avvio del programma di riduzione del bilancio a partire da ottobre) la Fed ha confermato, ad ampia maggioranza, la previsione di un terzo rialzo dei tassi entro fine anno (probabilmente a dicembre) – che i mercati avevano invece messo in dubbio negli ultimi mesi – confermando anche una previsione di altri tre rialzi per l'anno prossimo. La prospettiva di un altro rialzo Fed prima di fine anno è favorevole al dollaro e – fatte salve delusioni significative dai dati o sviluppi negativi a livello (geo)politico – dovrebbe agevolare un parziale recupero sull'orizzonte da qui a fine anno. Tuttavia, l'attenzione che la Fed continuerà a prestare alla dinamica dell'inflazione potrebbe limitare l'entità del recupero del dollaro, dato che è probabilmente per il permanere di un'inflazione bassa che ha rivisto verso il basso il punto di arrivo dei tassi.

Al di là del breve, nel corso dell'anno prossimo, il dollaro dovrebbe gradualmente tornare a indebolirsi – seppure in misura modesta – perché, se anche la Fed continuerà ad alzare i tassi, non sarà più la sola a farlo, in quanto anche le altre principali Banche centrali riprenderanno il ciclo di rialzi (la Bank of Canada ha già iniziato a luglio e prima di fine anno anche la Bank of England potrebbe alzare) o avvieranno la fase di normalizzazione della politica monetaria. La dimensione complessiva dell'indebolimento atteso del biglietto verde dovrebbe comunque essere modesta, principalmente perché il mercato sconta un profilo di rialzi dei tassi USA molto conservativo, prezzando solo due rialzi tra il 2018 e il 2019 (fig. 2) a fronte dei cinque indicati invece dalla Fed

all'ultima riunione di settembre. I rischi sono leggermente verso il basso, ovvero per un dollaro che potrebbe rivelarsi più debole delle attese, soprattutto nel caso in cui dovessero sorgere nuovi significativi problemi sul fronte politico domestico.

Euro: atteso un ritracciamento contro dollaro, ma la tendenza è ormai rialzista

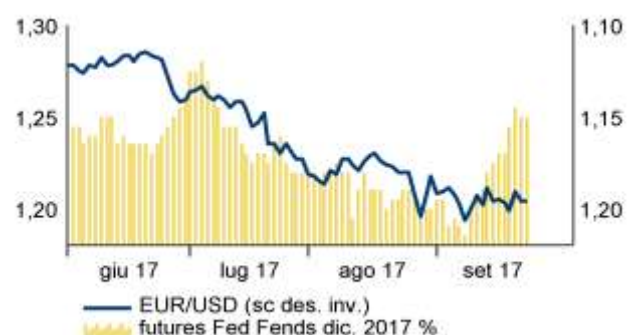
Nel corso dell'estate la dinamica rialzista dell'euro, in atto già da inizio anno, ha subito un'accelerazione: tra fine giugno e fine agosto, in due mesi, è salito infatti da 1,11 a 1,20 EUR/USD – inaugurando qui nuovi massimi di 2017 e rivedendo così massimi abbandonati a inizio 2015 – un apprezzamento dell'8%, laddove aveva impiegato il triplo del tempo, da gennaio a giugno, per salire di altrettanto, da 1,03 a 1,11 EUR/USD.

Fig. 3 – L'euro inizia a salire quando rientra il rischio legato al ciclo elettorale europeo...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ... e prosegue la salita quando iniziano a ridimensionarsi le attese di rialzo dei tassi USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I fattori che hanno favorito questo importante rafforzamento sono fondamentalmente due: il miglioramento del quadro economico-politico dell'area euro e il simultaneo deterioramento di *sentiment* verso gli Stati Uniti.

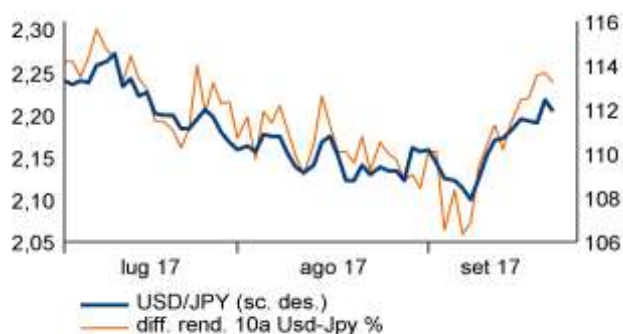
In una finestra temporale orientativamente da qui a fine anno, la prospettiva di un altro rialzo Fed entro dicembre dovrebbe favorire un ritracciamento ribassista dell'euro, in direzione di 1,17-1,15 EUR/USD, anche alla luce del confronto relativo tra performance attesa dell'economia USA e dell'area euro che, al di là del brevissimo termine, è più favorevole agli USA. Mentre infatti nell'area euro ci si attende un rallentamento della crescita l'anno prossimo e un calo dell'inflazione (anche la BCE ha questo scenario), la crescita USA dovrebbe accelerare ulteriormente nel 2018. L'entità del ritracciamento atteso è contenuta perché, nell'attesa che la BCE annunci ufficialmente il programma di riduzione degli acquisti, il mercato potrebbe attribuire più peso al fatto che la BCE è comunque in procinto di svoltare, il che tende a favorire la valuta di riferimento.

Al di là del breve, nel corso dell'anno prossimo, l'euro dovrebbe invece gradualmente risalire, in direzione di 1,22-1,23 EUR/USD tra fine 2018 e inizio 2019, in ragione del fatto che la BCE procederà con la riduzione degli acquisti fino a smantellare interamente il programma entro la fine del 2018 e riprenderà successivamente, nel 2019, anche ad alzare i tassi. L'entità attesa del rafforzamento del cambio è contenuta sia perché il processo di normalizzazione BCE sarà molto graduale e le condizioni monetarie resteranno ancora accomodanti sia perché – dal lato Fed – il mercato sconta un profilo di rialzi dei tassi USA molto conservativo, prezzando solo un rialzo l'anno prossimo, a fronte dei tre indicati invece dalla Fed all'ultima riunione di settembre. **All'inizio dell'anno prossimo un evento che potrebbe interferire con la dinamica del cambio saranno le elezioni politiche che si terranno in Italia** in primavera: un eventuale rafforzamento delle forze euroscettiche avrebbe infatti l'effetto di indebolire l'euro.

Sullo yen continuerà a pesare la divergenza delle politiche monetarie

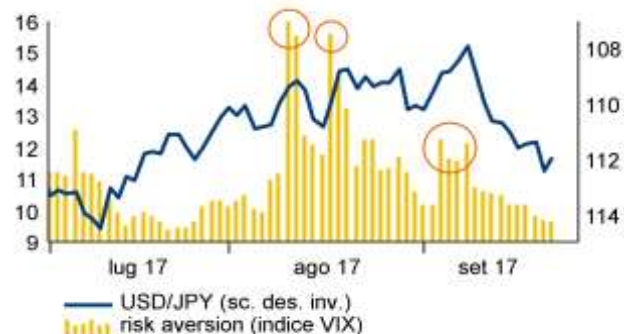
Nei mesi estivi lo yen è tornato a salire contro dollaro, passando da minimi in area 114 USD/JPY a nuovi massimi del 2017 in area 107 USD/JPY, anche per l'aumento, a fasi, della *risk aversion* in relazione alle tensioni con la Corea del Nord (fig. 6).

Fig. 5 – Elevata correlazione tra USD/JPY e differenziali di rendimento con gli USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Rinnovate tensioni geopolitiche sostengono lo yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Lo yen ha poi ripreso a scendere (fino a 112 USD/JPY) in settembre sulla risalita dei rendimenti USA, favorita da dati statunitensi che hanno riacceso le aspettative per un altro rialzo Fed quest'anno, come poi effettivamente confermato all'ultimo FOMC.

Per un periodo ancora protratto di tempo, ovvero per almeno tutto l'anno prossimo, la BoJ sarà in divergenza non solo rispetto alla Fed ma anche rispetto a tutte le altre Banche centrali delle economie avanzate (eccezion fatta per la SNB), in quanto sarà l'unica che non potrà ancora permettersi di avviare il processo di normalizzazione della politica monetaria, né in termini di tassi (ancora a zero o negativi). La prospettiva che al procedere dei rialzi Fed e al simultaneo mantenimento del controllo della curva da parte invece della BoJ i differenziali di rendimento con gli USA si allarghino ancora supporta uno scenario di ulteriore discesa dello yen contro dollaro in direzione di 115-117-118 USD/JPY sull'orizzonte a 6m-12m-24m. I rischi sono leggermente verso l'alto, ovvero per uno yen che possa scendere meno delle attese, in particolare in caso di rinnovato aumento della *risk aversion* di fronte al (ri)emergere di tensioni geopolitiche.

Al di là del breve, la divergente azione di *policy* tra BoJ e BCE dovrebbe portare a un ulteriore indebolimento dello yen anche nei confronti dell'euro, in direzione di 140-145 EUR/JPY sull'orizzonte a 12m-24m. Nel breve, sull'orizzonte da qui a fine anno, si potrebbe invece osservare un parziale ritracciamento rialzista della valuta nipponica rispetto all'euro (verso 131-130 EUR/JPY), in funzione di un possibile – parziale – ritracciamento ribassista dell'EUR/USD. I rischi dello scenario di previsione del *cross* EUR/JPY sono più bilanciati, perché i fattori di "disturbo" che spingerebbero in una direzione il cambio USD/JPY condurrebbero l'EUR/USD nella direzione opposta.

Fig. 7 – L'EUR/JPY diverge dall'USD/JPY nei mesi estivi...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – ... l'EUR/JPY segue l'EUR/USD



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La sterlina trova sostegno nelle attese di aumento dei tassi ufficiali

La sterlina è andata sostanzialmente consolidando contro dollaro nei mesi estivi, passando da 1,28 a 1,30 GBP/USD in media tra il 2° e il 3° trimestre, ma ha accelerato ampiamente verso l'alto, salendo fino a 1,36 GBP/USD – rivedendo così massimi abbandonati il giorno successivo al referendum su Brexit di giugno 2016 dopo la riunione della Bank of England del 14 settembre (fig. 9).

Fig. 9 – La BoE prepara il terreno per un rialzo dei tassi e la sterlina inaugura nuovi massimi contro dollaro...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – ... e si riprende anche contro euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Qui infatti la **BoE ha indicato che potrebbe iniziare ad alzare i tassi** (attualmente al minimo storico di 0,25%) **già a breve**, prima di quanto ipotizzato precedentemente, spiegando che "la maggioranza dei membri ritiene che, se l'economia continua a seguire un sentiero coerente con la prospettiva di una continua erosione della capacità inutilizzata e una graduale salita delle pressioni inflazionistiche sottostanti... sarà probabilmente appropriato rimuovere una parte dello stimolo monetario nei prossimi mesi in modo da riportare l'inflazione sostenibilmente a *target*". Dai dati più recenti è infatti emerso che (i) la crescita dovrebbe migliorare, anche se di poco, dopo il rallentamento del 1° semestre (0,2% t/t nel 1° trimestre e 0,3% nel 2°), (ii) il riassorbimento della capacità inutilizzata sta procedendo più velocemente del previsto, e (iii) l'inflazione è salita un po' più delle attese (2,9% ad agosto).

La **probabilità che la BoE possa attuare il primo rialzo già alla prossima riunione del 2 novembre** (quando verrà pubblicato il nuovo *Inflation Report* contenente lo scenario aggiornato di crescita e inflazione) **è elevata**, anche considerando che (i) McCafferty e Saunders hanno già votato per un rialzo immediato nelle ultime tre riunioni, (ii) Haldane, pur avendo finora votato per tassi fermi, aveva detto a giugno che avrebbe potuto cambiare idea e votare per un rialzo verso fine anno alla luce della dinamica dell'inflazione, e (iii) Vlieghe, che è una colomba, il giorno successivo alla

riunione BoE di settembre ha detto che se le tendenze emerse di recente dai dati continueranno, potrebbe essere appropriato alzare i tassi già nei prossimi mesi.

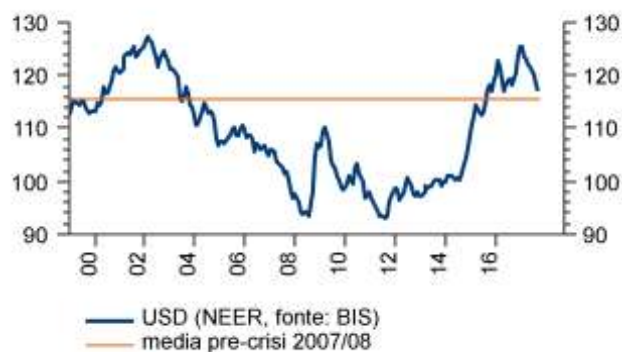
La BoE ha uno scenario di crescita a 1,7% quest'anno, in marginale decelerazione per via di Brexit a 1,6% l'anno prossimo e in recupero di nuovo a 1,7% nel 2019, anno in cui – a fine marzo – il Regno Unito uscirà ufficialmente dall'UE. Per quanto riguarda l'inflazione, ha una proiezione a 2,8% quest'anno, in calo a 2,5% il prossimo e ancora in calo a 2,2% nel 2019, ma al di sopra del *target* per tutto l'orizzonte previsivo, ed è per questo che, se i dati di crescita non deluderanno, ha in programma di riprendere ad alzare i tassi a breve.

Dopo la riunione BoE e l'intervento di Vlieghe i tassi *future* sul *bank rate* sono saliti in soli due giorni dagli 11pb della scadenza dicembre 2017 ai 22pb della scadenza dicembre 2019, incorporando almeno tre rialzi da qui a fine 2019, il primo dei quali già quest'anno. Questo profilo di rialzi è molto graduale perché il mercato ha correttamente interpretato l'approccio cauto che la BoE vuole tenere in ragione dei rischi verso il basso sulla crescita che derivano da Brexit, in particolare alla luce degli scarsi progressi fatti finora a livello negoziale. Nei primi tre round non si è ancora stretta a sufficienza la distanza fra le parti sui tre temi chiave dell'*exit bill* (la questione più spinosa), i diritti dei cittadini UE residenti nel Regno e viceversa e il confine con l'Irlanda del Nord. Ed è cruciale che si giunga perlomeno a un accordo di compromesso su questi punti perché l'UE non è disposta ad avviare le trattative sul futuro dei rapporti commerciali con il Regno Unito prima che siano stati fatti "sufficienti progressi" su questi tre temi. Il Regno Unito sperava che i negoziati sulle nuove relazioni commerciali si potessero avviare a ottobre, in prossimità del vertice UE del 19 ottobre a Bruxelles, ipotesi che al momento viene ritenuta poco probabile, e il rischio è che si vada a dicembre, quando si terrà il successivo vertice UE.

Nell'atteso discorso del 22 settembre su Brexit, volto a sbloccare lo stallo dei negoziati, il primo ministro Theresa May ha assicurato che il Regno Unito onorerà gli impegni finanziari assunti con l'UE fino a prima del referendum, spiegando di non volere che i partner UE "debbano temere di dover pagare di più o ricevere di meno" nel periodo che resta alla scadenza dell'attuale bilancio pluriennale (2020) "come conseguenza dell'uscita del Regno Unito dall'Unione". **Per quanto riguarda i diritti dei cittadini UE residenti nel Regno, May ha garantito che verranno tutelati anche dopo Brexit**, aggiungendo che a tal fine il Regno Unito terrà conto del giudizio della Corte Europea di Giustizia. E sul confine con l'Irlanda del Nord ha detto di non volere il ritorno di un "hard border", che potrebbe ridestare vecchie tensioni. May ha inoltre espresso la necessità di programmare un periodo di transizione post-Brexit di un paio d'anni, durante il quale i cittadini UE potranno liberamente recarsi, lavorare e vivere nel Regno Unito – fatte salve idonee procedure di registrazione – auspicando che anche l'accesso ai reciproci mercati possa essere mantenuto alle medesime condizioni di adesso. **Il capo-negoziatore UE Barnier ha accolto positivamente le dichiarazioni di May, spiegando però che ora è necessario che il Governo britannico traduca la bontà di intenti in proposte dettagliate e concrete.**

La prospettiva che la BoE attui a breve il primo rialzo dei tassi dovrebbe favorire un rafforzamento della sterlina, sia contro dollaro sia contro euro. **Ipotizziamo tuttavia un profilo di rialzo contenuto e graduale**, per tre ragioni: (i) l'incertezza su Brexit, dati in particolare gli scarsi progressi fatti finora a livello di negoziati; (ii) l'estrema gradualità con cui – di conseguenza – la BoE procederà per i rialzi successivi; (iii) i rischi dello scenario macro che è già di rallentamento, anche se lieve, della crescita, per cui basta una delusione modesta per spostare ulteriormente verso il basso il bilancio dei rischi. Il profilo atteso contro dollaro è quindi di graduale rafforzamento in direzione di 1,38-1,40 GBP/USD a 12m-24m. Il profilo atteso contro euro è meno direzionale e più di *range*, tra i livelli correnti intorno a 0,88 e obiettivi rialzisti fino a 0,85 EUR/GBP, in ragione dello scenario di graduale rialzo dell'EUR/USD nel corso dell'anno prossimo. I rischi dello scenario sono abbastanza bilanciati: verso l'alto, ovvero per una sterlina che possa rivelarsi più forte delle attese, in caso di accelerazione/esito positivo dei negoziati su Brexit, e all'opposto verso il basso qualora i negoziati dovessero invece deragliare.

Fig. A – Dollaro, cambio effettivo nominale



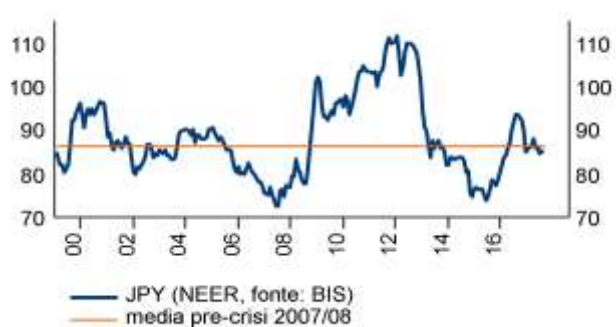
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. B – Euro, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. C – Yen, cambio effettivo nominale



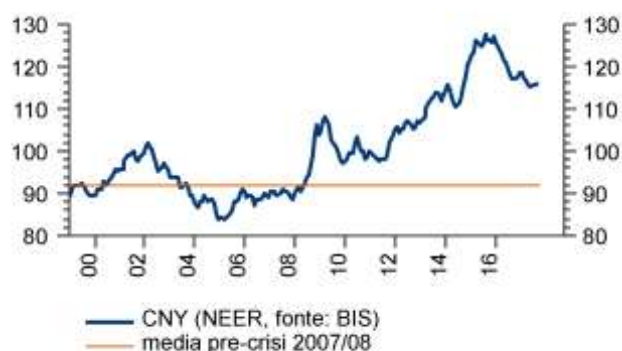
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. D - Sterlina, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. E – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. F – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. G – Dollaro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. H – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. I – Yen, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. J - Sterlina, cambio effettivo reale



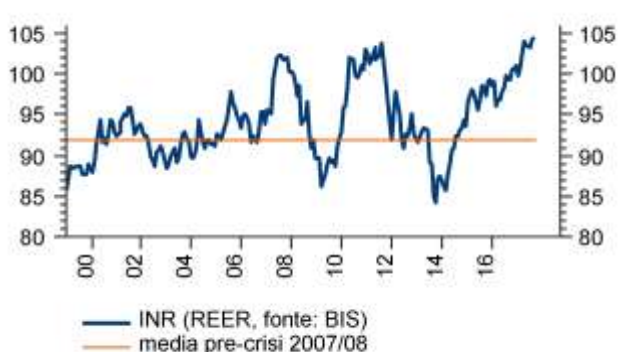
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. K – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. L – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 16190 del 29.10.2007, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

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

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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