

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Dicembre 2016

Indice

Con l'avanzata dei populismi, in Europa urge una strategia contro l'eccesso di debito pubblico	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	4
Materie prime: scintille di fine anno	6
Petrolio: uno storico accordo	8
Area euro: la ripresa prosegue, ma montano i rischi politici	12
Crescita stabile, nell'anno cruciale per la <i>vox populi</i>	13
Inflazione spinta da energia ed effetti base, ma la dinamica sottostante rimane modesta	17
Focus: il ciclo elettorale 2017 in Europa	19
La BCE contrasta l'incertezza con l'estensione degli acquisti	22
Germania: l'economia è solida. Il 2017 è ancora l'anno di Angela	25
Francia: sale la tensione per le elezioni 2017	29
Italia: crescita poco variata nel 2017 (anno elettorale?)	33
Spagna: tutto è bene quel che finisce bene. Forse	38
Paesi Bassi: forte crescita, malgrado una crescente incertezza politica	42
Grecia: il peggio potrebbe essere alle spalle	46
Portogallo: 2016 migliore del previsto, ma l'economia rimane fragile	47
Stati Uniti: cambio di regime - la reflazione fiscale ai tempi del pieno impiego	48
Asia	52
Giappone: nuove alleanze - politica fiscale, politica monetaria e cambio finalmente coordinati per spingere la crescita nel 2017-18	52
Cina: il focus ritorna sulla gestione dei rischi	56
Focus: il renminbi continuerà a deprezzarsi nei prossimi mesi	63
India: l'impatto della demonetizzazione è temporaneo, ma le prospettive per gli investimenti restano deboli	67
Mercati valutari: post-Trump, dollaro più forte, ma durerà?	73

Dicembre 2016

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

Con l'avanzata dei populismi, in Europa urge una strategia contro l'eccesso di debito pubblico

La presidenza Trump potrebbe lanciarsi in un esperimento di allentamento della politica fiscale in un'economia già alla piena occupazione. Il rischio è un ciclo *boom & bust*, ma non nel 2017. Il prossimo anno, la crescita mondiale sarà più forte, malgrado il modesto rallentamento di Eurozona e Cina. L'inflazione salirà, anche per la crescita delle quotazioni petrolifere.

Paradossalmente, un'inflazione più alta potrebbe rivelarsi destabilizzante, se obbligasse la BCE a cessare gli acquisti di titoli. Servirebbe una strategia europea organica sul debito pubblico, ma il ciclo elettorale del 2017 e l'avanzata dei populismi complica lo scenario.

Luca Mezzomo

Le continue lamentazioni per l'assenza di una politica fiscale attiva potrebbero aver trovato una risposta nell'elezione di Trump alla presidenza degli Stati Uniti. Infatti, il prossimo Presidente ha confermato l'intenzione di lavorare con il Congresso per attuare un drastico taglio delle imposte sul reddito di società e persone fisiche: anche ipotizzando che il piano sia meno aggressivo rispetto agli annunci e che una parte degli effetti siano annullati da un incremento della propensione al risparmio (gran parte del beneficio affluirà ai percettori di redditi elevati o molto elevati), tuttavia potrebbe derivarne una maggiore crescita del PIL americano a partire dalla seconda metà del 2017 e soprattutto nel 2018. Avvisiamo che le nostre proiezioni per l'economia statunitense al momento non incorporano ancora un cambiamento radicale della politica fiscale, perché preferiamo attendere elementi più concreti prima di formalizzare una revisione delle stime (che, peraltro, potrebbe interessare il 2018 più che il 2017). Anche le stime di consenso per il 2017 sono ancora relativamente stabili a 2,2-2,3%. Neppure il grafico D di pag. 4 riflette ancora la possibile svolta della politica di bilancio, e potrebbe perciò suggerire un orientamento della politica fiscale a livello globale più restrittivo di quanto effettivamente si osserverà il prossimo anno.

L'elezione di Trump ha sconvolto le aspettative. Ora si attende un allentamento fuori tempo della politica fiscale

Peccato che lo stimolo fiscale arrivi nel paese che ne ha meno bisogno, essendo già caratterizzato da livelli di disoccupazione molto bassi. In effetti, il sorprendente esito delle elezioni americane ha impresso un'accelerazione alla ripresa delle aspettative di inflazione incorporate nei prezzi di mercato, tirandosi dietro anche quelle europee. Per ora, l'aumento non è tale da allarmare le banche centrali (l'inflazione fra 5 anni implicita nella curva swap è salita dal 2,0% al 2,5%), ma certamente elimina uno dei fattori che fino ad oggi hanno frenato la normalizzazione dei tassi di politica monetaria. Di riflesso, ha reso più credibile l'indirizzo espresso dalla Federal Reserve riguardo ai tassi ufficiali, che quest'anno – giustamente, con il senno del poi – il mercato ha tranquillamente ignorato, ed ha prodotto un significativo aumento nella pendenza delle curve dei tassi. In Europa, la BCE ha annunciato una nuova estensione del programma di acquisti di titoli fino al dicembre 2017, ma la riduzione del volume mensile da 80 a 60 miliardi ha comunque fatto entrare nell'orizzonte previsionale dei mercati la cessazione del sostegno straordinario. Il problema più grave che potrebbe essere creato da un stimolo fiscale intempestivo è che fa nascere negli Stati Uniti il rischio di un ciclo di tipo *boom & bust*, aumentando la probabilità di eccessi inflattivi e quindi di una recessione indotta da una stretta monetaria.

Ho parlato di 'accelerazione' e non di 'inizio' del rialzo delle aspettative, perché il processo era partito prima dell'elezione di Trump, in ottobre, sulla scia dei segnali di miglioramento dell'attività economica globale, la risalita delle quotazioni petrolifere e le voci di un taglio alla produzione petrolifera OPEC. La prospettiva che il prezzo del petrolio si mantenga almeno su questi livelli nel 2017 (si veda il commento alle pagg. 8 e ss.), consentirà all'inflazione media dei paesi OCSE di tornare al 2%, dopo un biennio sotto l'1%, anche se in diversi paesi la risalita dell'inflazione sottostante continuerà ad essere frenata dall'eccesso globale di capacità. Più difficile capire quanto durerà l'attuale fase congiunturale positiva. Da novembre, i dati economici

Le aspettative di inflazione sono in ripresa, anche per le dinamiche del mercato petrolifero e della congiuntura globale

hanno sorpreso favorevolmente in tutte le aree – e in misura particolarmente marcata nell'Eurozona. Secondo l'indagine PMI, l'attività manifatturiera sta riaccelerando, così come quella nei servizi (vedi grafico A di pag. 4), e la crescita del PIL globale sta gradualmente risalendo dai minimi di inizio anno. Tale miglioramento riflette diversi processi paralleli, che riguardano Eurozona, Cina, Stati Uniti e i paesi produttori di materie prime (petrolio in primis). La riaccelerazione di Stati Uniti e produttori di petrolio dovrebbe estendersi al 2017. Invece, l'Eurozona sarà interessata da spinte contrastanti: in negativo, una perdita di potere d'acquisto delle famiglie per il rincaro delle materie prime energetiche; in positivo, una probabile ripresa dell'export e degli investimenti delle imprese. Infine, la politica fiscale non sarà affatto espansiva, ma al massimo neutrale. Sulla Cina, anche se l'economia è andata meglio del previsto negli ultimi mesi, continua ad aleggiare l'ombra degli squilibri finanziari. Bilanciando i diversi fattori in gioco, riteniamo che il rallentamento di Europa e Cina sarà modesto, tanto che la crescita mondiale dovrebbe comunque riaccelerare il prossimo anno.

In tanti hanno lamentato il basso livello dell'inflazione negli ultimi anni. Paradossalmente, però, nell'Eurozona il conseguimento dell'obiettivo di inflazione potrebbe creare in futuro molti più problemi rispetto alla fase di crescita zero dei prezzi. La questione non si pone più in Giappone, ove la Banca centrale ha promesso di continuare gli acquisti anche se l'inflazione tornerà all'obiettivo, e dove perciò viene implementata una deliberata e aggressiva strategia di sterilizzazione dell'eccesso di debito pubblico. Ma nell'Eurozona, se l'inflazione dovesse tornare al 2%, lo Statuto e la divergenza di visione che lacera il Consiglio direttivo renderanno quasi impossibile per la BCE mantenere in vita il programma di acquisto dei titoli di Stato molto oltre il dicembre 2017. E se il programma si chiuderà nel 2018, la quota di debito pubblico italiano o portoghese 'sterilizzata' perché trasferita nel bilancio della Banca centrale nazionale sarà ancora troppo piccola per incidere in modo risolutivo sulla sostenibilità del debito (a fine 2017, soltanto il 20% del debito nella fascia 2-30 anni per l'Italia, contro il 41% per la Germania). Per gli emittenti con fondamentali peggiori, il rialzo del costo di rifinanziamento del debito potrebbe allora più che compensare la maggiore crescita nominale del PIL, anche perché i mercati potrebbero presto tornare a scontare un rischio di frantumazione dell'Unione monetaria.

In questa situazione, non aiuterebbe affatto una rigorosa applicazione del patto di stabilità e crescita. Il quadro delle regole sulle politiche di bilancio è confuso, eccessivamente complesso e basato sulla valutazione erronea che sia ancora possibile eliminare l'eccesso di debito pubblico mediante l'aumento degli avanzi primari. Dovrebbe essere riformato radicalmente, ma una riforma credibile dovrebbe anche includere una strategia per gestire l'eccesso di debito pubblico ereditato dal passato. La buona notizia è che una strategia di riduzione del servizio del debito che non comporta né un ulteriore deterioramento delle condizioni di vita, né oneri per gli altri Stati esiste: è il PSPP, ed è già stata sperimentata senza effetti negativi degni di nota. Tuttavia, dovremo fare i conti con norme create per un altro contesto storico e inadatte alla realtà odierna, con blocchi ideologici e con le dinamiche politiche che caratterizzano in questi anni l'Unione Europea. Infatti, il prossimo avvio dei negoziati per l'uscita del Regno Unito dall'UE e la crescita dei partiti populistici che si sta verificando in molti Stati (si veda l'analisi di pag. 19) spinge ineluttabilmente verso un'interpretazione minimalista del ruolo dell'Unione e al mantenimento dello *status quo* per la mancanza di consenso riguardo alla direzione in cui muoversi. In una visione ottimista, dopo la tornata elettorale del 2017, i governi europei potrebbero decidere di prendere il toro per le corna e liberare il tavolo dalla minaccia del debito, per riconquistarsi spazio di manovra sul fronte delle politiche economiche e ridurre il rischio di disgregazione dell'unione monetaria. Ciò richiederebbe una certa inventiva legale e la collaborazione dell'Eurosistema: ma quando la volontà politica si impone, non c'è formalismo che possa resistere. A questo, il pessimista potrebbe obiettare che le elezioni del prossimo anno restituiranno governi ancor più preoccupati per le dinamiche politiche interne e ostaggio dei populismi, perciò poco propensi a discutere di questioni strategiche. Ebbene, possiamo soltanto sperare che il pessimista abbia torto.

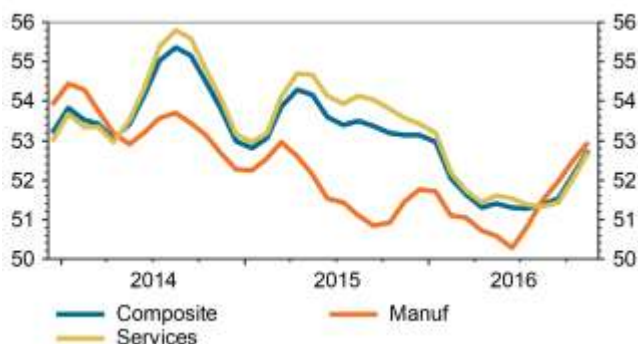
Nell'Eurozona, la normalizzazione dell'inflazione metterebbe a nudo il problema dell'eccesso di debito pubblico, obbligando la BCE a interrompere il programma di acquisti...

...servirebbe perciò una strategia europea organica sul debito

Ma sarà possibile con il ciclo elettorale 2017 e l'avanzata dei populismi?

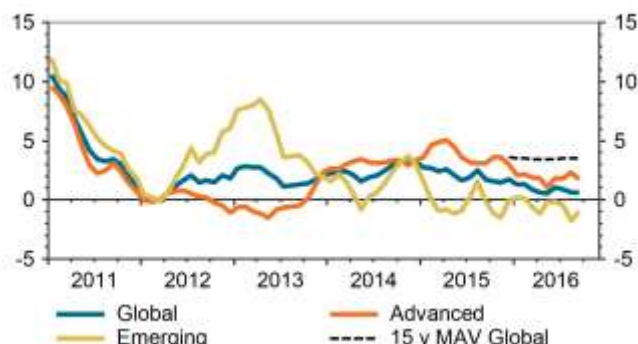
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



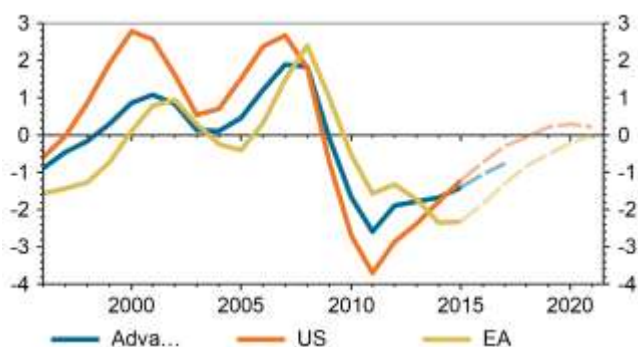
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



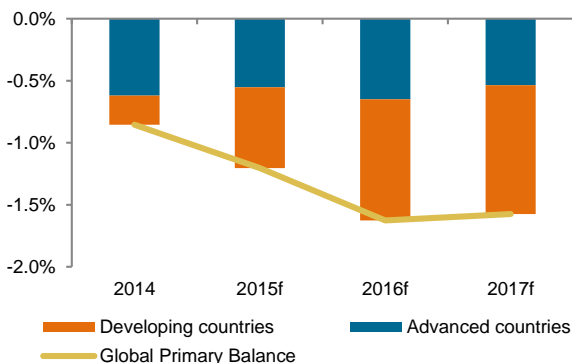
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



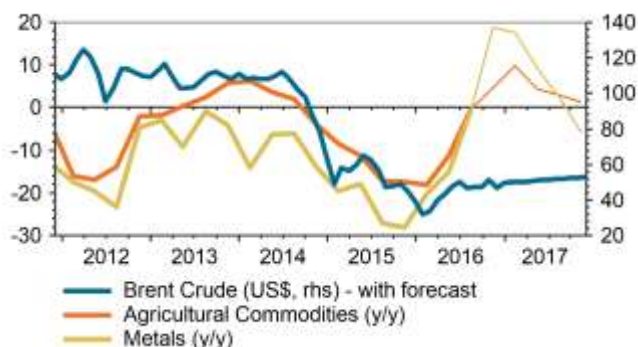
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



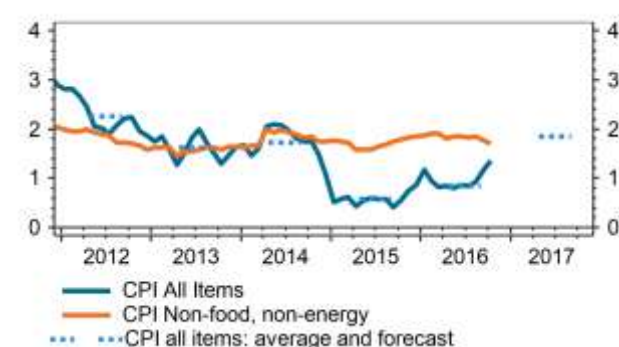
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



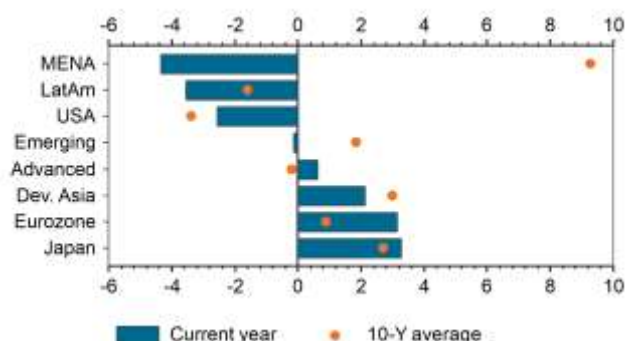
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



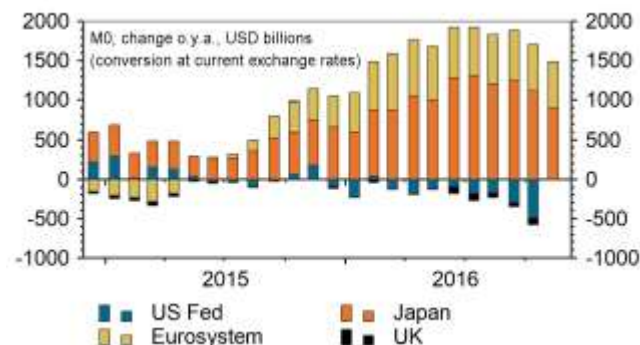
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



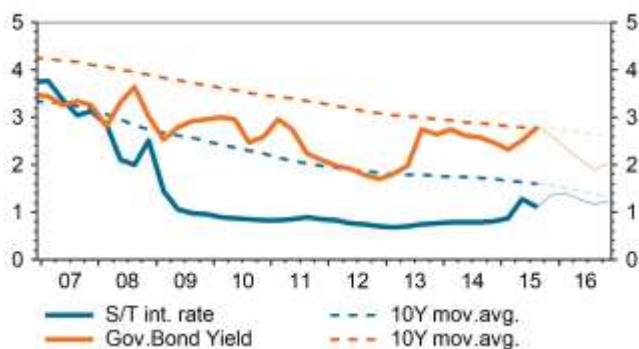
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



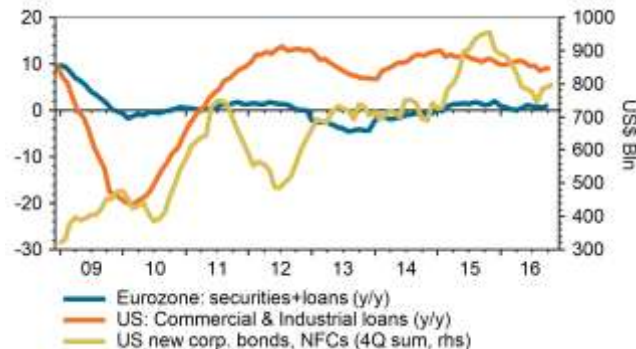
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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

Tab. 1 – La crescita economica per area geografica

	2014	2015	2016	2017	2018
Stati Uniti	2.4	2.6	1.6	2.1	2.5
Giappone	-0.1	0.6	0.8	1.2	1.0
Area euro	1.2	1.9	1.6	1.5	1.6
Europa Orientale	0.6	0.1	1.4	2.4	2.5
America Latina	-0.3	-1.0	0.7	2.4	3.1
OPEC	2.8	2.2	2.4	3.5	3.9
Asia Orientale	7.1	6.8	6.7	6.5	6.2
Africa	7.3	7.5	7.5	7.4	7.5
Crescita mondiale	3.2	3.0	3.0	3.4	3.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

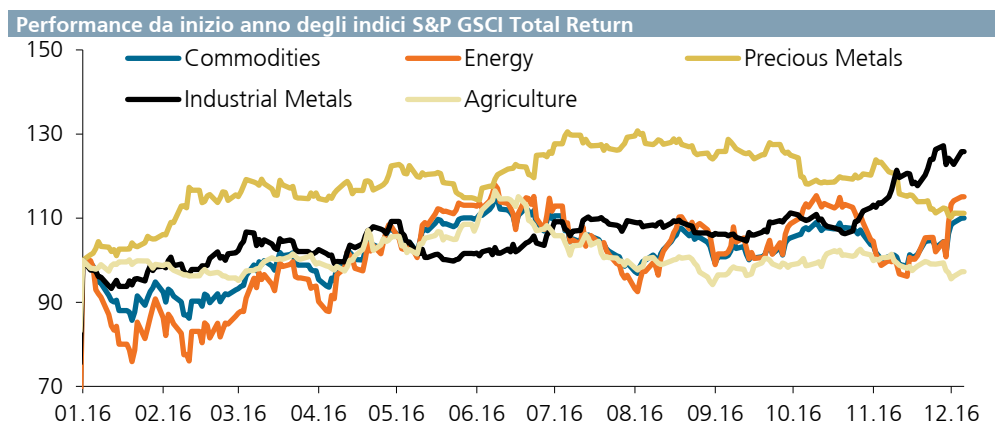
Materie prime: scintille di fine anno

Dopo un anno costellato da molti eventi inattesi, anche le ultime settimane di dicembre promettono sorprese. I mercati dovranno digerire il rialzo dei tassi di interesse da parte della Fed, valutare le conseguenze della stretta di liquidità in India e pesare la credibilità dei tagli annunciati da produttori OPEC e non-OPEC.

Daniela Corsini

Il 2016 sarà forse ricordato come uno degli anni più interessanti per gli investitori in commodity. Non è mancata una buona dose di suspense (per le lunghe trattative fra membri OPEC, costellate da dichiarazioni contrastanti e concessioni accordate solo all'ultimo minuto), né sono mancati colpi di scena, grazie a importanti eventi esogeni (Brexit, Trump) e a un marcato rialzo dei rischi politici (basti pensare alle rilevanti conseguenze degli interventi governativi in Cina sul mercato del carbone, nelle Filippine e Indonesia sul mercato dei minerali grezzi, in Francia sul mercato europeo di elettricità e gas).

In parte, questo 2016 è stato ancor di più apprezzato grazie al sollievo di vedere una maggiore stabilità per il petrolio, che dovrebbe essersi ormai stabilmente allontanato dai minimi da oltre un decennio, dopo aver trascinato in caduta libera per quasi due anni i principali indici di materie prime. Finalmente, c'è maggiore chiarezza sui mercati perché i costi di produzione si stanno stabilizzando (permettendo quindi di avere un'idea più chiara del supporto ai prezzi fornito dai costi marginali) e i fondamentali di domanda e offerta dovrebbero essere tornati il principale driver delle quotazioni. Anche le numerose bolle speculative registrate in Cina quest'anno sono state sempre originate da un'effettiva scarsità sul mercato domestico.

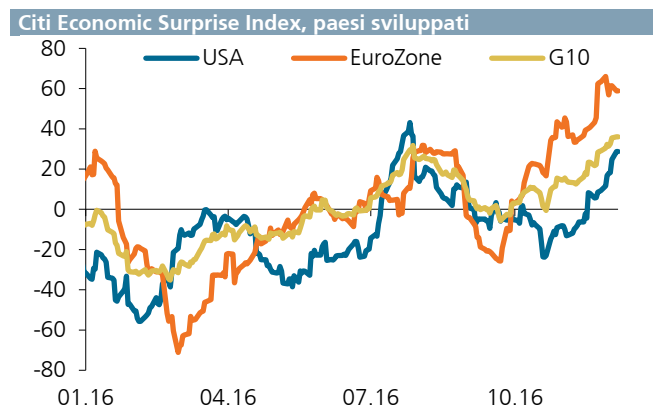


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

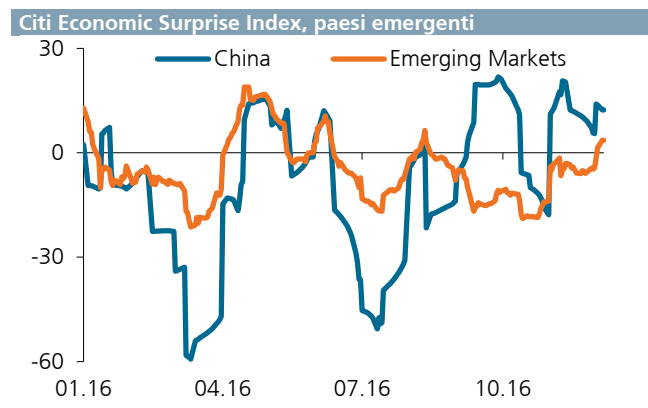
Dopo un anno simile, anche le ultime settimane di dicembre promettono sorprese. I mercati dovranno digerire il rialzo dei tassi di interesse da parte della Fed, la crisi governativa in Italia, valutare le conseguenze della stretta di liquidità in India e pesare la credibilità dei tagli annunciati da produttori OPEC e non-OPEC. Inoltre, al momento in cui scriviamo non sono stati ancora annunciati i risultati dell'audit del Governo delle Filippine sulle miniere – che potrebbe portare alla chiusura di altri impianti estrattivi e ridurre ulteriormente l'offerta mondiale di nickel – né sono state confermate le voci riguardo possibili variazioni della legge che regola estrazione, lavorazione ed esportazioni di minerali dall'Indonesia.

Ulteriore volatilità è normalmente alimentata dalla pubblicazione delle nuove stime macroeconomiche per il 2017 da parte dei principali istituti di previsione e delle principali banche d'affari, che potrebbero influenzare il sentiment di mercato delle prossime settimane e il ribilanciamento stagionale dei portafogli.

Complessivamente, il flusso di dati macro in uscita è stato positivo e suggerisce una robusta domanda di materie prime energetiche e industriali.

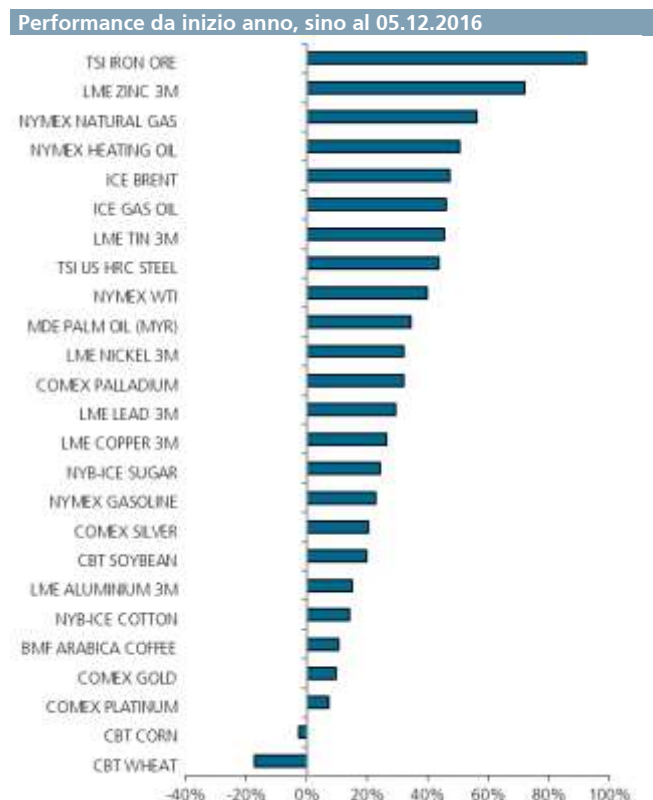


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

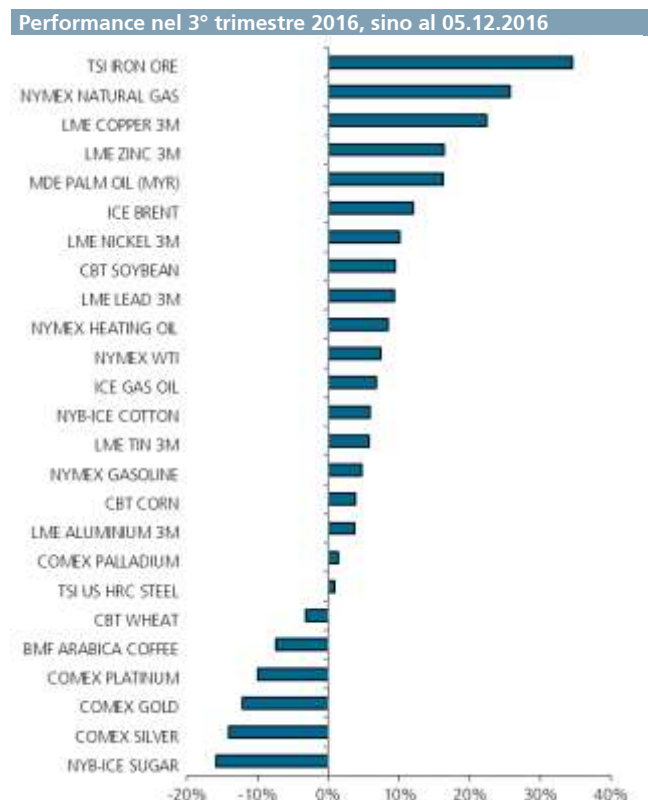


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

Tuttavia, data l'ampiezza e la rapidità dei rialzi registrati dalle quotazioni di alcune materie prime, nei prossimi mesi è probabile un ritracciamento soprattutto per alcuni metalli industriali e il petrolio, soprattutto se non saranno sostenuti da revisioni particolarmente positive riguardo i fondamentali di domanda e offerta per il prossimo anno.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per l'universo commodity

Nel nostro scenario di base, la crescita mondiale dovrebbe restare soddisfacente, gli Stati Uniti e la Cina potrebbero riservare sorprese positive grazie a politiche fiscali e monetarie accomodanti.

Inoltre, la spesa in infrastrutture dovrebbe accelerare il passo negli Stati Uniti e rimanere su livelli elevati in Cina.

Il petrolio Brent dovrebbe mantenersi in media all'interno di un intervallo di 50-55 dollari nelle ipotesi che: l'OPEC rispetti efficacemente il target di produzione di 32,5 milioni di barili al giorno per circa un anno (quindi rinnovando di altri sei mesi l'impegno raggiunto in novembre), la produzione totale non-OPEC non sorprenda al rialzo (complici un'attiva politica di *hedging* da parte di alcuni produttori e le difficoltà di monitorare il rispetto degli impegni assunti dai paesi che intendono condividere lo sforzo dell'OPEC), e la domanda mondiale non deluda le stime. In particolare, i principali rischi sono legati a possibili rallentamenti sia del processo di accumulo di scorte strategiche, principalmente in Cina, sia della crescita dei consumi nei paesi emergenti a causa della recente rimozione di parte dei sussidi sul carburante e del crescente utilizzo di bio-carburanti, soprattutto nel Sud-Est asiatico.

Nel 2017, i metalli industriali dovrebbero registrare una performance positiva su base annua, ma prevediamo che in media i prezzi saranno più bassi rispetto ai picchi toccati fra novembre e dicembre. Infatti, a nostro avviso, nel breve periodo gravano rilevanti rischi al ribasso, poiché le quotazioni dei metalli industriali sono cresciute troppo e troppo velocemente. Tuttavia, vari fattori giustificano ancora una visione positiva per le commodity industriali nel 2017: il ciclo economico globale è favorevole a questo segmento, guidato da un'attesa accelerazione della crescita nei paesi emergenti; in Cina, la crescita sembra si stia stabilizzando, trascinata da consumi domestici e investimenti governativi; negli USA, sono probabili revisioni al rialzo delle stime di crescita economica e spesa per infrastrutture.

Lo scenario di breve periodo è nettamente negativo per oro e preziosi a causa della tradizionale correlazione negativa sia con il dollaro sia con i tassi di interesse americani, e del progressivo deterioramento dei fondamentali di domanda e offerta registrato nel 2° semestre: in India, la lotta del Governo contro evasione fiscale e fuga di capitali ha portato a rivedere al ribasso le stime di domanda domestica, mentre in Medio Oriente i bassi prezzi del petrolio hanno significativamente eroso la capacità di spesa. Tuttavia, vediamo maggiori rischi al rialzo nel medio periodo, grazie all'atteso rialzo dell'inflazione e alla possibile ripresa della domanda di beni rifugio, alimentata dai rischi politici che gravano ancora sullo scenario mondiale (elezioni in Olanda, Francia, Germania, incertezza riguardo le posizioni della nuova amministrazione repubblicana riguardo politiche internazionali e sviluppo del commercio).

Per quanto riguarda gli agricoli, l'impatto delle condizioni meteorologiche sui principali cereali sembra essere positivo, favorendo le coltivazioni. Di conseguenza, al momento vediamo limitati spazi per spunti al rialzo su queste materie prime nel corso del 2017. Al contrario, ci attendiamo migliori rendimenti relativi su base annua per olio di palma e caffè.

Petrolio: uno storico accordo

Per la prima volta da 15 anni, membri OPEC e alcuni paesi non-OPEC hanno raggiunto un accordo per limitare la crescita dell'offerta mondiale.

Dopo due anni, l'OPEC sembra destinata a ritrovare il suo ruolo centrale nella stabilizzazione dei mercati del greggio a livello mondiale. A fine novembre il cartello ha annunciato il suo primo taglio in 8 anni, riducendo l'offerta cumulativa dei sei mesi fra gennaio e giugno di 1,2 milioni di barili al giorno (mb/g), verso un obiettivo di 32,5 mb/g prospettato dai 14 stati membri fin dalla riunione di Algeri. Alcuni paesi non-OPEC, guidati dalla Russia, hanno confermato l'impegno a contribuire con un ulteriore taglio di meno di 0,6 mb/g, implementato gradualmente nel corso di sei mesi. Sebbene i volumi siano contenuti, questo è il primo accordo in 15 anni fra membri OPEC e produttori non-OPEC per limitare la crescita dell'offerta mondiale.

Sulla carta, i comunicati sono chiari. È stata istituita una commissione ministeriale di sorveglianza per monitorare l'attuazione degli accordi e tutti i paesi hanno reso pubblico l'ammontare del taglio, che sarà implementato specificando quali sono i livelli di produzione di riferimento. Tuttavia, molti dettagli non sono ancora chiari; non è ancora stato indicato quali strumenti avrà l'organizzazione per sanzionare eventuali trasgressori, e per alcuni paesi i livelli di riferimento annunciati non sono coerenti né con le stime ufficiali pubblicate dall'OPEC in ottobre (fonti secondarie) né con i dati comunicati direttamente dai singoli governi. In particolare, all'Iran è stato chiesto di limitare la propria produzione a 3,8 mb/g (corrispondente a un aumento di 0,1 mb/g rispetto ai livelli di ottobre secondo le stime ufficiali OPEC, ma a un piccolo calo rispetto ai dati di produzione comunicati direttamente).

Simili incertezze si sommano alle già ampie divergenze fra stime secondarie e dati governativi: in ottobre, la produzione OPEC era stimata in 33,6 mb/g dalle fonti secondarie, ma sarebbe stata di ben 34,6 mb/g in base alla comunicazione diretta da parte degli Stati membri. Inoltre, non è chiaro che livelli di produzione siano stati considerati per Indonesia, Libia e Nigeria (esclusi dall'accordo) per arrivare al target di produzione totale annunciato di 32,5 mb/g.

L'intesa OPEC cambia lo scenario, ma i numeri suscitano qualche perplessità

Livello di output (mb/g)	OPEC, fonti secondarie (ott. 2016)	OPEC, comunicazione diretta (ott. 2016)	Livello di produzione di riferimento	Aggiustamento ('000 b/g)	Livello di produzione effettivo da gen. 2017
Algeria	1.088	1.171	1.089	-50	1.039
Angola	1.586	1.507	1.751	-80	1.673
Ecuador	0.549	0.542	0.548	-26	0.522
Gabon	0.202	ND	0.202	-9	0.193
Indonesia	0.722	ND	ND	ND	ND
Iran	3.69	3.920	3.975	90	3.797
Iraq	4.561	4.776	4.561	-210	4.351
Kuwait	2.838	3.000	2.838	-131	2.707
Libia	0.528	ND	ND	ND	ND
Nigeria	1.628	1.476	ND	ND	ND
Qatar	0.646	0.639	0.648	-30	0.618
Arabia Saudita	10.532	10.625	10.544	-486	10.058
Emirati Arabi Uniti	3.007	3.188	3.013	-139	2.874
Venezuela	2.067	2.316	2.067	-95	1.972
Totale	33.644	34.612	34.114	-1.166	32.682

Nota: ai fini dei calcoli, i dati non disponibili (ND) sono stati sostituiti con il livello delle fonti secondarie in ottobre. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC

Al momento, non è stato neppure definito come l'OPEC potrebbe gestire un futuro aumento di produzione da parte dei membri esentati dall'accordo. Le soluzioni più probabili sono che un aumento della produzione in Libia e Nigeria non sia compensato, o che la sola Arabia Saudita agisca a compensazione (il Ministro del petrolio avrebbe segnalato un'apertura in tal senso).

Nonostante tutti i dubbi che ancora non sono stati risolti, a nostro parere, questo accordo dell'OPEC è fortemente migliorativo dei fondamentali di mercato:

- se correttamente attuato, accelererà il riequilibrio del mercato e avvierà il processo di riduzione delle scorte (che prevediamo inizino a calare nel 2° semestre, se il target produttivo sarà mantenuto per almeno un anno);
- potrebbe inoltre diminuire la volatilità dei prezzi e favorire gli investimenti a medio-lungo termine;
- infine, restituisce credibilità al Cartello dei produttori e l'eventuale successo del tentativo di rafforzare la cooperazione con i membri non-OPEC potrebbe riflettersi positivamente sulle quotazioni.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2016

Nel report mensile pubblicato in dicembre, l'International Energy Agency ha rivisto molto positivamente le proprie stime dei fondamentali di domanda e offerta e indica che il mercato mondiale del greggio si potrebbe trovare in deficit di offerta già nel 1° semestre 2017. In quei mesi, potremmo assistere a una rilevante erosione delle scorte mondiali, stimata attorno a 0,6 mb/g se l'OPEC manterrà una produzione cumulata di circa 32,7 mb/g vs. un record di 34,2 mb/g estratti in novembre.

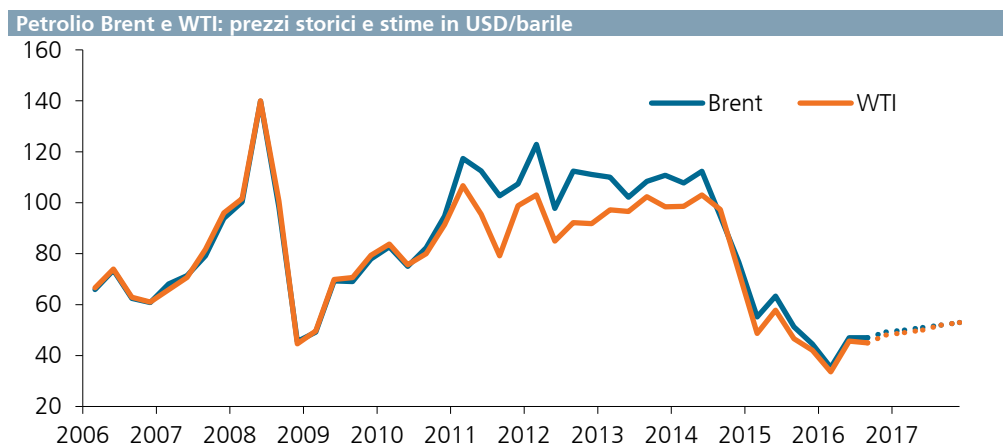
Altri previsori sono meno ottimisti. Ad esempio, l'US Energy Information Administration (EIA) stima che una produzione cumulata di circa 32,7 mb/g sarebbe appena sufficiente per mantenere il mercato bilanciato nel corso dell'anno, impedendo quindi una riduzione delle elevatissime scorte mondiali.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'US EIA							
Stime a dicembre 2016 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta non-OPEC	Offerta USA	Offerta OPEC di LNG	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2015	94.1	57.5	9.4	6.6	31.8	30.0	1.8
2016	95.4	56.9	8.9	6.8	32.5	31.7	0.8
Variazione %	1.3	-0.6	-0.6	0.2	0.7	1.7	
2017	97.0	57.2	8.8	7.1	33.2	32.7	0.5
Variazione %	1.6	0.3	-0.1	0.3	0.7	1.4	

Note: (*) Call on OPEC crude = Domanda mondiale – Offerta non-OPEC – Offerta OPEC di LNG; (**) Bilancio di mercato = Offerta OPEC di greggio – Call on OPEC crude. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US EIA

A seguito dell'accordo dell'OPEC, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni sul prezzo del greggio. Il Brent Crude dovrebbe essere scambiato fra i 50 e i 55 dollari medi nel 2017, con un maggiore potenziale di rialzo nel 2° semestre. Lo spread Brent-WTI potrebbe chiudersi già nel 2° trimestre 2017.

Non prevediamo che il Brent possa stabilmente superare il livello di 60 dollari a causa del rischio che quotazioni mediamente più elevate possano ridare slancio alla produzione non-OPEC. Infatti, secondo la maggior parte degli analisti, il calo della produzione di *shale oil* inizierebbe a rallentare con il greggio a 50 dollari, mentre la produzione rimbalzerebbe in caso di aumento a 60 dollari. Il Bacino Permiano rimane quello più promettente e avrebbe continuato a espandere la sua produzione anche a prezzi più bassi, come registrato nel corso degli ultimi mesi. Al momento, riteniamo improbabile una significativa accelerazione degli investimenti degli Stati Uniti fino a quando le scorte globali e domestiche rimarranno vicine ai record storici.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio Brent							
Al 01.12.2016	1T17	2T17	3T17	4T17	2016	2017	2018
ICE BRENT	50.0	51.0	52.0	53.0	44.7	51.5	55.0
Median, Bloomberg	51.0	54.0	55.5	58.0	44.5	55.0	62.0
Forward Curve	53.1	54.1	54.6	54.9	51.2	54.2	55.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI							
Al 01.12.2016	1T17	2T17	3T17	4T17	2016	2017	2018
NYMEX WTI	49.0	50.0	52.0	53.0	43.1	51.0	55.0
Median, Bloomberg	50.0	52.5	54.0	57.0	43.0	53.0	60.0
Forward Curve	51.4	52.8	53.2	53.3	49.7	52.7	53.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Area euro: la ripresa prosegue, ma montano i rischi politici

Anna Maria Grimaldi

- La ripresa economica prosegue a ritmi superiori al potenziale. I dati recenti indicano un'accelerazione del PIL a ridosso del nuovo anno, grazie al recupero del manifatturiero. Rivediamo al rialzo la stima per il 2017 da 1,3% all'1,5%. Nel 2018, il PIL potrebbe accelerare a 1,6-1,7%. La performance di crescita all'interno della zona euro rimane variegata, ma è ormai diffusa a quasi tutti i paesi membri.
- La domanda estera contribuirà alla crescita più delle attese, ma il sentiero rimane incerto ed in ogni caso non paragonabile a quello pre-crisi. Il cambio effettivo sottrarrà alla crescita lo 0,2%, e anche i prezzi dell'energia non presentano più una dinamica favorevole. Il contributo della politica fiscale rimarrà minimo. La crescita al di sopra del potenziale sarà trainata quasi interamente dalle politiche BCE. I consumi delle famiglie cresceranno ancora a ritmi sostenuti (1,4%) ma meno che nel biennio 2015-16 (1,7%): la crescita dell'occupazione (+1,4%) non sarà sufficiente a contrastare la perdita di potere d'acquisto associata al rialzo dell'inflazione. Gli investimenti aziendali resteranno fiacchi, frenati anche dall'incertezza politica.
- I rischi per lo scenario sono ancora verso il basso, e includono una componente politica. Il fitto calendario elettorale dei prossimi mesi coinvolgerà Olanda, Francia, Germania e forse Italia. Inoltre, potrebbero essere avviati i negoziati per l'uscita del Regno Unito dall'UE. In tutti i paesi chiamati a rinnovare i parlamenti nazionali, il malcontento degli elettori aumenta il rischio che emergano governi meno favorevoli al processo di riforma delle istituzioni europee e più focalizzati sugli interessi nazionali.
- La previsione di aumento dell'inflazione all'1,5% nel 2018 dipende in larga misura dalla dinamica dei prezzi *core*, dal momento che il contributo dall'energia rimarrà comunque esiguo. I rischi sono verso il basso, data l'inerzia esibita dalla dinamica dei prezzi interni negli ultimi anni.
- Nell'estendere il programma di acquisti, la BCE ha preferito la durata all'intensità. La retorica estremamente accomodante ha, però, convinto i mercati che acquisti per 60 miliardi al mese fino a dicembre 2017 non sono un *tapering*. In ogni caso, dovrebbe trattarsi dell'ultima spinta dalla politica monetaria non convenzionale. Dal suo insediamento nel 2011, Draghi ha cambiato la politica monetaria e favorito il ripensamento della *governance* europea, riuscendo ad abbattere limiti che sembravano invalicabili. Quello che non è stato ancora superato è la ferma opposizione ad acquisti di titoli governativi senza preclusioni sulla condivisione dei rischi, passo che avrebbe aperto a interventi di politica monetaria meno vincolanti e più efficaci in futuro. Ma è difficile che si muova in questa direzione nei prossimi due anni, in assenza di serie dislocazioni sui mercati e/o di una pesante ricaduta recessiva, comunque non auspicabili.

Previsioni	2015			2016				2017				2018	
	2015	2016	2017	2016				2017				2018	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
- t/t				0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.8	1.7	1.5	0.7	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.9	3.2	3.8	0.4	1.2	0.2	1.9	0.8	0.7	0.7	0.7	1.1	1.2
Consumi pubblici	1.4	1.9	1.4	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	6.2	2.4	3.4	0.2	1.2	0.1	1.0	1.1	0.9	0.6	0.9	1.1	0.8
Importazioni	6.2	3.1	3.9	-0.1	1.2	0.2	1.2	1.3	0.9	0.9	0.8	1.0	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	3.1	3.2	3.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.3	-2.1	-1.9										
Debito pubblico (% PIL)	92.6	91.6	91.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.0	0.2	1.3	0.0	-0.1	0.3	0.6	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
Produzione industriale (a/a)	2.0	1.2	1.9	1.3	1.1	1.0	1.4	1.2	2.0	2.3	2.1	1.7	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	10.9	10.1	9.5	10.3	10.1	10.0	9.9	9.7	9.6	9.5	9.4	9.2	9.2
Euribor 3 mesi	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
EUR/USD	1.11	1.11	1.07	1.10	1.13	1.12	1.08	1.04	1.06	1.08	1.10	1.11	1.12

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

Crescita stabile, nell'anno cruciale per la *vox populi*

Il 2016 è stato il 3° anno di crescita al di sopra del potenziale¹ per la zona euro, anche se in media annua stimiamo che la crescita chiuderà a +1,6%, in rallentamento dall'1,9% del 2015. Le previsioni di pesanti ripercussioni del voto britannico su fiducia di famiglie e imprese sono state nettamente smentite. Non solo il calo del morale a luglio e agosto è stato molto contenuto, ma da settembre i dati economici hanno generalmente sorpreso verso l'alto. Il PMI composito (54,1) è sui massimi da un anno e l'indice di fiducia della Commissione UE (106,4) è tornato sul livello del 2011. Le indagini segnalano che l'industria sta contribuendo alla formazione del PIL più di quanto visto nella prima parte del 2016 (v. fig. 2), grazie alla riaccelerazione della domanda globale (v. fig. 3). Tuttavia, la debole uscita della produzione dal trimestre estivo (v. fig. 4) indica che difficilmente il contributo del manifatturiero sarà superiore a quello dei mesi estivi anche in caso di riaccelerazione a fine anno. L'espansione continua nei servizi e nel commercio al dettaglio. L'attività nelle costruzioni sembra essere in rapida accelerazione (v. fig. 3). Le indagini indicano una crescita del PIL di +0,4% t/t nel quarto trimestre, contro il +0,3% t/t del 2° e 3° trimestre (v. fig. 1). L'abbrivio più forte ci induce a rivedere la stima per il 2017 al +1,5% da un precedente 1,3%.

La dinamica del **tasso di cambio effettivo sottrarrà lo 0,2% circa alla crescita del PIL** in larga misura per effetto dell'apprezzamento avutosi tra novembre 2015 e ottobre di quest'anno (+4,0%²). La recente fase di deprezzamento dovrebbe esaurirsi entro inizio gennaio (-2,0%) e nella restante parte del 2017 ci aspettiamo un modesto rialzo, per un complessivo aumento del +1,1%. **Il contributo dal prezzo del petrolio alla formazione del potere d'acquisto, cambierà segno e peserà per circa lo 0,2%**, dopo essere stato ampiamente positivo nel 2015-16 (0,5%). Nel 2017, prevediamo un aumento del prezzo del greggio del 13% (espresso in euro), dopo i cali del 2015-16 (-35% e -16%), i cui effetti ritardati dovrebbero esaurirsi per la primavera, dato che il movimento di lenta risalita è iniziato a febbraio 2016 (fatta eccezione per la correzione di agosto) e sarà rafforzato dal recente accordo OPEC.

Le indicazioni di recupero di domanda globale (v. fig. 3) suggeriscono una crescita dell'export più sostenuta a ridosso del nuovo anno, dopo la stagnazione dei mesi estivi. Tuttavia, manteniamo una **previsione di cauta riaccelerazione del commercio estero rivolto alla zona euro** (3,0% dal 2,1% di quest'anno e al di sotto del 3,4% del periodo 2012-14) nel corso del 2017. Ancora per qualche mese³ non si saprà se il Regno Unito seguirà un processo soft all'uscita dall'unione Europea o più brusco. Inoltre, le politiche reflazionistiche promesse da Trump difficilmente saranno implementate prima di metà 2017 e quindi l'accelerazione dell'economia americana si vedrà ragionevolmente solo nella seconda metà del 2017, se non nel 2018. In ogni caso, l'effetto sulla crescita mondiale dipenderà anche da quanto forte sarà la spinta verso politiche protezionistiche. Per il momento, quindi, confermiamo la previsione di accelerazione dell'export al 3,2% nel 2017 dal 2,4% di quest'anno a fronte di una crescita dell'import del 4,0%; **il contributo del commercio estero resterà, quindi, negativo.**

Prosegue la fase di ripresa al di sopra del potenziale; tiene nonostante...

...il contributo negativo da cambio e petrolio e...

...la crescita modesta e incerta della domanda estera

¹ Il potenziale era stimato intorno all'1,0% dalla Commissione Europea nelle previsioni di primavera 2016.

² Ricordiamo che le elasticità suggeriscono che un apprezzamento del cambio sottrae circa uno 0,3% alla crescita del PIL e inflazione dopo un anno.

³ I Giudici della Corte Suprema inglese si riuniranno 3 giorni in seduta plenaria (tra il 5-8 dicembre) per stabilire se l'attivazione dell'Art 50, ovvero la procedura di uscita dall'unione Europea, è nelle competenze dei ministri o deve passare per l'approvazione da parte del Parlamento di un piano negoziale, che renderebbe il processo più trasparente. La decisione formale della Corte non si avrà prima di inizio gennaio.

La spinta alla crescita del PIL ed in particolare della domanda interna verrà quasi esclusivamente dalle politiche BCE (v. fig. 5). Con l'annuncio di dicembre (si veda la sezione sulla politica monetaria), la dimensione del programma APP arriverà a quasi 2 trilioni di euro pari al 20% del PIL. Secondo uno studio della BCE⁴, acquisti pari all'11% del PIL, dovrebbero avere un impatto massimo di 0,4% sull'inflazione e dell'1,0% sulla crescita dopo due anni⁵. La **dinamica della domanda interna manterrà un ritmo di espansione sostenuto** anche se in lieve rallentamento (1,7% nel 2017, dall'1,9% del 2015 - 16). I consumi privati sono attesi ancora crescere a ritmi solidi (1,4%) ma meno che nei due anni precedenti (1,7% in media) in parte per la perdita di potere d'acquisto associato al rialzo del prezzo del greggio e risalita dell'inflazione all'1,3% da 0,2% di quest'anno. Inoltre, la dinamica dei salari nominali è rallentata più delle attese nel corso del 2016 fino a 0,8% a/a e difficilmente si vedrà una riaccelerazione oltre l'1,5% nel prossimo anno. Parte del rallentamento dei salari è spiegato dal trend recente della produttività (che non è solo dovuto a fattori ciclici) ma potrebbero essere in atto effetti di seconda battuta associati al permanere delle attese di prezzo delle imprese su livelli storicamente bassi e lontani da quelli coerenti con il target BCE. La tenuta dei consumi dipende, quindi, da una crescita ancora solida degli occupati (1,4%) ed un ulteriore calo della disoccupazione verso il 9,3% per fine 2017 (v. fig. 6). In ogni caso, il lieve aumento del tasso di **risparmio** nella prima metà del 2016, a fronte dei cali dei tassi di interesse, dovrebbe offrire un cuscinetto in caso di shock avversi. Gli **investimenti in macchinari** crescono ancora a ritmi blandi (0,7% t/t nel 2° trimestre) rispetto alle precedenti riprese. Condizioni al credito espansive, il calo del costo di finanziamento (v. fig. 7), la tenuta dei profitti e l'elevato utilizzo della capacità produttiva (v. fig. 8) in teoria dovrebbero favorire un'espansione degli investimenti aziendali. Ma l'ultima indagine semestrale della Commissione non segnala un'accelerazione (v. fig.10) ed il motivo potrebbe anche essere legato alla crescente incertezza sulle politiche economiche (v. fig.10). Solo nel 2018, quando il quadro sarà più chiaro sia a livello internazionale che interno all'area, speriamo in una crescita più decisa degli investimenti (3,6% dopo il +3,2% stimato per il 2017). Il settore delle costruzioni sembra aver agganciato una fase di crescita più solida (al di là della volatilità trimestrale spiegata per lo più da fattori climatici). Il nostro indicatore sulla **spesa in costruzioni**⁶ **stima una crescita tra 0,6% e 0,8% a fine anno** (v. fig. 12). Spagna e Germania guidano questo ciclo espansivo che dovrebbe proseguire nel 2017 (+1,8% da 1,5% del 2015) date le condizioni finanziarie di ampio supporto e la tenuta della fiducia nel comparto.

Nonostante il richiamo all'uso attivo della politica fiscale e lo spostamento in questa direzione in altre economie avanzate, nell'Eurozona le politiche reflazionistiche sono ancora relegate alle azioni della BCE. In aggregato, il contributo dalla politica fiscale sarà modestissimo (-0,1%) nel 2017, inferiore rispetto al 2016 (-0,2%)⁷. Nonostante le aperture della Commissione a un uso più flessibile della politica fiscale, sembra ormai escluso che si potenzieranno le misure europee per 0,5% di PIL a sostegno degli investimenti. Alle aperture di Juncker è arrivato prima il no secco di Schäuble e quindi il monito del presidente dell'Eurogruppo Dijsselbloem. Riteniamo improbabili sforzi comuni europei non solo sulle politiche di bilancio, ma anche su altri temi europei come sicurezza, gestione migranti dato il fitto calendario elettorale. I **rischi per lo scenario sono verso il basso** e sono prevalentemente di natura politica. L'incertezza regna sovrana, con l'avvicinarsi dei negoziati per l'uscita del Regno Unito e delle elezioni politiche in Olanda (marzo), Francia (aprile-maggio per le presidenziali, maggio-giugno per le parlamentari), Germania (settembre) e forse Italia (si veda a tale proposito l'approfondimento di pag. 19).

Il supporto alla crescita continua a venire dalle misure BCE

Consumi privati sostenuti dalla dinamica occupazionale e condizioni finanziarie accomodanti ma frenati dal rialzo dell'inflazione

Sentiero incerto per gli investimenti in macchinari

Costruzioni si consolida il ciclo espansivo grazie a Spagna e Germania

Spinta risibile dalla politica fiscale e non si intravedono progressi prima delle elezioni in Francia e Germania

I rischi verso il basso restano e sono prevalentemente di natura politica

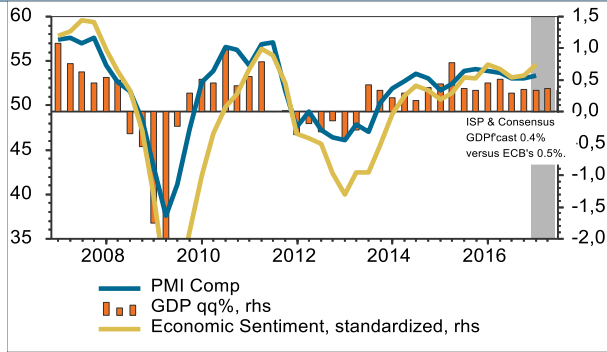
⁴ Si veda ECB working paper No 1956, 2016: *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*.

⁵ È possibile, ma non probabile, che l'effetto della politica monetaria sulla crescita e inflazione sia più ampio, in particolare se le ultime TLTRO II (15 dicembre e 23 marzo 2017, date di comunicazione dei risultati) dovessero vedere un'assegnazione netta di fondi superiore alle prime due aste (giugno: 31 miliardi e settembre: 43 miliardi di euro), con effetti di stimolo su credito.

⁶ Si veda il *Weekly Economic Monitor* del 20.05.2016

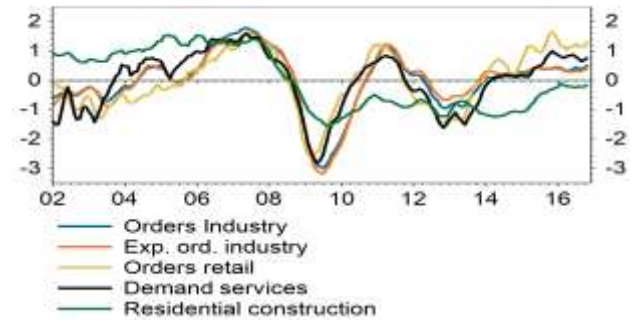
⁷ Variazione del saldo strutturale di bilancio come da stime della Commissione UE d'autunno.

Fig. 1 – Le indagini di fiducia segnalano che il PIL viaggerà a 0,45% t/t da fine 2016, in linea con le previsioni BCE ma più forte delle stime di Consensus



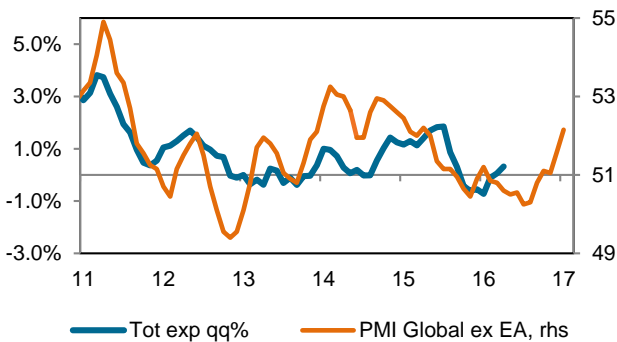
Fonte: Consensus Economics previsioni di novembre, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La spinta aggiuntiva dovrebbe venire dal manifatturiero



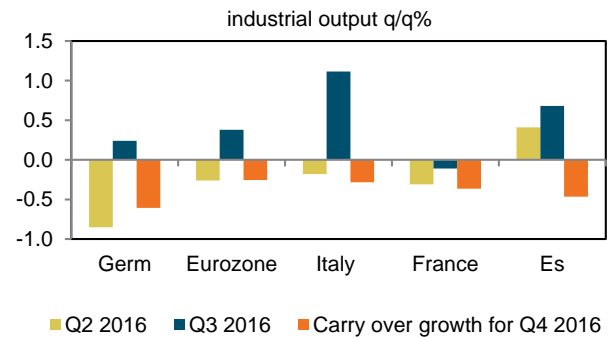
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Grazie al recupero della domanda estera.



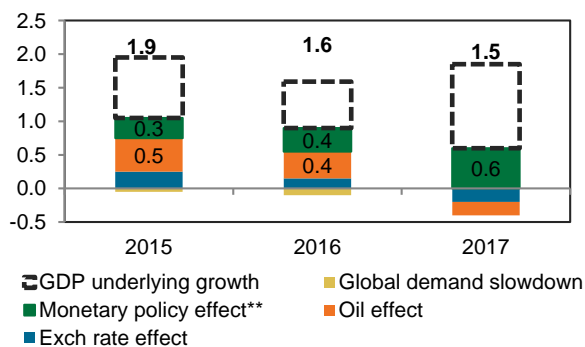
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La debole uscita della produzione dal 3° trimestre suggerisce che il contributo dell'industria sarà comunque modesto



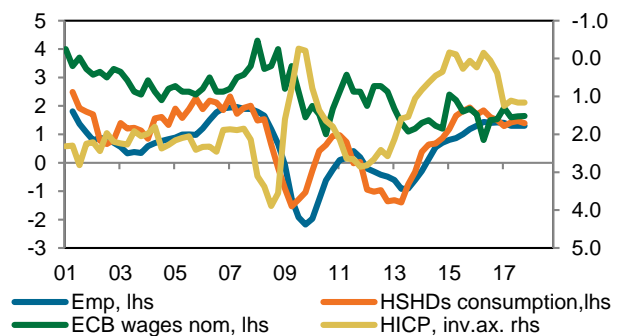
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La crescita dipende in misura preponderante dallo stimolo BCE nel 2017



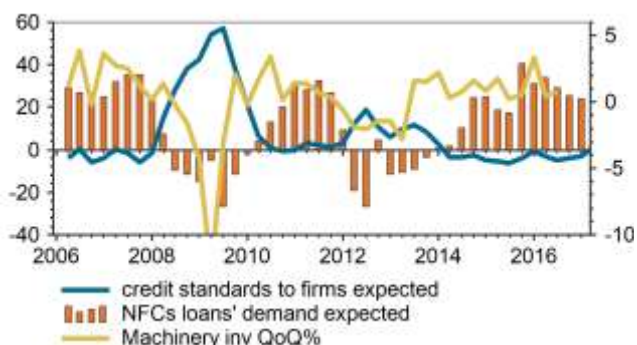
Nota: effetto della QE sulla crescita 1,1% in 2 anni (ECB *working paper* no 1956, settembre 2016).
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Consumi privati, spinti dalla dinamica occupazionale. Salari reali frenati dal rincaro del petrolio, ma anche dall'inerzia salariale



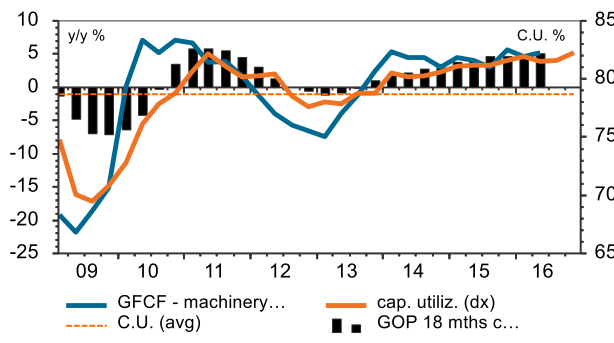
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Investimenti aziendali ancora l’anello debole, nonostante condizioni finanziarie di ampio supporto e...



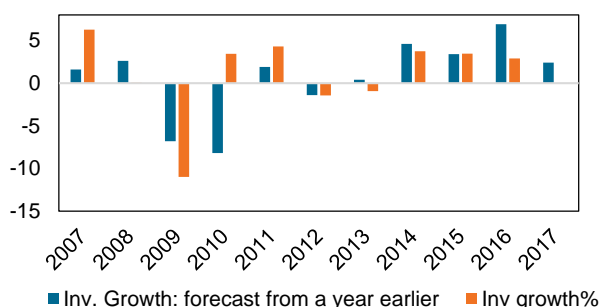
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ...l’elevato utilizzo della capacità produttiva e tenuta dei profitti



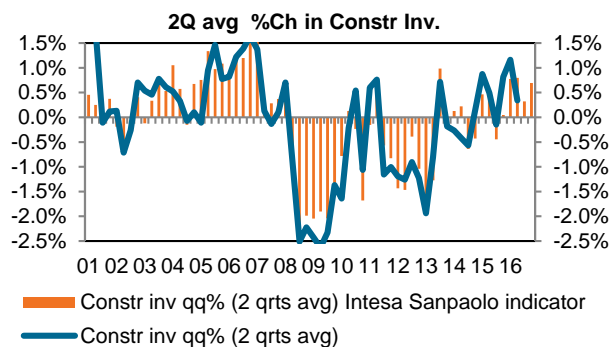
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – L’indagine della Commissione UE è cauta sulla dinamica degli investimenti nel 2017



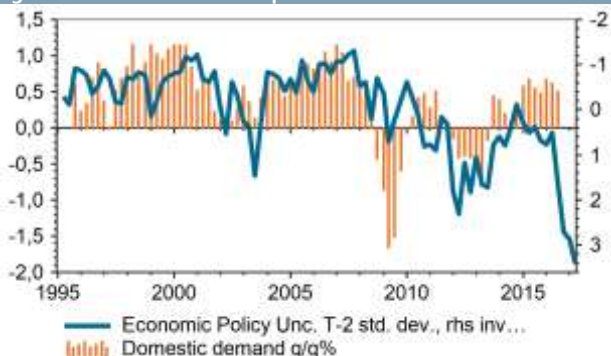
Nota: le previsioni per la crescita degli investimenti sono dell’ottobre di un anno prima
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Investimenti in costruzioni: il nostro indicatore suggerisce una crescita solida a fine anno



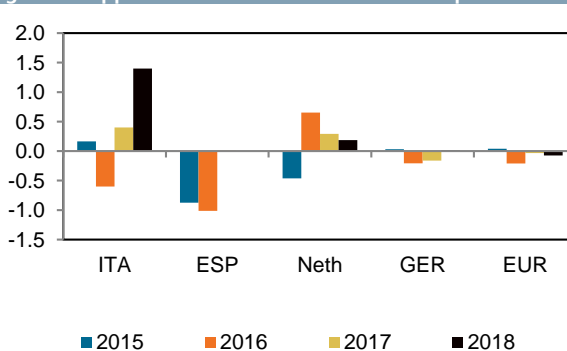
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Cresce l’incertezza politica



Nota: indici di incertezza politica per Germ, Fra, Ita, Spa
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Supporto minimo e decrescente dalla politica fiscale



Nota: le previsioni sui saldi di finanza pubblica sono della Commissione UE, stime d’autunno 2016
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione spinta da energia ed effetti base, ma la dinamica sottostante rimane modesta

L'inflazione ha svoltato da fine estate (v. fig. 1) ed è risalita di 0,4 punti a 0,6% a novembre, grazie all'inversione di tendenza del prezzo del petrolio, ma riteniamo che i rischi per la dinamica inflazionistica siano ancora verso il basso. Manteniamo, quindi, una stima di risalita solo modesta dei prezzi sull'orizzonte di previsione (1,2% nel 2017 e 1,5% nel 2018). Le nostre stime sono circa in linea con quelle di consenso e con le ultime previsioni BCE (IPCA: 1,6% nel 2018 dall'1,3% del 2016).

Il contributo da petrolio e cambio sarà, a nostro avviso, solo moderatamente positivo e di poco più forte rispetto alle previsioni di tre mesi fa. Continuiamo ad aspettarci un aumento modesto del prezzo del petrolio sull'orizzonte di previsione (v. pag. 8). In prospettiva, il deprezzamento del cambio si esaurirà in pochi mesi, e in media annua il cambio effettivo è visto in aumento dell'1,1%. Tra novembre e marzo, l'inflazione, secondo le nostre stime, sarà spinta fino a +1,2% dall'energia e da un effetto statistico sui prezzi interni che agirà al rialzo. Dalla primavera in avanti, la risalita dell'inflazione al di sopra dell'1,0% e verso l'1,7% a fine 2018, dipenderà dall'emergere di genuine pressioni sui prezzi interni. Ma al netto di energia alimentari e tabacchi, l'inflazione era ancora ferma a 0,8% a novembre, stesso livello di fine 2013, e questo nonostante due anni e mezzo di crescita al di sopra del potenziale. L'inflazione nei servizi, tipicamente più legati alla dinamica della domanda interna, è ferma all'1,1%. Se pure la crescita dovesse accelerare a 0,4-0,5% t/t tra fine 2016 e giugno 2017, la crescita media annua resterebbe all'1,6%, come da stime BCE e solo un paio di decimi al di sopra delle previsioni di consenso. Il ritmo di riduzione dell'eccesso di offerta aggregato sarebbe più lento rispetto al periodo 2014-15, come afferma la Commissione Europea, e resterebbe marginalmente negativo anche a fine 2018 dal -3,4% del 2009⁸. Come è noto, vi è ampio margine di incertezza sulle stime di *output gap*. In un lavoro recente, la BCE stima che l'*output gap* coerente con la dinamica dell'inflazione nel 2014-15 è del 6%, circa il doppio rispetto alle stime della Commissione. L'incertezza che permane sull'ampiezza dell'eccesso di offerta⁹ e/o sulla velocità di reazione dell'inflazione sottostante, indica che il rischio di sovrastimare ancora una volta la dinamica dei prezzi interni non è trascurabile. Si aggiunga che i salari negoziali continuano a sorprendere verso il basso e sono rallentati a 0,8% a/a nel 3° trimestre da +1,5% a/a di fine 2015 ed è difficile che si vedrà una decisa accelerazione dato l'elevato tasso di disoccupazione. L'unico sviluppo positivo è la stabilizzazione delle attese di prezzo come derivabili dalle indagini di fiducia presso le imprese e i previsori ufficiali intervistati dalla BCE, perché al margine di questo riduce il rischio di effetti di seconda battuta su salari e prezzi interni. Le attese di mercato sull'inflazione a 3 e 5 anni sono risalite visibilmente, ma il movimento è in parte dovuto ad un effetto contagio dai tassi americani, dopo la svolta politica a Washington e l'attesa di misure reflazionistiche. Le misure BCE di dicembre dovrebbero contribuire a sostenere la risalita dell'inflazione sull'orizzonte di previsione ma i rischi sono ancora di inerzia dell'inflazione *core*.

Anna Maria Grimaldi

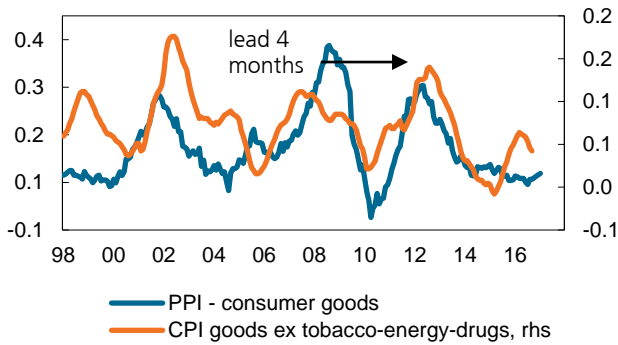
Sentiero inflazione incerto. Il contributo da petrolio sarà solo marginalmente positivo

I rischi per la dinamica dei prezzi al consumo rimangono ancora verso il basso

⁸ Si veda: Commissione UE: Previsioni di autunno 2016, Box 1.4, pp. 63-65

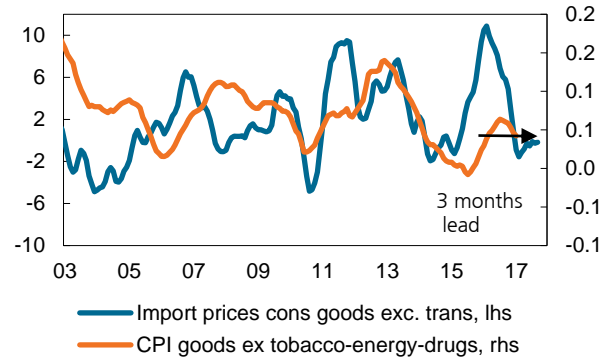
⁹ Si veda ECB working paper no 1966 *An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area*.

Fig. 1 – A monte della catena produttiva emergono timidi segnali di risalita dei prezzi



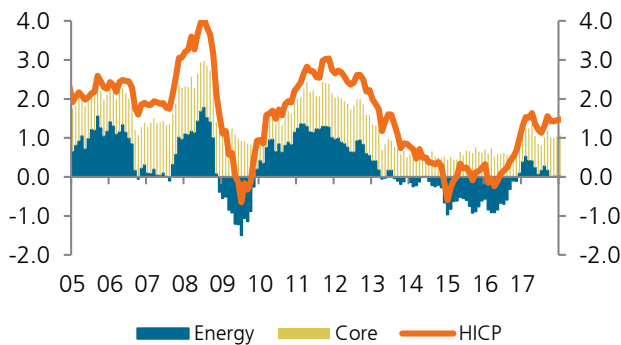
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - I prezzi all'import hanno smesso di scendere, ma nel nostro scenario centrale ci aspettiamo un impulso modesto dal cambio effettivo



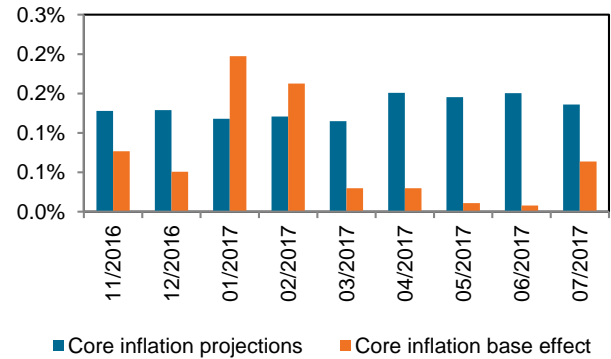
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Per la risalita dell'inflazione verso il target, la dinamica sottostante deve salire verso l'1,5%



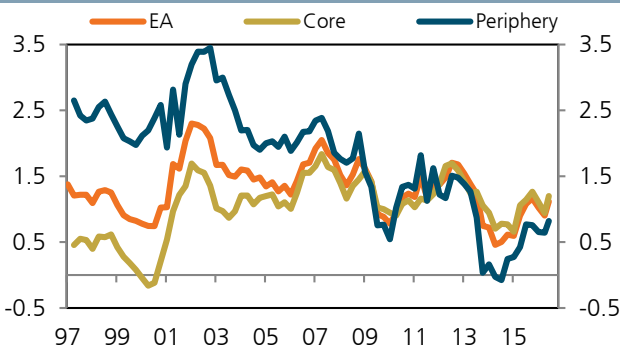
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – L'inflazione core è attesa risalire all'1,3% per marzo 2017 grazie all'effetto base favorevole



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

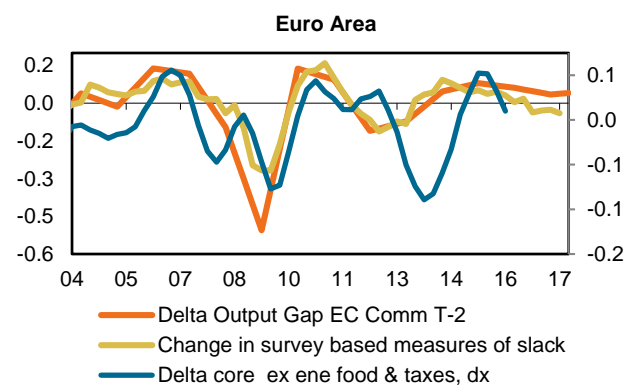
Fig. 5 – L'inflazione "ciclica" ha svoltato anche nella periferia



Nota: Ciclica è la dinamica dei prezzi al netto di energia, alimentari e prezzo dei tabacchi al netto del contributo di tasse e prezzi amministrati. Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nell'IPCA Eurozona

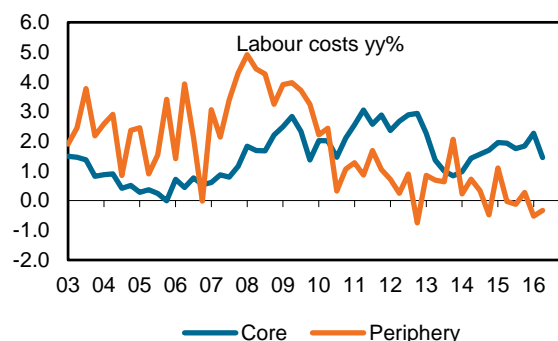
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il ritmo di chiusura dell'eccesso di offerta si ridurrà nel 2017



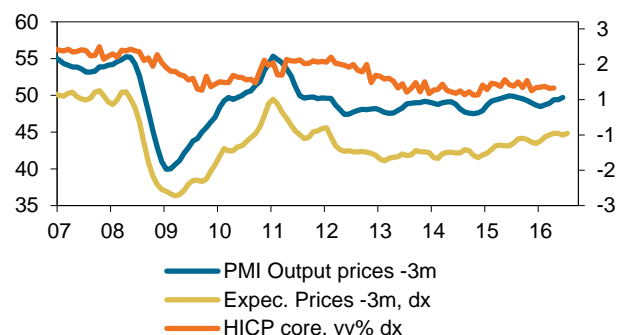
Nota: Output gap Commissione UE, variazione su anno precedente. Le misure di eccesso di offerta derivate dalle indagini si basano sulla domanda dall'indagine trimestrale della Commissione UE: "la domanda è un limite alla produzione?" per industria, costruzioni, servizi e commercio al dettaglio. Le serie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

Fig. 7 – Il costo del lavoro sta rallentando anche nei paesi core



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – L'unico elemento moderatamente positivo è la stabilizzazione delle attese sui prezzi di vendita



Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nel PIL Eurozona
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Focus: il ciclo elettorale 2017 in Europa

In molte democrazie avanzate, sta aumentando il sostegno per partiti 'populisti', cioè forze politiche che sostengono l'esistenza di un conflitto fondamentale fra un 'popolo' descritto come un'entità omogenea, e una 'élite' segregata dal popolo stesso, spesso additata come corrotta e sempre accusata di perseguire i propri interessi a discapito di quelli degli altri¹⁰. Il substrato che alimenta il malcontento varia da paese a paese, ma alcuni elementi ricorrono con frequenza: aumento della disuguaglianza nella distribuzione del reddito, maggiore precarietà della condizione sociale (disoccupazione, instabilità della posizione lavorativa), peggioramento delle prospettive di reddito, insicurezza per i mutamenti del contesto (fra i quali l'afflusso di migranti). Mezzo secolo addietro, il malcontento sarebbe stato probabilmente intercettato dai movimenti sindacali e dai partiti comunisti, che lo avrebbero indirizzato verso il terreno della rivendicazione di classe; allora, però, l'offerta politica dei partiti socialisti o socialdemocratici differiva in modo molto più netto da quella dei partiti popolari o conservatori, e lasciava così meno spazio a partiti populistici in senso stretto. Oggi, il quadro appare profondamente disarticolato. I partiti moderati di sinistra sono percepiti come troppo simili a quelli moderati di destra: quelli di destra, infatti, sono diventati più progressisti su tematiche sociali, mentre quelli di sinistra hanno diluito le loro istanze redistributive e rinunciato a promuovere la giustizia sociale¹¹.

A partire dagli anni '90, il vuoto della rappresentanza è stato riempito in molti casi, soprattutto, nell'Europa centrale e settentrionale, da movimenti nazionalisti di destra. Per i populistici di destra, oltre all'élite corrotta esiste un altro nemico, lo straniero che insidia la qualità della vita dei nativi¹², da alcuni anni identificato soprattutto con l'immigrato islamico. Diversamente dalla destra americana, questi partiti non hanno una base religiosa, anche se spesso usano il cristianesimo come elemento definitorio del 'noi'.

In Europa meridionale, invece, il consenso ha premiato soprattutto nuove formazioni politiche che propugnano una partecipazione più diretta del popolo alle decisioni, oltre che una maggiore giustizia sociale. Qui il disagio è principalmente legato al peggioramento delle condizioni di vita seguito alla crisi economica dopo il 2009. Perciò, il populismo di maggior successo ha per lo più una connotazione di 'sinistra' (Syriza, Podemos), oppure, pur non avendo un'ideologia di

Luca Mezzomo
Anna Maria Grimaldi

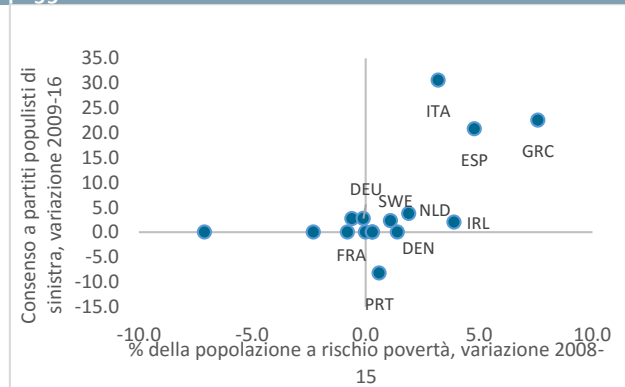
¹⁰ C. Mudde, "The populist zeitgeist", *Government and Opposition* 39(4) (2004), p. 544.

¹¹ Michael Bröning, "The rise of Populism in Europe: can the center hold?", *Foreign Affairs*, giugno 2016.

¹² N. Marzouki, D. McDonnell, O. Roy (eds.), *Saving the people*, Hurst & Co 2016.

sinistra, ha cercato di raccoglierne alcune istanze (Movimento Cinque Stelle). Tuttavia, anche Grecia e Italia hanno visto la nascita di partiti populistici di destra, rispettivamente Chrysi Avgi (Alba Dorata) e Lega Nord.

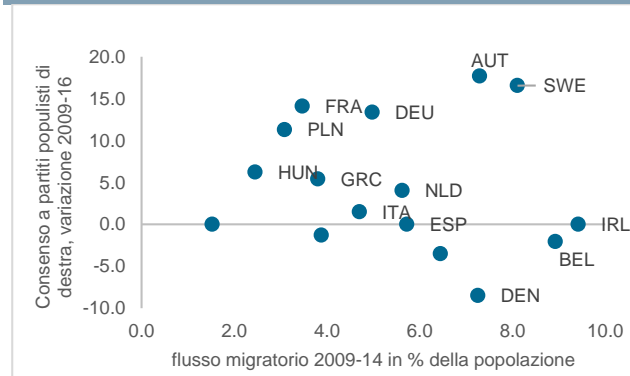
Fig. E1 – Consenso per i partiti populistici di sinistra e peggioramento delle condizioni di vita



Note: I dati in ascissa riportano l'incremento della quota di popolazione classificata come a rischio di povertà o di esclusione sociale, fonte Eurostat. I dati in ordinata misurano l'incremento del consenso per i partiti populistici di sinistra fra il 2009 (Elezioni del Parlamento Europeo) e il 2016 (quota alle ultime elezioni politiche, se svolte nel 2015 o nel 2016, o sondaggi per le prossime elezioni).

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E2 – migrazioni e consenso per i partiti populistici di destra



Note: I dati in ascissa riportano cumulata fra il 2008 e il 2014 in % della popolazione, fonte Eurostat. I dati in ordinata misurano l'incremento del consenso per i partiti populistici di destra fra il 2009 (Elezioni del Parlamento Europeo) e il 2016 (quota alle ultime elezioni politiche, se svolte nel 2015 o nel 2016, o sondaggi per le prossime elezioni).

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il legame fra aumento del rischio di povertà e rafforzamento del populismo di sinistra è piuttosto forte (v. fig. E1): soltanto il Portogallo sembra fare eccezione. Di contro, la presenza di fenomeni migratori intensi favorisce l'emergere del populismo di destra, ma in questo caso il legame è complicato da fattori come la composizione etnica e culturale dei migranti, la reazione dei partiti tradizionali e i tempi di sviluppo del fenomeno migratorio; perciò, la stessa intensità di flussi migratori a partire dal 2009 ha portato ad effetti molto diversi nei vari paesi (v. fig. E2). In Olanda, per esempio, la *boom* dei partiti populistici è avvenuto prima, alle elezioni del 2002, con la Lijst Pim Fortuyn (LPF), e sta avendo una seconda rinascita proprio in questo periodo dopo una fase di regresso legata alla crisi della LPF dopo la morte del fondatore.

L'avanzata dei movimenti populistici pone **diversi rischi** per gli Stati dell'Unione Europea. In primo luogo, stanno alimentando un clima di ostilità e di diffidenza nei confronti del metodo scientifico, degli esperti e talora anche della democrazia rappresentativa, alimentando la pericolosa illusione che ogni problema sia risolvibile con un voto popolare diretto. Secondo, ponendosi come alternativi alle *élite*, i movimenti populistici presentano spesso un deficit di competenze che può creare gravi problemi quando si trovano a gestire realtà complesse. Terzo, quasi tutti i movimenti populistici sono ostili all'Unione Europea e all'Unione Monetaria, percepite come fattori limitanti l'autonomia nazionale, e sono perciò tipicamente avversi a qualsiasi meccanismo di sostegno reciproco fra Stati membri. Perciò, se in qualche Stato dell'Unione un movimento populista conquistasse il potere, potrebbe risultarne una fase di instabilità finanziaria e la persistenza dell'Unione Monetaria potrebbe essere messa in discussione indipendentemente dalla determinazione della BCE di contrastare le spinte centrifughe. Il problema si potrebbe porre fra breve: nel 2017, infatti, tre importanti paesi dell'Eurozona hanno in calendario le elezioni politiche generali; e un quarto paese, l'Italia, potrebbe essere obbligato ad anticipare le proprie, inizialmente previste nel 2018.

In **Olanda**, i sondaggi relativi alle elezioni del 15 marzo danno il partito nazionalista euroscettico PVV (Partij voor de Vrijheid), erede della disciolta Lista Fortuyn. IL PVV è in vantaggio con 29-34 seggi su 150, in netto aumento rispetto ai 15 del settembre 2012. Nel 2012, il PVV puntò molto in campagna elettorale sulla proposta di portare l'Olanda fuori dall'Unione Europea, mentre in

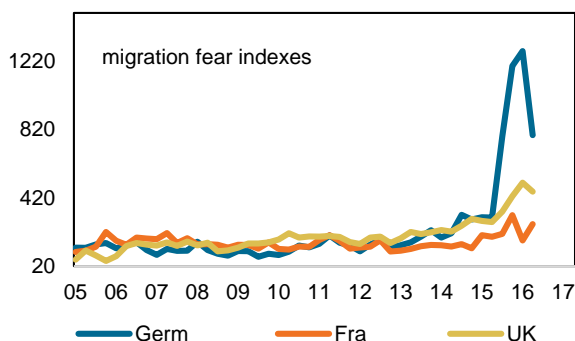
questa campagna elettorale l'accento è stato posto soprattutto sul freno all'immigrazione islamica. Il sistema elettorale proporzionale farà sì che in Parlamento saranno rappresentati almeno 11 partiti, e che la formazione del nuovo governo passi attraverso un accordo di coalizione che potrebbe anche non includere il PVV. Anche se ne facesse parte, il potenziale di rottura del PVV sarebbe diluito dalla necessità di compromessi con gli alleati. Tuttavia, la crescita del consenso registrata dal PVV condiziona qualsiasi governo, obbligandolo a promuovere un'interpretazione minimalista del ruolo dell'Unione Europea.

In **Francia**, alle elezioni presidenziali (23 aprile, ballottaggio: 7 maggio) e parlamentari (11-18 giugno), si prospetta una competizione limitata al centro-destra e alla destra radicale del Front National, maggiore espressione locale dei movimenti populistici, con una sostanziale marginalizzazione dei socialisti. Il Front National è ostile all'integrazione europea, e una sua vittoria (teoricamente possibile a causa del meccanismo elettorale francese) potrebbe mettere a repentaglio l'Unione Monetaria molto più degli sviluppi politici italiani. Tuttavia, la maggioranza degli elettori francesi teme l'ascesa al potere di un partito di estrema destra e anche alle elezioni amministrative il Front National ha dimostrato che difficilmente può conquistare consensi fuori dalla sua base elettorale naturale. Dopo le primarie di gennaio, probabilmente la sinistra schiererà come candidato l'ex-primo ministro socialista Valls; il presidente Hollande, in grave crisi di popolarità, ha opportunamente scelto di rinunciare; tuttavia, anche Valls ha poche chances di arrivare al ballottaggio. I sondaggi indicano che Fillon, vincitore delle primarie del centro-destra, potrebbe essere il candidato più votato al primo turno con il 26-31%, davanti a Le Pen (Front National) con il 24%. I sondaggi mostrano anche che Fillon dovrebbe ottenere un ampio successo al secondo turno, se opposto a Marine Le Pen. Per quanto riguarda le elezioni legislative, gli ultimi sondaggi (*Odoxa* 25.11.2016 e *Harris Interactive* 27.11.2016) danno i repubblicani in testa con il 26-32%, mentre il *Front National* di Marine Le Pen si fermerebbe al 22%.

In **Germania**, la crisi dei partiti tradizionali riduce sempre più la possibilità di avere un'alternanza al governo fra SPD e i popolari di CDU-CSU. La ricandidatura della moderata Angela Merkel rende meno probabile l'accesso al governo dei populistici di destra di *Alternative für Deutschland* (AfD), che nei sondaggi viaggiano al 13%, ma in compenso potrebbe lasciare insoddisfatta la componente più conservatrice dell'elettorato cristiano-democratico. La caduta libera dei consensi per la cancelliera nell'ultimo anno è imputabile al disagio per i massicci flussi migratori in entrata (v. fig. E3). Tuttavia CDU-CSU, con il 30-33% dei consensi, e SPD, con il 22% rimangono gli unici partiti in grado di costituire una maggioranza di governo. Una possibile alternativa è quella di una coalizione fra popolari, verdi e FDP, ma potrebbe non avere il conforto dei numeri. Il ripetersi di governi di larghe intese rappresenta un problema per ambedue i maggiori partiti, perché tende ad annullare le differenze agli occhi degli elettori e può favorire il travaso dei voti a vantaggio di chi sta fuori.

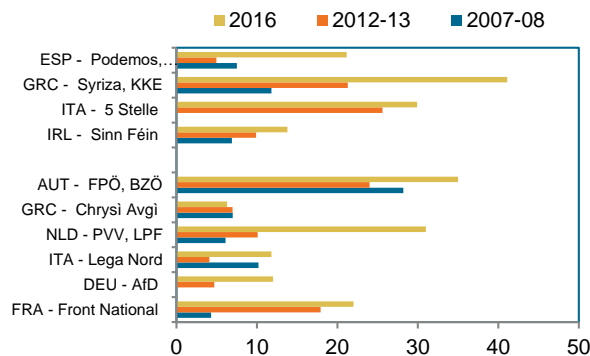
In **Italia**, le elezioni politiche si dovrebbero teoricamente tenere nel maggio 2018, scadenza naturale della legislatura. Tuttavia, la crisi politica seguita alla bocciatura della riforma costituzionale rende oggi più probabile che nuove elezioni politiche siano indette, nel 2017, poco dopo una riforma delle leggi elettorali che il Parlamento dovrà discutere nei prossimi mesi. Proprio l'incertezza sul meccanismo elettorale non consente di valutare il rischio che il governo sia controllato da partiti populistici euroscettici. Il maggiore movimento populista italiano, il Movimento Cinque Stelle, è indicato dai sondaggi al 30% circa, poco sotto il maggiore partito moderato (il Partito Democratico). Inoltre, il paese conta anche uno dei più antichi partiti populistici di destra, la Lega Nord, che è data nei sondaggi a più del 10%.

Fig. E3 – I timori per i flussi migratori spiega l'aumento dell'incertezza politica in Germania



Fonte: Baker, Bloom & Davies, Migration Fear indices

Fig. E4 – In Europa, cresce il consenso per i partiti populistici di destra e di sinistra



Nota: le prime due colonne si riferiscono al risultato delle elezioni legislative svoltesi nel biennio indicato; la terza colonna riporta la media degli ultimi sondaggi di opinione, o il risultato delle elezioni legislative, se condotte nel 2016. Per la Grecia, la colonna 2016 riporta l'esito delle ultime elezioni politiche del 2015.

Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Almeno fino all'autunno del 2017, il calendario elettorale rende quasi impensabile che si possa aprire un serio dibattito sulle misure che possano garantire la stabilità dell'Unione Monetaria. Ma anche dopo la tornata elettorale, riteniamo che diversi paesi si troveranno con esecutivi meno favorevoli all'integrazione europea, oppure concentrati su questioni interne, o ancora indeboliti da difficili accordi di governo. L'avanzata dei movimenti populistici, inoltre, crea un forte condizionamento contro una maggiore integrazione fra gli Stati membri, favorendo un approccio minimalista e di conservazione dello *status quo*. I negoziati con il Regno Unito per l'uscita del paese dall'Unione Europea sono un altro fattore che ostacolerà qualsiasi riforma dell'UE, in particolare se implicasse modifiche ai Trattati. In conclusione, il processo di riforma della *governance* europea sarà la maggiore vittima del ciclo elettorale 2017: come ha ammesso Draghi nell'audizione al Parlamento europeo, i politici europei sono più preoccupati per la sicurezza, la difesa e flussi migratori che per la riforma delle istituzioni e *governance* europea".

Tabella 1 – Principali appuntamenti politici in Europa nel 2017

Data	Paese	Evento
Gennaio	Regno Unito	sentenza della Corte Suprema sulla procedura ex-Article 50
22/29 Gen	Francia	primarie del PS francese
15-mar	Paesi Bassi	elezioni parlamentari
23-apr	Francia	elezioni presidenziali – 1° turno
07-mag	Francia	elezioni presidenziali – 2° turno
07-mag	Germania	elezione in Schleswig Holstein
14-mag	Germania	elezione in Nordrhein-Westfalen
11-giu	Francia	elezioni parlamentari (Assemblea Nazionale) – 1° turno
18-giu	Francia	elezioni parlamentari (Assemblea Nazionale) – 2° turno
Settembre	Germania	elezioni parlamentari (Bundestag)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

La BCE contrasta l'incertezza con l'estensione degli acquisti

La BCE continua a garantire condizioni finanziarie ultra accomodanti. Alla riunione di dicembre, il Consiglio ha prolungato il programma di acquisto fino al dicembre 2017, anche se a un ritmo di 60 miliardi al mese. La decisione presa dal Consiglio, con un consenso molto ampio, risponde alla necessità di contrastare l'elevato grado di incertezza che circonda lo scenario macroeconomico e ha il pregio di garantire un controllo sui rendimenti governativi fino alla conclusione del fitto ciclo elettorale europeo. I dati recenti e lo scenario della BCE non

Anna Maria Grimaldi

indicavano fosse imperativo un aumento dello stimolo monetario. Lo scenario macro di settembre è, difatti, confermato (si veda tabella 1) e l'unica giustificazione può trovarsi nel fatto che le stime di inflazione per il 2019 sono di un aumento fino all'1,7%, non ancora esattamente in linea con il target BCE.

La soluzione per cui ha optato il Consiglio è comunque una decisione di compromesso, dal momento che comporta una riduzione degli acquisti rispetto ai ritmi attuali. Tuttavia, la comunicazione ultra accomodante ha convinto gli operatori del fatto che "la BCE sarà presente ancora a lungo sul mercato". Il comunicato rassicura che "gli acquisti saranno estesi fino a dicembre 2017 e oltre, se necessario e, in ogni caso, fino a quando l'inflazione non sarà tornata in modo convincente su di un sentiero compatibile con il 2% e sottolinea, inoltre, che "se il quadro macro dovesse peggiorare e/o le condizioni finanziarie dovessero muovere in una direzione non compatibile con il ritorno dell'inflazione verso il 2%, la BCE è pronta ad aumentare gli acquisti in termini di volumi e/o durata". Per la prima volta si riscontra un *bias* inflazionistico dal momento che Draghi ha detto che una riduzione degli acquisti non verrà effettuata in caso di sorprese positive. Draghi ha sottolineato che non si tratta di un *tapering* e che anzi l'uscita dal programma, intesa come "graduale riduzione degli acquisti fino a zero", non è stata discussa. Draghi ha insistito che si tratta di un programma *open ended* o comunque flessibile in base al target di inflazione. Ma in realtà sappiamo che, se anche il target di inflazione dovesse rimanere lontano, il programma sarebbe limitato a meno che non venga sollevato il limite di acquisto in base alle quote capitale paese.

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

	Stime BCE, dicembre 2016				ISP & stime di Consensus, novembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL a/a %	1.6	1.7↓	1.6	1.6	1.6 (1.6)	1.4 (1.3)	1.5	1.5
CPI a/a %	0.2	1.3	1.5↓	1.7	0.3 (0.2)	1.3 (1.3)	1.5	1.7
Core CPI a/a %	0.9	1.1	1.4	1.7	0.9	1.2	1.6	1.7
Dec. 16 ipotesi BCE su EUR	1.11*	1.09*	1.09*	1.09	1.11 (1.10**)	1.16 (1.09**)	1.21 (1.10**)	1.24
Dec. 16 ipotesi BCE su BRT	43.1*	49.3	52.6*	54.6	44.5	50 (49.3**)	55 (53.8**)	60

↓ ↑ indica la direzione delle revisioni alle precedenti stime BCE.

** Stime di Consensus Economics per il cambio EUR e prezzo del petrolio sono per novembre 2016, febbraio 2017, novembre 2018. Le previsioni ISP sono medie annue
Fonte: BCE, stime macroeconomiche di settembre 2016, Intesa Sanpaolo previsioni di novembre 2016 e Consensus economics novembre 2016

Il **proseguimento ordinato del programma è reso possibile dall'eliminazione**, a partire da gennaio 2017, del **limite di acquisto dei titoli con rendimento superiore al tasso sui depositi**, se necessario. Draghi ha spiegato che si tratta di un'opzione e non di un'indicazione vincolante, gli acquisti di titoli con rendimento negativo saranno valutati a seconda delle condizioni di mercato ovvero alla scarsità di carta tedesca. Inoltre, gli acquisti saranno **estesi sul tratto più breve della curva e comprenderanno anche i titoli con scadenza di 12 mesi** dall'attuale fascia 2-30 anni. La decisione consente di imprimere un impatto ribassista sui tassi a breve, rinforza la *guidance* sui tassi e favorisce un aumento della pendenza della curva dei rendimenti che dovrebbe essere positivo per il sistema bancario. Non va trascurato che gli acquisti proseguiranno insieme alla politica di reinvestimento dei titoli in scadenza il che potenzia ulteriormente l'espansione del bilancio (v. tabella 2). Si noti che **la BCE ha discusso anche l'eliminazione del vincolo di detenzione di una singola emissione** (25% per titoli con CACs 33% per titoli senza CACs) ma ha scartato questa opzione a causa dei problemi legali che avrebbe sollevato.

Con la decisione di dicembre, gli acquisti complessivi BCE annunciati tra dicembre 2014 e dicembre 2016 a valere sulla durata del programma salgono a 2.280 miliardi di euro (21% del PIL, v. tabella 2) cui va aggiunta la politica di reinvestimento che dovrebbe valere circa 320 miliardi di euro. Riteniamo che l'annuncio fatto alla riunione di dicembre sia uno degli ultimi aggiustamenti del programma che la BCE dovrà introdurre prima di dare avvio a una lenta riduzione dei volumi di acquisto da inizio o metà 2018.

Scenario Macroeconomico

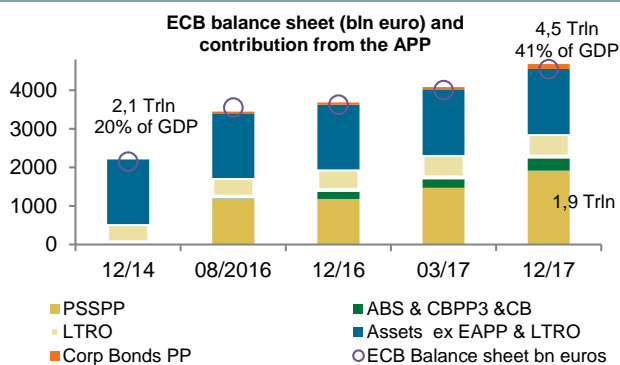
Dicembre 2016

Tab. 2 – A regime gli acquisti APP avranno fatto salire di 20 punti di PIL il bilancio BCE

	Mld di euro
Dicembre 2015 – lancio dell'APP	1140
Marzo 2016 - Estensione fino a marzo 2017	360
Marzo 2016 – Aumento da 60 a 80 miliardi al mese	240
Marzo 2017 - Estensione APP fino a dicembre 2017, riduzione da 80 a 60 mld di euro	540
Memo: reinvestimento scadenze	320
Totale programmi di acquisto da dicembre 2014	2280
Memo: PIL nominale	10396
Misure in % del PIL	21.9%

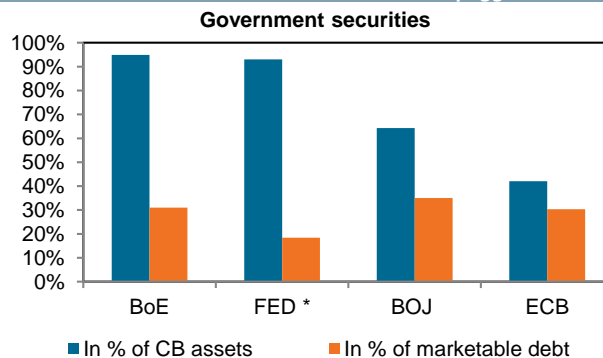
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il bilancio BCE a fine dicembre 2017 sarà il doppio che nel 2014, in larga misura grazie agli acquisti nell'ambito del PSSP



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – I governativi in percentuale del totale asset saranno più bassi che per Fed; BoJ e BoE, ma in percentuale della dimensione del totale dei titoli in circolazione la BCE non fa peggio



Fonte: Banche Centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania: l'economia è solida. Il 2017 è ancora l'anno di Angela

La Germania si avvia ad un anno di campagna elettorale molto importante anche per il resto dell'Europa, dato il ruolo centrale che il Paese ha assunto nel continente. Le politiche di accoglienza e solidarietà verso rifugiati e richiedenti asilo hanno eroso vertiginosamente i consensi per i cristiano-democratici della CDU a favore dei populistici di destra di *Alternative für Deutschland* (AfD), che dopo il successo ottenuto a marzo e a settembre alle amministrative, sono ormai presenti in 10 dei 16 parlamenti dei Länder tedeschi e sono il terzo partito su scala nazionale, davanti ai Verdi (v. figg. 1 & 2). A pochi giorni dall'esito del voto americano, è arrivata la conferma ufficiale che il Primo ministro uscente Angela Merkel correrà per un quarto mandato "con l'obiettivo, in un momento poco sicuro, di tenere insieme la società, scongiurare l'odio e difendere i valori della democrazia". A maggio prossimo si avrà un test importante con le elezioni in Schleswig-Holstein e Nord-Reno Westfalia. I sondaggi suggeriscono che CDU e SPD (v. fig. 2 in questa sezione.) potrebbero ottenere ancora abbastanza seggi da formare una maggioranza di governo. Un allentamento della politica fiscale o una retorica più europeista non aiuterebbero la CDU a guadagnare consensi: il movimento xenofobo AfD fa del rigore fiscale uno dei punti cardine del programma, e non è un caso che il Budget 2017 abbia confermato una gestione oculata dei conti pubblici (il deficit strutturale rimarrà in surplus a +0,4% del PIL dal +0,6% del 2016). Nonostante l'ascesa inarrestabile del surplus di parte corrente (fino al 9% del PIL nel 3° trimestre, ampiamente al di sopra dei limiti previsti dalla MIP *Macro Imbalance Procedure*), le misure di stimolo della domanda interna restano scarse. Forse nel 2018, con una riconferma della coalizione CDU/SPD, saranno potenziati sia i tagli di imposta (a ottobre sono stati annunciati 6,3 miliardi di euro 0,3% del PIL) che il piano di spesa di medio termine che attualmente prevede aumenti assai modesti (20,6 miliardi in 4 anni), con una quota risibile (1,7 miliardi di euro, 0,1% del PIL) per investimenti in trasporti e istruzione.

Il Primo ministro può contare su un'economia solida. Dopo il rallentamento dei mesi estivi a 0,2% t/t per effetto di una frenata dell'export, il PIL è atteso riaccelerare a 0,4-0,5% t/t a fine anno (v. fig. 3). Le indagini di fiducia sono salite rapidamente da fine estate. L'indice IFO è sui massimi dal 2014, grazie al recupero di domanda estera nel manifatturiero, confermato dai dati sugli ordini all'industria. Servizi e commercio sembrano aver riaccelerato dopo una breve pausa estiva. Le indagini di fiducia suggeriscono una crescita anche più sostenuta (v. fig. 6) ma manteniamo una stima cauta data la debole uscita della produzione industriale dal trimestre estivo.

Rispetto a tre mesi fa, ci aspettiamo un **contributo leggermente più positivo dall'export** a ridosso di fine anno, dati i segnali di riaccelerazione della domanda globale (v. fig. 4). Tuttavia, manteniamo una previsione di crescita dell'export del 3,0% nel 2017, dal 2,4% di quest'anno, data l'incertezza sullo scenario internazionale. Nei mesi estivi ha pesato in particolare il calo dei flussi verso Stati Uniti e Regno Unito e paesi OPEC. Le importazioni cresceranno del 4,0%, dal 3,1% di quest'anno. Il **contributo dal commercio estero** sarà quindi **negativo** ma non più di quest'anno (-0,2%). La crescita del PIL continuerà ad essere spinta dalla domanda interna che ci aspettiamo viaggi all'1,9% nel 2017, dal 2,3% stimato per l'anno in corso. A nostro avviso, saranno ancora i consumi e investimenti, in particolare in costruzioni, a spingere il PIL nel prossimo biennio (v. fig. 5). La crescita dei consumi delle famiglie rimarrà sostenuta ma, in assenza di nuovi stimoli, il **picco** dovrebbe essere alle spalle (1,5% dall'1,8% dei due anni precedenti), nonostante, condizioni finanziarie ultra accomodanti, e misure fiscali di supporto (trasferimenti pubblici, riduzione degli oneri contributivi e aggiustamenti delle pensioni minime). Il **reddito da lavoro reale** è atteso **rallentare all'1,3% nel 2017 dal 2,5% del 2016**, per effetto della perdita di potere d'acquisto associata al **rincarico del prezzo del greggio** (che peserà per circa lo 0,3% del reddito disponibile) e **risalita dell'inflazione** all'1,5% da 0,4%. I salari negoziali sono visti in crescita del 2,0% a/a, da 2,4% del 2015 (v. fig. 7). L'aumento del salario minimo a 8,84 euro, previsto da gennaio 2017, contribuirà solo marginalmente alla dinamica salariale aggregata.

Anna Maria Grimaldi

La priorità della Merkel in quest'anno di intensa campagna elettorale è riguadagnare consensi e un allentamento della politica fiscale o una retorica più europeista non aiuterebbero

L'economia è ancora solida. Le politiche di ribilanciamento degli squilibri sull'estero sono rimandate al 2018

Crescita sostenuta dalla domanda interna

I consumi rallenteranno marginalmente per effetto della frenata del reddito da lavoro reale

La dinamica dell'**occupazione** dopo i primi sei mesi di crescita (all'1,2% a/a) superiore alle attese è rallentata nei mesi estivi a 0,9% a/a. Ma è difficile che si possa tenere il ritmo del 2016. La disoccupazione è calata solo marginalmente al 6% dopo tre mesi di fermo al 6,1%. Per i prossimi mesi le indagini di fiducia indicano ancora una tenuta della dinamica occupazionale a 1,2% a/a. Ulteriori cali della disoccupazione dipendono da quanto rapidamente l'afflusso di popolazione immigrata si tradurrà in un aumento della partecipazione¹³. Il tasso di risparmio rimane sorprendentemente elevato al 9,4% (v. fig. 8) e potrebbe offrire un cuscinetto in caso di shock avversi.

Gli investimenti in **costruzioni residenziali** hanno recuperato meno del previsto nei mesi estivi (0,3% t/t dopo il calo di 1,9% t/t in primavera, in parte correzione degli eccessi di inizio anno). L'andamento recente di ordini, permessi e fiducia presso i costruttori è coerente con un ciclo espansivo **delle costruzioni residenziali** a un ritmo di circa 0,7% t/t (2,4% nel 2017) (v. fig. 9). Gli **investimenti in macchinari** sono rimasti **deboli** (v. fig. 10) anche nei mesi estivi nonostante l'elevato utilizzo della capacità produttiva, condizioni finanziarie di ampio supporto, la tenuta dei profitti, bassa leva, debito in calo. Dovrebbe quindi trattarsi di una fase temporanea e dai mesi finali dell'anno dovrebbe vedersi un ritorno a tassi di crescita positivi. Ma i **rischi sono verso il basso data l'elevata incertezza politica** sul contesto internazionale e interno (v. fig. 11).

I **rischi per lo scenario sono circa bilanciati**. La fase di espansione in linea con il trend è sostenibile perché non si riscontrano squilibri interni, nel contempo l'aumento recente del risparmio dovrebbe consentire di assorbire shock esterni. Nel dopo elezioni nonostante il paese sia in una posizione solida non mancheranno le sfide: gestire l'integrazione dei rifugiati; velocizzare il processo di riforma della *governance* europea per completare l'unione monetaria. A riguardo, il ruolo che la Merkel avrà in questo processo è chiave per evoluzioni significative nella direzione indicata dal rapporto dei 5 presidenti. Inoltre, la Germania non potrà continuare a ignorare gli squilibri sull'estero. Il surplus di bilancia dei pagamenti tedesco è in parte strutturale. Ma l'eccesso di risparmio aggregato (v. fig. 12), accumulato negli ultimi 20 anni, è anche spiegato dalla debolezza della domanda interna e, dal 2011, dalle politiche fiscali restrittive.

L'occupazione non può tenere i ritmi del 2016. Il mercato del lavoro è al pieno impiego

Il tasso di risparmio dovrebbe offrire un cuscinetto in caso di shock avversi

Costruzioni residenziali: l'espansione è ancora solida

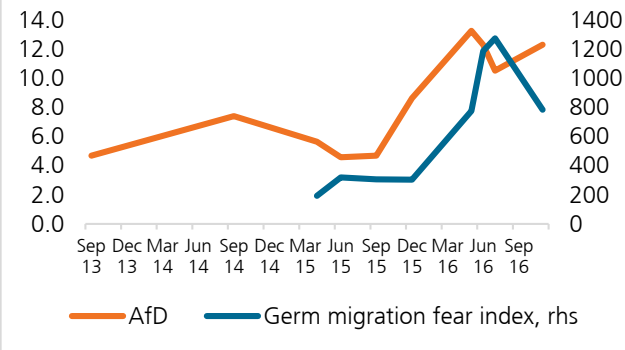
Investimenti aziendali: l'unico freno è l'incertezza

Previsioni	2015			2016			2017				2018		
	2015	2016	2017	2016				2017				2018	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) *	1.7	1.7	1.5	1.8	1.7	1.7	1.8	1.5	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6
- t/t				0.7	0.4	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	1.9	1.7	1.5	0.6	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	1.2	2.0	2.6	1.6	-1.6	0.0	1.0	1.1	0.9	0.6	0.8	0.7	0.9
Consumi pubblici	2.8	4.3	2.7	1.1	1.2	1.0	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Esportazioni	4.6	2.2	2.9	1.4	1.2	-0.4	0.8	1.1	0.9	0.4	0.8	1.1	0.8
Importazioni	5.0	3.1	4.0	1.5	0.1	0.2	1.2	1.6	1.0	0.8	0.6	1.5	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.2	0.1	0.1
Partite correnti (%PIL)	8.3	9.0	8.8										
Deficit pubblico (% PIL)	0.5	0.6	0.5										
Debito pubblico (% PIL)	71.2	68.1	65.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	0.2	1.4	0.1	0.0	0.2	0.6	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
Produzione industriale (a/a)	0.5	1.1	1.6	1.5	0.4	0.8	1.5	-0.3	1.6	2.6	2.4	2.2	1.8
Disoccupazione (ILO, %)	6.4	6.1	6.0	6.2	6.1	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	5.9
Tasso a 10 anni (%)	0.52	0.10	0.54	0.28	0.12	-0.12	0.13	0.36	0.45	0.59	0.75	0.84	1.03

Note: * Corretto per gli effetti di calendario; variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, Intesa Sanpaolo

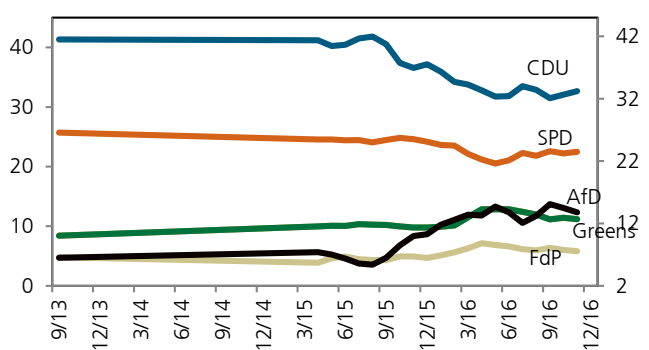
¹³ La domanda di lavoro è soddisfatta ancora in larga misura dall'immigrazione dal resto dell'Unione Europea (260 mila nel 2016), mentre per il momento l'AB, Istituto per l'occupazione, stima che solo una percentuale irrilevante dei rifugiati arrivati lo scorso anno è riuscita ad accedere al mercato del lavoro (32 mila).

Fig. 1 - La priorità è contrastare la deriva populista innescata dal forte afflusso di rifugiati



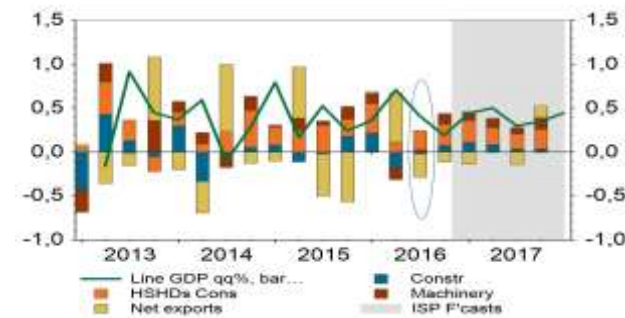
Fonte: Baker, Bloom & Davies Migration Fear indices via Bloomberg. Sondaggi elettorali sulle prossime elezioni parlamentari Wikipedia, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Una coalizione CDU e SPD avrebbe ancora la maggioranza



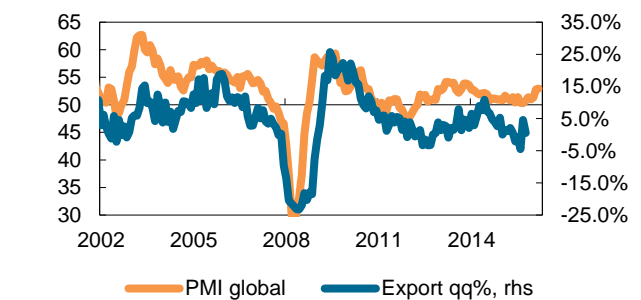
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Il commercio estero ha pesato sulla dinamica del PIL



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 - Esportazioni sostenute dalla domanda dal resto della zona euro, in calo verso altri avanzati. Il PMI globale indica una crescita più sostenuta dell'export a cavallo del nuovo anno



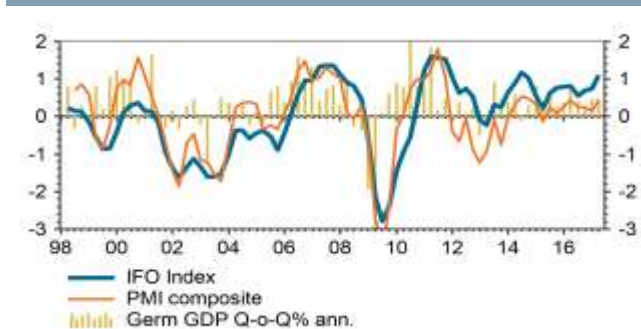
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - L'industria ha agganciato la ripresa. Servizi, commercio e costruzioni viaggiano a pieni giri. Il commercio estero ha pesato sulla dinamica del PIL. Secondo le nostre previsioni il testimone dovrebbe passare di nuovo a consumi e investimenti



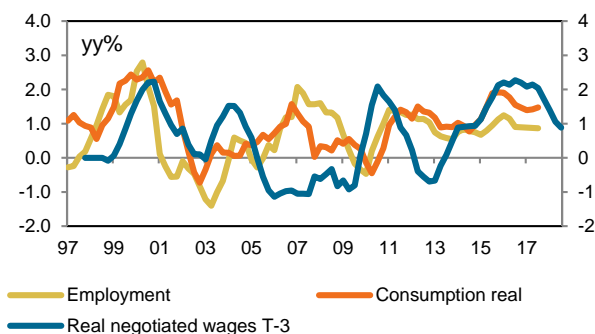
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - Il picco per i consumi privati è alle spalle. Nonostante condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive e tenuta dell'occupazione e salari reali sono attesi rallentare



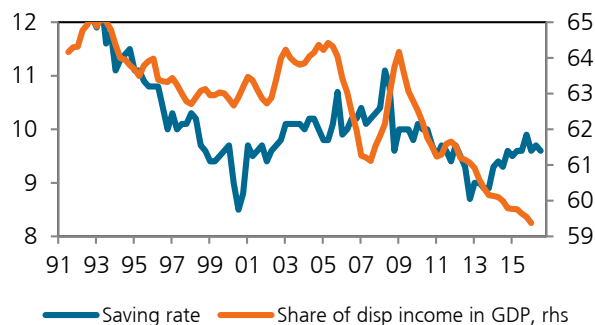
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Il picco per i consumi privati è alle spalle. Nonostante condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive. Ma occupazione e salari reali sono attesi rallentare



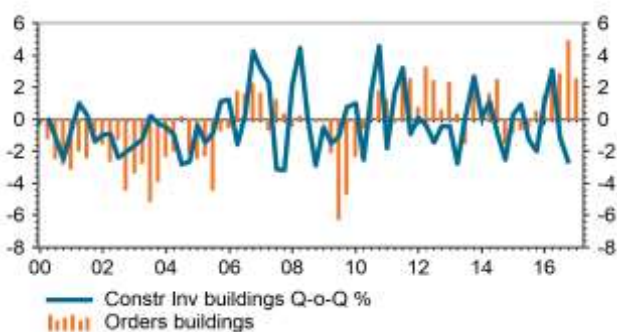
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Il recente aumento del tasso di risparmio dovrebbe offrire un buffer in caso di shock



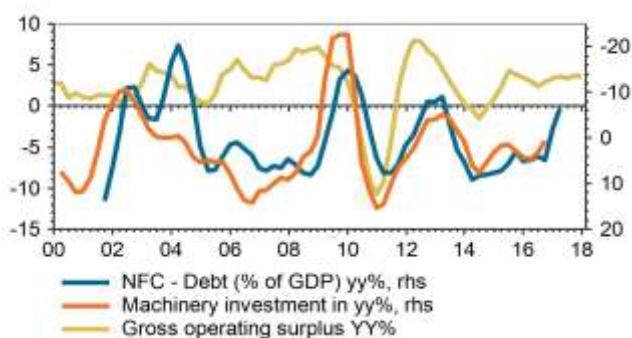
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Costruzioni ordini e fiducia indicano una crescita solida a fine anno



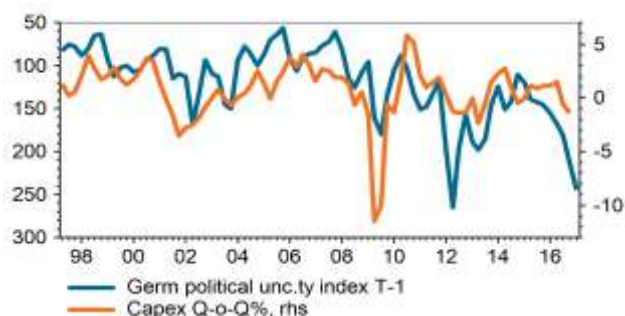
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – I fondamentali coerenti con una dinamica più vivace della spesa per investimenti



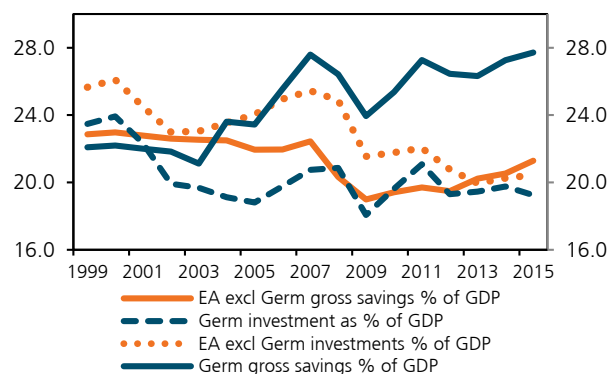
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Il vero freno agli investimenti è “la grande incertezza”



Fonte: FSO & Economic Policy Uncertainty Institute via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Sfide per il dopo elezioni: ribilanciare gli eccessi di bilancia commerciale. Il surplus di bilancia commerciale in continua crescita riflette l'eccesso di risparmio aggregato. Dal 2011 anche il settore pubblico è un creditore netto



Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

Francia: sale la tensione per le elezioni 2017

Le **elezioni del 2017** rappresentano uno snodo cruciale per la Francia, perché mai come questa volta un partito populista eurosceptico è stato tanto vicino alla vittoria: le probabilità del Fronte National di arrivare al ballottaggio nelle elezioni presidenziali sono concrete. Ciò non ha mancato di creare qualche nervosismo sui mercati, ove il differenziale di rendimento con la Germania è salito dai 30pb medi dell'ultimo biennio a 50-70pb. Sulla base dei sondaggi, **una vittoria dei Repubblicani (centro-destra) alle legislative e l'elezione di Fillon alla presidenza rimane lo scenario più probabile**, ma il Fronte Nazionale di Le Pen potrebbe aumentare la sua rappresentanza parlamentare in modo apprezzabile. In un quadro politico in movimento, non si può escludere un exploit dell'indipendente Macron, che potrebbe sottrarre voti agli altri candidati moderati.

Guido Valerio Ceoloni

Intanto, l'economia francese mantiene un passo inferiore alla media dell'eurozona: per quest'anno stimiamo che il PIL si fermerà a 1,2% e l'anno prossimo a 1,3%. Alcuni fattori esterni di spinta del 2016 (in particolare il prezzo del petrolio) progressivamente andranno rientrando. I dati trimestrali 2016 hanno mostrato una certa volatilità: dopo un buon inizio d'anno (+0,6% t/t), scioperi e alluvioni hanno compromesso il secondo trimestre (-0,1% t/t), mentre nel terzo si è visto un recupero deludente (+0,2%t/t), frenato dal contributo negativo del canale estero, che ha fermato la crescita acquisita a 1,1%. **Per l'ultimo trimestre ci aspettiamo una modesta accelerazione attorno a 0,4% t/t**, che dovrebbe aggiungere un decimo al PIL in media annua.

L'**occupazione nel 3° trimestre è pressoché stabile a 64,6%** e in media annua ora è attesa a 64,6% da 64,3% del 2015: l'aumento degli occupati rimane pertanto del tutto residuale e nell'intero mandato Hollande l'aumento è stato solo dello 0,7%. Questa dinamica strisciante è attesa proseguire anche per buona parte del 2017. Il **calo del tasso di disoccupazione¹⁴ di quattro decimi nel 2016 al 10,0% dal 10,4%**, primo calo dal 2011, e di altri tre decimi l'anno prossimo al 9,8%, è dovuto al boom delle assunzioni a tempo determinato e ai contratti di formazione varati con la riforma del mercato del lavoro. Le indagini presso le imprese e gli indici PMI sull'occupazione rimangono deludenti nel manifatturiero, ma migliorano nei servizi e nelle costruzioni.

Disoccupazione in calo di quattro decimi al 10,00% per la prima volta dal 2011

I **consumi** rimangono il principale veicolo della crescita, ma nella parte centrale dell'anno hanno visto un'inattesa stagnazione, con la spesa delle famiglie in contrazione per quattro mesi consecutivi in particolare a causa della **correzione delle vendite di auto** (a 1,8% a/a nei primi dieci mesi dell'anno rispetto a +4,0% dello stesso periodo del 2015). Nell'ultimo trimestre ci aspettiamo un rimbalzo (a +0,4% t/t da zero) dei consumi che dovrebbe segnare un aumento nel 2016 dell'1,5% a/a, stesso ritmo del 2015. Ci aspettiamo un ritmo simile anche nel 2017, grazie alla **dinamica occupazionale moderatamente positiva** e alle condizioni di supporto nell'accesso al credito. La fiducia delle famiglie in media trimestrale sta risalendo verso la media storica (ora a 98,1 da 96,6 del 3° trimestre), al di sopra del livello del 2015 (94,2).

Consumi delle famiglie a 1,5% a/a nel 2016-2017

La **produzione industriale** quest'anno ha deluso, appesantita da una volatilità inusuale che ha registrato **tre cali consecutivi nei primi tre trimestri**. Nell'ultimo ci attendiamo un recupero solo marginale in linea con le indicazioni dei PMI di ottobre e novembre (manifatturiero a 51,8 da 48,9), per una **media annua a 0,2% da 1,5%**. **Per l'anno prossimo prevediamo un'accelerazione attorno a 1,4%**. Il settore delle **costruzioni** dopo aver contribuito positivamente alla formazione del PIL nel 3° trimestre continua a registrare miglioramenti, con il livello della fiducia che è ulteriormente salito nei ultimi due mesi a 97,4 da 95,4, prossimo alla media storica: ci

Produzione industriale deludente nel 2016. Costruzioni e servizi positivi

¹⁴ Definizione ILO per la Francia metropolitana

aspettiamo che continui a migliorare a cavallo d'anno. Da ultimo, il settore dei **servizi** rimane positivo, con le indagini che puntano a una stabilizzazione nella parte finale dell'anno (PMI servizi a 51,5 da 52,0, attività attesa a 52,0 da 52,1; indice INSEE a 101,5 da 101,3, al di sopra della media di lungo periodo).

Le riforme varate dalla presidenza Hollande non hanno liberato del tutto il potenziale di crescita, in quanto permangono le note rigidità sul mercato del lavoro e una pressione fiscale esagerata che comprimono la produttività e riducono la competitività delle aziende nazionali. Tuttavia, nell'ultimo biennio l'erosione del cuneo fiscale e gli incentivi all'assunzione hanno dato dei frutti nel ripristinare margini di profitto, inoltre le condizioni al credito molto favorevoli hanno spinto gli **investimenti produttivi, che cresceranno quest'anno del 3,4% a/a dal 2,9% a/a del 2015 e sono attesi stabilizzarsi attorno al 2,1% a/a l'anno prossimo**. Per la prima volta dal 2011, sono tornati a crescere anche gli **investimenti delle famiglie: +1,2% dal -0,8% del 2015**. Nel 2017 la crescita continuerà, ma a ritmo inferiore (+0,7%). Complessivamente, gli **investimenti fissi** cresceranno di +0,9% quest'anno e di +2,7% nel 2017.

Dopo un parziale miglioramento nel 2015 la **bilancia commerciale** tornerà a peggiorare nel 2016 da -2,1% del PIL a -2,4%, e tale tendenza continuerà nel 2017 (-2,8%), riflettendo il dinamismo della domanda interna e la difficoltà delle imprese a recuperare quote del mercato internazionale, anche nei servizi. Le **importazioni saranno sostenute** nell'orizzonte di previsione dai consumi forti, più che compensando l'accelerazione delle **esportazioni** da 0,6% a/a a 2,6% a/a. Il canale estero continuerà a frenare la crescita (-0,8 nel 2016 e -0,3 nel 2017). La Francia rimane l'unico paese dell'eurozona con un deficit fiscale e di partite correnti.

L'**inflazione rimarrà debole quest'anno (0,2%)**, sulla scia del calo del prezzo dell'energia. **Dal 2017 ci aspettiamo un'accelerazione al di sopra dell'1%** (media nazionale a 1,1%, indice armonizzato a 1,2%) grazie a un effetto base favorevole e alla risalita del prezzo del petrolio; la componente *core* è attesa in accelerazione da 0,6% a 0,9% nel 2017.

Il focus governativo di consolidamento dei conti pubblici si è concluso nel 2014. Confermiamo la precedente previsione di un **deficit quest'anno al -3,3% e a -3,1% l'anno prossimo**, ben oltre il -2,7% stimato dal Governo. Inoltre, parte delle misure per la riduzione del deficit l'anno prossimo si limiterà a posticipare le spese al 2018, lasciando al prossimo Governo la gestione del problema. Il **debito pubblico** è in rotta per arrivare quest'anno al 96,5% del PIL da 96,0% e a 97,0% l'anno prossimo.

Investimenti delle famiglie in aumento per la prima volta dal 2011

Le esportazioni nette rimarranno un freno alla crescita per tutto il 2017

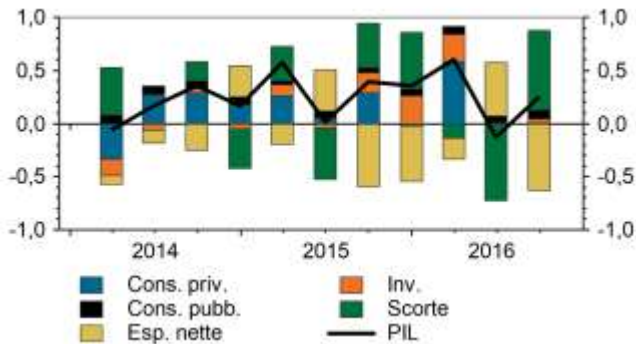
Inflazione a 0,2% nel 2016 e a 1,1% nel 2017

Il ciclo elettorale ha fermato il risanamento del bilancio pubblico. Il deficit nominale in calo nel 2017. Debito pubblico sempre in aumento

Previsioni	2015	2016	2017	2016				2017				2018		
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.2	1.1	1.2	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
- t/t				0.6	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.5	1.5	1.4	1.1	0.0	0.0	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	0.9	2.7	1.9	1.2	0.0	0.2	0.4	0.8	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.5	1.6	1.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	6.0	0.8	3.2	-0.5	-0.1	0.5	1.4	0.9	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Importazioni	6.4	2.9	3.1	0.3	-1.7	2.5	0.6	1.0	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.8	0.7	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.2	-1.9	-1.8											
Deficit pubblico (% PIL)	-3.7	-3.4	-3.1											
Debito pubblico (% PIL)	96.2	96.5	97.0											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.0	0.2	1.1	0.0	0.0	0.3	0.6	1.1	1.0	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
Produzione industriale (a/a)	1.6	0.1	1.4	0.9	0.5	-0.1	-0.8	0.4	1.2	1.8	2.3	1.9	1.9	1.9
Disoccupazione (ILO, %)	10.4	10.0	9.8	10.2	9.9	10.0	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	9.6	9.5	9.5

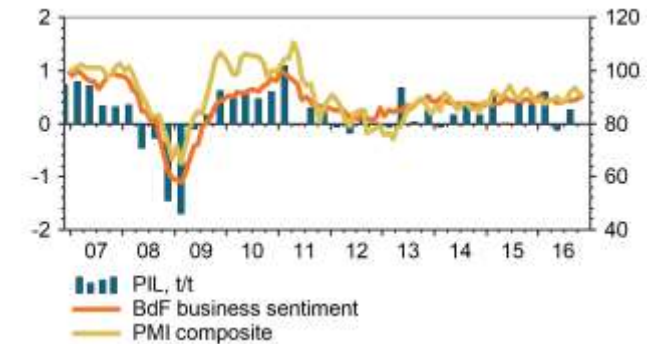
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



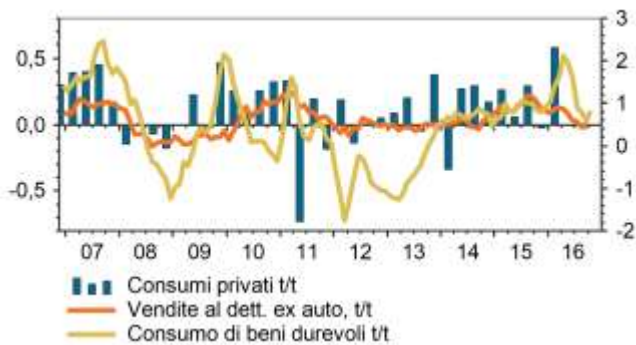
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



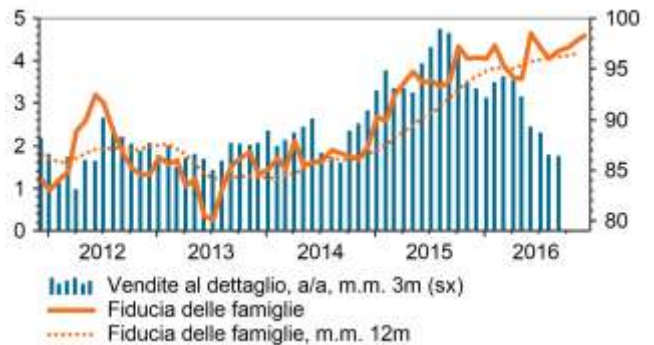
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



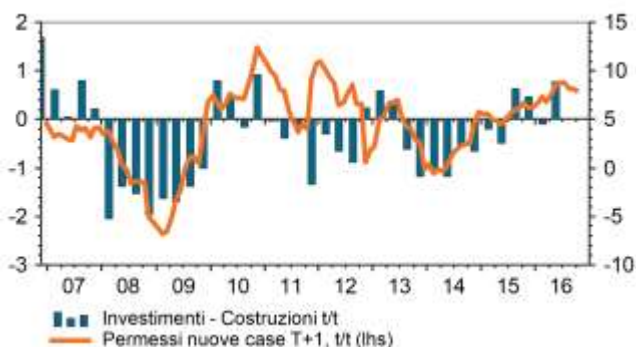
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



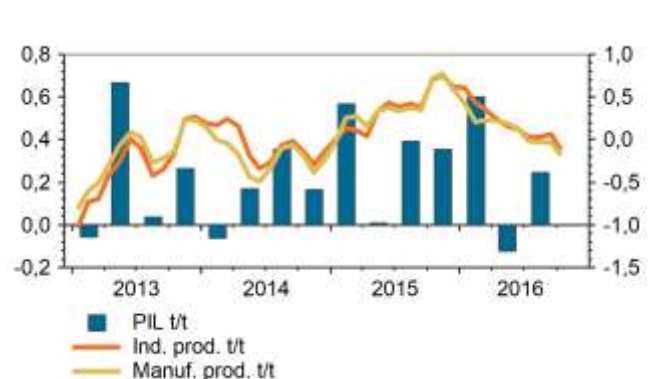
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



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

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



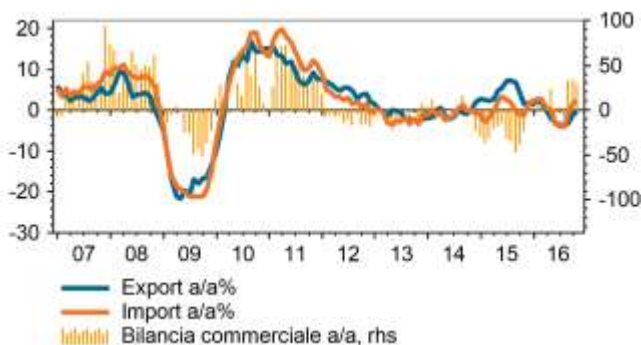
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



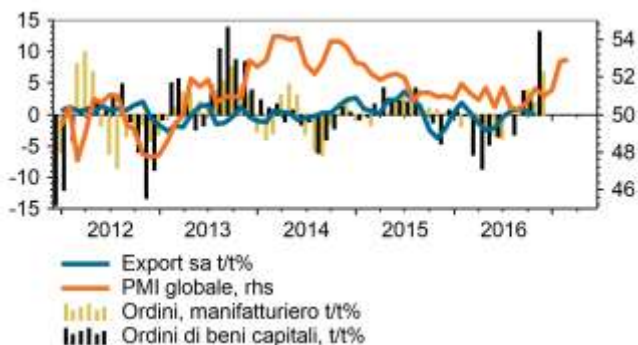
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



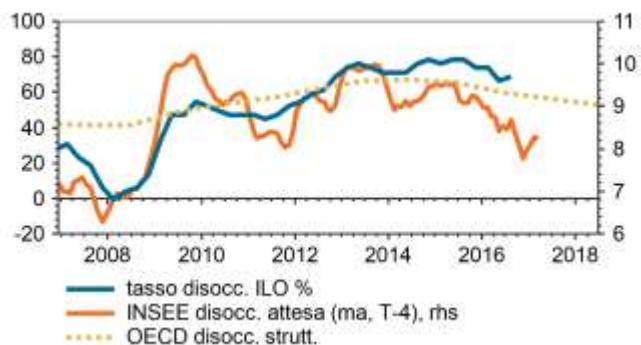
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



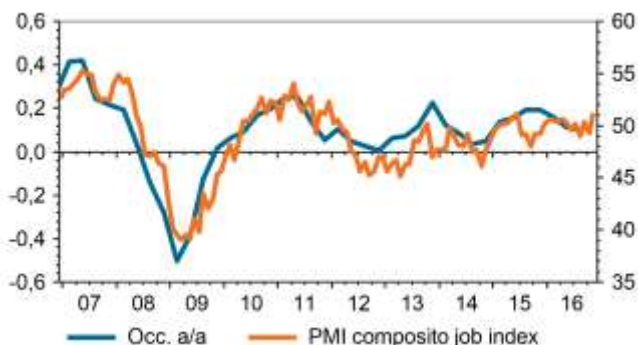
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Fig. 12 – Andamento dell'occupazione



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

Italia: crescita poco variata nel 2017 (anno elettorale?)

Dopo che gli ultimi anni hanno visto un progressivo ma costante miglioramento nell'andamento del PIL (da -2,9% nel 2012 a -1,7% nel 2013 a +0,2% nel 2014 a +0,6% nel 2015 a +0,9% nel 2016, in base ai dati corretti per i giorni lavorativi), il 2017 potrebbe vedere una crescita poco variata rispetto all'anno precedente. Infatti **la velocità di crociera dovrebbe rimanere vicina all'1%**, dopo che già nel 2016 l'attività economica è risultata in crescita dello 0,9% ovvero più di quanto da noi stimato tre mesi fa (0,8%).

Paolo Mameli

Tuttavia, **dovrebbe cambiare la composizione della crescita**, con un probabile rallentamento della domanda domestica (stimiamo un contributo della domanda interna al netto delle scorte di 0,8% dopo l'1,3% del 2016, che peraltro ha rappresentato un massimo da 10 anni), bilanciato dal venir meno del freno rappresentato dalle esportazioni nette (e verosimilmente anche dai magazzini). Gli scambi con l'estero potrebbero a nostro avviso aggiungere un decimo alla crescita, dopo averla frenata in tutto il triennio 2014-16 (in media di -0,2%); l'apporto dalle scorte potrebbe risultare nullo dopo un significativo -0,3% nel 2016. Ci aspettiamo anche una **diversa composizione della domanda domestica**, in quanto vediamo una tenuta degli investimenti (che stimiamo in crescita del 2% nel 2017 come già nel 2016) a fronte di un rallentamento dei consumi (che viceversa potrebbero vedere un aumento nel 2017 limitato allo 0,7%, ovvero la metà del tasso di crescita registrato l'anno precedente).

Ci aspettiamo nel 2017 una crescita poco variata, a 1%

I **consumi** sono stati sinora il principale motore di ripresa dell'economia italiana, essendo stati la prima componente a evidenziare un recupero dopo la grande crisi (+0,4% nel 2014, con una crescita su base congiunturale già nella seconda metà del 2013) ed essendo cresciuti da allora su ritmi sempre superiori a quelli del PIL (e la crescita media dei consumi nel biennio 2015-16, pari a 1,5%, è un record dal 2000). Per capire la possibile evoluzione nel 2017 occorre risalire alle cause dell'aumento registrato negli anni precedenti. Queste sono state, in ordine cronologico: 1) il bonus Irpef entrato in vigore a partire da maggio 2014; 2) il calo dell'inflazione, che ha toccato un punto di minimo nei primi mesi del 2015; 3) la ripresa dell'occupazione, partita già nel 2014 ma che è andata via via accelerando (da 0,4% nel 2014 a 0,8% nel 2015 a 1,2% nel 2016). Tutto ciò ha fatto sì che il reddito disponibile reale delle famiglie crescesse nel 2016 (nelle nostre stime) del 2,1%, un massimo da 15 anni, e ha spinto la fiducia delle famiglie, a inizio 2016, a un massimo storico (118,5). Tuttavia, da questi fattori in prospettiva non è lecito attendersi la medesima spinta propulsiva: 1) la politica fiscale sembra aver esaurito i margini di manovra almeno nell'orizzonte prevedibile; 2) l'inflazione ha superato il punto di minimo ed è attesa salire dello 0,8% nel 2017 (dopo tre anni attorno allo zero), erodendo così parte del potere d'acquisto delle famiglie (d'altra parte ci aspettiamo una risalita solo lieve dei salari contrattuali, attorno a 0,9% dopo il minimo storico di 0,6% toccato nel 2016); 3) già nel corso del 2016 vi sono stati segnali di rallentamento della crescita occupazionale (a partire dal picco in termini di crescita annua toccato a +1,9% a maggio 2016), che a nostro avviso continueranno nel corso del 2017: stimiamo un aumento degli occupati di 0,6% nel 2017 (la metà del tasso di crescita che stimiamo per il 2016). Di conseguenza, riteniamo che il reddito disponibile reale delle famiglie possa continuare a migliorare nel 2017, ma su ritmi decisamente più ridotti che nel 2016 (0,9%). Il venir meno di questi fattori di supporto spiega anche la flessione evidenziata nel corso di tutto il 2016 dalla fiducia dei consumatori.

È possibile un rallentamento dei consumi...

Un altro fattore che ha spinto i consumi negli ultimi due anni è stata la discesa dei tassi di interesse, in particolare sulla componente del credito al consumo (che ha toccato sui nuovi prestiti un minimo storico a 6,44% a fine 2015): si spiega così, oltre che con la creazione di occupazione (e con la sostituzione di posti di lavoro temporanei con permanenti), la crescita apprezzabile fatta segnare negli ultimi anni dai consumi di **beni durevoli** (+5,2% in media nel triennio 2014-16). Tuttavia, anche da questo punto di vista riteniamo che il grosso dell'effetto sia assorbito, pertanto ci attendiamo un rallentamento più marcato proprio da tale componente

dei consumi (attesa crescere di un più modesto 1% nel 2017). Un ruolo importante è stato giocato dalle auto, per le quali sembrano esserci ancora spazi di recupero vista la persistente anzianità del parco veicoli; d'altra parte già negli ultimi mesi si sono notati alcuni segnali di rallentamento (le immatricolazioni hanno fatto segnare un +8,2% a/a a novembre, dopo il massimo di +28% a/a toccato sei mesi prima), che potrebbero preludere a un 2017 ancora positivo ma meno brillante.

Nel 2017 a nostro avviso il testimone della ripresa potrebbe passare dai consumi agli **investimenti**, dai quali per la prima volta nell'attuale fase ciclica potrebbe arrivare il maggior contributo alla crescita del PIL. In effetti, già nel 2016 gli investimenti di contabilità nazionale hanno fatto segnare un apprezzabile ritmo di crescita (+2% dopo il +1,1% del 2015: si tratta di un massimo degli ultimi 10 anni). Tuttavia, la ripresa sinora è stata limitata pressoché interamente agli investimenti in **mezzi di trasporto**, che hanno registrato una crescita a due cifre per tutto il triennio 2014-16 (+11,9% nel 2014, +18,2% nel 2015, +25,1% nel 2016). La ragione sta nella più facile sostituibilità per questo tipo di investimenti (la maggior parte dei quali è verosimilmente di sostituzione), oltre che nello sviluppo delle piattaforme di *car sharing*, del noleggio e delle flotte aziendali. Per il 2017, vediamo un "fisiologico" rallentamento di questa componente (peraltro minoritaria) degli investimenti, a 8,7% dopo il 25,1% stimato per il 2016.

Viceversa, assai irregolari sono i segnali arrivati dagli investimenti in **macchinari e attrezzature**, che dopo un incoraggiante rimbalzo nella seconda metà del 2014 (+0,9% t/t in media) hanno da quel momento in poi mostrato un andamento assai altalenante (nel 2016: +0,5% t/t nel 1° trimestre, -0,9% t/t in primavera, +0,7% t/t in estate). Di conseguenza, nel 2016 vi è stato un rallentamento della parte *core* degli investimenti a 0,4% dopo l'1,1% del 2015. Ciò è stato in parte sorprendente viste anche le misure espansive contenute nella Legge di Stabilità 2016 e in particolare la possibilità di effettuare un maxi-ammortamento (al 140%) sui nuovi investimenti realizzati dal 15 ottobre 2015 al 31 dicembre 2016; la frenata appare dovuta al minor ottimismo delle imprese circa le prospettive economiche, che era salito in misura probabilmente eccessiva in precedenza. D'altra parte, da gennaio diventeranno effettive le ulteriori misure previste dalla Legge di Stabilità 2017, che rafforzano quelle precedenti e puntano in particolar modo a stimolare gli investimenti privati (oltre che ad aumentare quelli pubblici). Nel corso del 2016 si è anche verificato un sia pur modesto rimbalzo dai minimi della profittabilità delle imprese, che non si è convertito in un apprezzabile aumento del tasso di investimento. In sintesi, ci sembra ci siano spazi per una riaccelerazione degli investimenti in macchinari e attrezzature, che vediamo in crescita del 2,4% nel 2017 dopo lo 0,4% del 2016. D'altra parte, questa è la parte di previsione su cui vige la maggiore incertezza.

Un discorso a parte meritano le **costruzioni**. Per il settore il 2016 è stato nel complesso un anno di ripresa, il primo dopo 10 anni (+1%). Tuttavia, anche in questo caso la media annua nasconde un andamento assai irregolare. O meglio, il comparto aveva mostrato segnali incoraggianti nel 2015 (1° trimestre: +1,1% t/t, 3° trimestre: +0,5% t/t, 4° trimestre: +1,3% t/t, interrotti solo da una lieve flessione nel trimestre primaverile), che poi però sono stati smentiti nel corso del 2016 (con una stagnazione su base congiunturale in ciascuno dei primi tre trimestri). Peraltro, l'andamento della fiducia delle imprese nel settore è ampiamente coerente con una ripresa, visto che il morale dei costruttori è vicino ai massimi degli ultimi 8 anni (è l'unico settore ad avere evidenziato un trend al rialzo della fiducia nel corso dell'ultimo anno), e le condizioni finanziarie restano più che favorevoli. Tuttavia, l'andamento stagnante del 2016 crea un effetto statistico negativo sul 2017 che fa sì che difficilmente il settore eviterà un rallentamento, stimiamo attorno a 0,7% dall'1% del 2016. Nel complesso, tenuto conto di un andamento differenziato per le varie componenti (investimenti in mezzi di trasporto e in costruzioni in rallentamento, investimenti in macchinari e attrezzature in accelerazione), vediamo una crescita degli investimenti fissi lordi invariata al 2% nel 2017.

...a fronte di una miglior tenuta degli investimenti, in particolare in macchinari e attrezzature

Per il 2017, ci attendiamo che venga meno il freno alla crescita rappresentato dagli **scambi con l'estero**, che nel triennio 2014-16 hanno in media sottratto due decimi l'anno al PIL. Ciò in un quadro di recupero per entrambi i flussi, sulla scia della ripresa del commercio mondiale. L'import potrebbe accelerare ma solo in misura modesta (a 2,6% da 1,7% stimato per il 2016), frenato dal minor vigore della domanda per consumi interni. Più significativa sarà a nostro avviso l'accelerazione dell'export, che per la prima volta dal 2013 potrebbe crescere più dell'import (a 2,9% dopo l'1,3% del 2016, nelle nostre stime).

Dovrebbe venir meno il freno rappresentato dal commercio con l'estero

La ripresa dell'export è attesa principalmente da due fattori: 1) il **venir meno del freno rappresentato da alcuni Paesi emergenti** e in particolare da Russia, OPEC e Paesi del Mercosur, che nel complesso hanno dato un contributo negativo alla crescita dell'export totale italiano di -0,5% nel 2014, -0,7% nel 2015 e -0,8% nei primi 9 mesi del 2016 (con un impatto diretto sul PIL pari a -0,2% l'anno), e per i quali sembra di poter dire che il punto di minimo del ciclo sia ormai alle spalle; 2) **una riaccelerazione delle vendite verso gli Stati Uniti** (il partner verso cui l'Italia vanta il maggior surplus commerciale, 18,5 miliardi nei primi 10 mesi del 2016), che, dopo la frenata del 2016 (0,4% da gennaio a ottobre 2016, dopo la crescita a due cifre registrata nei due anni precedenti), potrebbero beneficiare sia delle prospettive di riaccelerazione dell'economia nordamericana (anche grazie alle misure di politica fiscale espansiva promesse dalla nuova amministrazione), sia del recente apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro (ai valori odierni, pari a circa il 4,5% rispetto alla media 2016). Viceversa, l'area geografica che potrebbe dare un contributo negativo alla crescita dell'export (e dunque del PIL) potrebbe essere il Regno Unito, per via non tanto del rallentamento dell'economia britannica (che pensiamo sarà moderato) quanto del deprezzamento della sterlina, sia pur rientrato in parte di recente (ai valori attuali, la valuta britannica nei confronti dell'euro risulta più debole del 7% rispetto alla media 2016 pre-Brexit). Quanto alle esportazioni verso il resto dell'area euro, ci aspettiamo che risultino poco variare rispetto a quanto fatto segnare quest'anno (attorno al 3%).

Sul **fronte politico**, la vittoria del "no" al referendum costituzionale non ha implicato le conseguenze negative sui mercati finanziari che taluni si aspettavano, ma ha decretato di fatto la fine del governo Renzi. Le conseguenze economiche sono limitate in quanto come pensavamo la crisi è stata risolta in tempi brevi, con un esecutivo e una maggioranza del tutto simili ai precedenti. La durata del governo Gentiloni dipenderà dai progressi del negoziato tra i principali partiti in merito alla legge elettorale. Se un voto anticipato nei primi mesi del 2017 come da taluni invocato appare poco probabile, tuttavia resta in dubbio che si arrivi alla fine della legislatura a maggio 2018. In ogni caso, riteniamo improbabile che vengano indette elezioni senza un sistema di voto coerente nelle due camere. Mentre il parlamento si occuperà della nuova legge elettorale, il nuovo governo potrebbe finalizzare l'implementazione di alcune delle riforme approvate dall'esecutivo precedente, e occuparsi dell'ordinaria amministrazione e del negoziato con la Commissione UE in vista di possibili richieste di correzioni alla legge di bilancio (oltre che della eventuale necessità di interventi per la stabilizzazione del settore finanziario). Per una riaccelerazione della spinta riformatrice occorrerà nella migliore delle ipotesi aspettare la prossima legislatura.

Il 2017 potrebbe essere un anno elettorale

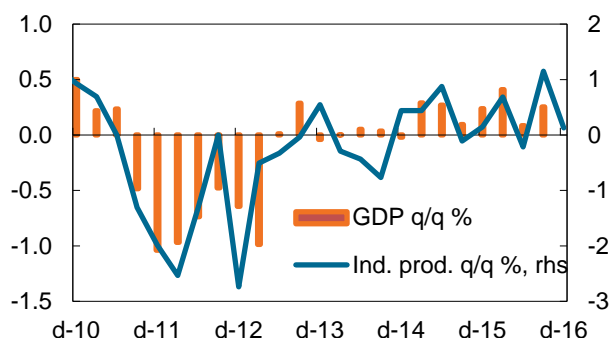
Scenario Macroeconomico

Dicembre 2016

Previsioni	2015	2016	2017	2016				2017				2018	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.9	1.0	1.0	0.8	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2
- t/t				0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.5	1.4	0.7	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
Investimenti fissi	1.1	2.0	2.0	0.6	0.0	0.8	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	0.6	0.5
Consumi pubblici	-0.6	0.6	0.3	0.1	-0.3	0.2	0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	4.0	1.3	2.9	-1.2	2.1	0.1	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5	0.8	0.7
Importazioni	5.8	1.7	2.6	-1.1	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.3	0.0	0.1	-0.2	0.1	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.6	2.7	2.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.6	-2.4	-2.6										
Debito pubblico (% PIL)	132.2	132.5	132.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.0	-0.1	0.8	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.7	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2
Produzione industriale (a/a)	0.9	1.4	1.4	1.6	0.5	1.8	1.8	1.3	2.0	1.3	1.1	1.0	1.0
Disoccupazione (ILO, %)	11.9	11.6	11.4	11.6	11.6	11.6	11.5	11.5	11.4	11.3	11.1	11.0	10.8
Tasso a 10 anni (%)	1.71	1.49	2.52	1.49	1.48	1.19	1.79	2.28	2.45	2.59	2.75	2.84	3.02

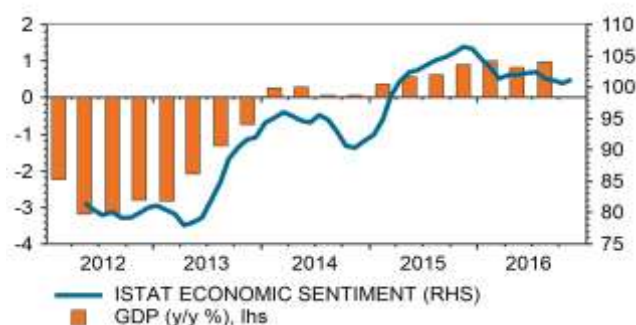
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – PIL e produzione industriale dovrebbero essere tornati a rallentare a fine 2016, dopo un trimestre estivo incoraggiante



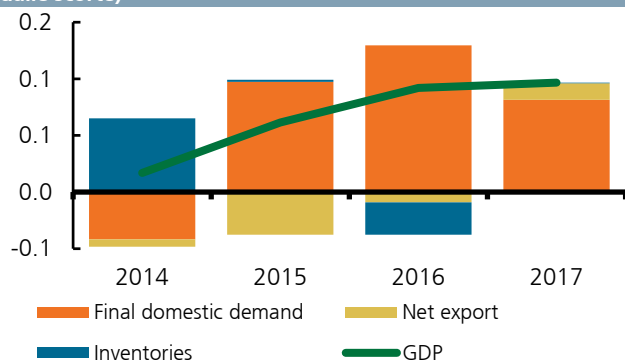
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Al di là della volatilità su base trimestrale, gli indici anticipatori segnalano una velocità di crociera annua poco variata (con qualche rischio verso il basso) nell'orizzonte prevedibile



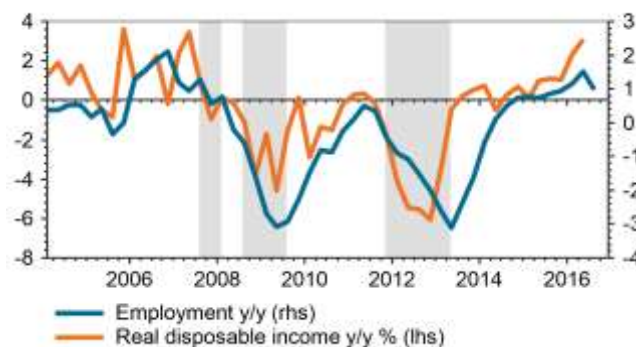
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Nel 2017 ci aspettiamo un rallentamento della domanda interna. Il PIL potrebbe risultare poco variato solo in virtù del venir meno del contributo negativo dal commercio estero (e dalle scorte)



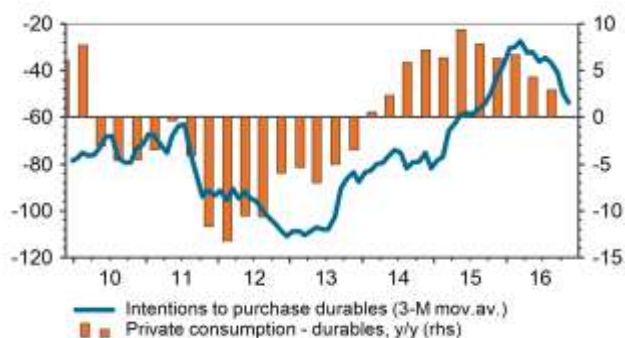
Nota: tasso % di crescita annua del PIL e contributo delle principali componenti. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – La chiave della ripresa dei consumi negli anni recenti è stata nel recupero di reddito disponibile, che è dipeso in gran parte dall'occupazione. Tuttavia, vi sono segnali di possibile inversione di tale trend



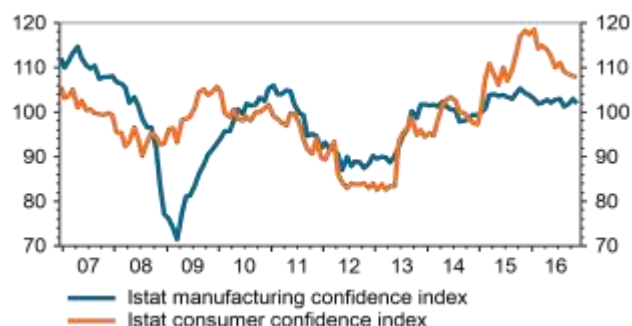
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – In particolare, sono già evidenti i segnali di rallentamento dei consumi di beni durevoli



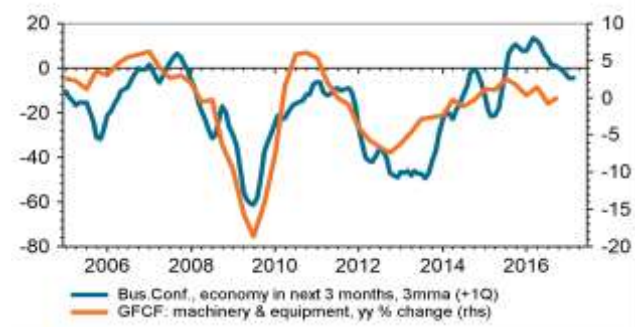
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – La fiducia dei consumatori è su un chiaro trend di calo mentre quella delle imprese si è mossa lateralmente nell'ultimo anno. Ciò è coerente con la nostra idea di un passaggio del testimone della ripresa dai consumi agli investimenti



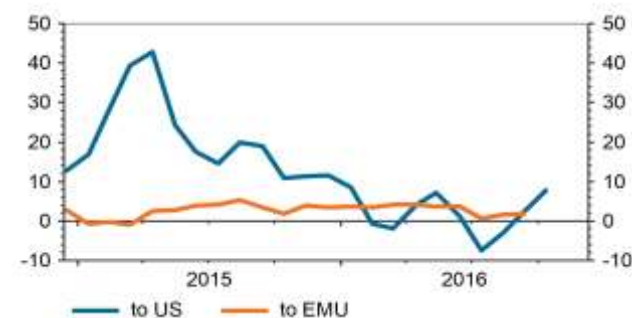
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – In particolare, gli investimenti in macchinari e attrezzature sono finora rimasti pressoché stagnanti, ma sembrano avere spazi di recupero alla luce di aspettative sulla domanda comunque espansive (anche se in frenata nel 2016)



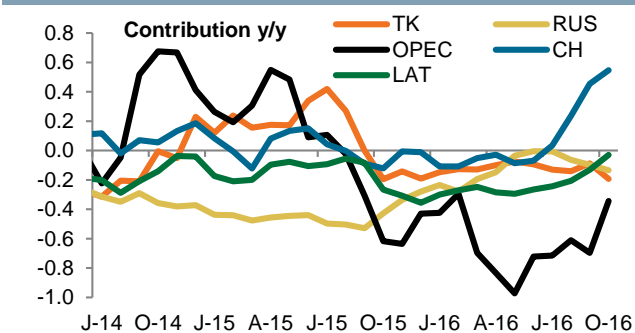
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – L'export dovrebbe beneficiare della ripresa delle vendite già in corso verso gli Stati Uniti (a fronte di vendite circa stabili verso l'Eurozona)...



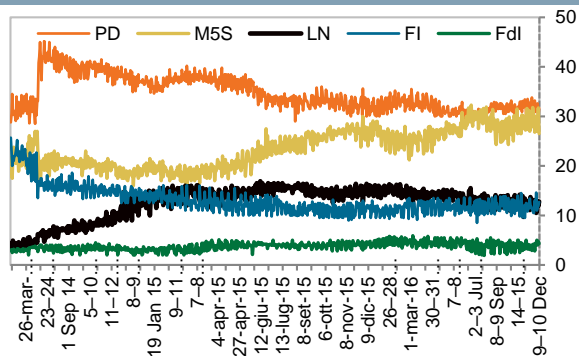
Nota: variazione % annua delle esportazioni italiane verso Stati Uniti ed Eurozona (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – ...nonché del venir meno del contributo negativo da diversi Paesi emergenti



Nota: contributo alla crescita % annua delle esportazioni italiane (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 10 – L'evoluzione dello scenario politico italiano rimarrà sotto osservazione nei prossimi mesi all'approssimarsi delle elezioni politiche. Le intenzioni di voto ad oggi mostrano un testa a testa tra PD e Movimento 5 Stelle



Fonte: CISE, Datamedia, Demopolis, Demos&Pi, EMG, EP Election, Epoké, Euromedia, IPR, Ipsos, Ixé, Lorian, Piepoli, Quorum, ScenariPolitici, SWG, Tecne

Spagna: tutto è bene quel che finisce bene. Forse

Dopo quasi un anno di impasse, da ottobre scorso il Paese ha un Governo di minoranza popolare guidato ancora da Mariano Rajoy¹⁵, in carica ormai dal 2011 nonostante il forte malcontento manifestato dall'elettorato e l'emergere di due nuove forze politiche, i populisti di sinistra *Podemos*, e *Ciudadanos*, che invece è un movimento centrista. La doppia tornata elettorale dell'ultimo anno ha sancito la sconfitta delle forze politiche di centro sinistra in Spagna, come del resto in molti altri paesi europei. Ma i popolari di Rajoy hanno molto probabilmente una strada impervia: con solo 137 seggi su 350, si troveranno a dipendere dal sostegno di qualche partito di opposizione per approvare qualunque provvedimento legislativo. Inoltre, continua ad aleggiare l'ombra delle spinte indipendentiste, anche se il 14 dicembre il tribunale Costituzionale ha accolto la petizione del governo per fermare l'indizione di un referendum per l'indipendenza della Catalogna.

Nonostante i ritmi di crescita più che solidi (3,3% nel biennio 2015–16) e ampiamente sopra la media per l'Eurozona, il paese deve ancora risolvere delle criticità. Il tasso di disoccupazione, sebbene in calo, rimane su livelli socialmente inaccettabili. L'elevata posizione debitoria sull'estero richiede un ulteriore sforzo di ribilanciamento degli squilibri interni: il settore privato ha fatto la sua parte, ma lo stesso non può dirsi il settore pubblico. Causa l'assenza di governo, il deficit chiuderà intorno al -4,8% nel 2016, solo in modesto calo dal -5,1% dello scorso anno, e il debito viaggia verso il 100% del PIL. A luglio scorso, in considerazione di eventi al di fuori del controllo del Governo¹⁶, il Consiglio ha rinviato di un anno, al 2018, il ritorno del deficit nominale al di sotto del 3%¹⁷. Lo sforzo strutturale richiesto dal 2017 è di 0,5% di PIL all'anno, la politica fiscale quindi tornerà a frenare la domanda aggregata, dopo aver dato un contributo di circa un punto di PIL nel 2016. Il Ministro delle finanze de Guindos ha assicurato che le misure adottate a inizio mese, per 5 miliardi di euro (tra aumenti delle imposte sulle società ed accise specifiche su tabacchi e alcolici), dovrebbero essere sufficienti a riportare il deficit al 3,1% del PIL come da prescrizioni di Bruxelles e ha respinto le raccomandazioni del FMI di esercitare uno sforzo ulteriore sul fronte di IVA e controllo della spesa. Ma non è scontato che *ex post* il saldo 2016 (nominale) risulti in linea con le stime di governo¹⁸ e che non vi sia necessità di misure aggiuntive nel corso del prossimo anno. La politica fiscale da espansiva diventerà restrittiva.

Dopo due anni di crescita (3,2-3,3%), ampiamente al di sopra del potenziale (stimato dalla Commissione UE appena al di sotto dell'1,0%), l'economia spagnola è attesa rallentare al 2,5% nel 2017 ed ancora all'1,7% nel 2018. Non solo la politica fiscale da espansiva diventerà restrittiva ma verrà meno anche la spinta dal prezzo del petrolio, particolarmente importante per la Spagna data l'elevata dipendenza energetica dall'estero. Le indicazioni dalle indagini di clima sono di una crescita ancora vicina a 0,7% nel 4° trimestre, come nei mesi centrali dell'anno. Le esportazioni sono rallentate nei mesi estivi (-1,3% t/t), ma una correzione era fisiologica dopo il forte aumento del 2° trimestre. L'accelerazione della domanda globale indica una dinamica positiva delle esportazioni da fine anno. Nel 2017, ci aspettiamo in media una crescita del 4,5% poco variata rispetto a quest'anno. Il saldo merci è poco variato per destinazione o in lieve miglioramento nel corso del 2016 (v. fig. 4) e questo grazie al miglioramento ancora del saldo energetico, ma per le altre categorie di beni si è avuto un peggioramento (v. fig. 5). Questa

Anna Maria Grimaldi

Dopo 10 mesi, la Spagna ha un governo. Ma la maggioranza di Rajoy, in carica dal 2011, è ridotta +4

Il focus torna sui conti pubblici e sullo sforzo di ribilanciamento

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

Il commercio estero tornerà a pesare sulla crescita 2017

¹⁵ La sconfitta alle elezioni in Galizia e Paesi Baschi ha costretto il leader dei socialisti (PSOE) Sanchez a dimettersi, e alla fazione pro astensionismo del PSOE di dare il via libera ad un Governo Rajoy.

¹⁶ L'inflazione si è rivelata più bassa nel 2016 rispetto alle stime di budget, un evento che la Commissione considera al di fuori del controllo del Governo.

¹⁷ La Commissione nell'aggiornamento delle previsioni di autunno stima il deficit 2016 al 4,6% in calo dal 5,1% del 2015.

¹⁸ I dati disponibili per diversi livelli di governo suggeriscono che il deficit è rimasto circa invariato nel 2016. Sul fronte delle spese l'andamento è circa in linea con le previsioni, lo sfioramento sembra venire dal lato delle entrate per effetto delle misure sulla tassazione dei redditi d'impresa ed in particolare dall'abolizione degli acconti entrata in vigore a gennaio del 2016 e poi reintrodotta con un Decreto regio a fine ottobre per importi maggiorati.

tendenza, non durerà dal momento che il minimo per il prezzo del greggio è alle spalle. Vi è quindi il rischio che il saldo merci non energetico torni in deficit nei prossimi anni (v. Fig. 6).

Sull'orizzonte di previsione **sarà ancora la domanda interna a spingere la crescita del PIL**. L'espansione, però, dovrebbe essere più moderata già (2,0%) dal 2,7% di quest'anno. I **consumi delle famiglie** sono attesi frenare dal 3,0% a/a del 2015-16 al 2,3%, per effetto del rincaro del prezzo del petrolio implicito nelle nostre stime, di una crescita meno robusta degli occupati e di una crescita modesta dei salari nominali inferiore all'1,0% (v. Fig. 9). Il potere d'acquisto delle famiglie verrà in parte eroso dall'**aumento dell'inflazione** da -0,2% a +1,6% nel 2017, e al recedere dello stimolo fiscale.

Il comparto delle **costruzioni residenziali** ha svoltato¹⁹. Il valore aggiunto è tornato a contribuire a ritmi pre-crisi (v. Fig. 11). La correzione degli investimenti in estate dopo la forte espansione del 2° trimestre è fisiologica. Sulla base delle indicazioni dagli ordini e fiducia per il comparto ci aspettiamo una crescita meno sostenuta nei prossimi trimestri e in medi a vicina a 0,6% t/t. Il ciclo di espansione degli **investimenti in macchinari** sembra maturo, dal momento che la crescita su base trimestrale è stata ben al di sopra della variazione della capacità produttiva (v. Fig. 12). Il continuo miglioramento dei margini operativi e le condizioni finanziarie ancora fortemente espansive sull'orizzonte di previsione e la prospettiva di stabilizzazione delle economie emergenti dovrebbero sostenere la spesa in macchinari anche nel 2017.

L'occupazione ha continuato a fare meglio delle indicazioni dalle indagini di fiducia anche nei mesi estivi, crescendo del 2,7% a/a. In media 2016, ci aspettiamo una crescita dell'occupazione del 2,7%, leggermente inferiore alla dinamica del PIL. Per i prossimi mesi le indagini di fiducia indicano una crescita in rallentamento al o poco al di sotto del 2%. Si conferma che è ancora il settore privato ed in particolare i servizi che creano posti di lavoro. Si noti che anche le ore lavorate stanno aumentando a ritmi sostenuti. Dalla primavera di quest'anno anche le costruzioni sono tornate a creare posti di lavoro (per totali 52 mila), le indagini di clima segnalano tuttavia un rallentamento nei prossimi mesi. Il tasso di disoccupazione è sceso fino al 19,2% a ottobre 2016 dal picco del 26,3% a marzo 2013. Il tasso di partecipazione è rimasto poco variato nel corso del 2016 e al 59,3 rimane ancora più basso che 2012-13 60,5%. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo che il tasso di disoccupazione possa calare al massimo fino al 18,2% a fine 2018, ancora al di sopra dei livelli pre-crisi, ma in linea con il tasso strutturale (18,3% OCSE). Si tratta di un livello chiaramente inaccettabile per la coesione sociale, e una delle principali sfide per il prossimo esecutivo.

Consumi verso una crescita "meno americana" dal 2017, per effetto del rincaro del greggio, e normalizzazione della dinamica occupazionale

Anche gli investimenti rallenteranno rispetto a quest'anno

L'occupazione cresce a ritmi sostenuti ma non più in linea con il PIL

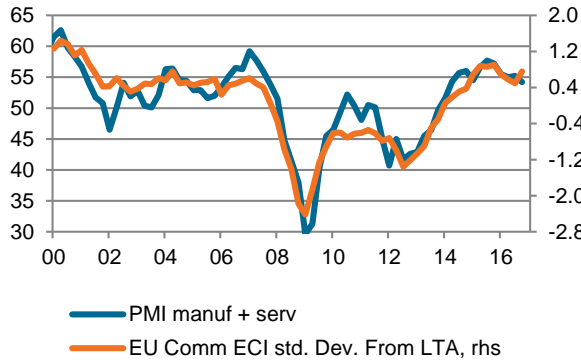
Tasso di disoccupazione in calo ma ancora su livelli insostenibili

Previsioni	2015			2016				2017				2018	
	2015	2016	2017										
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.2	3.3	2.5	3.4	3.4	3.2	3.1	2.9	2.7	2.3	2.0	1.8	1.7
- t/t				0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
Consumi privati	2.9	3.0	2.3	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	6.0	3.5	2.0	0.9	1.1	0.1	0.4	0.6	0.5	0.6	0.3	0.6	0.7
Consumi pubblici	2.0	1.3	1.3	0.4	-0.6	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2
Esportazioni	3.1	3.2	2.6	0.8	0.8	0.2	1.0	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Importazioni	5.6	3.2	4.6	0.1	2.0	-1.8	1.6	1.9	1.3	1.2	0.8	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	1.4	1.9	1.2										
Deficit pubblico (% PIL)	-5.5	-4.8	-3.8										
Debito pubblico (% PIL)	99.8	99.9	101.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.5	-0.2	1.6	-0.7	-0.9	-0.2	0.9	1.7	1.8	1.4	1.3	1.2	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	22.0	19.6	18.7	20.9	19.9	18.8	18.8	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7

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

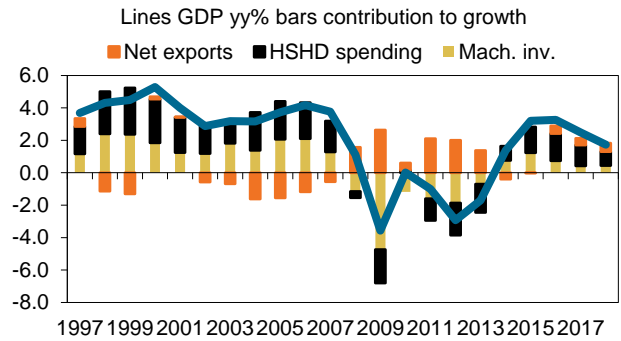
¹⁹ La quota delle costruzioni residenziali in rapporto al PIL è tornata al 5,4% nel 2015 da un picco dell'11% nel 2007, ed è ora circa in linea con la media dell'area euro.

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



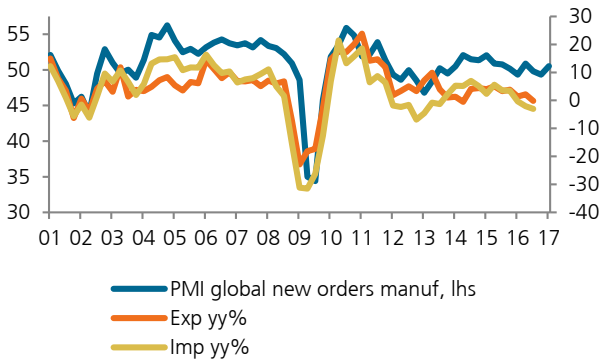
Fonte: PMI Markit, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Per i consumi i ritmi recenti non sono sostenibili. Investimenti in macchinari il ciclo sembra essere maturo. Il commercio estero dovrebbe offrire un contributo positivo



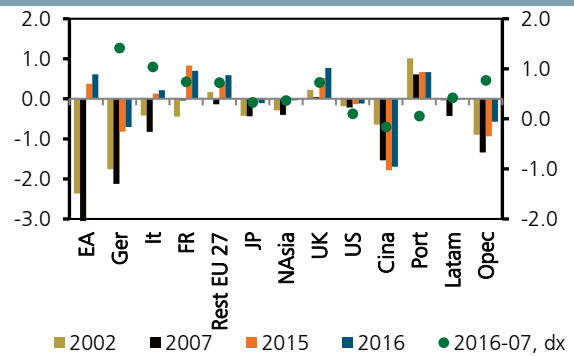
Fonte: INE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'export ha fatto peggio delle attese nei mesi estivi. La riaccelerazione della domanda globale fa sperare in un recupero a fine anno



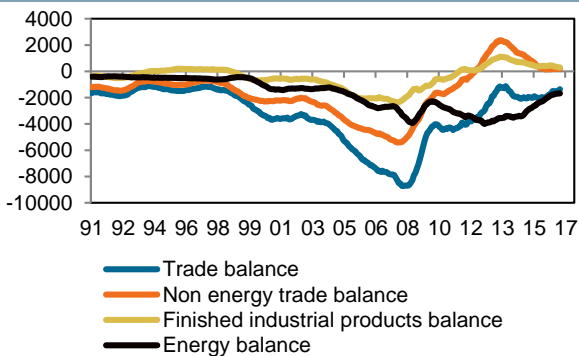
Fonte: Eurostat, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Il saldo merci è stabile o in miglioramento



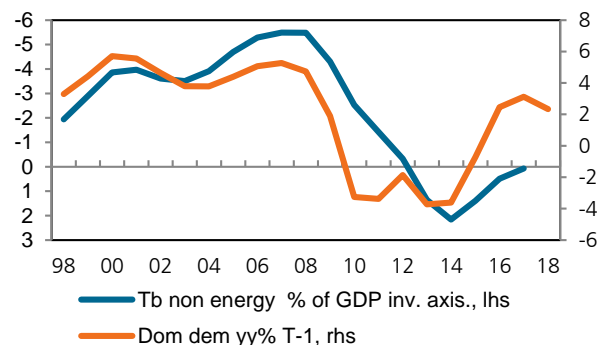
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – la tenuta del saldo merci è ancora spiegata dal miglioramento del saldo energetico



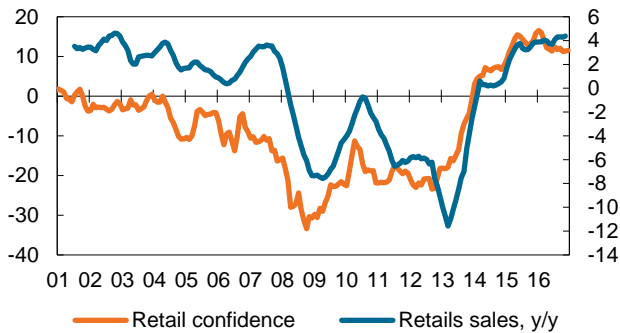
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Vi è il rischio che con il ritorno a tassi di crescita sostenuti della domanda interna il saldo di parte corrente torni ad allargarsi



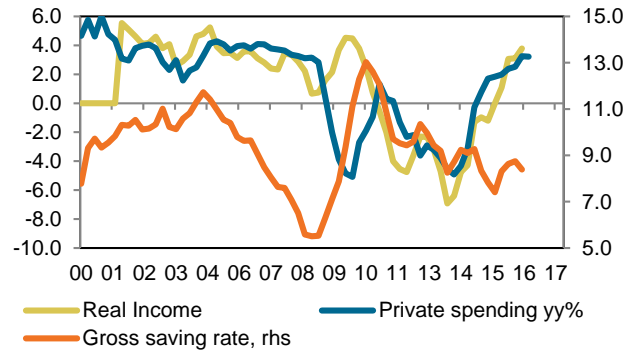
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Nessun segnale di rallentamento dei consumi per ora



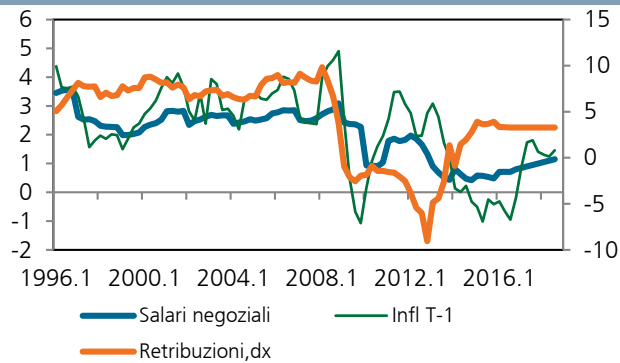
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Crescita recente dei consumi in linea con il reddito reale. Il basso tasso di risparmio offrirà supporto limitato quando il reddito reale rallenterà per effetto...



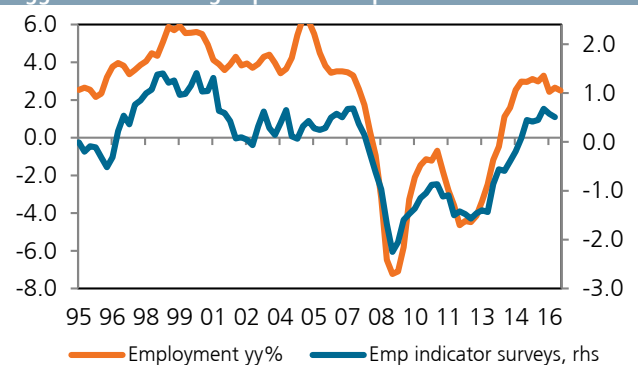
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – ... della frenata dei salari reali associata al rialzo dell'inflazione



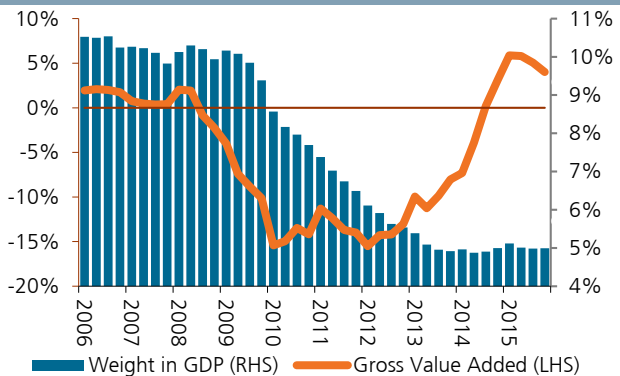
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – L'occupazione continua a crescere più di quanto suggeriscono le indagini presso le imprese



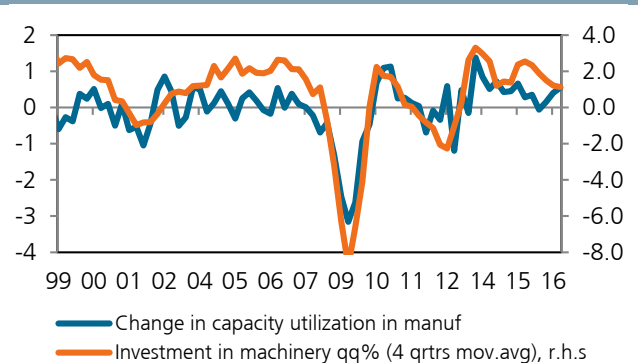
Fonte: Commissione UE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

Paesi Bassi: forte crescita, malgrado una crescente incertezza politica

L'economia olandese si è dimostrata più tonica rispetto alle ultime stime, con un PIL che nel 3° trimestre ha sorpreso al rialzo con un +0,7% t/t, allo stesso ritmo dei precedenti due trimestri, quindi meglio del consenso. Il risultato è spiegato sia da un migliore contributo del canale estero (+0,2), sia da una domanda domestica più forte del previsto (+0,4). Il risultato del 3° trimestre porta la crescita acquisita a 1,9% a/a, suggerendo quindi **una revisione al rialzo delle stime di PIL sia per quest'anno a 2,0%, ma il 2017 in rallentamento a 1,8%**, ci attendiamo poi un rallentamento a 1,6% dal 2018 quando il ciclo sarà ormai maturo e cominceranno a materializzarsi più concretamente di quanto visto finora gli effetti della Brexit.

Nel 3° trimestre i **consumi** sono cresciuti di 0,7% t/t, grazie principalmente a tre fattori: il **mercato del lavoro in rapido miglioramento, la politica fiscale espansiva e la riforma delle pensioni**. L'**occupazione** è aumentata di 0,6% t/t sia nel 2° trimestre che nel 3° trimestre: le **ore lavorate** nel 3° trimestre sono aumentate del 2,6% t/t da 3,0% t/t per i lavori a tempo pieno e del 2,0% t/t per quelli a tempo determinato da +2,7% t/t. **La disoccupazione calerà quest'anno di otto decimi a 6,1%**, e la tendenza proseguirà nel 2017, pur restando ancora al di sopra del livello pre-crisi (5,0%). La crescita del reddito disponibile delle famiglie ha spinto la fiducia dei consumatori al di sopra della media di lungo periodo. La spesa delle famiglie ha accelerato nella seconda metà dell'anno. **La spesa privata nel 2016 dovrebbe crescere di 1,5% a/a e di 1,4% nel 2017.**

Gli **investimenti fissi**, sebbene abbiano rallentato nel 3° trimestre a 0,5% t/t dall'eccezionale 1,9% t/t del 2° trimestre, hanno tenuto un ritmo del 6,6% tendenziale, supportati da condizioni finanziarie stabilmente favorevoli e alimentati dall'aumento dell'utilizzo della capacità produttiva (prossima all'82%, rispetto ai livelli pre-2008 di 83,5%) che ha spinto la componente degli investimenti in macchinari. **Sembra ormai rientrata invece la bolla degli investimenti immobiliari**, tornati ora su ritmi più sostenibili. **Per il 2017 ci aspettiamo che il ritmo di crescita degli investimenti rallenti attorno al 3,7% a/a**, comunque supportato nella componente produttiva anche dal calo della tassazione su alcune categorie di profitti aziendali dal 25% al 20% varata dal Governo con la legge di bilancio 2017. Il settore delle **costruzioni** rimane **orientato molto positivamente**, con un aumento degli investimenti residenziali quest'anno del 19% dal 27% del 2015 (livello medio della fiducia del settore a 13,6 nel 3° trimestre da 8,2 del 2° trimestre), ma ci aspettiamo un fisiologico rallentamento attorno al 7-8% l'anno prossimo: **i prezzi delle nuove case sono aumentati quest'anno circa del 5,0% a/a** e dovrebbero rallentare a 4,3% l'anno prossimo. Attualmente sono inferiori dell'11% ai picchi del 2008 e tra ottobre e novembre si è già visto un rallentamento. **Quindi i timori di una nuova bolla sembrano per ora prematuri**, anche se sarà opportuno prestare attenzione all'evoluzione del comparto l'anno prossimo.

Le **esportazioni nette** non hanno risentito, quanto inizialmente previsto, del dinamismo della domanda interna. Supportate dai consumi domestici, le **importazioni** sono balzate dell'1,1% t/t (da 0,1% t/t) nel 3° trimestre a fronte di **esportazioni** rimaste ugualmente dinamiche e in accelerazione dell'1,2% t/t da 0,2% t/t in gran parte grazie alle re-esportazioni di prodotti manifatturieri, farmaceutici e metalli: **il contributo netto del canale estero è rimasto**, quindi, seppur lievemente, **positivo** e in aumento di 0,2 da 0,1 del 2° trimestre: sarà in media pari a 0,2 annuo per il biennio. Le importazioni sono stimate rallentare dal 3,8% di quest'anno a circa 3,6% l'anno prossimo, mentre le esportazioni dovrebbero rallentare da 3,5% del 2016 a 3,3% nel 2017. **Il saldo di bilancia commerciale rimarrà positivo ma in calo** dal 7,5% del PIL del 2016 al 6,5% del 2017.

L'**inflazione è attesa in accelerazione l'anno prossimo** supportata da un effetto base favorevole, dall'aumento dei salari orari e dalla risalita del prezzo del petrolio, stimiamo **all'1,2% da 0,2% di quest'anno** sull'indice nazionale (e a 1,1% da 0,1% sull'indice armonizzato). **L'indice core** è

Guido Valerio Ceoloni

PIL in crescita del 2,0% nel 2016 e all'1,8% nel 2017

Consumi effervescenti grazie all'aumento del reddito disponibile

Investimenti fissi tonici ma in stabilizzazione dopo un 2015 eccezionale. Prezzi delle case in rallentamento

Nonostante i consumi spingano le importazioni, il canale estero contribuirà positivamente al PIL nel biennio

Inflazione in accelerazione sopra l'1% l'anno prossimo

atteso quest'anno in rallentamento dal livello del 2015 (a 0,5% da 0,9%) mentre per il 2017 si dovrebbe vedere una risalita nuovamente attorno a 0,9%.

La coalizione di governo chiuderà il 2016 e la legislatura lasciando i **conti pubblici in ordine**. **L'obiettivo 2016 di deficit dovrebbe essere battuto** grazie a un aumento delle entrate più forte del previsto e a una maggiore contrazione delle spese, con il saldo nuovamente in miglioramento quest'anno **da -1,8% del 2015 a -0,8%, tendenza che proseguirebbe a -0,5% nel 2017** per fattori ciclici (l'impatto della manovra di bilancio 2017 sarà pressoché neutrale). Il **saldo strutturale** inoltre è atteso portarsi in avanzo quest'anno a 0,2% da -0,6%, per allargarsi l'anno prossimo a 0,4%. Il **debito pubblico**, infine, è previsto in calo a di circa tre punti quest'anno a 62,6% da 65,1% e a 61,2% nel 2017. L'Olanda è fra i paesi che potrebbe allentare la politica fiscale, anche considerando il forte attivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti.

Debito pubblico e deficit in calo, saldo strutturale in avanzo nel 2017

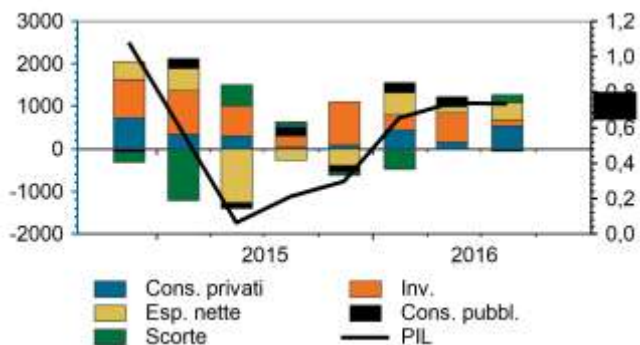
Per il 2017 il principale rischio è di carattere politico, in considerazione che le elezioni del prossimo 15 marzo vedranno una lotta serrata tra l'attuale coalizione di governo (la destra con il VVD del premier Rutte e il centro sinistra) e il partito di estrema destra euroscettico PVV di Geert Wilders: temi principali di discussione sono la sanità, l'immigrazione e, in parte, l'economia. **Stando agli ultimi sondaggi, il PVV potrebbe ottenere più seggi del VVD, ma restando ben lontano dalla maggioranza assoluta**, considerato anche che il principio di assegnazione dei seggi è su base proporzionale. Lo scenario vedrà probabilmente un **Parlamento molto frammentato**, in cui, per individuare una maggioranza, potrebbe servire una coalizione di più partiti. Questo potrebbe impedire a Wilders di formare un governo, e il re potrebbe alla fine conferire di nuovo l'incarico a Rutte. Sventato il rischio di un partito euroscettico al governo, la successiva mina da disinnescare potrebbe essere la richiesta d'indire un **referendum sull'uscita dall'Eurozona** sulla falsariga di quanto già fatto in Gran Bretagna, iniziativa che Wilders ha già annunciato, ma la concretezza di tale rischio dipenderà dal peso effettivo del partito dopo le elezioni, ed è improbabile che abbia successo in un'economia così integrata con quella dei vicini, Germania *in primis*.

Rischi economici allo scenario bilanciati. Le elezioni di marzo potrebbero produrre un Parlamento frammentato in cui sarà complesso trovare una maggioranza di governo

Previsioni	2015			2016				2017				2018	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.0	2.0	1.8	1.2	1.9	2.4	2.4	2.2	1.8	1.5	1.7	1.6	1.6
- t/t				0.7	0.7	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
Consumi privati	1.8	1.5	1.4	0.6	0.2	0.7	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3
Investimenti fissi	9.9	6.4	3.7	1.0	1.9	0.5	1.2	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5	0.5
Consumi pubblici	0.2	0.8	0.8	0.5	0.6	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	5.0	3.5	3.3	1.1	0.2	1.2	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5	0.7	0.6
Importazioni	5.8	3.8	3.6	0.9	0.1	1.1	0.8	1.0	0.9	0.9	1.0	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	-0.3	0.1	-0.3	0.0	0.1	-0.4	0.1	-0.1	0.2	0.4	-0.3	0.0
Partite correnti (% PIL)	8.7	9.0	9.1										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.0	-0.8	-0.5										
Debito pubblico (% PIL)	65.1	62.6	61.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	0.1	1.2	0.4	-0.2	-0.2	0.5	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1

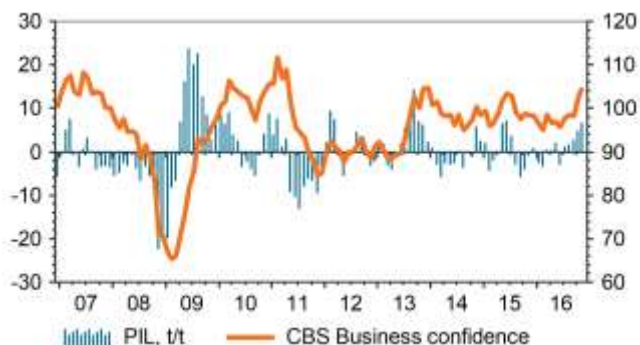
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, Intesa Sanpaolo

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



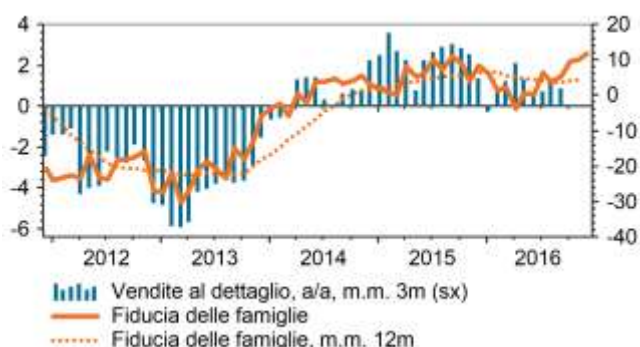
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



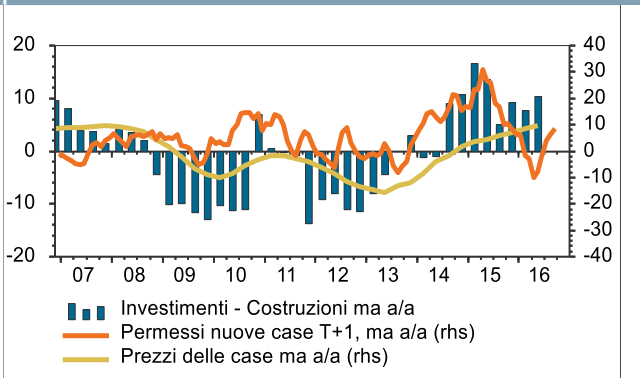
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



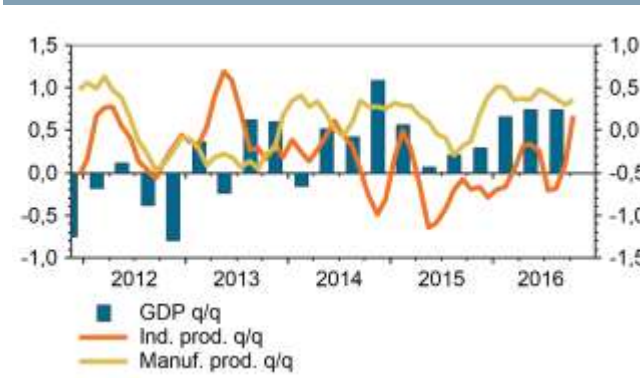
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



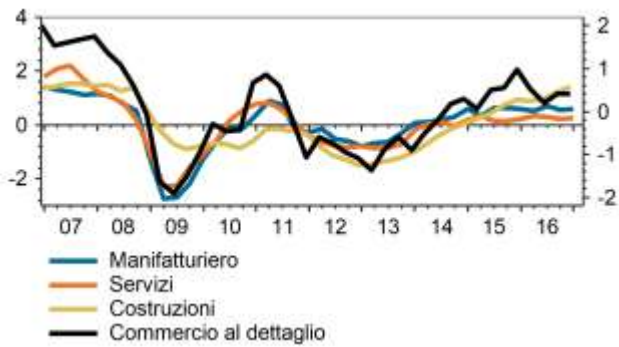
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



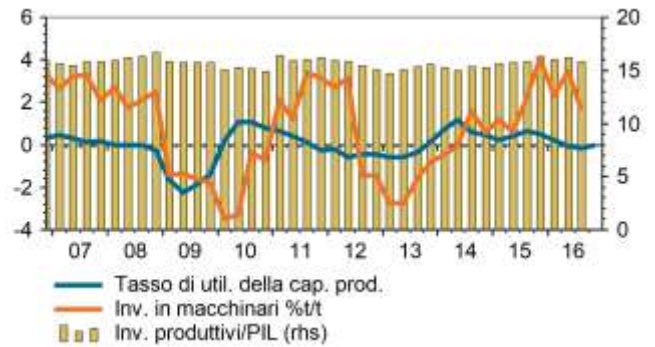
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



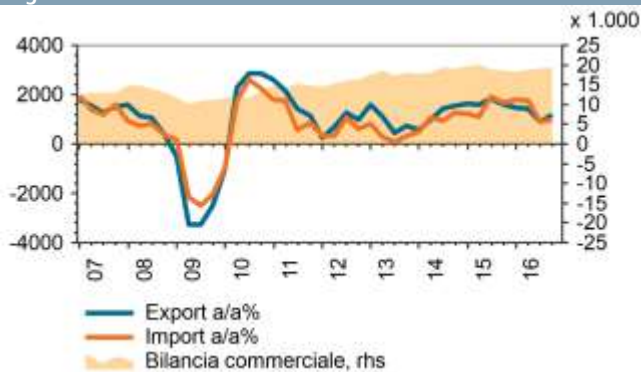
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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 – Andamento della bilancia commerciale



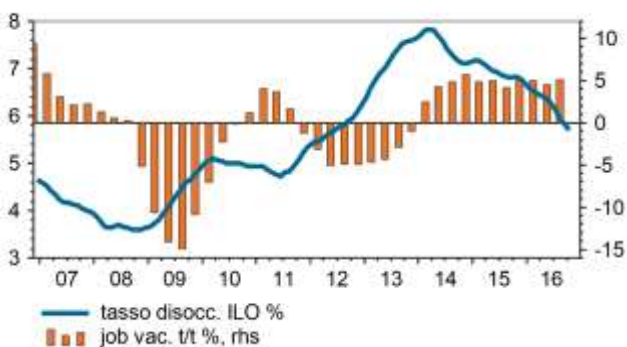
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



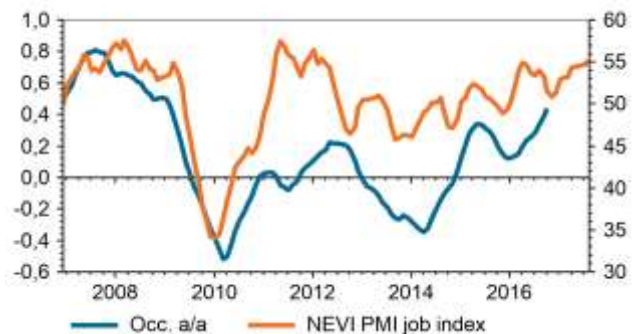
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Andamento della disoccupazione e job vacancies



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

Fig. 12 – Andamento dell'occupazione



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

Grecia: il peggio potrebbe essere alle spalle

Nell'ultimo trimestre la stima finale ha confermato che il **PIL ha accelerato a sorpresa di 0,8% t/t da 0,4% t/t, portando quindi la crescita acquisita a 0,3% a/a**. I consumi sono cresciuti per la prima volta quest'anno di 0,3% t/t dopo quattro trimestri di contrazione; anche gli **investimenti** sono aumentati per due trimestri di fila (+1,7% t/t da +9,7% t/t). Il **canale estero** invece ha visto un vero balzo con un contributo di +4,8 da -1,1, spiegato dal crollo delle **importazioni** di -10% t/t da +9,1% t/t a fronte di **esportazioni** in rallentamento a +3,7% t/t da 6,4% t/t. Ci aspettiamo che l'import rimbalzi nel 4° trimestre, lasciando il contributo del canale estero pressoché nullo, mentre la domanda interna dovrebbe proseguire la sua fase positiva: **stimiamo un avanzamento del PIL di 0,2% t/t, che confermerebbe quindi la variazione annua a 0,3% a/a**, secondo anno positivo dall'inizio della crisi nel 2008. Per il **2017** prevediamo, in linea con il consenso, il PIL a **+1,0%** grazie sia alla domanda interna (più spinta dai consumi che dagli investimenti) sia dalle esportazioni nette (con rischi verso l'alto, nel caso di maggior vivacità del commercio mondiale).

Il mercato sembra credere ad una vigilia di ripresa economica: il **decennale** è calato quest'anno a una media di 8,1% da 9,7% del 2015 e negli ultimi due mesi è sceso al **6,6%, minimo dal settembre 2014**²⁰. Le prospettive per l'orizzonte di previsione non sono però ancora rosee: sebbene il PIL sia tornato a crescere un anno prima di quanto atteso e ci siano delle possibilità che in extremis il paese riesca a partecipare all'ultima fase dell'APP della BCE, **nel prossimo biennio sarà richiesto un potente sforzo fiscale, con l'obiettivo di avanzo primario che passerà da +0,5% a +1,75%** e quindi a 3,5% dal 2018, raggiunto tramite un aumento delle entrate che peserà sui consumi. La **ristrutturazione del debito**, che nel lungo termine appare inevitabile, è improbabile sia accordata prima delle elezioni tedesche. L'Ecofin del 5 dicembre ha prima approvato e poi negli ultimi giorni sospeso la misura di alleggerimento di breve termine²¹. Comunque, **il panorama politico appare meno turbolento** di un anno fa: **il Governo ha approvato il budget 2017** e ad ottobre il tesoro registrava un avanzo primario di 6,5 mld, pari a 3,5% del PIL²², che lascia quindi spazio al raggiungimento dell'obiettivo dello 0,5%.

La **prima review** era stata focalizzata sul riordino dei conti pubblici, mentre la **seconda**, la cui chiusura dovrebbe essere entro fine anno, è incentrata sulla ripresa dei programmi di riforme strutturali abbandonati in precedenza. In particolare il focus è sugli accordi collettivi dei contratti di lavoro (inclusa la pubblica amministrazione), la risoluzione del problema dei NPL delle banche (che superano il 50% degli impieghi), la prosecuzione delle liberalizzazioni nel settore energetico, delle comunicazioni e dei trasporti. **La conclusione positiva della seconda review e la conseguente erogazione degli aiuti dovrebbe permettere al Governo di potenziare il pagamento degli arretrati della pubblica amministrazione**, dando fiato all'economia per lo meno per la prima metà del 2017 o almeno compensando l'aumento della tassazione.

Se le riforme in atto dovessero dare fiato a una ripresa economica sostenibile, anche il problema del debito sarebbe più facilmente affrontabile; altrimenti, in caso di una nuova frenata del PIL, il peso del debito potrebbe innescare un'altra crisi. Gli obiettivi fiscali imposti per il prossimo biennio richiedono un consolidamento fiscale eccessivo, che rischia di deprimere nuovamente la crescita: in questo senso **il Governo potrebbe chiedere più tempo sulla scia di quanto già concesso al Portogallo**. Se il Paese rimarrà nel tracciato del programma di aiuti, **il rischio di un'uscita dall'eurozona si può considerare molto basso nell'orizzonte di previsione**. L'economia sta entrando in una fase espansiva, ma rimane chiaramente esposta a shock esterni; anche l'esito delle elezioni tedesche l'anno prossimo potrebbe essere decisivo per le sorti del Paese.

Guido Valerio Ceoloni

L'**outlook** economico è migliore delle attese: PIL a **+0,3% nel 2016 e +1,0% nel 2017**

Il mercato sembra credere che il peggio è alle spalle, con lo spread ai minimi dal 2014

Cruciale superamento della **seconda review** si spera entro l'anno per rientrare nell'APP BCE

Rischi allo scenario meno drammatici che in passato, ma il paese rimane molto esposto a shock esterni

²⁰ Negli ultimi giorni il tasso è risalito verso il 7,2% a causa della decisione dell'Eurogruppo di sospendere fino a gennaio le misure sul debito a causa di tensioni con Tsipras sulle nuove spese pensionistiche per 600 mln che il Governo greco vorrebbe stanziare.

²¹ Le misure comprendevano un riscadenziamento dei rimborsi EFSF, rinuncia all'aumento di 200pb del margine di interesse sul prestito connesso al riacquisto di debito, ottimizzazione della strategia di gestione dei tassi di EFSF/ESM.

²² Il MoU prevede un avanzo primario dello 0,5% al netto dei costi di ricapitalizzazione delle banche, dei proventi su NFA, SMP e parte delle privatizzazioni (pari nel 2015 al 4,2% del PIL).

Portogallo: 2016 migliore del previsto, ma l'economia rimane fragile

Dopo un 3° trimestre migliore delle previsioni (+0,8% t/t da +0,2% t/t), la crescita acquisita si situa ora a 1,2%: **nel 4° trimestre le indagini di fiducia indicano una progressione dell'attività**: ci aspettiamo pertanto una nuova espansione di 0,4% t/t, principalmente indotta dalla domanda interna, che dovrebbe contribuire per un decimo ad alzare la media annua: rivediamo pertanto la nostra previsione per il **2016 a 1,3%**. **Per il 2017 ci attendiamo un'accelerazione a 1,6%** sulla scia della stabilizzazione della domanda interna e di un contributo meno negativo del canale estero. Tuttavia, **la ripresa rimane fragile e il consolidamento fiscale**, sebbene proceda, **mantiene un ritmo insufficiente**. Il paese è destinato pertanto a rimanere sotto scrutinio da parte delle agenzie di rating e, a meno che l'impatto delle riforme strutturali non acceleri (particolare urgenza ora riveste il riassetto del sistema bancario), il PIL, attualmente del 6% inferiore ai livelli pre-crisi, rimarrà compresso al di sotto del potenziale e l'economia vulnerabile a shock esterni.

Nel corso del 2016 **la domanda interna è stata il principale motore della crescita**, sostenuta dai consumi e dal recupero degli investimenti fissi. Per quanto riguarda la **spesa delle famiglie**, riteniamo che il prossimo anno rallenteranno a 1,2% da 1,8% del 2016: il recupero del mercato del lavoro, i lievi aumenti alle pensioni minime e la graduale eliminazione della tassazione *tantum* sul reddito (al netto dell'aumento della tassazione indiretta) dovrebbero permettere la stabilizzazione della componente consumi nell'orizzonte di previsione, dopo il notevole avanzamento del biennio 2014-15 (+2,4% a/a). Anche gli **investimenti**, dopo aver scontato quest'anno le incertezze sulle sorti del paese torneranno a crescere nel 2017, stimiamo all'1,4% da -1,7%, alimentati dall'accelerazione dell'attività prevista per l'anno prossimo e dall'impulso dei fondi strutturali europei. Il **canale estero** ha risentito della crescita della domanda interna, con le **esportazioni** quest'anno attese rallentare a 3,4% da 6,2% del 2015, mentre per il 2017 prevediamo una stabilizzazione del ritmo a 3,8%. Le **importazioni** nel 2016 sono in rotta per un aumento del 4,3% e nel 2017 del 3,9%. Le **esportazioni nette** rimarranno quindi un freno alla crescita passando da -1,0 del 2015 a -0,5 di quest'anno per ridursi a -0,1 l'anno prossimo.

Il mercato del lavoro sta assistendo a una costante e lenta normalizzazione dalla fine del *bailout*, con la **disoccupazione** che, pur rimanendo ancora ben al di sopra della media eurozona, scenderà quest'anno a 11,3% da 12,6% del 2015; nel 2017 ci aspettiamo un ulteriore calo di otto decimi a 10,5%.

Sul fronte dei **conti pubblici**, calcolando che la ricapitalizzazione di CGD non impatterà sul deficit²³, **l'obiettivo del -2,5% dovrebbe essere raggiunto**. **Per il 2017 la correzione dovrebbe essere poi di altri sei decimi a -1,9%**, e ciò dovrebbe consentire al Portogallo di uscire dalla procedura di deficit eccessivo. **Il debito pubblico è atteso tornare a salire** quest'anno, seppur marginalmente, a 129,9% da 129,0% per poi stabilizzarsi nel 2017 al 129,5%. Nel contempo, per ora non riteniamo che il debito portoghese perderà il giudizio *investment grade* di DBRS, che permetterà al Paese di partecipare al QE della BCE per tutto l'anno prossimo²⁴. Le prossime riforme strutturali dovranno infine concentrarsi sul mercato del lavoro e sullo stato sociale per frenare la spesa e aumentare la competitività dell'economia. Il Paese rimane un sorvegliato speciale dei mercati, a causa dell'alto livello d'indebitamento sia del settore pubblico, sia di quello privato. Tuttavia, il governo socialista, oltre a riuscire nell'impresa di conseguire una riduzione della disoccupazione senza mancare gli obiettivi di bilancio, ha dimostrato di saper gestire meglio delle previsioni la cooperazione con il Bloco de Esquerda, con il PC e con i Verdi, che lo appoggiano dall'esterno. Infatti, tutte le parti accettano responsabilmente la necessità di operare con maggioranze variabili, senza che ciò pregiudichi gli accordi del 2015.

Guido Valerio Ceoloni

PIL in crescita all'1,3% quest'anno e all'1,6% l'anno prossimo

Domanda interna principale driver del PIL, il canale estero sarà di freno alla crescita

Obiettivi di deficit raggiunti, ma debito pubblico ancora in salita

²³ La ricapitalizzazione ammonta a 2,7 mld di euro, pari all'1,5% del PIL.

²⁴ Ricordiamo che BDRS a febbraio ha in programma una nuova revisione del rating sovrano.

Stati Uniti: cambio di regime - la reflazione fiscale ai tempi del pieno impiego

Dopo anni di dominanza della politica monetaria, gli Stati Uniti sono alla vigilia di una svolta radicale: prevediamo che la politica fiscale sia ora alla guida dell'evoluzione dell'economia nel prossimo biennio e la Fed perderà il suo ruolo da leader. L'economia americana è ora al pieno impiego, con l'inflazione vicina al 2% e si appresta a ricevere un ampio stimolo fiscale. Anche se l'entità, i modi e i tempi dell'espansione fiscale futura sono ancora da definire, a nostro avviso il trend è chiaro: **reflazione è la nuova parola d'ordine**. In queste condizioni, le scelte di politica monetaria diventeranno particolarmente difficili, perché dovranno bilanciare i rischi di surriscaldamento da una parte e quelli di eccesso di restrizione dall'altra. La storia insegna che, con il tasso di disoccupazione al di sotto dell'equilibrio per un periodo prolungato, la Fed ha sempre contribuito attivamente alla fine del ciclo economico e all'arrivo di una recessione.

Giovanna Mossetti

Nel nostro scenario centrale, gli effetti dello stimolo fiscale si dovrebbero sentire dalla seconda metà del 2017 e, soprattutto, nel 2018. Il 2017 sarà un anno di transizione, scandito dalla ricerca di un compromesso legislativo sulle riforme promesse in campagna elettorale e da eventuali segnali di protezionismo. Nella seconda metà dell'anno, con l'attesa entrata in vigore della riforma tributaria per imprese e famiglie, e un probabile aumento della spesa pubblica per difesa e infrastrutture, la crescita dovrebbe accelerare di un paio di decimi, mantenendosi poco sopra il 2%. Il 2018 dovrebbe registrare appieno gli effetti dello stimolo fiscale ed essere caratterizzato da un crescente eccesso di domanda, soprattutto sul mercato del lavoro.

1. Lo scenario macroeconomico dipende ora dalle politiche della nuova Amministrazione

I principali elementi del nuovo quadro politico sono due:

1. Dopo 6 anni di governo diviso e di immobilismo legislativo, c'è ora un **mandato repubblicano condiviso** da Congresso e Amministrazione, che implica **forte attivismo legislativo**.
2. Il passaggio a un mandato repubblicano determina un ampio **aumento di incertezza**, non solo legata all'**attivismo** (in che tempi e con quali dettagli verranno attuate le riforme che verranno messe in cantiere?), ma anche dovuta al fatto che il nuovo Presidente non è un repubblicano "ortodosso". L'agenda sarà influenzata pesantemente da **posizioni ibride sui temi principali**, dettate da "**colombe fiscali**" e da "**falchi protezionisti**" su commercio estero e immigrazione: ma il peso relativo di queste componenti è difficile da valutare ex-ante.

Nonostante la mancanza di dettagli, i grandi trend del prossimo biennio sono ben definiti, già ora. **Lo scenario per il 2017-18 sarà caratterizzato da un'attiva reflazione fiscale**, i cui effetti potrebbero essere in parte moderati da **posizioni protezionistiche**, su commercio e immigrazione. La previsione dell'entità della reflazione a questo stadio è soggetta a enorme incertezza, perché il risultato dipenderà dalla mediazione fra i programmi del Presidente e quelli dei rappresentanti repubblicani in Congresso. Tuttavia, la probabilità che dalla seconda metà del 2017 venga attuato un ampio stimolo fiscale è estremamente alta, con **crescita e inflazione più elevate rispetto alle previsioni pre-elettorali, soprattutto per il 2018**.

C'è un ulteriore elemento di incertezza per lo scenario: **lo stimolo fiscale arriverà con l'economia già al pieno impiego**, con la crescita sopra il potenziale, l'*output gap* e l'*unemployment gap* chiusi, l'inflazione al 2% e pressioni verso l'alto sui salari. Anche con un modesto aumento della crescita potenziale e del tasso di interesse neutrale nei prossimi anni, la spinta alla crescita e l'eccesso di domanda di lavoro probabilmente genereranno un rialzo duraturo dell'inflazione. Come diceva Greenspan nel 1997, "non c'è evidenza che il ciclo economico sia stato abrogato": la risposta della Fed potrebbe essere ancora una volta il fattore determinante per la fine del ciclo e l'arrivo di una recessione.

Le **novità di politica economica** si manifesteranno su due fronti.

Attività legislativa. Il Presidente dovrà trovare compromessi con il Congresso per trasformare in leggi le proprie proposte. La maggioranza semplice repubblicana al Senato implica che l'azione sarà limitata a interventi su spesa, imposte e limite del debito per evitare l'ostruzionismo

Attività legislativa:
compromessi con il Congresso
e utilizzo della "*reconciliation*"

democratico. Su questi tre temi Camera e Senato possono concordare un testo unico di legge e approvarlo a maggioranza semplice, non più di 3 volte all'anno (*reconciliation*²⁵).

L'assoluta priorità dell'attività legislativa sarà la **ristrutturazione tributaria per imprese e famiglie, con la riduzione delle aliquote e l'ampliamento della base imponibile**. Per le **imprese**, ci saranno misure per il rimpatrio degli utili esteri, possibili incentivi all'export (con diversa tassazione territoriale) e agli investimenti. Per le **famiglie**, la riduzione delle aliquote favorirà le classi di reddito elevato, con effetti sulla spesa frenati dalla minor propensione al consumo delle classi favorite dalla riforma. Ipotizziamo che i tagli delle imposte diano luogo a un **aumento del deficit di circa 1 tln in 10 anni, con effetti espansivi sulla crescita di circa 0,6-0,7pp sul PIL fra metà 2017 e fine 2018**.

Il secondo punto dell'agenda sarà l'aumento della **spesa per infrastrutture e per la difesa**. C'è incertezza sulle modalità di intervento per le infrastrutture, ma prevediamo misure "attive" per circa 250 mld su 10 anni per le infrastrutture, in parte con incentivi ai privati, e aumenti per la difesa in parte controbilanciati da altri tagli, con un **aumento netto sulla spesa pubblica di circa 20 mld all'anno**. La riforma sanitaria rimarrà sull'agenda, ma non verrà affrontata nel 2017 perché richiederebbe attività negoziale, spesa invece sulla riforma tributaria.

Attività esecutiva: immigrazione e commercio estero. Per la politica del commercio internazionale e dell'immigrazione il Presidente potrà, volendo, usare ordini per attuare una strategia protezionistica. Le promesse pre-elettorali del Presidente implicherebbero ampi effetti negativi sulla crescita e aumento dell'inflazione. Per ora, prevediamo che sul commercio si segua una linea "*soft*" mirata a rinegoziare i trattati. Sull'immigrazione, dovrebbe essere mantenuto lo *status quo*, che limita l'espansione della forza lavoro, ma non la riduce ulteriormente.

2. La deflazione ai tempi del pieno impiego: quale scenario per il 2017-18?

Le implicazioni dello scenario fiscale dipendono anche dalla fase ciclica (economia al pieno impiego), dagli **effetti sulla produttività** e dalle reazioni dei mercati (**cambio e rendimenti**). Questi elementi saranno cruciali per la divisione fra crescita reale e inflazione dello stimolo fiscale e per il sentiero dei tassi della Fed.

La **crescita** che prevediamo per il 2017 (**2,1%**) registra un impatto contenuto dagli interventi fiscali, intorno a **0,1-0,2pp nel 2° semestre**. Nel 2018 la **crescita prevista è di 2,5% (effetto misure fiscali: +0,5-0,6pp)**, con la riforma tributaria e l'aumento della spesa pubblica a pieno regime. I **consumi** dovrebbero essere solidi (2,7% nel 2017 e 2,8% nel 2018), sostenuti dal mercato del lavoro, e dalla riduzione delle imposte. La **spesa pubblica** dovrebbe accelerare, da un trend già in rialzo dal 2016. Un elemento centrale è la prevista **rivitalizzazione degli investimenti fissi non residenziali** dal 2° semestre 2017 in poi, con una crescita attesa nel 2018 poco sotto il 5%. Il **canale estero** dovrebbe contribuire negativamente alla crescita, soprattutto nel 2017, sulla scia dell'apprezzamento del dollaro. L'**inflazione** (CPI) dovrebbe avere un moderato trend verso l'alto, poco sopra il 2%, influenzato dalle forze contrastanti di dollaro forte e petrolio in rialzo.

La previsione per la **politica monetaria** è di risposta inizialmente cauta allo stimolo fiscale, solo dopo la definizione dei dettagli delle riforme. Peraltro, i mercati stanno già attuando restrizione monetaria: il sentiero dei tassi include **tre rialzi nel 2017**, di cui due già pienamente nei prezzi.

Un'incertezza molto maggiore riguarda lo **scenario del 2018**. Nelle nostre previsioni, lo stimolo fiscale atteso è ampio, ma non paragonabile a quanto promesso da Trump in campagna elettorale, mentre includiamo pochi effetti collegati a una possibile svolta protezionistica. Anche nel nostro scenario "*cauto*", il **2018 dovrebbe essere caratterizzato da eccesso di domanda**, soprattutto sul mercato del lavoro, con pressioni verso l'alto su prezzi e salari coerenti con il **perseguimento di rialzi moderati da parte della Fed**. La crescita nominale dovrebbe essere intorno al 4,5-4,8% e il deficit federale potrebbe esser di poco sotto il 5% del PIL, dal 3,5% del 2016. Le previsioni però dipendono dai dettagli delle riforme fiscali, che inizieranno a prendere forma a inizio 2017. **Per ora è chiaro il trend deflazionistico, che con ogni probabilità sarà il tema del prossimo biennio**.

Riforma tributaria: aliquote più basse e ampliamento della base imponibile per famiglie e imprese

Aumento della spesa: difesa e infrastrutture

Attività esecutiva: grande incertezza

Protezionismo più verbale che sostanziale?

Immigrazione: nel primo biennio, probabile *status quo*

Crescita 2017 prevista a 2,1%, con effetti modesti dello stimolo fiscale (1-2 decimi), concentrati sul secondo semestre

Crescita 2018 in accelerazione verso (e oltre?) 2,5%

Inflazione in rialzo

Le previsioni per il 2018 sono incerte per l'attuale mancanza di indicazioni precise sulle riforme e per i possibili effetti restrittivi derivanti dalla risposta della Fed al nuovo mix crescita/inflazione

²⁵ V. D. Reich, R. Kogan, Introduction to "Budget Reconciliation, Nov. 2016, Committee for a Responsible Budget.

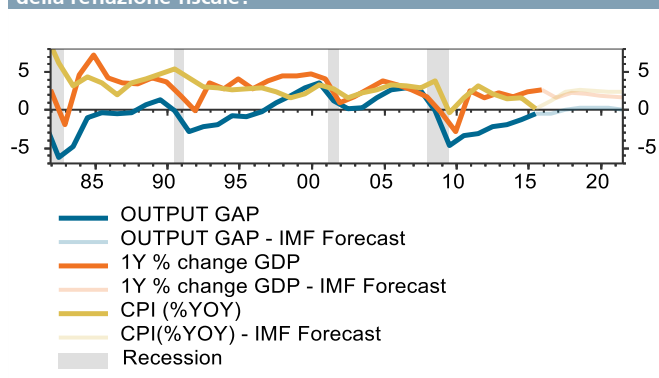
Scenario Macroeconomico

Dicembre 2016

Previsioni	2015	2016	2017	2016				2017				2018	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.6	1.6	2.1	1.6	1.3	1.6	2.0	2.3	2.3	2.0	1.9	2.1	2.4
- trim./trim. annualizzato				0.8	1.4	3.2	2.4	2.0	1.7	1.9	2.1	2.8	2.9
Consumi privati	3.2	2.7	2.6	1.6	4.3	2.8	2.5	2.6	2.2	2.5	2.2	3.0	3.2
IFL - privati non residenziali	2.1	-0.5	3.2	-3.4	1.0	0.1	3.1	3.5	4.4	4.5	4.0	4.5	5.1
IFL - privati residenziali	11.7	4.7	4.4	7.8	-7.8	-4.4	8.2	6.2	6.2	6.9	6.5	6.2	4.9
Consumi e inv. pubblici	1.8	0.8	0.2	1.6	-1.7	0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.9	0.7
Esportazioni	0.1	0.7	1.8	-0.7	1.8	10.1	0.5	-0.3	1.3	0.9	1.5	2.5	2.6
Importazioni	4.6	0.8	3.2	-0.6	0.2	2.1	3.3	3.5	3.7	3.9	4.2	4.6	4.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.4	0.0	-0.4	-1.2	0.4	0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.6	-2.6	-2.5										
Deficit Federale (% PIL)	-4.5	-4.9	-4.8										
Debito pubblico (% PIL)	125.9	127.3	127.4										
CPI (a/a)	0.1	1.2	2.2	1.1	1.0	1.1	1.6	1.8	2.2	2.6	2.4	2.0	2.0
Produzione Industriale (a/a)	0.3	-1.0	1.4	-0.4	-0.2	0.5	-0.1	0.6	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	5.3	4.9	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6
Federal Funds (%)	0.3	0.5	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0	1.0	1.3	1.3	1.5
Cambio effettivo (1973=100)	91.1	91.6	93.7	93.2	89.6	90.2	93.5	93.6	93.6	93.7	94.0	94.4	94.8

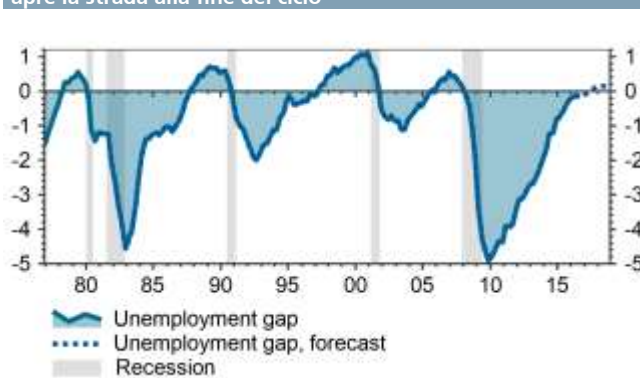
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'economia USA è in equilibrio: come reagirà all'arrivo della reflazione fiscale?



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – L'unemployment gap entra in territorio pericoloso e apre la strada alla fine del ciclo



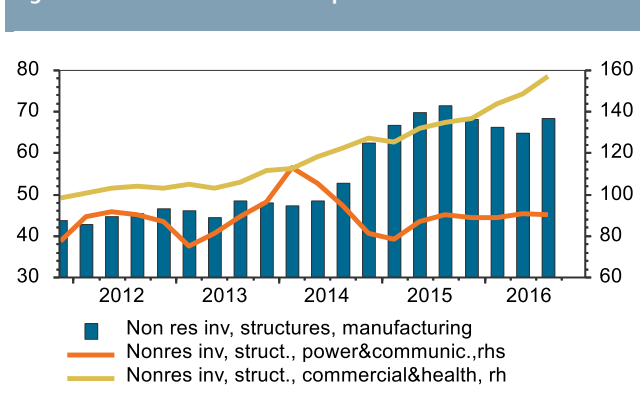
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Gli investimenti non residenziali sono stati frenati dal crollo dell'estrattivo: svolta con il rialzo del petrolio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Gli investimenti delle imprese in strutture sono in rialzo



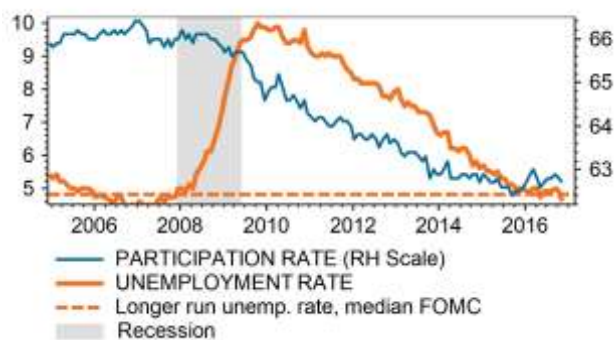
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – ISM: indicazioni positive per la crescita



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Nuovi occupati: il trend resta superiore alla creazione "normale", stimata intorno a 60 mila posti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Consumi e reddito disponibile in rialzo solido



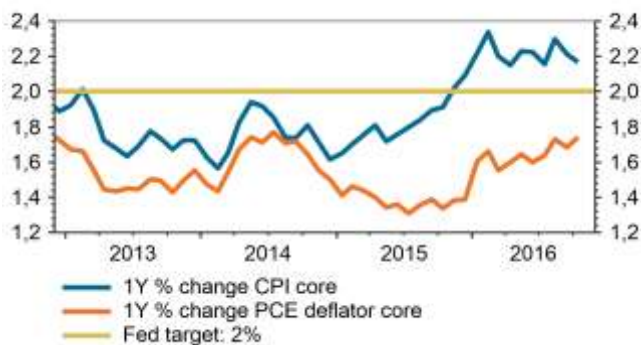
Fonte: Atlanta Fed, wage growth tracker

Fig. 9 – I salari riflettono la scarsità di risorse disponibili



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – L'inflazione è vicina al 2%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Asia

Giappone: nuove alleanze - politica fiscale, politica monetaria e cambio finalmente coordinati per spingere la crescita nel 2017-18

Giovanna Mossetti

Lo scenario per l'economia giapponese è migliore rispetto a quanto previsto tre mesi fa, sia per il 2016 sia per il 2017. La crescita dovrebbe essere di **0,8% nel 2016**, e in accelerazione a **1,2% nel 2017**, ben al di sopra del tasso potenziale (stimato dalla BoJ intorno a 0,5%). Le principali novità sono tre: un'ampia sorpresa positiva con il **PIL del 3° trimestre** in forte accelerazione (+0,5% t/t), grazie soprattutto al canale estero, l'approvazione dello stimolo fiscale annunciato in primavera e, infine, una svolta radicale nel **trend del cambio**, consolidatasi dopo il voto americano. L'effetto trascinarsi del 3° trimestre risolve il ritmo di espansione del 2016 e l'indebolimento del **cambio**, unito all'arrivo dello **stimolo fiscale** annunciato ad agosto e all'**ancoraggio dei rendimenti** attuato dalla BoJ, dovrebbe spingere la crescita del 2017.

Con il 2016 **si chiude una fase ciclica fortemente dipendente dalla politica monetaria**. Dall'introduzione delle "tre frecce" di Abe e dello stimolo quantitativo di Kuroda (fine 2013), l'economia e i mercati sono stati guidati dalle decisioni della BoJ. L'espansione monetaria ha avuto un ruolo cruciale, mentre l'economia affrontava gli effetti restrittivi del rialzo dell'imposta sui consumi. Nel 2016, però, i tentativi della BoJ di allentare ancora le condizioni monetarie sono stati inefficaci: l'inflazione *core* è tornata a calare e lo yen si è rafforzato. La svolta nel 2017 sarà data dalla presenza di **politiche fiscali e monetarie simultaneamente pro-cicliche**.

Si apre ora **una fase nuova per l'economia giapponese, in cui il ruolo di traino della crescita è affidato alla politica fiscale e le condizioni monetarie sono allentate dall'indebolimento del cambio, collegato a fattori esogeni** (essenzialmente dalla forza del dollaro). La BoJ continuerà ad avere due compiti importanti: il **controllo dei tassi reali** e la **pseudo-monetizzazione del debito pubblico**. Insieme alla stabilizzazione dei rendimenti, la Banca centrale continuerà a comprare JGB per circa 80 tln di yen all'anno, più del doppio delle emissioni nette di JGB e ad aumentare la quota di debito pubblico nel proprio portafoglio (pari al 35% del totale a giugno 2016). L'aumento del debito in mano alla BoJ è essenziale per contenere i rischi di una crisi del debito, anche se le Autorità si mantengono contrarie all'adozione di un regime di *helicopter money*.

Quale crescita fra fine 2016 e fine 2017? Il PIL del 3° trimestre ha dato un'ampia sorpresa positiva, segnando una netta accelerazione, con una variazione di 0,5% t/t (2,2% t/t ann., 0,9% a/a). La crescita estiva è il risultato di un forte rimbalzo del canale estero (esportazioni +2% t/t, importazioni -0,6% t/t) e di una domanda domestica praticamente piatta (+0,1% t/t). I consumi privati sono cresciuti di 0,1% t/t, gli investimenti fissi delle imprese sono rimasti invariati, mentre gli investimenti residenziali sono cresciuti di 2,3% t/t e la spesa pubblica di 0,2% t/t. Le previsioni per i prossimi trimestri sono di crescita meno forte di quella del 3° trimestre, ma più equilibrata e concentrata sulle componenti domestiche.

Dal lato dei **consumi**, la previsione è di espansione sempre molto contenuta. La dinamica del reddito da lavoro sta migliorando, con moderati aumenti salariali, ma la riduzione della propensione al consumo collegata all'aumento delle imposte del 2014 sembra ormai radicata (v. fig. 6). La spesa reale delle famiglie resta al di sotto del livello precedente il rialzo dell'imposta sui consumi, mentre il reddito reale ha continuato a crescere. Il trend verso l'alto del risparmio non accenna a frenare. Negli ultimi trimestri l'aumento della propensione al risparmio è confermata dalla dinamica più solida dei salari unita a consumi sempre poco variati. La volontà di aumentare il risparmio per affrontare una eventuale nuova restrizione fiscale può essere stata rafforzata anche dalla svolta verso il basso delle aspettative di inflazione. Nel 2017 i consumi dovrebbero accelerare moderatamente, con una **variazione annua di 0,7% dopo +0,3% atteso nel 2016**.

La previsione di accelerazione nel 2017 è fondata sugli investimenti fissi, sia privati, sia pubblici. Per quanto riguarda gli **investimenti fissi delle imprese**, la debolezza persistente vista nel 2016 è associata alla forza dello yen e al trend negativo degli utili (fig. 2). A giugno 2016, i profitti delle

imprese erano in calo di -22,4% a/a nel manifatturiero e di -4,2% a/a nei servizi. La svolta dello yen, che prevediamo sia duratura, dovrebbe avere effetti positivi sugli utili e sugli investimenti, prima ancora che sulla bilancia commerciale. La previsione è di **crescita degli investimenti fissi non residenziali privati di 1,1% nel 2017**, dopo 0,3% previsto per il 2016.

Il **canale estero** ha contribuito in misura determinante alla crescita del 3° trimestre, ma non prevediamo che questo fenomeno diventi un trend. Le esportazioni nette restano deboli in termini reali e l'indebolimento atteso del cambio nel 2017 non sarà in grado di imprimere direttamente una netta accelerazione all'export giapponese e dovrebbe avere un **effetto modesto sulla crescita, stimato intorno a 0,1pp**.

L'**inflazione core** continua a calare. La politica monetaria non è riuscita a contrastare gli effetti dell'apprezzamento dello yen nel 2016 (fig. 9) e si sono nuovamente consolidate aspettative di inflazione in calo (fig. 8). Il deprezzamento dello yen, unito alla chiusura dell'*output gap*, dovrebbe però determinare una svolta verso l'alto dell'inflazione nel 2017 (**CPI +0,4% nel 2017** da -0,2% previsto nel 2016).

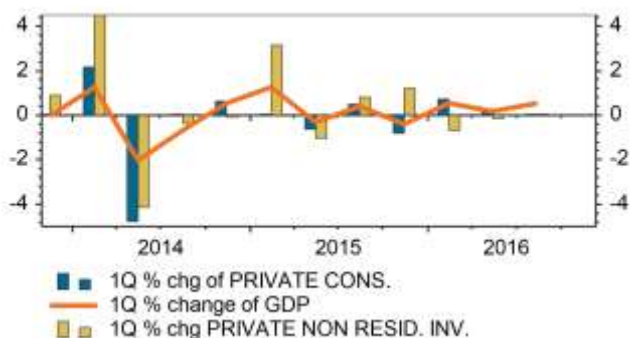
Politica fiscale: questo è il nuovo fulcro della crescita. Il 2016 segna il passaggio di testimone dalla BoJ alla spesa pubblica come fattore di stimolo cruciale per l'espansione. Da fine 2016 dovrebbe entrare in vigore il pacchetto fiscale annunciato in estate, con un **contributo alla crescita 2017 stimato intorno a 0,4pp**. Il pacchetto è un insieme di misure diverse: aumento degli investimenti pubblici, sussidi alle imprese e alle famiglie. Il governo ha anche indicato che nel 2017 ci potrebbe essere un'estensione dello stimolo.

Politica monetaria: stimolo quantitativo e controllo della curva in secondo piano, ma ancora importanti. La nuova strategia della BoJ unisce il controllo della curva allo stimolo qualitativo e quantitativo e ai tassi negativi. La capacità della politica monetaria di imprimere stimolo monetario si è ampiamente ridimensionata nel 2016. Tuttavia l'azione della BoJ svolge ancora un ruolo rilevante. Con l'introduzione del controllo della curva, gli acquisti della Banca centrale sono più incerti, ma dovrebbero restare "intorno a 80 tln di yen" all'anno, come affermato dalla BoJ. Questo implica continua crescita della quota di JGB nel portafoglio della Banca centrale (oggi a 34,9%, da 17,4% di fine 2013). Inoltre, il controllo della curva ha permesso ai JGB di uscire indenni dal drastico rialzo dei rendimenti seguito al voto americano. Quindi la BoJ continuerà ad avere un ruolo rilevante per la crescita, anche se meno centrale rispetto a quanto visto nel 2014-15. Prevediamo che la politica monetaria resti invariata nella prima parte del 2017, mentre si valuteranno gli effetti attesi dalla svolta di politica fiscale negli Stati Uniti.

Previsioni	2015			2016				2017				2018	
	2015	2016	2017	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.8	1.2	0.2	0.7	0.8	1.4	1.2	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
- trim/trim annualizzato				2.1	0.7	2.2	0.7	1.2	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
Consumi privati	-1.2	0.3	0.6	2.9	0.5	0.2	0.2	0.5	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
IFL - priv. non residenziali	1.7	0.3	1.1	-2.7	-0.5	0.1	0.7	0.9	1.8	2.2	2.3	0.6	0.6
IFL - priv. residenziali	-2.7	5.5	2.5	-1.1	21.7	9.6	1.1	-0.4	-0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Investim. pubblici	-2.0	-1.5	6.2	0.2	9.3	-2.7	3.5	12.0	12.0	1.5	-0.3	-0.4	2.0
Consumi pubblici	1.2	1.7	1.4	3.5	-1.3	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	0.8
Esportazioni	2.8	-0.6	1.0	0.5	-6.0	8.1	0.2	0.3	0.6	1.2	0.9	0.5	0.5
Importazioni	0.4	-1.8	0.3	-2.5	-2.5	-2.4	0.5	0.8	1.0	1.2	1.4	1.7	1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	-0.1	0.0	-0.3	0.4	-0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.9	3.8										
Deficit (% PIL)	-5.4	-5.7	-6.6										
Debito/PIL (% PIL)	230.0	233.3	239.1										
CPI (a/a)	0.8	-0.2	0.4	0.1	-0.3	-0.5	-0.2	-0.3	0.3	0.6	0.8	0.9	1.0
Produzione Industriale	-1.2	-0.8	1.5	-3.2	-1.7	0.6	1.3	2.4	2.3	1.1	0.4	0.6	0.7
Disoccupazione (%)	3.4	3.1	2.8	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6
Dollaro/Yen (Yen)	121.1	108.8	121.8	115.2	107.9	102.4	109.8	119.5	121.3	122.7	123.7	124.2	124.4

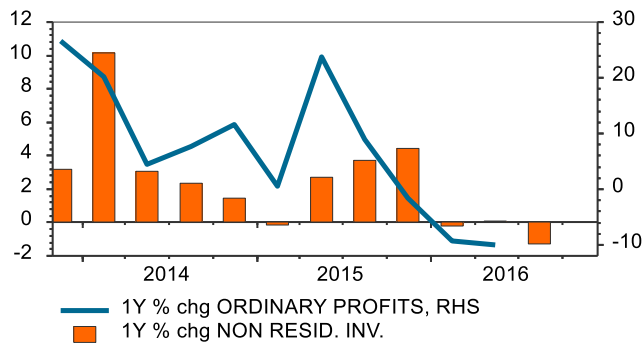
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Crescita in accelerazione nel 3° trimestre, ma la domanda domestica latita



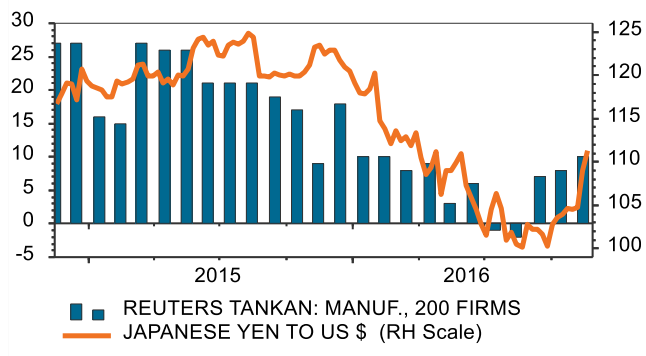
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Le imprese investono poco, con gli utili frenati dallo yen forte: miglioramento atteso con la svolta del cambio



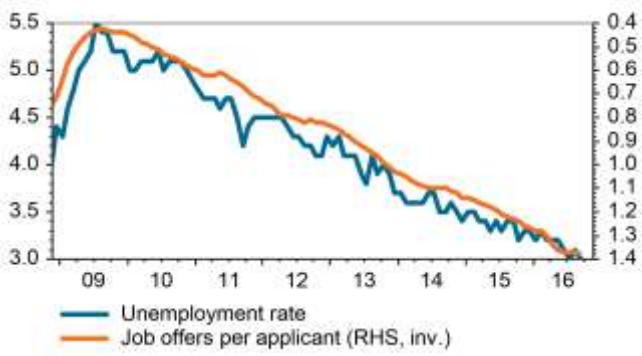
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Reuters Tankan manifatturiero e yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La disoccupazione continua a calare



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Consumi deboli nonostante l'accelerazione dei salari...



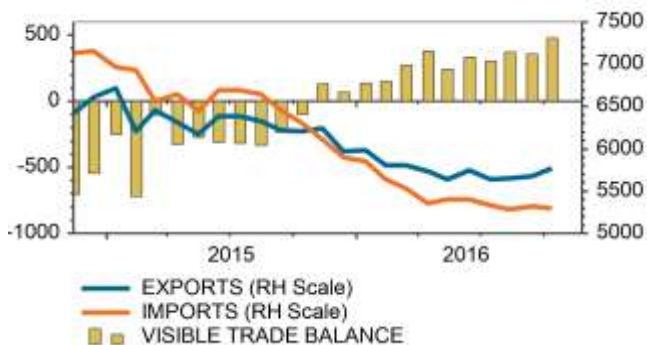
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ... con la propensione al risparmio in continuo aumento dopo i rialzi dell'imposta sui consumi



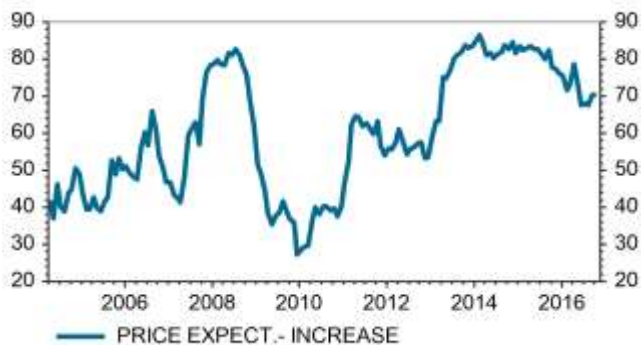
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Saldo commerciale finalmente positivo, grazie al calo dei prezzi energetici



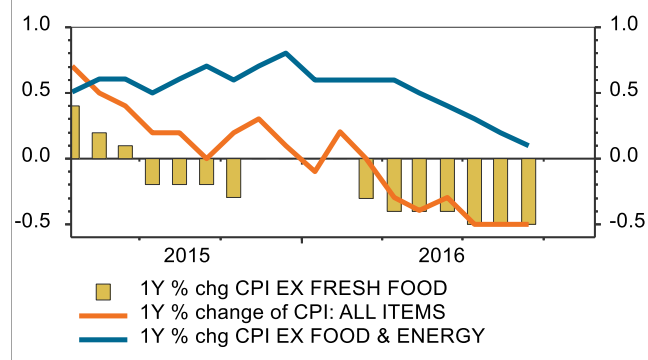
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – In calo la percentuale di famiglie che si aspettano aumenti dei prezzi



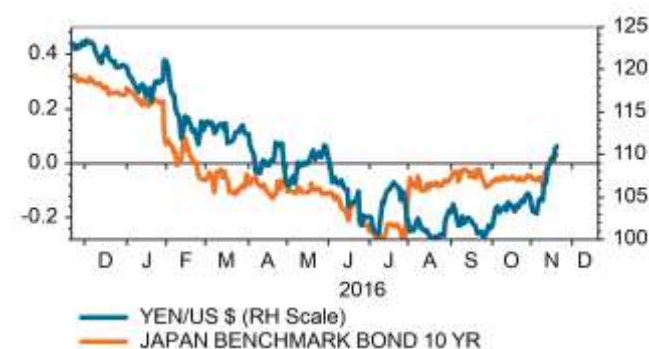
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione core verso lo zero



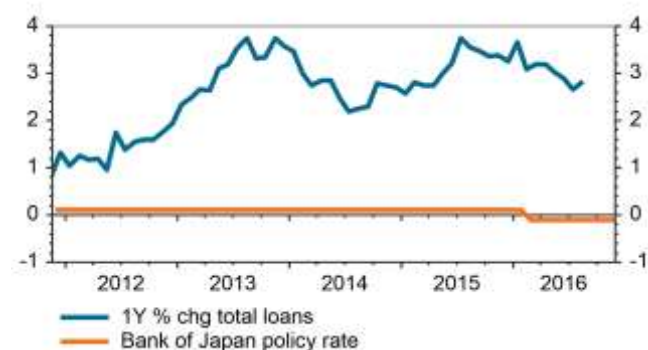
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Yen: dove non è riuscita la BoJ, è riuscito Trump!



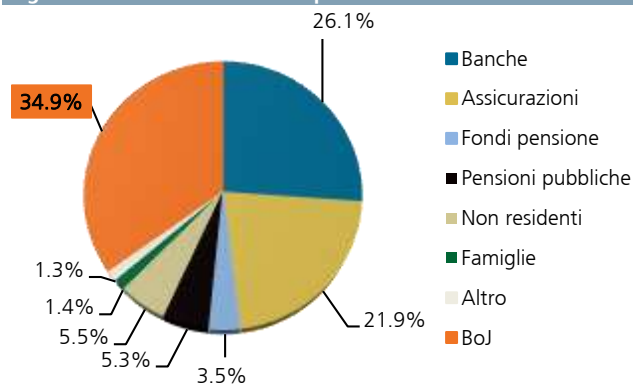
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Armi spuntate alla BoJ



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Dati a fine giugno 2016; totale JGB: 987,4 tln di yen
Fonte: Ministry of Finance

Cina: il focus ritorna sulla gestione dei rischi

- **Il PIL cinese è salito del 6,7% a/a anche nel 3° trimestre**, con una crescita trimestrale dell'1,8% t/t vs 1,9% nel 2° trimestre. Dal lato dell'offerta la crescita del settore industriale e di quello dei servizi è rimasta stabile mentre è accelerata quella del settore agricolo. Dal lato della domanda il contributo del canale estero dovrebbe essere stato ancora negativo a causa dell'allargamento del deficit della bilancia dei servizi, mentre a una marginale decelerazione dei consumi privati e degli investimenti si è verosimilmente accompagnata un'accelerazione della spesa pubblica.
- **I dati degli ultimi due mesi** e gli indici PMI del settore manifatturiero e dei servizi di novembre hanno nel complesso **confermato il miglioramento in atto dell'attività economica**, che resta ancora sostenuta dalla politica fiscale e monetaria. **Rivediamo pertanto al rialzo le nostre previsioni di crescita da 6,5% a 6,7% per il 2016.**
- È probabile che la politica economica e fiscale continuerà ad essere lo strumento principale per sostenere la crescita vicino agli obiettivi di governo nel prossimo anno, e che la politica monetaria rimanga moderatamente accomodante. La **stabilità sociale ed economica** saranno, infatti, **obiettivi ancora importanti anche nel 2017, anno politicamente rilevante** visto l'atteso rimpasto del comitato direttivo del Politburo previsto al **19° Plenum del partito comunista** nell'autunno del 2017. Cinque dei sette membri del Comitato (non il primo ministro Xi e il Presidente) raggiungeranno infatti, nel corso dell'anno, i limiti di pensionamento e dovrebbero essere sostituiti con persone politicamente vicine al presidente Xi Jinping.
- **Il controllo del rischio finanziario resta comunque tra le più alte priorità dei regolatori**, come emerso dalle esternazioni fin dall'estate, dagli interventi di regolamentazione in diversi ambiti del settore finanziario bancario e non bancario e dalla rinnovata attenzione a raffreddare il mercato immobiliare negli ultimi mesi. Restano inoltre altrettanto importanti, e tra i principali obiettivi delle Autorità, la riforma delle imprese statali, finora portata avanti di più attraverso fusioni e acquisizioni che attraverso ristrutturazioni o fallimenti, la ristrutturazione del debito dei governi locali e la riduzione dei crediti incagliati. **La volontà di non alimentare ulteriori squilibri economici** ridurrà lo spazio di manovra della politica fiscale e monetaria rispetto al 2016 e **finirà per rallentare la crescita del credito ridimensionando il sostegno agli investimenti.**
- Ci aspettiamo che la tenuta degli investimenti in infrastrutture pubbliche e dei servizi su cui il governo continua a puntare non riesca a compensare un nuovo rallentamento degli investimenti nel settore immobiliare e manifatturiero. **Manteniamo quindi uno scenario di rallentamento della crescita economica a 6,4% nel 2017 e a 6,1% nel 2018.**

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.8	7.3	6.9	6.7	6.4	6.1
Consumi privati	9.6	7.9	8.2	7.6	7.5	7.1	6.9
Consumi pubblici	6.2	5.1	3.7	9.5	17.1	8.4	6
Investimenti fissi	8.7	9.3	6.9	7.5	5.6	4.5	4.5
Esportazioni	5.8	7.9	8.6	0.6	2.2	3.8	4.6
Importazioni	6.6	10.6	8.7	1.5	3.6	3.2	5.3
Produzione industriale	8.4	8	7.4	6.1	6	5.2	4.8
Inflazione (CPI)	2.6	2.6	2	1.4	2.0	2.4	2.0
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
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	2.9	3	3.2
Cambio USD/CNY (media)	6.31	6.15	6.16	6.28	6.64	7.09	7.15
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1360	912	1713	2077	1561	1228	920
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.5	1.5	2.7	3.0	2.1	1.5	1.1
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 Agosto 2016.

Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Crescita e inflazione

Il PIL cinese è salito del **6,7% a/a** anche nel **3° trimestre**, con una crescita trimestrale dell'1,8% t/t vs 1,9% nel 2° trimestre. Dal lato dell'offerta la crescita del settore industriale e di quello dei servizi è rimasta stabile mentre è accelerata quella del settore agricolo. Dal lato della domanda il contributo del canale estero dovrebbe essere stato ancora negativo a causa dell'allargamento del deficit della bilancia dei servizi, mentre a una marginale decelerazione dei consumi privati e degli investimenti si è verosimilmente accompagnata un'accelerazione della spesa pubblica.

I dati degli ultimi due mesi e gli indici PMI di novembre hanno nel complesso **confermato il miglioramento in atto dell'attività economica**, che resta ancora sostenuta dalla politica fiscale e monetaria. **Rivediamo pertanto al rialzo le nostre previsioni di crescita da 6,5% a 6,7% per il 2016.**

Il traffico cargo domestico e internazionale ha continuato a salire, e quello passeggeri è rimasto stabile. I dati di **commercio estero** in termini destagionalizzati continuano a confermare i segnali di miglioramento. Il recupero della componente degli ordini esteri del PMI rispetto ai minimi di inizio anno è positivo ma ancora modesto, con la media trimestrale che rimane sotto 50, come ad Hong Kong, in Corea e in Malesia, a differenza di altri paesi asiatici dove è risalita al di sopra già da qualche mese. Le esportazioni (+5,9% 3m a/a in ottobre) restano penalizzate dal calo dei prezzi dettato anche dall'aggiustamento verso il basso dei prezzi in dollari seguito al deprezzamento del renminbi mentre il rimbalzo dei prezzi delle materie prime ha favorito la dinamica nominale delle importazioni (+1,2% 3m a/a in ottobre), che comunque è migliorata anche in volume. In particolare la ripresa delle importazioni di beni destinati alla lavorazione e alla riesportazione punta ad un moderato miglioramento della dinamica delle esportazioni nei prossimi mesi.

La crescita della **produzione industriale** si è **stabilizzata** a 6,1% a/a in settembre e ottobre grazie sia all'accelerazione della produzione del settore privato sia a un effetto base favorevole. Migliora sia la produzione di materie prime sia quella dei macchinari elettrici. L'aumento dell'attività è confermato anche dalla dinamica del consumo di elettricità (+7% a/a), particolarmente forte anche nel settore dei servizi e nel settore privato per uso residenziale. L'incremento degli ordini interni punta a un consolidamento della produzione industriale nel corso del 3° trimestre. Il miglioramento della dinamica del PMI manifatturiero, più marcato nella rilevazione dell'ufficio statistico, continua però ad essere guidato dalle grandi imprese. Lo spaccato registra un moderato progresso delle condizioni delle medie e piccole imprese rispetto ai minimi di inizio anno, ma per queste ultime l'indice rimane al di sotto di 50 e in peggioramento in ottobre.

Tra settembre e ottobre si è registrata una lieve accelerazione degli **investimenti fissi nominali** (+8,3% cum a/a in ottobre vs 8,1% in agosto) guidata dagli investimenti in sviluppo immobiliare, residenziali e non residenziali, e dalla moderata ripresa degli investimenti privati. Quest'ultima è sostenuta dagli investimenti nei settori agricolo e dell'industria, che continuano a crescere a tassi elevati compensando la contrazione nel settore dei servizi in atto da giugno (-12,5% cum a/a in ottobre). Gli investimenti delle imprese statali continuano registrare solidi tassi di crescita (+20,5%) nonostante una lieve decelerazione. Gli investimenti del settore manifatturiero sono saliti del 3,1%, stabili rispetto al mese precedente. **In termini reali gli investimenti** sono, però, moderatamente decelerati a causa dell'aumento dell'inflazione dei prezzi alla produzione.

La NDRC ha continuato ad approvare nuovi **progetti infrastrutturali** nei settori dei trasporti (in particolare ferrovie), dell'energia, della conservazione dell'acqua e dell'alta tecnologia. Nuove misure sono state approvate a supporto degli investimenti - come l'ampliamento dell'accesso

agli investitori privati (ad esempio nel settore dell'aviazione civile) e il sostegno a progetti a partecipazione pubblico-privata (attraverso la creazione di un fondo di garanzia) – e dei consumi privati, nonché per **ampliare la gamma di offerta nel settore dei servizi** quali il turismo, la cultura, la cura degli anziani, l'istruzione e la formazione professionale. In particolare sono stati estesi ad altre città i benefici fiscali per le imprese altamente tecnologiche che forniscono servizi. Sono state inoltre approvate misure a supporto dell'innovazione e degli investimenti nelle aree rurali che includono incentivi e benefici sociali per i lavoratori migranti. A inizio dicembre la NDRC ha pubblicato delle nuove linee guida per gli investimenti diretti esteri in entrata rimuovendo molte restrizioni nel campo dei servizi turistici e dello spettacolo ma anche in alcuni comparti del manifatturiero, come la lavorazione del grano o la produzione di motociclette. La Commissione ha inoltre inserito tra gli investimenti incoraggiati la produzione delle auto elettriche e dei componenti per le auto a nuove energie. Da ultimo il Ministero dell'Industria e della tecnologia informatica ha pubblicato il nuovo piano quinquennale per lo sviluppo del sistema manifatturiero "intelligente" (*Intelligent Manufacturing*).

Nel 2016 la crescita è stata sostenuta dalla ripresa sia del **settore immobiliare** che degli investimenti in infrastrutture del settore statale, che hanno favorito il buon andamento delle vendite al dettaglio e della produzione industriale nei comparti dell'indotto delle costruzioni residenziali e delle infrastrutture. Gli investimenti del settore costruzioni hanno invece registrato un calo del 5% a/a nei primi dieci mesi del 2016 dopo un aumento del 10,2% del 2015, trainati al ribasso dalla contrazione degli investimenti privati (-12,5% cum. a/a). Rimangono, infatti, inalterate alcune criticità del mercato immobiliare che torneranno a pesare negativamente sulle prospettive di breve-medio termine del settore: l'inventario rimane elevato soprattutto nelle città di terza fascia e l'accessibilità, nonostante il miglioramento, rimane in media ancora molto bassa per le famiglie rurali e per le fasce di reddito più deboli nelle aree urbane. La partecipazione al mercato nell'ultimo anno sembra inoltre parzialmente guidata da intenti speculativi che hanno favorito un aumento dei prezzi che ha superato il 40% negli ultimi dodici mesi nelle città di prima e in molte città di seconda fascia ed ha aumentato il pur basso indebitamento delle famiglie²⁶.

Le Autorità si stanno muovendo con molta cautela e soprattutto a livello locale cercando, da un lato, di limitare la speculazione nelle città di prima e seconda fascia e, dall'altro, di favorire il ridimensionamento degli stock di inventario nelle città di terza fascia. A livello nazionale le misure sono state volte a rallentare il ricorso al credito degli imprenditori. Riteniamo che queste misure contribuiranno comunque a frenare l'avanzata dei prezzi tra 3/6 mesi. Il rallentamento delle prospettive e le probabili difficoltà delle imprese immobiliari di più piccola dimensione limiteranno la recente ripresa degli investimenti nel settore immobiliare e porteranno a un loro ridimensionamento nel prossimo anno.

Le **vendite al dettaglio** nominali hanno registrato una crescita del 10% a/a in ottobre, lievemente al di sotto del 10,7% di luglio, la crescita mensile resta in lieve rallentamento ma vicino allo 0,8% m/m supportata dal miglioramento della fiducia dei consumatori. In termini reali la dinamica delle vendite al dettaglio è solida anche se ha raggiunto il minimo da inizio anno in ottobre (+8,8%), a causa del rimbalzo dell'inflazione. Le vendite on line continuano a salire a un passo elevato (+24,5%) così come le vendite di automobili. Queste ultime sono state sostenute dagli incentivi fiscali che però termineranno a fine anno a meno di un rinnovo. Le condizioni del **mercato del lavoro** sono migliorate negli ultimi mesi, con un miglioramento della componente occupazione del PMI sia manifatturiero sia dei servizi e con il rapporto tra domanda e offerta di lavoro stabilmente sopra 1 sebbene in lento declino nelle regioni costiere, e con il tasso di disoccupazione urbana stabile al 4,0%. Altri indicatori continuano comunque a segnalare un

²⁶ Per maggiori dettagli vedi Cina Focus Economia del 24.11.2016: "Mercato immobiliare: nuova bolla?".

rallentamento rispetto agli anni scorsi: il numero dei nuovi occupati nelle aree urbane è salito solo dello 0,1% nei primi tre trimestri dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, ed è sceso il numero dei disoccupati che riescono ad essere nuovamente assunti. Gli occupati nelle imprese industriali sono scesi del 2,5% e il salario dei lavoratori migranti continua a rallentare (+5,9% nel 3° trimestre). Il Ministero del Lavoro starebbe lavorando per apportare delle modifiche alla Legge sul contratto di lavoro varata nel 2008 (Labour Contract Law) per rendere più flessibile il mercato del lavoro e ridurre i costi per le imprese.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo è risalita a 2,3% a/a in novembre dal minimo di 1,3% in agosto, principalmente a causa di un forte effetto base sfavorevole e di una riaccelerazione dei prezzi nel comparto degli alimentari. La dinamica mensile mostra un'accelerazione dei prezzi dei servizi, in particolare delle medicine, dei servizi per l'abitazione e dei carburanti. L'inflazione core risale a 1,9%, poco sopra i livelli di luglio. L'inflazione dei prezzi alla produzione è tornata in territorio positivo da settembre, balzando a +3,3% a/a in novembre, dopo quasi quattro anni e mezzo di cali tendenziali. Essa continuerà a salire nei prossimi mesi ma l'atteso rallentamento della crescita economica ne limiterà il potenziale di aumento e di trasmissione ai prezzi al consumo. Un effetto base favorevole (in gran parte nella seconda metà del 2017) sarà parzialmente compensato dalle pressioni al rialzo provenienti dall'aumento dei prezzi dei carburanti e dal deprezzamento del cambio. Ci aspettiamo quindi che **l'inflazione dei prezzi al consumo salga al 2,4% nel 2017 per tornare poi intorno al 2% nel 2018.**

Politica monetaria e creditizia

Il nuovo **credito bancario** è rallentato negli ultimi mesi in linea con l'andamento stagionale mentre la dinamica dell'aggregato della finanza sociale è marginalmente accelerata. In termini di stock entrambi gli aggregati sono lievemente accelerati rispetto ai mesi **estivi** (13,1% il credito e 12,7% la finanza sociale). Gran parte **dell'accelerazione** del credito è venuta **dal credito a lungo termine alle famiglie** il cui stock è salito del 30,4% a/a in ottobre, molto di più dell'11% dei prestiti a lungo termine alle imprese. Lo stock di mutui è salito del 33,5% nel 3° trimestre mentre lo stock di prestiti agli imprenditori immobiliari è sensibilmente rallentato a 7,6% da un picco del 24,1% nel 1° trimestre 2015; il credito a breve termine è contemporaneamente decelerato. Lo stock di credito totale, incluse le emissioni dei titoli di Stato, cresce stabilmente intorno al 17%.

Rispetto al PIL il nuovo credito e la nuova finanza sociale sono comunque rimasti rispettivamente stabili o in marginale accelerazione negli ultimi 4/6 trimestri, continuando a sostenere la crescita nel breve periodo ma lasciando invariati i rischi di medio-lungo periodo. Continua, infatti, a destare preoccupazione l'aumento del debito, in particolare delle imprese, e dei **crediti incagliati** (*Non Performing Loans*, NPLs) che stanno ancora salendo (+26% nel 3° trimestre) anche se a un ritmo minore rispetto al 2015 (+51,2%) con un rapporto sul totale a 1,76% sostanzialmente invariato da tre trimestri. Il lieve calo del rapporto per le principali banche commerciali ha compensato, infatti, l'aumento che continuano a registrare le banche più piccole e in particolari quelle rurali. Anche i **crediti a menzione speciale** (*Special Mention Loans*), ossia che non sono stati rimborsati ma che le banche non classificano ancora come deteriorati, continuano a salire (+23,6% a/a nel 3° trimestre). Essi sono oltre due volte i crediti incagliati e, uniti a questi ultimi, sono saliti dal 3,8% del PIL nel 2° trimestre del 2014 al 6,9% nel 3° trimestre del 2016.

Il progressivo esaurimento del programma di swap per i governi locali, le misure volte al controllo del rischio finanziario (in particolare a ridimensionare la crescita del credito al settore immobiliare) e la dinamica ancora in aumento dei crediti incagliati limiteranno la crescita del credito nei prossimi mesi. Su di essa pesa inoltre la debole domanda da parte delle imprese che è ai minimi storici secondo l'indagine trimestrale della PBOC. Ci attendiamo che la Banca centrale continui a **utilizzare le operazioni di mercato aperto e la finestra delle operazioni a medio-lungo termine** come ha fatto nel 2016 per mantenere ampia la liquidità e che ricorra a tagli del

coefficiente di riserva obbligatoria solo nel caso di rallentamento della crescita più marcato delle attese per non alimentare ulteriori pressioni al ribasso sul renminbi.

Negli ultimi due mesi le Autorità competenti hanno proseguito a **regolamentare** ulteriormente le **piattaforme online** per i prestiti Peer-to-Peer e la PBOC ha annunciato che modificherà il suo schema di valutazione prudenziale per tener conto delle **attività fuori bilancio** nel valutare lo stato di salute delle banche²⁷ commerciali. Nello specifico includerà nello schema i prodotti di gestione del risparmio (Wealth Management Products, WMPs), spesso venduti dalle banche ma non conteggiati nei bilanci, il cui ammontare in circolazione è progressivamente salito fino a toccare il 37,1% del PIL nel 2° trimestre del 2016 dal 23,3% di fine 2014, nonostante le Autorità siano intervenute più volte a regolamentare il settore.

Il Consiglio di Stato ha approvato in ottobre la formazione di un comitato interministeriale per coordinare le attività volte alla riduzione dell'indebitamento delle imprese e per l'implementazione del **programma di debt-to-equity swap** (scambio di debito con capitale) secondo delle nuove linee guida rispetto a quelle pubblicate a luglio dalla *State-owned Assets Supervision and Administration Commission* (SASAC). Queste ultime ribadiscono che le imprese altamente indebitate che potenzialmente possono aggravare i problemi di sovracapacità produttiva e aumentare le scorte non dovrebbero partecipare al programma. Tuttavia ribadiscono anche che le imprese altamente indebitate di importanza strategica e con un ruolo dominante nei settori che hanno problemi di sovracapacità sono incoraggiate a parteciparvi. Sembra quindi che l'importanza strategica e la dimensione delle imprese prevalgano sul livello del loro indebitamento o sulle reali prospettive di miglioramento della loro performance, rendendo di fatto molto esiguo il numero di grandi imprese escluse dal programma. Inoltre alle banche non è concesso di detenere direttamente quote di capitale delle imprese. Le banche devono cedere i crediti incagliati a società terze, generalmente Asset Management Company (AMS) anche create ad hoc, o a società di assicurazione, che convertiranno poi i prestiti in quote di capitale.

Inoltre le nuove linee guida incoraggiano a trasformare i debiti delle imprese in titoli convertibili e non subito in titoli azionari (**loan to convertible bond swap**), con un risparmio in termini di accantonamenti per le banche rispetto al caso di trasformazione diretta in azioni o rispetto a mantenere il credito incagliato in bilancio. Nella recente ristrutturazione di Sino Steel, inoltre, la SASAC è intervenuta anche con un'iniezione di capitale. I titoli convertibili o le azioni possono poi essere venduti ad altri investitori, inclusi quelli stranieri. Il programma ripartisce quindi il costo della ristrutturazione del debito, che allo stato attuale grava teoricamente solo sulle banche, tra settore pubblico e settore privato, ossia tra stato, imprese, banche e da ultimo famiglie (se poi potranno acquistare i titoli oggetto di swap o prodotti finanziari ad essi collegati). Anche se la ripartizione dei rischi resta positiva, il trasferimento del rischio al settore privato rimane parziale data l'elevata partecipazione dello Stato a banche e imprese. Il funzionamento del programma dipenderà comunque sia dal ruolo del mercato nel prezzare i prestiti sia dalle prospettive di miglioramento dei bilanci delle imprese coinvolte.

Il programma non risolve comunque il problema del crescente indebitamento delle imprese né quello della loro inefficienza, in parte lasciati al **programma di ristrutturazione delle imprese statali**. A fine settembre è stato costituito un fondo di *private equity* per la ristrutturazione delle imprese statali con un capitale di CNY 350 miliardi che sarà gestito dalla SASAC. La NDRC ha pubblicato a questo proposito nuove linee guida in ottobre per incoraggiare le fusioni e le ristrutturazioni nelle industrie chiave. Esse caldeggiavano la partecipazione delle imprese a fusioni e acquisizioni trans-regionali e la partecipazione del settore privato al capitale d'impresa, compresa

²⁷ Lo schema include i crediti, gli investimenti in titoli, in azioni, i *buyback* delle attività finanziarie vendute e i depositi presso le istituzioni finanziarie non bancarie.

anche la partecipazione dei lavoratori. Maggiori dettagli e una lista delle prime SOE che rientreranno in questo sistema di **proprietà mista** dovrebbero essere pubblicati per fine anno. I settori implicati sono sette: petrolifero, elettricità, gas, ferrovie, aviazione civile, telecomunicazioni e difesa. Il Ministero delle Finanze ha inoltre annunciato a inizio dicembre un **trattamento fiscale preferenziale** per le imprese in fase di ristrutturazione (bancarotta, fusioni e acquisizioni, liquidazione fallimentare) che prevede la rateizzazione delle imposte e il posticipo delle scadenze, nonché l'esenzione dell'IVA per le transazioni che riguardano beni capitali o i diritti di utilizzo dei terreni.

L'agenzia di stampa governativa Xinhua riporta che il Consiglio di Stato a metà novembre ha annunciato un **piano precauzionale di emergenza per i governi locali** che classifica possibili difficoltà finanziarie in quattro categorie. I governi dovranno procedere a un ribilanciamento fiscale se le spese annuali per interessi o il debito risultassero superiori al 10% delle spese di bilancio o se gli interessi su alcuni debiti classificati come speciali fossero del 10% più alti rispetto ai fondi governativi di bilancio.

La volontà di non alimentare ulteriori squilibri economici ridurrà lo spazio di manovra della politica fiscale e monetaria rispetto al 2016 e **finirà per rallentare la crescita del credito ridimensionando il sostegno agli investimenti**. Ci aspettiamo che la tenuta degli investimenti in infrastrutture pubbliche e dei servizi su cui il governo continua a puntare non riesca a compensare un nuovo rallentamento degli investimenti nel settore immobiliare e manifatturiero. **Manteniamo quindi uno scenario di rallentamento della crescita economica a 6,4% nel 2017 e a 6,1% nel 2018.**

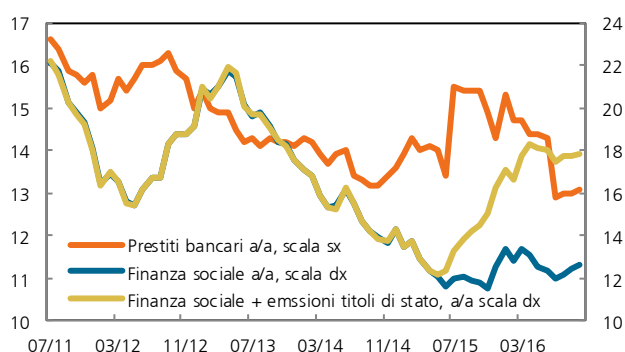
Il **cambio USD/CNY**, dopo una fase di stabilità durante l'estate in area 6,62-6,70, è tornato a deprezzarsi dalla seconda metà di ottobre fino ad arrivare a un picco di 6,95 a metà dicembre. Il deprezzamento è stato guidato in larga misura dai movimenti del dollaro in seguito alla revisione delle aspettative sul sentiero dei rialzi Fed, ancora più marcata dopo i risultati delle elezioni americane. Le riserve in valuta estera sono scese più velocemente in ottobre (-45,7 miliardi di dollari) e novembre (-69 miliardi) in parte a causa degli interventi a sostegno del cambio e in parte a causa dell'apprezzamento del dollaro. La PBOC ha continuato a fornire liquidità ai mercati ma attraverso operazioni a più lungo termine, affiancando ai *reverse repo* a 7gg anche quelli a 14 e 28gg e utilizzando soprattutto la finestra di rifinanziamento a medio-lungo termine (3 mesi). Da metà novembre, in linea con lo storno dei mercati internazionali, i rendimenti della curva governativa sono saliti di ca. 30pb e i tassi sul mercato monetario hanno ripreso a salire.

Il **cambio USD/CNY** continuerà ad essere **sotto pressione a cavallo d'anno**, a maggior ragione con il rinnovo a gennaio della quota annuale di acquisto di valuta estera concessa ai singoli individui (USD 50.000) e l'aumento stagionale della domanda a fini turistici in occasione delle festività per il Capodanno cinese (27 gennaio – 3 febbraio). Prevediamo un profilo in deprezzamento nel corso dell'anno fino a **un massimo di 7,15 a fine 2017 e una stabilizzazione successiva**. Riteniamo che il cambio possa superare questa soglia **solo in caso di maggiore rafforzamento del dollaro**, dettato da una nuova forte revisione verso l'alto delle aspettative della crescita americana e dei rialzi della Fed, **oppure in caso di revisione al ribasso delle aspettative di crescita della Cina con un riacutizzarsi dei timori di una crisi finanziaria interna.**

La PBOC continuerà ad intervenire per evitare un deprezzamento troppo elevato e repentino del cambio rispetto al dollaro ma le pressioni alla fuoriuscita di capitali potrebbero dimostrarsi tali da essere troppo costose **da contrastare. È ragionevole che la PBOC in caso di forti pressioni** alla fuoriuscita di capitali rallenti pertanto il processo di liberalizzazione del conto finanziario rispetto ai piani iniziali e che, insieme agli interventi sul mercato a difesa del cambio, **introduca anche delle misure per cercare di limitare la fuoriuscita di capitali in modo da limitare il "consumo" di riserve**. Il processo di liberalizzazione del conto dei capitali continua ad andare avanti come dimostra il recente avvio del programma Shenzhen-Hong Kong Connect, che si affianca allo

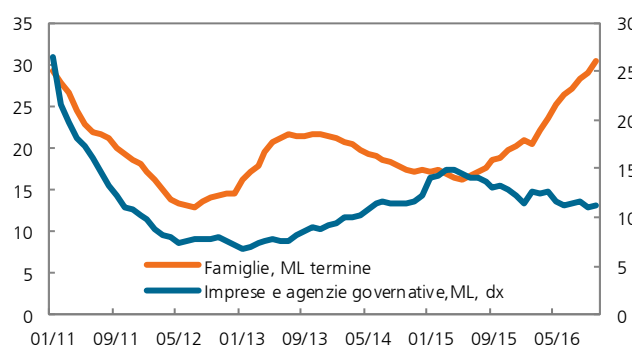
Shanghai-Hong Kong Connect, il rinnovo o la nuova firma di programmi di swap con le altre banche centrali nonché l'assegnazione delle *clearing bank* (negli USA a settembre). In direzione di un maggiore controllo dei flussi di capitali, oltre che della crescita incondizionata del credito, vanno invece i **recenti interventi** di limitazione agli FDI in uscita superiori ai 10 miliardi di dollari, di controllo bancario alle transazioni del conto finanziario e dei capitali superiori ai 5 milioni di dollari e di restrizione dei prestiti off-shore in renminbi e degli acquisti di prodotti assicurativi ad Hong Kong.

La dinamica del credito è in lieve accelerazione



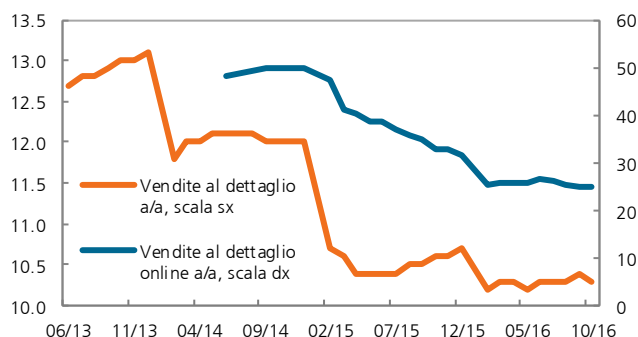
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aumento del credito è guidato dai mutui alle famiglie



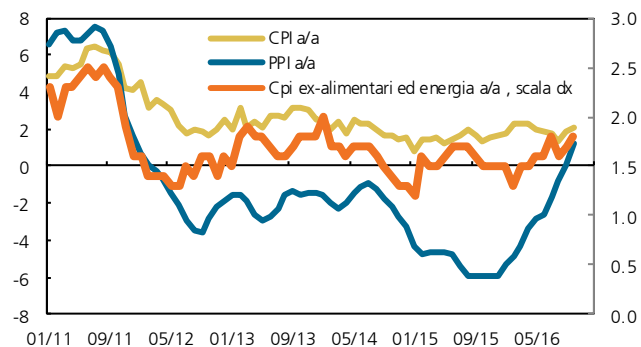
Fonte: CEIC

Vendite al dettaglio nominali



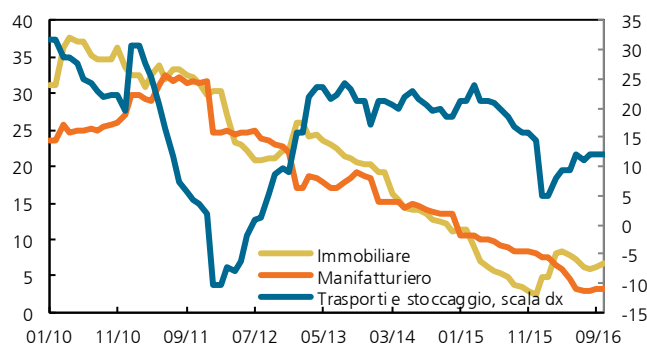
Fonte: CEIC

Inflazione



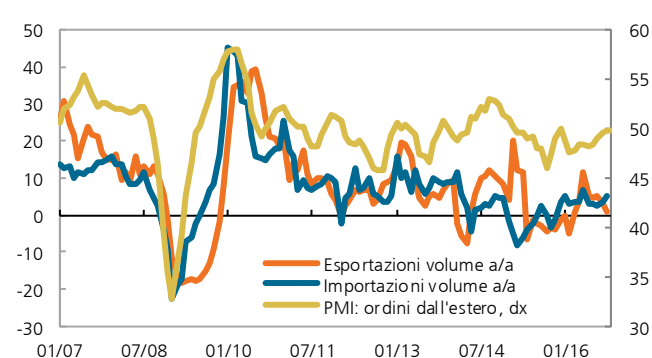
Fonte: CEIC

Investimenti nominali



Fonte: CEIC

Commercio estero



Fonte: CEIC, Markit

Focus: il renminbi continuerà a deprezzarsi nei prossimi mesi

I dati sull'economia cinese negli ultimi mesi hanno continuato a segnalare un moderato miglioramento della congiuntura che ha portato a lievi revisioni al rialzo delle previsioni di crescita per il 2016 e 2017, che ora il consenso vede a 6,7% e 6,4% dai precedenti 6,5% e 6,2-6,3%. Il renminbi, nonostante ciò, dopo una fase di stabilità durante l'estate in area 6,62-6,70, è tornato a deprezzarsi dalla seconda metà di ottobre fino a toccare un picco di 6,95 a metà dicembre. Il deprezzamento è stato guidato in larga misura dai movimenti del dollaro in seguito alla revisione delle aspettative sul sentiero dei rialzi Fed, ancora più marcata dopo i risultati delle elezioni americane. Il cambio effettivo nominale è invece rimasto sostanzialmente stabile.

Il nostro scenario di previsione vede ancora un deprezzamento del cambio USD/CNY nel corso del prossimo anno **fino a un massimo di 7.15 a fine 2017**, in linea con il profilo di apprezzamento del dollaro dettato dai rialzi Fed, e **una stabilizzazione successiva**. Lo scenario è basato sull'ipotesi che il dollaro continui a rafforzarsi verso tutte le valute soprattutto nel breve periodo e che il mercato non sconti più di tre rialzi Fed nel 2017. Ci aspettiamo, infatti, che lo stimolo fiscale annunciato dal neo eletto presidente Trump sia ridimensionato rispetto al programma annunciato in campagna elettorale e che i risvolti sulla crescita siano ancora modesti nel 2017 e più visibili nel 2018. Il cambio EUR/CNY si dovrebbe **deprezzare da 7,24 a fine 2016 intorno a 7,88 a fine 2017** in linea con il deprezzamento del dollaro rispetto all'euro che ci attendiamo nella seconda parte dell'anno e che dovrebbe portare il cambio EUR/USD da un minimo di 1,04 a fine 2016 a 1,10 a fine 2017.

Il **cambio USD/CNY** continuerà ad essere **sotto pressione a cavallo d'anno**, a maggior ragione con il rinnovo a gennaio della quota annuale di acquisto di valuta estera concessa ai singoli individui (USD 50.000) e l'aumento stagionale della domanda a fini turistici in occasione delle festività per il Capodanno cinese (27 gennaio – 3 febbraio). Riteniamo possibile che il cambio possa **superare la soglia del 7,15** nel corso dell'anno **solo in caso di maggiore rafforzamento del dollaro dettato da una nuova forte revisione verso l'alto delle aspettative della crescita americana e dei rialzi della FED oppure in caso di revisione al ribasso delle aspettative di crescita della Cina con un riacutizzarsi dei timori di una crisi finanziaria interna**.

Pensiamo che l'atteggiamento degli Stati Uniti vs la Cina potrebbe essere più morbido di quanto dichiarato dal neo eletto presidente in campagna elettorale. Il saldo delle partite correnti della Cina si è ridotto da un picco del 10% nel 2007 al 3% nel 2015 e il cambio effettivo reale si è apprezzato del 33% da metà 2005 (abbandono del peg al dollaro) ad oggi, e del 13,7% nell'ultimo quinquennio. Lo stesso FMI nell'agosto 2015 (2015 Article IV Consultation, China IMF Country Report No. 15/234) aveva dichiarato che il sensibile apprezzamento in termini reali aveva portato il cambio a un livello che "non poteva più essere considerato sottovalutato". Il cambio effettivo reale si è poi deprezzato del 7,9% tra novembre 2015 (periodo di massimo storico) e ottobre 2016.

Il graduale aumento delle forze di mercato nella determinazione del cambio, e l'apprezzamento nei confronti delle valute dei principali mercati avanzati di sbocco ma anche vs le altre valute asiatiche, sono i motivi che hanno spinto le autorità cinesi nell'autunno del 2015 a dichiarare di voler focalizzarsi di più sul **cambio effettivo**. A metà dicembre del 2015 la PBOC ha annunciato la pubblicazione di un **indice di cambio effettivo nominale basato su un paniere di valute**, di cui ha pubblicato composizione e pesi in linea con la pratica internazionale di altre banche centrali, per fornire ai mercati uno strumento di valutazione del renminbi più ampio e comprensivo rispetto al solo cambio CNY/USD. Secondo questo paniere il cambio effettivo nominale si è apprezzato del 17,5% tra metà 2010 e il massimo di metà aprile 2015, dopo di che si è deprezzato dell'8,1%.

Continuiamo a pensare che le **autorità cinesi non abbiano interesse ad alimentare aspettative di deprezzamento repentino e/o continuo del cambio vs dollaro** che potrebbe innescare maggiori flussi di capitali in uscita e che **non ci siano ragioni a sostegno di una svalutazione competitiva**.

Le esportazioni potrebbero beneficiare molto meno che in passato di un deprezzamento del cambio effettivo perché il **rallentamento delle esportazioni nei paesi asiatici appare in gran parte di natura strutturale**. Recenti analisi contengono, infatti, sempre maggiore evidenza a supporto di cause riconducibili al cambiamento della composizione della domanda dei partner commerciali, dovuto sia alla maturazione del fenomeno della delocalizzazione e dello sviluppo delle catene produttive globali in Asia, sia alla riduzione della propensione al consumo nei paesi occidentali. Una svalutazione competitiva, oltre a raggiungere dubbi risultati, **scontenterebbe i paesi limitrofi, competitor su molti mercati** e potenzialmente potrebbe innescare una "guerra valutaria". Inoltre, nonostante l'aumento rispetto al passato di contenuto domestico del valore aggiunto dei beni esportati, **il contenuto straniero resta ancora importante in molti settori** e un deprezzamento del cambio effettivo potrebbe nuocere rendendo più costose le importazioni. Un deprezzamento marcato rispetto al dollaro metterebbe inoltre ancora più **in difficoltà le imprese indebitate** in questa valuta e minerebbe il **potere d'acquisto della classe media**, sempre più interessata ai beni di consumo stranieri e di qualità.

La dinamica del renminbi rispetto al passato appare maggiormente influenzata dai flussi di capitali e pertanto destinata ad essere più volatile. Il passaggio del saldo del conto finanziario in territorio negativo da metà 2014 (con un deflusso netto di capitali) potrebbe non essere temporaneo. A spingere in questo senso ci sono sia la maggiore apertura del conto rispetto al passato, in seguito al programma di progressiva liberalizzazione finanziaria portato avanti dalla Autorità, sia il bisogno di maggiore diversificazione dei portafogli degli investitori cinesi che aumenta in un momento di aspettative di minor crescita economica e di rendimenti in calo.

Finora la fuoriuscita di capitali è stata principalmente legata alla voce degli "altri investimenti", che rappresenta gran parte dei flussi di capitali nella bilancia dei pagamenti della Cina. Essa ha riguardato in particolare la riduzione di prestiti e di crediti commerciali concessi da parte dei non residenti. A questa voce si è poi aggiunto un aumento degli investimenti diretti esteri (IDE) in uscita in forza della spinta delle imprese cinesi ad acquisire imprese all'estero supportata anche dalle Autorità politiche, e un rallentamento di quelli in entrata. Dal 1° trimestre 2016 i flussi in uscita hanno per la prima volta superato quelli in entrata (nei primi tre trimestri del 2016 i flussi di IDE in uscita sono stati pari a 176,4 miliardi di USD rispetto a 98,4 di flussi in entrata). Una dinamica simile ma di entità minore ha riguardato gli investimenti di portafoglio. In ogni caso non è detto che in futuro i movimenti di capitali siano destinati ad essere solo in uscita. La maggior apertura del mercato azionario e obbligazionario agli operatori internazionali implicherà **l'inclusione della Cina nei maggiori indici azionari e obbligazionari internazionali**, con quote gradualmente sempre maggiori, innescando quindi anche flussi di capitali in entrata. Anche per questa ragione, oltre che per l'atteso deprezzamento del dollaro, **riteniamo che il cambio USD/CNY possa stabilizzarsi nel 2018 invece che proseguire in un sentiero di deprezzamento**.

Le **riserve in valuta estera** hanno toccato un massimo di quasi 4 trilioni a giugno 2014. Il deflusso dei capitali e gli interventi a sostegno del cambio hanno causato un calo delle riserve in valuta estera di 180 miliardi di dollari nel 3° trimestre 2015, di 184 nel 4° trimestre e di 118 nel 1° trimestre 2016. Successivamente sono scese a un ritmo meno sostenuto per attestarsi a 3056 miliardi di dollari a fine novembre 2016 da 3.220 miliardi nel 1° trimestre 2016. Le riserve in valuta estera sono scese più velocemente in ottobre (-45,7 miliardi di dollari) e novembre (-69 miliardi) in parte a causa degli interventi a sostegno del cambio e in parte a causa dell'apprezzamento del dollaro. Anche se scendessero di 100 miliardi al mese nei prossimi 12 mesi (vicino ai 108 milioni, massimo calo mensile registrato a dicembre 2015) per arrivare intorno ai 2.100, esse risulterebbero ancora adeguate secondo una serie di parametri utilizzati

dal FMI per un paese con un regime di cambio semi-flessibile e con controlli dei movimenti di capitali sui residenti e sui non residenti²⁸.

Riteniamo che la PBOC continuerà ad intervenire per evitare un deprezzamento troppo elevato e repentino del cambio rispetto al dollaro ma le pressioni alla fuoriuscita di capitali potrebbero dimostrarsi tali da essere troppo costose da contrastare. È ragionevole che la PBOC in caso di forti pressioni alla fuoriuscita di capitali rallenti pertanto il processo di liberalizzazione del conto finanziario rispetto ai piani iniziali e che, insieme agli interventi sul mercato a difesa del cambio, introduca anche delle misure per cercare di limitare la fuoriuscita di capitali in modo da limitare il "consumo" di riserve.

Il processo di liberalizzazione del conto dei capitali continua ad andare avanti come dimostra il recente avvio del programma Shenzhen-Hong Kong Connect, che si affianca allo Shanghai-Hong Kong Connect, il rinnovo o la nuova firma di programmi di swap con le altre banche centrali nonché l'assegnazione delle clearing bank (negli USA a settembre). In direzione di un maggiore controllo dei flussi di capitali, oltre che della crescita incondizionata del credito, vanno invece i recenti interventi di limitazione agli FDI in uscita superiori ai 10 miliardi di dollari, di controllo bancario alle transazioni del conto finanziario e dei capitali superiori ai 5 milioni di dollari e di restrizione dei prestiti off-shore in renminbi e degli acquisti di prodotti assicurativi ad Hong Kong.

Un deprezzamento del cambio USD/CNY fino a un massimo di 7,15 nel 2017 e un dollaro che tocca un massimo verso euro nel 1° trimestre del 2017 a 1,03 per poi tornare a deprezzarsi nella seconda metà dell'anno ma continua ad apprezzarsi verso lo yen implicano un ritorno del cambio effettivo nominale (paniere CFETS) sui valori di metà 2014 con deprezzamento intorno al 5,1% rispetto ai livelli attuali.

USD/CNY e differenziale dei tassi Cina-USA (pb)



Fonte: Bloomberg

USD/CNY e USD cambio effettivo nominale



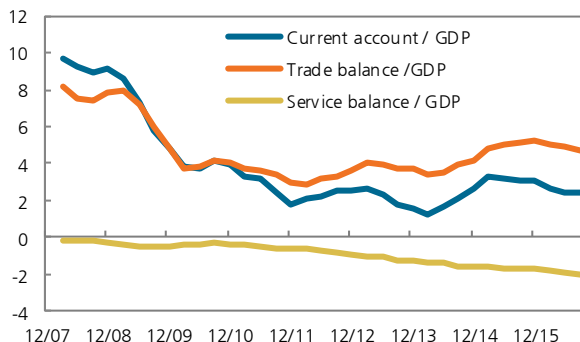
Fonte: Bloomberg

²⁸ Vedi Cina Focus Economia del 5 febbraio 2016.

Scenario Macroeconomico

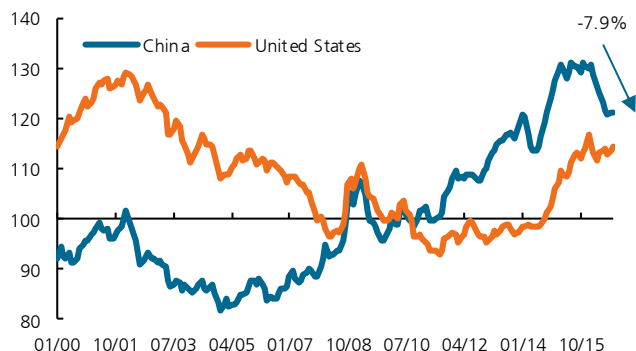
Dicembre 2016

Saldo delle partite correnti (%)



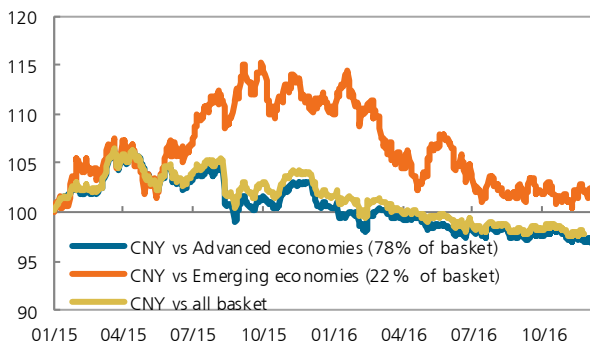
N.B.: media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Cambio effettivo reale



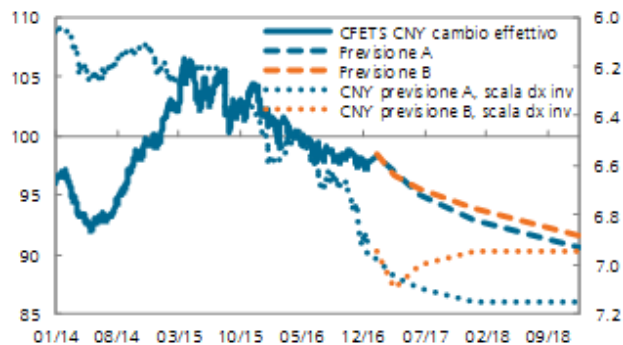
Fonte: dati BIS da CEIC

Cambio effettivo nominale



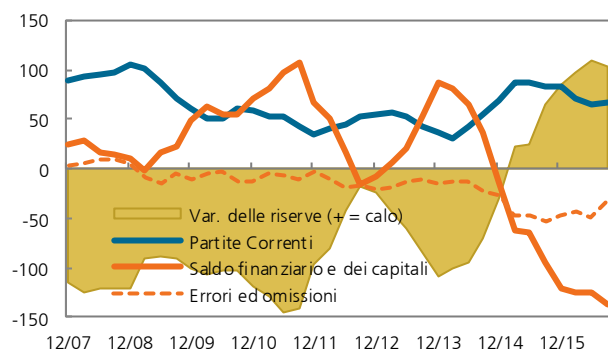
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni USD/CNY e cambio effettivo nominale



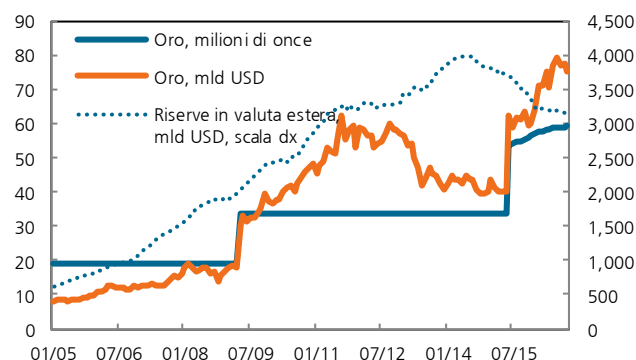
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Variazione delle riserve e conto finanziario, (milioni di dollari, media mobile 4 trimestri)



Fonte: CEIC

Riserve in valuta estera



Fonte: CEIC

India: l'impatto della demonetizzazione è temporaneo, ma le prospettive per gli investimenti restano deboli

Silvia Guizzo

- La **crescita del PIL** è accelerata a 7,3% nel 3° trimestre, dal 7,1% del 2° trimestre, supportata dall'**accelerazione dei consumi**, in particolare privati, e da un contributo ancora positivo del canale estero. Gli investimenti fissi sono scesi in termini tendenziali (-5,6%/a/a) per il terzo trimestre consecutivo così come gli investimenti in valori preziosi. Il PIL al valore aggiunto ha invece registrato una decelerazione a 7,1% perché il **rimbalzo del settore agricolo** non è riuscito a compensare il rallentamento del settore industriale e dei servizi.
- L'aumento dei crediti incagliati e i problemi di ricapitalizzazione delle banche indiane prefigurano ancora un sentiero di rallentamento del credito. Le **prospettive di ripresa degli investimenti** rimangono quindi **ancora deboli** nel trimestre in corso e incerte per il prossimo anno, anche se la ripresa degli investimenti pubblici e delle importazioni di macchinari puntano a una **modesta riaccelerazione nel corso del 2017**.
- La scarsità di statistiche ad alta frequenza sui consumi rende **difficile la valutazione dell'impatto** sull'economia della recente misura del ritiro delle banconote. L'impatto potrebbe però essere stato **rilevante soprattutto per il settore dei servizi, come dimostra il crollo dell'indice PMI**. La tenuta della fiducia e delle aspettative di consumatori e imprese, le eccezioni per alcuni tipi di servizi essenziali (come ad esempio spese mediche, pagamento di imposte, di biglietti di trasporto, di latte, spese matrimoniali) e l'incentivazione offerta per i pagamenti in forma elettronica e per l'apertura dei conti on-line (in linea con gli obiettivi di demonetizzazione e di diffusione dei servizi finanziari e della legge Aadhaar), ci inducono però a pensare che **l'impatto sui consumi e sul settore dei servizi sia temporaneo e limitato al 4° trimestre. Rivediamo pertanto al ribasso le previsioni di crescita del PIL per il 2016 da un precedente 7,5% a 7,1%**.
- I **consumi** nei prossimi trimestri **restano comunque supportati** dal buon andamento del settore agricolo e dei raccolti e dall'aumento delle pensioni per il personale militare e degli stipendi dei dipendenti pubblici secondo le indicazioni della VII Commissione sui Salari che in agosto hanno ricevuto anche gli arretrati dei mesi precedenti. La **buona crescita dei consumi e la moderata ripresa degli investimenti dovrebbe portare la dinamica del PIL in lieve riaccelerazione a 7,2% nel 2017 e 7,3% nel 2018**.
- Nonostante la persistenza dell'inflazione core, **l'inflazione totale dovrebbe rimanere contenuta** e in linea con gli obiettivi della RBI per marzo 2017 (5%). Un effetto base favorevole per gran parte dell'anno, il rientro dei prezzi degli alimentari e un aumento moderato del prezzo dei carburanti dovrebbero portare **l'inflazione al 4,7% nel 2017 e poco al di sotto nel 2018 e permettere alla Banca centrale un altro taglio di 25pb** nel corso della prima metà dell'anno.

Previsioni macro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIL (prezzi costanti)	5.6	6.3	7	7.2	7.1	7.2	7.3
Consumi privati	6.7	5.7	6.7	7	7.3	7.3	8.2
Consumi pubblici	4.6	2.2	9.5	0.9	9.9	6.8	7.5
Investimenti fissi	2.3	7.4	2.8	5.8	-2.5	5.9	6
Esportazioni	10	4.4	7	-6.3	3.5	4.1	5
Importazioni	11.3	-6	0.5	-3.9	-2.6	3.2	5.9
Produzione industriale	0.7	0.6	1.8	3.2	0.3	3.6	6.1
Inflazione (CPI)	9.4	9.9	6.6	4.9	5.0	4.7	4.5
Tasso di disoccupazione (%)	5.6	5.6	5.6	5.5	5.6	5.7	5.5
Salari medi	19.3	11.2	10.7	10.4	10.1	9.7	10.1
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.3	9.1	8	7.2	6.8	7
Cambio USD/INR (media)	53.5	58.6	61.0	64.2	67.2	67.3	63.9
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-4893.2	-2779.6	-1661.2	-1450.6	-147.2	-706.6	-946.7
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-5.1	-2.5	-1.4	-1.1	-0.1	-0.4	-0.5
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-5.5	-4.3	-3.5	-4.0	-3.6	-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

Crescita e inflazione

La **crescita del PIL** è accelerata a 7,3% nel 3° trimestre, dal 7,1% del 2° trimestre, supportata dall'**accelerazione dei consumi**, in particolare privati, e da un contributo ancora positivo del canale estero. Gli investimenti fissi sono scesi in termini tendenziali (-5,6% a/a) per il terzo trimestre consecutivo così come gli investimenti in valori preziosi. Il PIL al valore aggiunto ha invece registrato una decelerazione a 7,1% perché il **rimbalzo del settore agricolo** non è riuscito a compensare il rallentamento del settore industriale e dei servizi rispetto al trimestre precedente. I servizi hanno registrato comunque una dinamica forte e solida all'8,9% a/a e continuato a fornire il maggior contributo alla crescita del PIL. Il rallentamento del settore manifatturiero è in parte dovuto a un effetto base sfavorevole che peserà molto anche nel 4° trimestre.

Il sentiero di moderato miglioramento del **commercio estero** è proseguito nei mesi autunnali in particolare per le esportazioni al netto del petrolio la cui dinamica è tornata positiva (+4,9% 3m a/a) in ottobre in linea con l'aumento della componente ordini esteri del PMI. Le importazioni al netto del petrolio registrano ancora cali in termini tendenziali (-3,9% 3m a/a in ottobre) ma sono in netta ripresa rispetto ai minimi di maggio (-16,2% 3m a/a). Positiva è stata soprattutto la riaccelerazione delle importazioni di macchinari (+10,3% 3m a/a).

La dinamica della **produzione industriale** è tornata a scendere negli ultimi mesi (-0,6% m/m in ottobre) spinta verso il basso dal continuo e forte calo della produzione di beni capitali (-23,2% 3m a/a) e, seppur in misura molto minore, dalla produzione di beni di consumo non durevoli. Al netto dei beni capitali la produzione industriale è salita del 2% 3m a/a in ottobre, in linea con i mesi precedenti. Dal punto di vista settoriale rimangono in un sentiero di contrazione la produzione del settore minerario e quella del settore manifatturiero, resta invece in miglioramento la produzione di materie prime industriali (4,9% 3m a/a), trainata dalla raffinazione e dalla produzione di cemento.

Dai dati mensili di bilancio pubblico la **spesa in conto capitale**, anche se è tornata a salire nel 3° trimestre (+24% a/a) dopo due trimestri di contrazione, si è nel complesso contratta del 13,5% a/a nei primi dieci mesi del 2016. Il numero di proposte di **investimenti** delle imprese industriali presentate per l'approvazione al Ministero dell'Industria è salito del +19,6% a/a nello stesso periodo (vs +8,4% nell'intero 2015), ed è sensibilmente aumentato anche l'importo totale degli investimenti (+44,2% a/a) grazie ad un incremento degli importi mensili nella seconda metà dell'anno. La spesa in conto capitale delle imprese private secondo le rilevazioni del Center for Monitoring Indian Economy (CMIE) è scesa per il terzo trimestre consecutivo, confermando che la contrazione degli investimenti proviene soprattutto dal settore privato.

L'**utilizzo della capacità produttiva** è in marginale miglioramento secondo l'indagine PMI e stabile secondo quella della RBI dove però **rimane ben al di sotto dei livelli pre-crisi**. La dinamica del **credito** ha registrato una certa volatilità nei mesi estivi e nel complesso è lievemente decelerata (+9,1% a/a in ottobre vs 9,6% a/a in agosto). Continuano ad accelerare il **credito** al settore dei servizi e il credito personale, mentre si contrae il credito all'industria (-1,7% a/a in ottobre) trainato al ribasso dal calo del credito alle infrastrutture. L'aumento dei crediti incagliati e i problemi di ricapitalizzazione delle banche indiane prefigurano ancora un sentiero di rallentamento del credito nei prossimi trimestri. Le **prospettive di ripresa degli investimenti** rimangono quindi **ancora deboli** nel trimestre in corso e incerte per il prossimo anno, anche se la ripresa degli investimenti pubblici e delle importazioni di macchinari puntano a una **modesta riaccelerazione nel corso del 2017**, sostenuta anche da un effetto base favorevole.

L'indice PMI **manifatturiero** è rimasto stabilmente tra 52 e 53 negli ultimi mesi, con un miglioramento marcato della componente ordini interni e in misura molto minore anche di

quella degli ordini esteri che, dopo un picco in settembre, è tornata a scendere pur rimanendo sopra 51. Secondo l'indagine della RBI le aspettative per gli ordini continuano ad essere buone ma in calo nel 4° trimestre rispetto al picco del terzo, mentre l'indagine *Dun&Bradstreet* segnala un marginale miglioramento. La **fiducia degli imprenditori** per il 4° trimestre è stata in lieve diminuzione in entrambe le indagini.

Le **vendite di autoveicoli** continuano a crescere a tassi elevati (+16,8% 3m a/a in ottobre) sostenute dai SUV e dai veicoli a due ruote, così come gli arrivi di turisti (+11,7% 3m a/a in ottobre) e i ricavi delle attività ad essi connesse. L'indagine sulla **fiducia dei consumatori** ha rilevato un forte miglioramento delle condizioni economiche generali, con un aumento sia della valutazione della situazione corrente sia delle aspettative. Più dell'80% degli intervistati ha dichiarato un aumento della spesa corrente di beni durevoli e non durevoli e le aspettative di spesa tra un anno sono rimaste elevate.

L'indagine, condotta tra il 27 ottobre e il 13 novembre, non sembra aver risentito negativamente del **ritiro dalla circolazione delle banconote** da INR 500 (ca. EUR 6,7) e da INR 1000 (ca. EUR 13,4) annunciato a sorpresa l'8 novembre. L'indagine è terminata però solo pochi giorni dopo l'annuncio e potrebbe non aver rilevato gli effetti successivi. Tuttavia un'altra indagine della **fiducia dei consumatori**, condotta congiuntamente da BSE (Bombay Stock Exchange), CMIE e University of Michigan e che offre anche delle valutazioni giornaliere, **ha continuato a registrare un aumento** sia degli indici relativi alla situazione corrente sia delle aspettative fino alla prima settimana di dicembre. Il ritiro ha riguardato 13,3 miliardi di rupie, pari al 10% del PIL e all'82% delle banconote in circolazione. Le banconote possono essere depositate in banca fino al 31 dicembre e ricevono fino a un massimo di INR 2000 in nuove banconote con il rimanente accreditato in conto corrente. Il ritiro ai bancomat è stato limitato a INR 2.500 al giorno e quello allo sportello a INR 24.000 alla settimana e i depositi al di sopra di INR 250.000 possono essere soggetti a controllo fiscale. L'intento della mossa del governo è infatti combattere l'evasione fiscale e il finanziamento ad attività illecite. In India il contante è altamente utilizzato, soprattutto dal settore informale e nelle zone rurali, con una percentuale di banconote e monete in circolazione intorno al 12% del PIL (MO), più elevata rispetto agli altri grandi paesi emergenti come la Cina e la Russia, dove è intorno al 9%.

La scarsità di statistiche ad alta frequenza sui consumi rende **difficile la valutazione dell'impatto** di tale misura sull'economia. L'impatto potrebbe però essere stato **rilevante soprattutto per il settore dei servizi**: il contante è largamente utilizzato nel commercio al dettaglio, nella ristorazione, nel turismo e nei trasporti. Il **PMI dei servizi** è infatti **crollato di quasi 8 punti a novembre**, registrando il calo più elevato dal novembre 2008 e portandosi a 46,5, a causa della netta diminuzione delle componenti della produzione e degli ordini. Le aspettative sono comunque rimaste elevate e risalite di 3 punti a 60,5.

La tenuta della fiducia e delle aspettative di consumatori e imprese, le eccezioni per alcuni tipi di servizi essenziali (come ad esempio spese mediche, pagamento di imposte, di biglietti di trasporto, di latte, spese matrimoniali) e l'incentivazione offerta per i pagamenti in forma elettronica e per l'apertura dei conti on-line (in linea con gli obiettivi di demonetizzazione e di diffusione dei servizi finanziari e della legge Aadhaar), ci inducono a pensare che **l'impatto sui consumi e sul settore dei servizi sia temporaneo e limitato al 4° trimestre. Rivediamo pertanto al ribasso le previsioni di crescita del PIL per il 2016 da un precedente 7,5% a 7,1%.**

In ogni caso i **consumi** nei prossimi trimestri **restano supportati** dal buon andamento del settore agricolo e dei raccolti e dall'aumento delle pensioni per il personale militare e degli stipendi dei dipendenti pubblici secondo le indicazioni della VII Commissione sui Salari che in agosto hanno ricevuto anche gli arretrati dei mesi precedenti. La **buona crescita dei consumi e la moderata**

ripresa degli investimenti dovrebbe portare la dinamica del PIL in lieve riaccelerazione a 7,2% nel 2017 e 7,3% nel 2018.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è scesa dal picco di 6,1% a/a in agosto al 3,6% a/a in novembre spinta al ribasso dal rallentamento dei prezzi degli alimentari e da un effetto base particolarmente favorevole. L'inflazione al netto degli alimentari e dei carburanti è invece risalita da un minimo di 4,6% a/a in agosto a 5,0% a/a in novembre, a causa dell'aumento dei prezzi dei servizi, nello specifico, sanitari, trasporti e istruzione. La dinamica mensile in diversi comparti dei servizi e dei beni continua ad essere in aumento insieme a quella dei carburanti. Le stesse considerazioni valgono per alcuni beni alimentari. I prezzi all'ingrosso stanno risalendo, in particolare quelli dei prodotti alimentari (+10,5% a/a in ottobre). I prezzi degli alimentari tendono a scendere durante la stagione invernale e riteniamo **che l'inflazione possa chiudere il 2016 in media annua al 5,0%.**

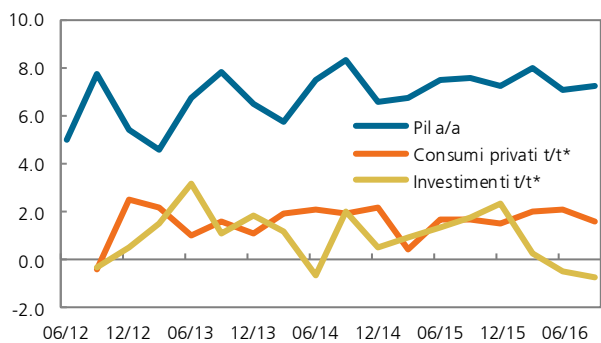
Un effetto base favorevole per gran parte dell'anno, il rientro dei prezzi degli alimentari e un aumento moderato del prezzo dei carburanti dovrebbero portare l'inflazione al 4,7% nel 2017 e a 4,5% nel 2018. Sul profilo d'inflazione i rischi restano però al rialzo per un possibile aumento dei prezzi del petrolio, dopo il recente accordo dei paesi OPEC e non-OPEC per un taglio alla produzione, e dei prezzi all'importazione per un deprezzamento della rupia maggiore delle attese.

Politica monetaria a cambio

La Reserve Bank of India (RBI), vista la maggior volatilità dei mercati internazionali dopo la revisione del profilo di rialzi da parte della Fed, la difficile valutazione dell'impatto del ritiro delle banconote sull'economia e l'aumento dell'inflazione core, ha lasciato i **tassi invariati alla riunione del 7 dicembre**. La Banca centrale si attende che l'impatto della manovra di ritiro delle banconote sia temporaneo e possa portare a una riduzione del profilo d'inflazione nel 4° trimestre tra i 10 e i 15pb. Essa continua quindi ad aspettarsi un'inflazione del 5% a fine marzo 2017, con rischi al rialzo a causa dell'aumento atteso dei prezzi del petrolio, dei prezzi all'importazione e dei prezzi degli alimentari, tutti fronti su cui comunque pende una forte incertezza. La RBI ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita del PIL al valore aggiunto da 7,6% a 7,1% per l'anno fiscale 2016-17. Anche se ha confermato un **orientamento accomodante** la Banca centrale rimane in un **atteggiamento di vigilanza** nell'attesa di poter valutare meglio la situazione. Continuiamo comunque ad aspettarci **un altro taglio di 25pb nel corso della prima parte del 2016.**

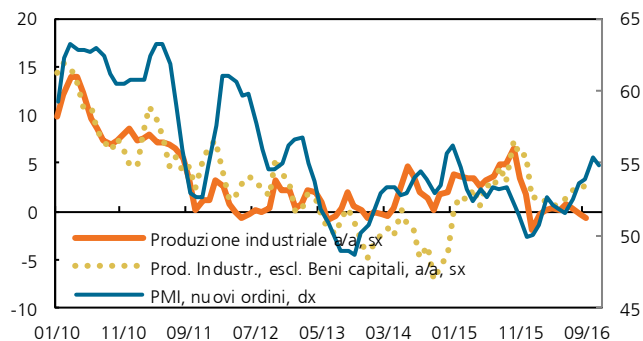
Le riserve in valuta estera sono ancora ampie a 341 miliardi di dollari in novembre e vicine ai picchi di settembre (347 miliardi) e il tasso di copertura delle importazioni ha continuato a salire fino a 9,4 mesi in ottobre. La **rupia** ha retto bene all'apprezzamento generale del dollaro raggiungendo un massimo a 68,77 a fine novembre per poi tornare in area 67, supportata dalle entrate nette provenienti dagli investimenti diretti esteri che hanno compensato i flussi di portafoglio in uscita. Ribadiamo che **il miglioramento dei deficit gemelli e della posizione esterna dell'India rispetto agli anni passati continueranno a supportare il cambio impedendo un deprezzamento forte** anche in caso di ulteriore revisione al rialzo delle aspettative sui rialzi Fed.

Fig. 1 – La crescita è sostenuta dai consumi



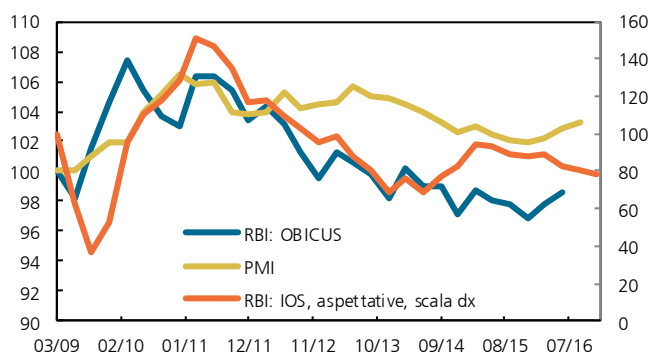
Nota: * Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Fig. 2 – La dinamica della produzione industriale resta fragile ma i nuovi ordini migliorano



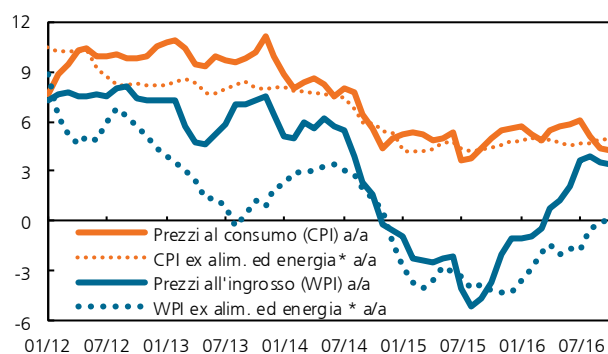
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 – Utilizzo della capacità produttiva*



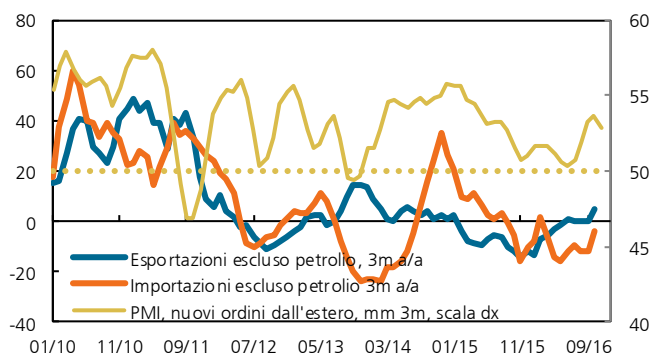
Nota: (*) media mobile 4 trimestri. 1T2009=100. Fonte: Reserve Bank of India da CEIC, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – L'inflazione core non scende



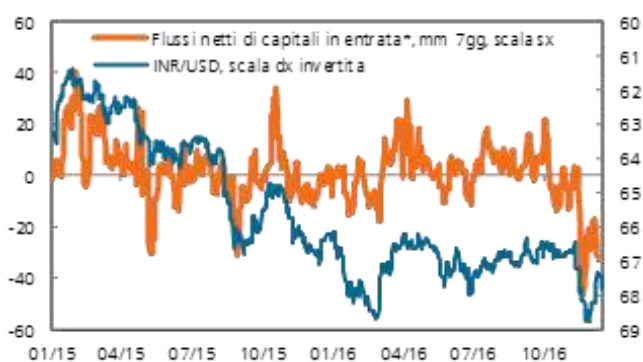
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 – Migliorano le esportazioni



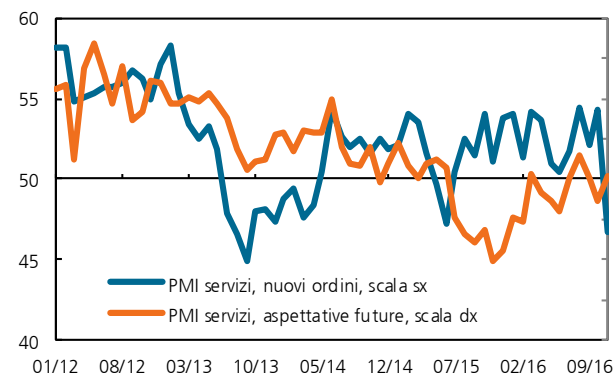
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La rupia tiene



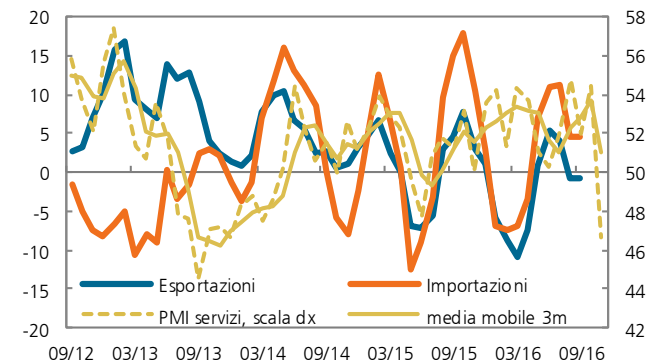
Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Fig. 7 – Servizi: crolla la componente ordini



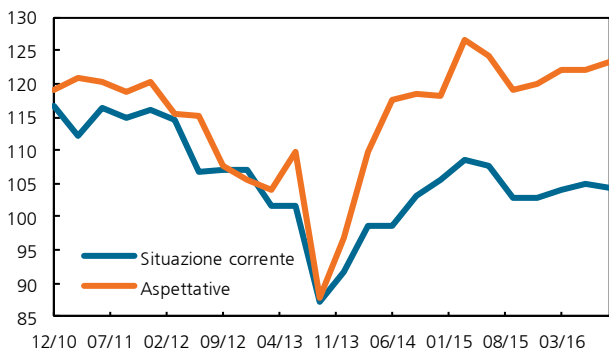
Fonte: Markit

Fig. 8 – Commercio di servizi



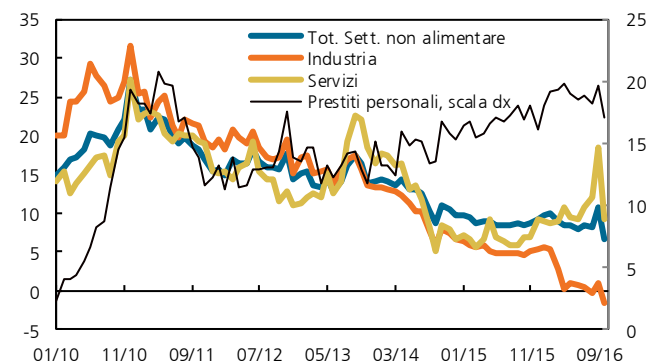
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 9 – Fiducia dei consumatori



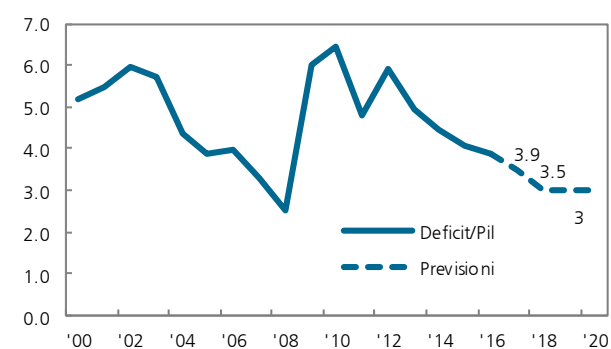
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Fig. 10 – Rallenta il credito all'industria (var. % a/a)



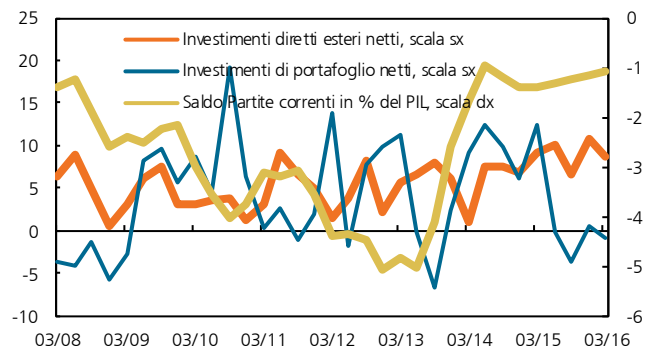
Fonte: CEIC

Fig. 11 – Conti pubblici (%)



Fonte: CEIC, Ministry of Finance

Fig. 12 – Partite correnti



Nota: scala sinistra in miliardi di USD; 2016 fino al 3° trimestre. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercati valutari: post-Trump, dollaro più forte, ma durerà?

Nel 2017 l'azione della Fed sarà ancora il *driver* indiscusso della dinamica del dollaro, con una differenza però rispetto al 2016: cambia infatti il punto di partenza. Asmara Jamaleh

Il 2016 partiva con la prospettiva di quattro rialzi Fed, che è andata scemando di mese in mese impedendo al dollaro di apprezzarsi ulteriormente per stabilizzarlo invece sui livelli dell'anno scorso (parte medio-alta del range 2015). Dei quattro rialzi attesi ne è stato fatto solo uno, questo mese, esattamente un anno dopo il primo rialzo di dicembre 2015.

Fig. 1 – Vittoria di Trump: salgono i tassi USA e il dollaro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Tassi USA: il mercato si allinea allo scenario della Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Il 2017 partirà invece con la prospettiva di tre rialzi, supportata da uno scenario in cui la politica fiscale sotto la nuova presidenza Trump sarà molto espansiva. A settembre infatti, prima delle elezioni, la Fed preventivava due rialzi nel 2017, ma dopo la vittoria di Trump, al FOMC di dicembre, ne ha aggiunto un terzo, presumibilmente proprio in funzione del maggiore stimolo fiscale in arrivo.

Dopo la vittoria di Trump il dollaro si è apprezzato significativamente non solo inaugurando nuovi massimi che hanno superato quelli dell'anno scorso, ma andando a rivedere livelli che in termini di cambio effettivo erano stati abbandonati addirittura nel 2003. La reazione del dollaro post-vittoria di Trump è coerente? E l'ampiezza di tale reazione: è coerente o eccessiva? La reazione di apprezzamento del dollaro è coerente: la vittoria di Trump ha prospettato una politica fiscale più espansiva di quella che si sarebbe avuta sotto una presidenza Clinton, quindi una crescita USA più forte, e i tassi di mercato/rendimenti, così come le borse, sono saliti (Fig. 1). Anche l'ampiezza dell'apprezzamento è coerente, perché va misurata in base all'ampiezza della salita dei tassi, che è stata a propria volta coerente. Infatti, fino al giorno delle elezioni (8 novembre) i tassi USA erano troppo bassi rispetto al profilo di rialzi che la Fed aveva prospettato a settembre. In particolare – guardando ai *future* sui Fed Funds – il mercato scontava un solo rialzo dei tassi nel 2017 contro i due invece della Fed. Dopo la vittoria di Trump il mercato si è allineato allo scenario della Fed (Fig. 2), non è più "troppo" prudente, com'era prima.

Il FOMC di dicembre ha però introdotto un'altra novità: qui infatti la Fed ha rivisto verso l'alto il numero di rialzi dei tassi per l'anno prossimo, da due a tre. Ora pertanto i tassi di mercato e i rendimenti dovrebbero fare un altro aggiustamento verso l'alto per incorporare il nuovo scenario della Fed. Nel breve quindi il dollaro dovrebbe rafforzarsi ulteriormente. Successivamente invece il dollaro dovrebbe andare stabilizzandosi, su livelli comunque elevati. La Fed infatti non ha rivisto verso l'alto il sentiero di rialzi per il 2018 e il 2019, per i quali si aspetta ancora tre rialzi l'anno, e per quanto riguarda lo scenario macro ha rivisto marginalmente al rialzo la crescita 2017 da 2,0% a 2,1% (lasciando invariata a 2,0% quella del 2018 e a 1,8% quella del 2019 e di lungo termine) ma, avendo aggiunto un terzo rialzo l'anno prossimo, ha potuto mantenere

invariate le proiezioni di inflazione su tutto l'orizzonte previsivo (a 1,9% nel 2017 e a 2,0% - ovvero esattamente a *target* - dal 2018 in poi). Inoltre, per quanto riguarda il nuovo stimolo fiscale in arrivo, è probabile che l'effetto sulla crescita sia modesto nel 2017 e concentrato soprattutto nel 2° semestre. Questo non dovrebbe far sorgere la necessità che la Fed faccia nel 2017 più rialzi dei tre che ha in mente adesso. Il dollaro non dovrebbe quindi salire ulteriormente ma piuttosto stabilizzarsi in termini di cambio effettivo, con i dovuti *distinguo* in termini bilaterali. A titolo di esempio, l'*upside* del dollaro rispetto allo yen è infatti maggiore di quello rispetto all'euro (v. sotto).

A favore di uno scenario di stabilizzazione del biglietto verde al di là del breve va anche il fatto che la salita dei tassi/rendimenti nonché del dollaro post-vittoria di Trump ha reso più restrittive le condizioni di mercato, facendo già in questo modo una parte del lavoro della Fed (ovvero, del lavoro di rialzo dei tassi ufficiali).

L'effetto positivo dello stimolo fiscale sulla crescita sarà invece ben visibile nel 2018, ma anche questo non implica necessariamente un ulteriore apprezzamento del dollaro nella seconda metà dell'anno prossimo, in quanto, oltre determinati livelli, maggiore stimolo fiscale non implica più, meccanicamente, maggiore crescita reale. Infatti, il maggior stimolo fiscale produrrà sì un effetto espansivo sulla crescita (nominale) ma farà anche salire l'inflazione, probabilmente più del "dovuto", perché l'economia USA si trova già al livello di piena occupazione. E in una situazione di questo tipo ogni rialzo aggiuntivo dei tassi per contrastare l'inflazione può produrre un effetto restrittivo sulla crescita (reale). La situazione si potrà chiarire comunque nella prima parte dell'anno, sia per l'economia USA che per i mercati, perché attualmente non si conoscono né la portata né il dettaglio dello stimolo fiscale in arrivo, in quanto le misure verranno annunciate solo dopo che Trump si sarà insediato alla Casa Bianca (20 gennaio) e quindi nei primi tre-sei mesi della nuova presidenza.

In ogni caso, vi sono altri punti "controversi", connessi sempre alla vittoria di Trump, che dovrebbero contribuire a ridurre l'*upside* del dollaro. Infatti:

- uno stimolo fiscale eccessivo potrebbe causare un peggioramento dei **conti pubblici**, con aumento eccessivo sia in termini di deficit che di debito;
- un eccessivo apprezzamento del dollaro come effetto di uno stimolo fiscale molto ampio e quindi di una crescita USA più forte andrebbe a indebolire le **esportazioni** e, anche alla luce di quanto detto al punto precedente, potrebbe tornare a riaffacciarsi il problema dei *twin deficit*;
- l'eventuale attuazione di **misure protezionistiche** severe potrebbe scatenare, come risposta, delle svalutazioni da parte dei paesi emergenti, facendo apprezzare ancora di più il dollaro (cambio effettivo) e acuendo ulteriormente gli effetti negativi sulle esportazioni USA, tanto più che il protezionismo tende generalmente a deprimere il commercio globale;
- l'**incertezza** derivante dalla vittoria di Trump non riguarda solo i temi economici, ma si estende anche ad altri aspetti del programma politico, dove le incognite sono maggiori perché la presidenza Trump segna una discontinuità rispetto alle amministrazioni precedenti;
- infine, la **prospettiva di una crescita USA più forte** dovrebbe avere ripercussioni in generale positive per le altre economie avanzate, il che **potrebbe spingere le altre banche centrali** (paesi avanzati) **ad anticipare l'avvio del processo di normalizzazione delle politiche monetarie**, con l'effetto di far rafforzare le rispettive valute, a detrimento del dollaro.

Comunque, i **rischi** rispetto allo scenario centrale di stabilizzazione del dollaro **rimangono generalmente sbilanciati verso l'alto**, sia nel breve sia nel medio termine, e sono legati soprattutto all'eventualità che la Fed possa fare più rialzi del previsto nel caso in cui l'effetto dello stimolo fiscale sulla crescita dovesse rivelarsi maggiore del previsto.

Euro

Nel 2017 la dinamica dell'euro sarà condizionata sia dall'azione della Fed, sia dagli sviluppi all'interno dell'area euro e quindi, soprattutto nella seconda metà dell'anno, dagli orientamenti della BCE.

Per quasi tutto il 2016, fintantoché le aspettative di rialzo dei tassi Fed sono andate disattese, l'euro non solo è rimasto supportato ma è anche risalito dai minimi di fine 2015 a 1,05 EUR/USD, riportandosi fino a 1,15 EUR/USD.

Dal lato BCE, l'ulteriore aumento dello stimolo monetario introdotto con l'ampio pacchetto di marzo non ha minimamente penalizzato la moneta unica.

Ciò che invece ha indebolito l'euro è stata a novembre la vittoria di Trump (Fig. 3), con annesse aspettative di una politica fiscale USA molto espansiva, di una crescita USA più forte e quindi di rialzi dei tassi Fed. Qui il cambio ha corretto scendendo rapidamente fino ai minimi di fine 2015 in area 1,15 EUR/USD. La reazione dell'euro si può considerare coerente? Sì, perché il calo ha seguito la salita dei tassi USA, che prima delle elezioni erano "troppo" bassi. I *future* sui fed funds scontavano un rialzo nel 2017 e meno di uno nel 2018, un profilo più cauto di quello che la Fed aveva a settembre, ovvero di due rialzi nel 2017 e di tre nel 2018. Post-vittoria di Trump il mercato si è allineato allo scenario della Fed per quanto riguarda il 2017 (arrivando a scontare due rialzi come la Fed) e quasi allineato per quanto riguarda il 2018 (arrivando a scontare due rialzi, uno in meno della Fed).

Fig. 3 – L'euro cede solo sulla vittoria di Trump



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Rischi verso il basso non ancora svaniti: spec. corti euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Il secondo colpo è arrivato in occasione della riunione della Fed di dicembre. Al riproporsi della divergenza tra BCE (che a dicembre ha aumentato di nuovo lo stimolo estendendo il programma di acquisti da marzo a dicembre 2017) e Fed (che a una settimana di distanza ha alzato i tassi, ma soprattutto ha rivisto verso l'alto il sentiero di rialzi per il 2017), l'euro ha infatti inaugurato nuovi minimi, scendendo sotto la soglia critica di 1,05 EUR/USD per rientrare sui minimi di marzo 2015 in area 1,04 EUR/USD.

La prospettiva di più rialzi Fed l'anno prossimo rappresenta un fattore di debolezza per l'euro, ma dovrebbe restare concentrato soprattutto sul breve termine (*downside* all'interno del range 1,00-1,05 EUR/USD). È qui infatti che i tassi di mercato USA e i rendimenti USA hanno maggiore spazio di ulteriore salita, per riallinearsi al nuovo profilo di rialzi che la Fed ha adottato a dicembre.

Successivamente però l'euro dovrebbe smettere di scendere e tornare a salire, gradualmente e moderatamente, nella seconda metà del prossimo anno. La condizione affinché l'euro non continui a scendere per tutto il 2016 è che la Fed si limiti a fare i rialzi preventivati e non di più.

Fed a parte, i fattori dal lato USA che dovrebbero aiutare l'euro (comprimendo l'*upside* del dollaro) sono gli effetti controversi che avrebbe uno stimolo fiscale eccessivo, i rischi di un'eventuale adozione di misure protezionistiche, nonché le varie incertezze/incognite relative alle politiche in senso lato della nuova presidenza Trump.

Il fattore che dovrebbe favorire il recupero dell'euro dal lato BCE è che l'estensione dello stimolo decisa a dicembre rappresenta probabilmente l'ultimo atto di questo lungo ciclo espansivo di politica monetaria. La riduzione degli acquisti da 80 a 60 miliardi da aprile a dicembre ne è un segnale. E nello stadio finale di un ciclo espansivo la valuta di riferimento, in questo caso l'euro, tendenzialmente smette di scendere e lentamente riprende a salire (dovrebbe tornare a 1,10-1,12 EUR/USD sull'orizzonte annuale). Inoltre, la decisione di dicembre blinda sostanzialmente la politica monetaria della BCE per tutto il 2017, mentre verso la fine dell'anno prossimo il mercato dovrebbe iniziare a scontare l'avvio, seppur molto graduale, del processo di normalizzazione della politica monetaria anche da parte della BCE, agendo a favore dell'euro.

I rischi rimangono comunque verso il basso, in funzione dell'eventualità che la Fed possa alzare i tassi più del previsto e/o che la BCE possa estendere lo stimolo al 2018, ma anche a causa delle incertezze legate al calendario politico dell'area euro (elezioni in Olanda, Francia e Germania nel 2017). L'euro potrebbe risentire negativamente anche della volatilità in relazione a Brexit. In questo caso tuttavia, analogamente a quanto è successo nel post-referendum di giugno, si tratterebbe di un disturbo di breve durata, in quanto le ricadute economiche di Brexit riguardano (quasi) esclusivamente l'economia britannica e andrebbero quindi a scaricarsi sulla sterlina.

Yen

Lo yen dovrebbe indebolirsi ulteriormente nel corso del 2017. Come ha mostrato l'ampia e rapida correzione post-vittoria di Trump (Figg. 5-6), l'evolversi dei differenziali di rendimento dovrebbe tornare a essere il *driver* principale della dinamica dello yen. Più precisamente, questo dovrebbe riguardare il cambio USD/JPY, in relazione al differenziale tra rendimenti giapponesi e statunitensi, destinato ad allargarsi ulteriormente. L'allargamento dovrebbe avvenire soprattutto ad opera dei rendimenti USA che, al procedere dei rialzi Fed, continueranno a salire, anche sul tratto breve della curva. In particolare, il rendimento USA a due anni è ancora basso rispetto al profilo atteso di rialzi che ha la Fed, al punto che post-vittoria di Trump è salito molto meno del corrispondente *fed funds future* a due anni, quello con scadenza dicembre 2018 (Fig. 2).

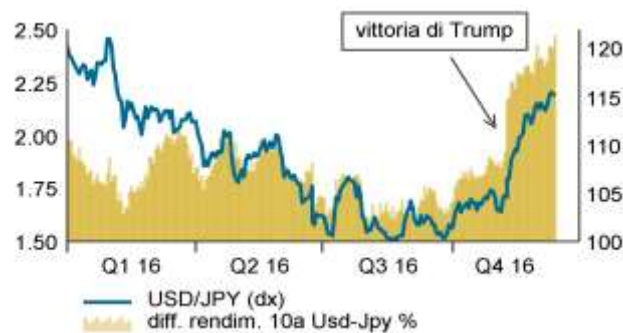
L'allargamento potrebbe comunque aversi, seppure in misura inferiore, anche ad opera dei rendimenti giapponesi, per effetto della nuova strategia di *policy* della BoJ del "controllo della curva". Questa punta infatti a comprimere i rendimenti al fine di consolidare le attese di salita dell'inflazione a *target* fino a che questo non verrà effettivamente raggiunto e parzialmente superato ("obiettivo di *overshooting* dell'inflazione", anche questo facente parte della nuova strategia di *policy* della BoJ). Il calo dello yen dovrebbe estendersi fino a 120-125 USD/JPY.

Fig. 5 – Yen indebolito dall'allargarsi dei differenziali a breve...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ... e di quelli a lungo



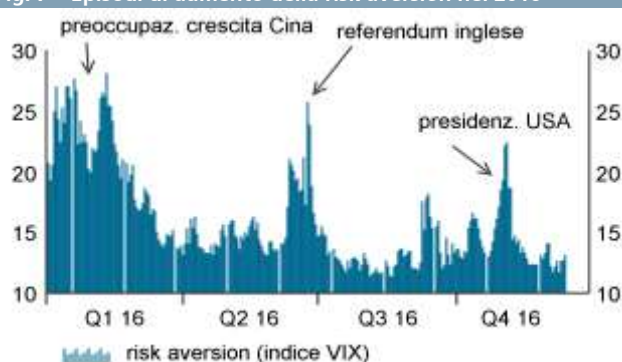
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Lo yen dovrebbe scendere ulteriormente anche contro euro. In questo caso però a fare da *driver* non sarebbero i differenziali, perlomeno non all'inizio, perché la BCE manterrà una politica monetaria ancora fortemente accomodante. A guidare il calo dello yen in cross con l'euro dovrebbe essere piuttosto il calo atteso dello yen contro dollaro, ovvero la salita dell'EUR/JPY dovrebbe dipendere perlopiù da quella dell'USD/JPY. Infatti, anche in caso di prevalenza di pressioni verso il basso sull'EUR/USD, a dominare dovrebbe essere la dinamica dell'USD/JPY, in quanto la *sensitivity* dello yen ai tassi USA dovrebbe essere superiore a quella dell'euro. In un secondo tempo le spinte rialziste sull'EUR/JPY dovrebbero provenire invece dall'impulso rialzista dell'EUR/USD, quando l'euro – alla fine del ciclo espansivo della BCE – dovrebbe riprendere a salire. Il calo dello yen dovrebbe estendersi fino a 130-135 EUR/JPY, con *downside* nella parte bassa del range 135-140 EUR/JPY.

Complessivamente dunque si può dire che la correzione dello yen post-vittoria di Trump (sia contro dollaro sia contro euro) non è un movimento transitorio destinato a riassorbirsi, ma rappresenta un'inversione che va a correggere l'apprezzamento, straordinariamente ampio, messo a segno nel 2016. Tale apprezzamento, non facilmente prevedibile, è comunque spiegabile ex post.

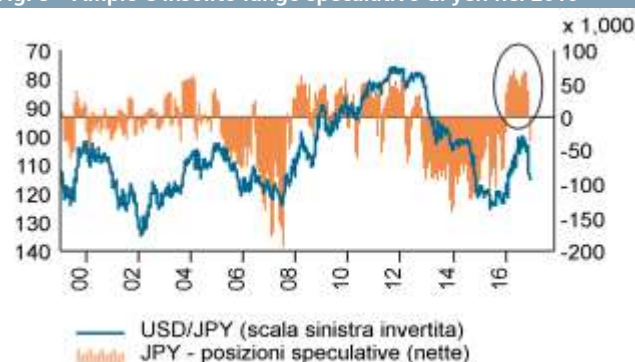
È infatti imputabile (1) al ridimensionarsi delle attese di rialzo dei tassi USA in corso d'anno, (2) ai vari episodi di aumento dell'avversione al rischio (per i timori sull'economia cinese a inizio anno, in corrispondenza del referendum inglese a giugno e delle Presidenziali USA a novembre: Fig. 7) e (3) al correlato formarsi di un ampio e insolito lungo speculativo di yen sul mercato speculativo (Fig. 8).

Fig. 7 – Episodi di aumento della *risk aversion* nel 2016



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Ampio e insolito lungo speculativo di yen nel 2016



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Di questi tre fattori, il primo dovrebbe agire in direzione opposta nel 2017, ovvero i tassi/rendimenti USA ripristineranno una direzionalità rialzista agendo a sfavore dello yen.

Quanto alla *risk aversion* ci saranno anche l'anno prossimo eventi che potrebbero farla aumentare di nuovo, in relazione ad esempio all'avvio dell'iter di Brexit, alle elezioni in Francia e Germania, o alle incertezze in merito alle politiche della nuova presidenza Trump, e questa è una delle ragioni per cui potrebbe esservi qualche rischio verso l'alto per lo yen rispetto allo scenario centrale di deprezzamento. Quanto al posizionamento speculativo del mercato, l'ampio lungo yen prodottosi quest'anno (rientrato post-vittoria di Trump) depone invece a favore di un indebolimento della valuta nipponica.

Sterlina

Anche nel 2017 la sterlina seguirà soprattutto dinamiche proprie in funzione degli sviluppi sul fronte Brexit. Questo non la lascerà immune dagli effetti delle decisioni della Fed, ma rispetto alle altre valute, così come è avvenuto nel 2016, dovrebbe risentirne di meno.

Quest'anno la sterlina ha subito un crollo pesante dopo l'esito del referendum di giugno (Fig. 9), perdendo circa il 20% sia contro dollaro (da un massimo di 1,50 a un minimo di 1,18 GBP/USD, livello abbandonato nel lontano 1985), sia contro euro (da un massimo di 0,73 EUR/GBP a un minimo di 0,94 EUR/GBP, livello abbandonato più di recente, nel 2009).

Il deprezzamento riflette la preoccupazione che l'uscita dall'UE possa avere pesanti ricadute negative sull'economia domestica: crescita più bassa, disoccupazione più alta, inflazione più alta, crollo dei prezzi immobiliari, maggiore imposizione fiscale, deficit e debito pubblici più elevati. Secondo le stime pubblicate dal Tesoro l'impatto sarebbe significativamente sfavorevole sia nel breve che nel medio/lungo termine, più o meno grave in funzione di quello che sarà il nuovo regime di accordi commerciali con l'UE e il resto del mondo.

Comunque, in estrema sintesi, la vera differenza è se il Regno Unito riesca a mantenere l'accesso al mercato unico (*soft* Brexit) o lo perda (*hard* Brexit). Nei mesi scorsi la linea intransigente del primo ministro Theresa May aveva fatto temere un'hard Brexit. Qui infatti la sterlina, che dopo il crollo post-referendum si era stabilizzata, ha ripreso a scendere significativamente: cambio GBP/USD sotto quota 1,30 e cambio EUR/GBP sopra quota 0,85.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'aspetto rilevante è che questa nuova fase correttiva è avvenuta nonostante, dal punto di vista economico, i dati avessero mostrato un impatto negativo modesto dell'esito del referendum, rivelandosi migliori delle attese. Questo avvalorava l'ipotesi che la variabile discriminante per la sterlina sarà il nuovo status del Regno Unito fuori dall'UE e in particolare il mantenimento o meno dell'accesso al mercato unico. Ultimamente si è osservato un ammorbidimento dei toni all'interno del governo May, soprattutto da parte del cancelliere dello scacchiere Philip Hammond. In particolare ha cominciato a farsi strada l'idea che il Regno Unito potrebbe mantenere le migliori condizioni d'accesso dietro contribuzione al bilancio comunitario.

A mitigare le tensioni, ridando fiato alla sterlina, ha contribuito anche la sentenza dell'Alta Corte secondo la quale il Governo non può attivare e gestire l'iter di Brexit senza la previa approvazione del parlamento, condizione che dovrebbe diminuire anche significativamente il rischio di un'hard Brexit. Si attende ora, in merito, anche la sentenza della Corte Suprema, che arriverà a gennaio: se confermerà il giudizio dell'Alta Corte la sterlina ne riceverà ulteriore sostegno.

Il Governo invocherà l'articolo 50 l'anno prossimo, entro e non oltre il 31 marzo, e potrebbe preventivamente mettere al corrente il Parlamento delle linee guida della strategia negoziale (anche se probabilmente solo in termini generici). Questo toglierebbe un po' dell'incertezza che penalizza la sterlina, incertezza relativa non solo all'esito finale delle negoziazioni con le

controparti UE ma anche alle priorità che il Governo britannico intende perseguire e che chiaramente condizionano l'esito delle negoziazioni.

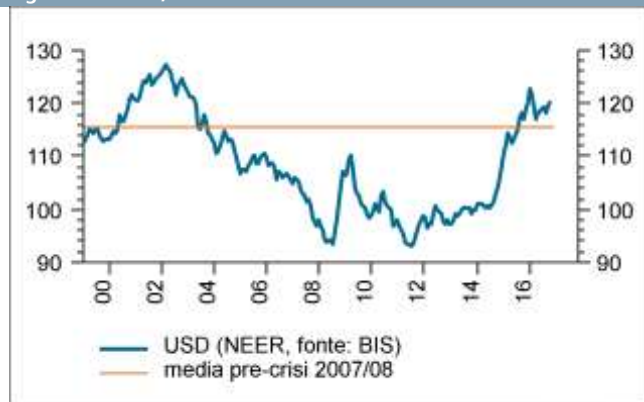
I primi tre mesi del 2017 – o qualcosa in meno se l'articolo 50 dovesse essere invocato prima del 31 marzo - saranno pertanto **quelli in cui l'incertezza e la volatilità dovrebbero essere massime, ed è in ragione di questo che collochiamo a 1m-3m i punti di minimo attesi della sterlina** (verso 1,20 GBP/USD e verso 0,85-0,87 EUR/GBP con *downside* fino a 0,90 EUR/GBP). Per le previsioni sul periodo successivo sarebbe necessario sapere almeno se l'accesso al mercato unico sia o meno la priorità assoluta del Governo britannico: il mantenimento dell'accesso favorirebbe una *soft* Brexit. Poiché al momento questo non è noto (anche se alcuni segnali parrebbero portare in tale direzione) dobbiamo limitarci a fare delle ipotesi.

Nell'ipotesi in cui il Regno Unito mantenesse l'accesso al mercato unico, i minimi della sterlina sia contro dollaro sia contro euro dovrebbero essere alle spalle e in corso d'anno si dovrebbe assistere a una graduale ripresa (verso 1,30-1,35 GBP/USD e 0,83-0,80 EUR/GBP), con maggiore o minore velocità in base ai tempi della fase di transizione, che il Governo britannico vorrebbe più lunga mentre l'UE più rapida. Il principale punto di riferimento per misurare l'impatto di Brexit sull'economia domestica sono le proiezioni della Bank of England. Dopo il referendum la BoE aveva tagliato drasticamente le proiezioni di crescita 2017 da 2,2% a 0,8%, ma a novembre, alla luce dei dati migliori del previsto, l'ha rivista al rialzo, portandola da 0,8% a 1,4%. Il primo momento di verifica saranno le nuove proiezioni che la BoE presenterà con l'*inflation report* (IR) di febbraio, data prossima a quella in cui verrà invocato l'articolo 50. Intanto, a contenere gli effetti negativi di Brexit sulla crescita contribuirà la politica fiscale, che sarà più espansiva. Resta invece più critico il problema della salita sopra target dell'inflazione, prevista già nel 2017. Tuttavia, la prospettiva di recupero della sterlina in caso di *soft* Brexit dovrebbe ridimensionare il problema.

Al contrario, in caso di hard Brexit, la sterlina si deprezzerebbe ulteriormente inaugurando nuovi minimi, sia contro dollaro (ipotesi di *downside* sotto il minimo di ottobre a 1,18 GBP/USD: entro 1,15-1,10 GBP/USD) sia contro euro (ipotesi di *downside* oltre il minimo di ottobre a 0,94 EUR/GBP: entro 0,95-1,00 EUR/GBP). I rischi, anche in caso di *soft* Brexit, generalmente rimangono comunque verso il basso per la sterlina, in ragione delle numerose criticità e incertezze che l'evento, senza precedenti, comporta.

Indipendentemente dagli sviluppi di Brexit, nel 2017 la *sensitivity* della sterlina agli sviluppi sul fronte USA – Fed in primis – dovrebbe tendenzialmente restare inferiore a quella dell'euro, così come è stato nel 2016. Pertanto, qualora la Fed dovesse fare più rialzi del previsto, la sterlina dovrebbe risentirne meno dell'euro, rispetto al quale dovrebbe quindi rafforzarsi.

Fig. A – Dollaro, cambio effettivo nominale



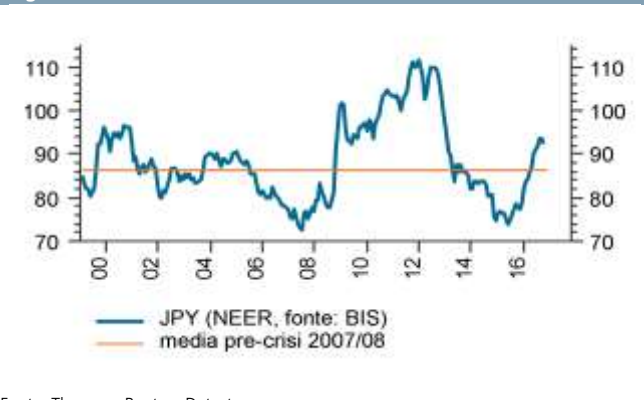
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. B – Euro, cambio effettivo nominale



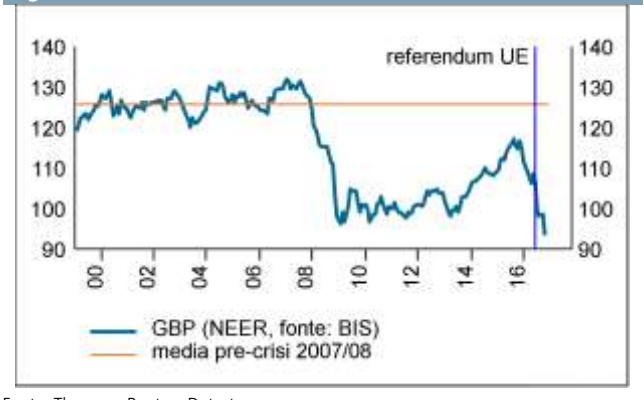
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. C – Yen, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. D - Sterlina, cambio effettivo nominale



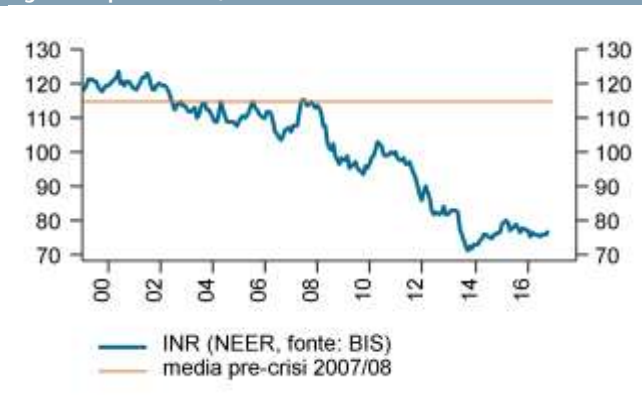
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. E – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. F – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. G – Dollaro, cambio effettivo reale



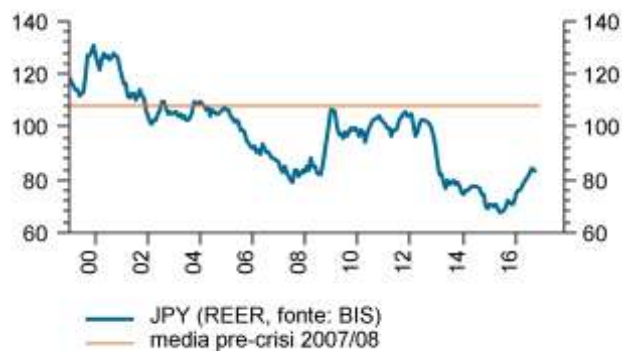
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. H – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. I – Yen, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. J – Sterlina, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. K – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. L – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2016

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		
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 separatezza 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.