

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Dicembre 2018

Indice

2019: meno crescita, più incertezza

Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Stati Uniti: il 2019 è in mano alla Fed, a Trump e al Congresso

Area euro: verso un anno di svolte

Germania: l'economia perde giri, ma non si ferma

Italia: ciclo stagnante, incertezza ancora elevata

Spagna: crescita solida. I rischi sono politici

Paesi Bassi: la normalizzazione è arrivata

Portogallo: la crescita è solida, i conti pubblici migliorano

Grecia: l'obiettivo di avanzo primario è alla portata

Asia

Giappone: un 2019 sull'ottovolante dell'imposta sui consumi

Cina: sostegno fiscale e monetario per mitigare il rallentamento

India: una "disputa domestica" aumenta l'incertezza

Materie prime: uno sguardo ai fondamentali

Petrolio: fiducia nell'OPEC+

	Dicembre 2018
2	Nota trimestrale
5	Direzione Studi e Ricerche
7	Macroeconomic and Fixed Income Research
11	Macroeconomic Research Team
18	
26	
31	
35	Luca Mezzomo
39	Responsabile
40	
41	Daniela Corsini
41	Economista – Materie Prime
45	
49	Anna Maria Grimaldi
	Economista - Area Euro
53	
56	Paolo Mameli
	Economista - Area Euro
	Guido Valerio Ceoloni
	Economista - Area Euro
	Giovanna Mossetti
	Economista - USA e Giappone
	International Economics
	Silvia Guizzo
	Economista - Asia Emergenti

2019: meno crescita, più incertezza

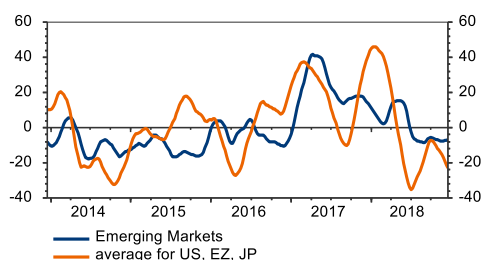
La svolta protezionistica delle politiche commerciali americane ha iniziato a incidere sull'andamento del commercio mondiale, la fiducia delle imprese e l'attività manifatturiera. La principale revisione al ribasso delle nostre stime riguarda l'Eurozona, perché più dipendente dalla domanda estera e interessata anche da shock specifici, come le tensioni sul merito di credito dell'Italia. Nel complesso, però, l'economia mondiale continuerà ad espandersi anche nel 2019 a tassi di poco inferiori a quelli del 2018.

Un costante peggioramento delle indagini di fiducia, in particolare nel settore manifatturiero, ha ridimensionato le previsioni di consenso sulla crescita 2019 e dato il via a una significativa correzione sui mercati finanziari. A parte la performance negativa dei mercati azionari, le pendenze 10-2 anni delle curve dei tassi sono calate per dollaro ed euro rispettivamente a 15 e 85 punti base. Una pendenza così bassa sulla curva UST è tipica delle fasi in cui il mercato percepisce il rialzo dei tassi ufficiali Fed prossimo ad esaurirsi. In effetti, il mercato non crede che la Federal Reserve alzerà i tassi tanto quanto previsto dai membri del FOMC, scontando con relativa certezza ancora soltanto una mossa. Per quanto riguarda le previsioni di consenso, quelle sulla crescita 2019 sono calate soltanto di un decimo a livello globale, ma la revisione è più che doppia per l'Eurozona e quadrupla per l'Italia, scesa da 1,1% a 0,7%. Fra le economie avanzate, infatti, è soprattutto l'Eurozona che registra il più marcato rallentamento degli indici di attività e il più forte peggioramento della fiducia fra le imprese. Allo stesso tempo, pesa la crescente incertezza sull'effettivo andamento dell'economia cinese, in parte per gli effetti della guerra commerciale con gli Stati Uniti. Mentre i dati ufficiali mostrano un rallentamento modesto e addirittura inferiore alle nostre attese di inizio anno, i dati di export dei partner commerciali evidenziano una brusca frenata a partire da maggio/giugno, estremamente violenta per quanto riguarda i flussi dagli Stati Uniti (-18,7% per i tre mesi fino a ottobre rispetto a un anno prima), più graduale per le esportazioni da Giappone (-1,4% in ottobre dopo conversione in dollari) e Germania (+5,7% sempre in dollari). Tale dinamica presenta similitudini con la brusca frenata del 2015, ma con la sostanziale differenza che parte del calo riflette l'impatto dei dazi introdotti nel corso dell'estate, più che un autonomo rallentamento della domanda cinese.

Luca Mezzomo

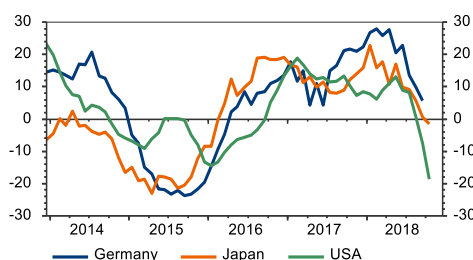
Peggiorano le aspettative sul ciclo economico nei paesi avanzati, in particolare fra gli investitori

I dati continuano a sorprendere in negativo



Fonte: elaborazioni su dati CESI e Thomson Reuters Datastream

Frenano le esportazioni verso la Cina



Nota: variazioni % a/a, calcolate su medie mobili trimestrali di valori convertiti in dollari al cambio corrente. Fonte: uffici statistici nazionali

Quanto dobbiamo preoccuparci del rallentamento in corso? Le **leve cicliche tradizionali** (politiche fiscali e politiche monetarie) non dovrebbero incidere negativamente nel 2019. Fra i paesi avanzati, il *Fiscal Outlook* del FMI stima (v. fig. D) che il saldo primario corretto per il ciclo sarà più negativo rispetto al 2018 per 0,2% del PIL. Peraltro, i recenti sviluppi in Francia, fanno pensare a un **orientamento della politica fiscale** nell'Eurozona ancora più accomodante rispetto alle stime del FMI e, quindi, a un effetto di breve termine potenzialmente più favorevole. Sul fronte delle **condizioni monetarie** la situazione è più complessa. Come mostra la fig. H, la dinamica della base monetaria è già frenata nel 2018 per effetto della riduzione dei reinvestimenti da parte della Federal Reserve e degli acquisti netti APP da parte della BCE. Dal 2019, con la fine degli acquisti netti APP la base monetaria potrebbe già iniziare a contrarsi a livello globale – in attesa che il riassorbimento dell'eccesso di riserve si allarghi all'Europa, accelerando il processo.

Politiche fiscali e politiche monetarie non frenano ancora l'espansione...

Per quanto sia possibile che l'effetto flussi possa portare a tassi più alti, l'esperienza americana suggerisce che tale impatto può essere sovrastato dal movimento calante delle aspettative sui tassi ufficiali. Nell'Eurozona, perciò, le condizioni finanziarie resteranno molto accomodanti in gran parte dell'area, con un peggioramento atteso soltanto in Italia, dove si verificherà una graduale trasmissione al canale del credito dell'aumento del premio per il rischio sovrano osservato nel 2018. Infine, le condizioni finanziarie resteranno di supporto in Giappone, mentre dovrebbero migliorare in diversi paesi emergenti, grazie al raffreddamento delle tensioni valutarie seguito alle svalutazioni.

In ambito finanziario, i problemi del 2019 potrebbero derivare non tanto dalle conseguenze immediate delle azioni di politica monetaria, quanto da **revisioni delle valutazioni di mercato**, rese più drastiche dalla caccia ai rendimenti degli anni passati, e catalizzate dal consolidarsi di aspettative più pessimistiche sul futuro. Una correzione dei mercati azionari è già in corso. In futuro, il principale effetto restrittivo delle misure di drenaggio della liquidità in eccesso e del rialzo dei tassi ufficiali americani potrebbe quindi esercitarsi attraverso la **restrizione delle condizioni del credito**, quest'ultima amplificata dalla dinamica ciclica meno favorevole. Negli Stati Uniti, sebbene la dinamica creditizia complessiva sia moderata, l'indebitamento delle imprese non finanziarie è elevato e la Federal Reserve ha rilevato nel suo ultimo *Financial Stability Report* segnali di deterioramento della qualità del credito.

Come già sottolineato a settembre, il maggior rischio nell'ambito delle politiche economiche riguarda la tendenza delle **politiche commerciali**, che sta creando incertezza sul costo futuro del commercio estero, con possibili impatti sulle filiere produttive. L'escalation della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina (in particolare l'aumento dal 10 al 25% dei dazi su 250 miliardi di importazioni americane dalla Cina) è stata sospesa per tre mesi, in attesa di sviluppi dai negoziati bilaterali. La Cina ha ridotto i dazi sulle auto dal 40 al 15% e promesso maggiori acquisti di prodotti agricoli americani. Tuttavia, gli Stati Uniti potrebbero perseguire obiettivi strategici più ampi rispetto all'apertura del mercato cinese alle importazioni, quali la difesa della propria supremazia tecnologica, e il confronto potrebbe essere soltanto all'inizio. Secondo il FMI¹, l'effetto delle misure già attuate è globalmente modesto, ma comunque sufficiente a ridurre la crescita della Cina dello 0,6% nel 2019; nell'ipotesi di estensione dei dazi del 25%, l'impatto negativo sul PIL salirebbe a oltre l'1,1%, anche senza ipotizzare impatti sul clima di fiducia o reazioni di mercato. Il modesto impatto globale rilevato dal FMI dipende dalla stima di un effetto netto positivo sull'Eurozona e altri paesi non colpiti da dazi; tuttavia, la Commissione Europea si è mostrata meno ottimista al riguardo nel suo ultimo rapporto previsionale: l'effetto dei dazi già attuati sarebbe pari a -0,2% del PIL europeo nel primo anno², se si tiene conto dell'interconnessione delle filiere produttive. Al momento, però, i dazi americani non sembrano ancora aver frenato le importazioni dalla Cina: le statistiche mensili sono accelerate fino a settembre (10,1% a/a), per rallentare all'8,4% in ottobre, che resta comunque ben sopra i tassi tendenziali di crescita registrati fra aprile e agosto.

... mentre le politiche commerciali iniziano a esercitare i propri effetti

Collegata al tema delle politiche commerciali è anche la **Brexit**, che introduce una notevole incertezza nelle previsioni a livello continentale. Come era atteso, il governo britannico sta incontrando difficoltà insormontabili nell'ottenere la ratifica dell'accordo firmato con l'UE da parte di un parlamento diviso. Il voto decisivo dovrebbe aver luogo fra il 14 e il 20 gennaio 2019, e sarà probabilmente negativo. In seguito, dovrebbero accelerare i preparativi per una *no-deal Brexit* 'gestita' (cioè mitigata da una serie di accordi tecnici e decisioni unilaterali per evitare la paralisi di trasporti e commercio), a meno che i moderati del partito conservatore più freddi nei confronti dell'uscita dall'UE non decidano di unirsi alle opposizioni nel richiedere un nuovo referendum popolare. In tal caso, però, il Regno Unito dovrà anche ottenere dall'UE una lunga proroga del periodo negoziale – passaggio che richiede l'unanimità degli Stati membri. Nel primo caso, a meno

¹ Si veda: IMF, *World Economic Outlook – October 2018*, pp. 33-35.

² European Commission, *Europea Economic Forecast – Autumn 2018*, p. 33.

di decisioni unilaterali di non applicare controlli doganali per un po' di tempo, potremmo osservare una brusca frenata dell'interscambio nel secondo trimestre 2019, accompagnato da tensioni sulla sterlina; nel secondo, sarebbe *business as usual* ancora per diverso tempo. Nel primo caso, gli effetti sarebbero in parte permanenti, in quanto a regime si verificherebbe un significativo aumento di barriere tariffarie e non tariffarie sull'interscambio fra Regno Unito ed UE.

La principale revisione alle **nostre proiezioni** ha riguardato la crescita dell'Eurozona, in particolare nel quarto trimestre 2018 e nel primo semestre 2019. La revisione è dovuta soprattutto a stime più prudenti riguardo alle esportazioni. Un'ulteriore riduzione della stima potrebbe verificarsi in coda alla revisione delle stime di crescita per l'Italia, che sono caratterizzate da rischi verso il basso molto forti. Anche le stime di inflazione dell'Eurozona sono state limate. Come per il consenso, anche la nostra stima della crescita mondiale nel 2019 è calata di 0,1 punti percentuali. La crescita del commercio mondiale a prezzi costanti è stimata in 3,3% a/a, in ulteriore rallentamento rispetto al 2018 e sotto la media dell'ultimo quinquennio. Le stime sui tassi ufficiali sono state limate, per riflettere il peggioramento delle proiezioni di crescita e il maggior rischio di svolta ciclica che potrebbe materializzarsi dal 2020 in poi.

I mercati valutari: il dollaro regge alla revisione delle aspettative sui tassi Fed

Il 2018 è stato caratterizzato da due picchi di volatilità per il dollaro, sottoposto a diffuse pressioni al rialzo soprattutto nei confronti delle divise emergenti, che nel 2018 hanno scaricato le tensioni che si erano accumulate gli scorsi anni nelle bilance dei pagamenti. Il cambio effettivo ha continuato a rafforzarsi, sostenuto dalle politiche protezionistiche dell'amministrazione Trump e da un andamento della politica monetaria ancora divergente rispetto ad Europa e Giappone. Nei confronti dell'euro, il dollaro ha segnato il minimo a inizio anno, rafforzandosi poi quasi senza soluzione di continuità. I livelli di fine anno sono quasi uguali alla media del triennio 2015-17, e sono più coerenti con l'andamento dei differenziali di tasso. Anche rispetto allo yen i movimenti sono stati molto modesti, malgrado l'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria giapponese. Tranne che a inizio 2018, il dollaro non ha neppure patito il calo dell'appetito per il rischio connesso alla cattiva performance dei mercati azionari.

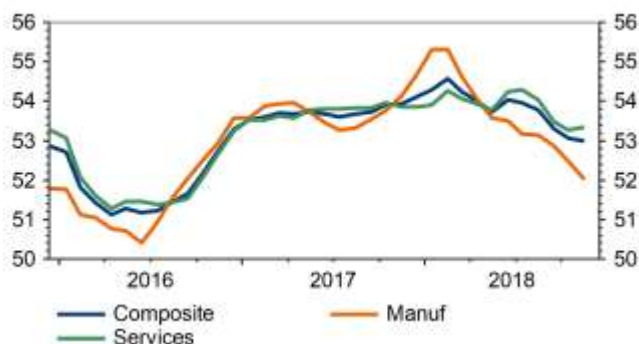
In prospettiva, il dollaro sarà soggetto a due forze contrastanti: da una parte, il livello dei tassi di interesse e la più robusta crescita dell'economia dovrebbero offrire sostegno; dall'altra, però, la politica fiscale troppo accomodante tende a peggiorare di nuovo gli squilibri esterni, sovrastando gli effetti delle misure protezionistiche. Grazie alla divergenza delle politiche monetarie, il dollaro dovrebbe rafforzarsi ancora contro yen, forse riavvicinando i picchi di fine 2014 – inizio 2015, ma soltanto dopo il completamento della fase correttiva dei mercati azionari. Invece, riteniamo che l'arretramento contro euro sarà frenato per gran parte del 2019 dall'andamento ancora dimesso della crescita nell'Eurozona – che compenserà la potenziale pressione al rialzo data dal robusto avanzo di partite correnti. Con l'avvicinarsi del rialzo dei tassi BCE, e se la situazione italiana si calmerà, l'euro potrebbe tornare a 1,20.

L'andamento della sterlina dipende dall'esito del processo di ratifica dell'accordo. Se fosse ratificato, o se venisse concessa una ampia proroga del periodo negoziale per condurre un nuovo referendum, la sterlina potrebbe rafforzarsi. L'assestamento seguito al referendum del 2016 ha ridotto il deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti al 3,2% del PIL, e un ulteriore miglioramento è possibile nel 2019 anche senza una nuova svalutazione. In uno scenario di uscita senza accordo, però, è prevedibile un nuovo deprezzamento a causa del temporaneo deterioramento dell'attività economica e dell'incertezza connessa a tale scenario.

Nel 2019 potrebbe essere interessante l'andamento della corona norvegese contro euro. La corona norvegese si è avvicinata a un cambio di 10,0 in scia al ribasso delle quotazioni petrolifere. A questi livelli, il cambio sembra sottovalutato e una correzione potrebbe verificarsi se la banca centrale alzerà i tassi a marzo.

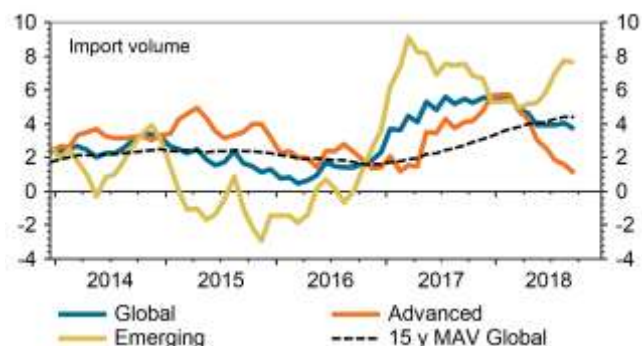
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



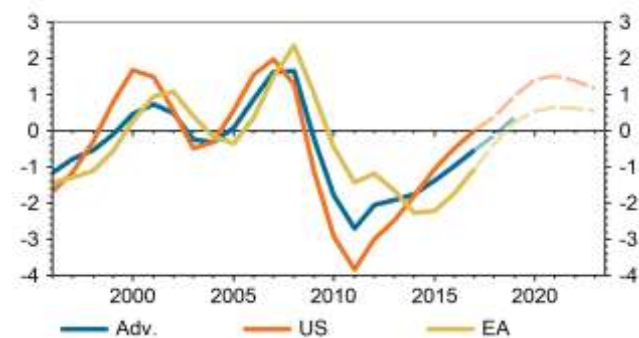
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



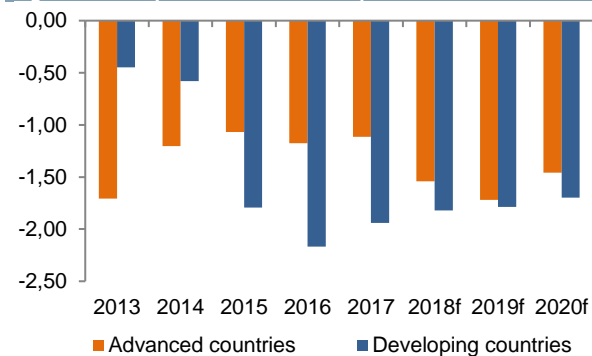
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



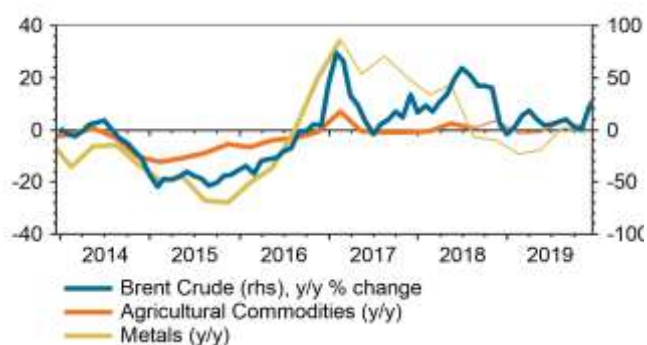
Fonte: FMI

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



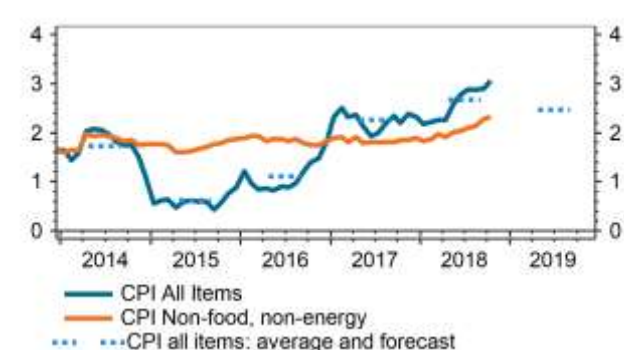
Nota: in percentuale del PIL. Fonte: IMF, *Fiscal Monitor*, October 2018

Fig. E – Prezzi delle materie prime



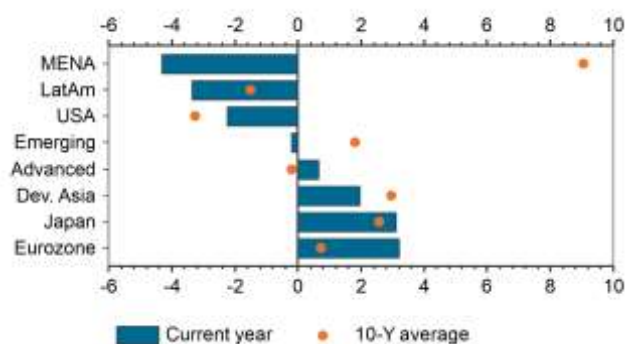
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



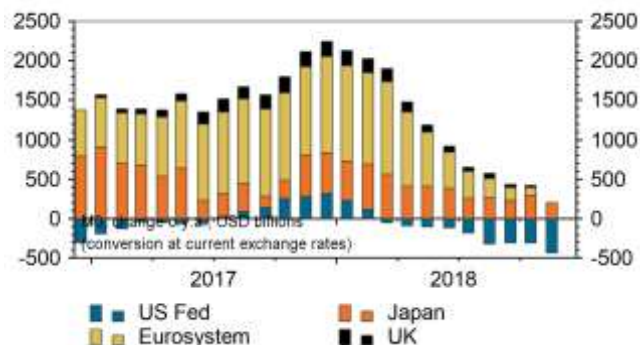
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



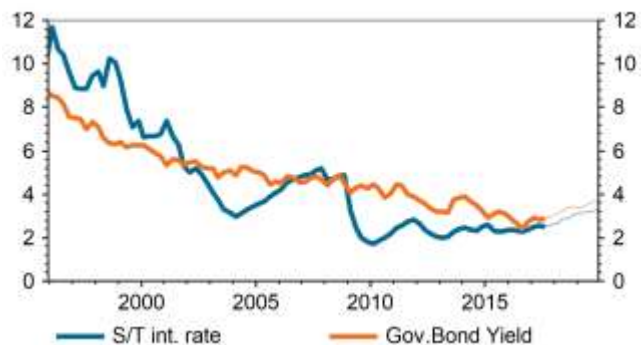
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



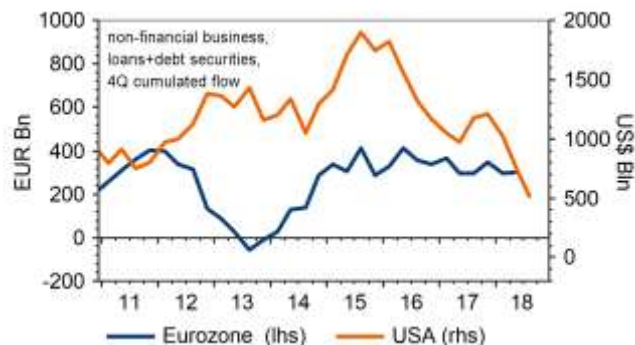
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



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

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, BCE (integrated sector accounts), Federal Reserve (Flow of Funds)

La crescita economica per area geografica

	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Stati Uniti	2.2	2.9	2.5	1.9	1.6
Giappone	1.9	0.7	0.9	0.5	0.9
Area Euro	2.5	1.9	1.5	1.4	1.4
Europa orientale	3.1	3.1	2.5	2.3	2.2
America Latina	1.0	1.1	1.9	2.6	2.7
OPEC	0.8	1.4	1.2	2.7	3.1
Cina	6.9	6.6	6.3	6.0	6.0
India	6.2	7.5	7.2	7.0	6.8
Africa	3.6	3.4	4.0	4.3	4.4
Crescita mondiale	3.7	3.7	3.4	3.5	3.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: il 2019 è in mano alla Fed, a Trump e al Congresso

L'economia americana chiude il 2018 con la crescita vicina al 3% *a/a* e l'inflazione intorno al 2%. L'accelerazione di quest'anno rispetto ai ritmi degli anni precedenti, in media al 2,2%, è in gran parte dovuta allo stimolo fiscale – riduzione delle imposte e aumento della spesa – in un contesto di politica monetaria e condizioni finanziarie espansive. Con la riduzione del contributo della politica fiscale, il passaggio della politica monetaria a una *stance* neutrale e il freno dei dazi, ora inizia il rallentamento che dovrebbe portare la crescita al potenziale nel 2019 e sotto il potenziale nel 2020. La nostra previsione è di graduale scivolamento della crescita trimestrale, che dovrebbe portare la **dinamica annua del PIL dal 2,9% del 2018, al 2,5% nel 2019 e all'1,9% nel 2020.**

Giovanna Mossetti

Il 2019 sarà un **anno di transizione per le politiche economiche**, da una fase espansiva a una neutrale e, potenzialmente, restrittiva. L'evoluzione del ciclo nel 2019-20 dipenderà dalle decisioni sui tassi, da un lato, e sulla spesa pubblica e sui dazi, dall'altro. Per ora, la previsione è che la **Fed si muova con grande cautela, portando probabilmente i tassi alla neutralità** nel corso dell'anno, con due rialzi, soggetti all'evoluzione dei dati. Dal lato della **politica fiscale**, a legislazione invariata, lo stimolo della spesa dovrebbe ridursi, e sparire bruscamente da ottobre 2019. Qui sta l'incertezza per le previsioni: con la legislazione corrente, la politica fiscale diventerebbe restrittiva, ma accordi in Congresso potrebbero modificare il contributo atteso della spesa pubblica fra fine 2019 e il 2020. Questa incertezza si risolverà solo verso metà 2019. Anche la **politica commerciale**, ora in fase di stand-by con l'apertura di negoziati con la Cina, è in un limbo. La restrizione dovuta ai dazi potrebbe ridursi se l'amministrazione scegliesse una strada più conciliante nel 2019.

Le nostre previsioni incorporano lo status quo per quanto riguarda la politica commerciale – cioè non includono l'attuazione dei dazi minacciati da Trump - e un moderato aggiustamento della spesa pubblica che ammorbidisca il *fiscal cliff* di fine 2019, senza eliminarlo del tutto. Pertanto i **rischi intorno al nostro scenario sono circa bilanciati**, con la possibilità di scenari alternativi sia significativamente peggiori sia modestamente migliori. Le decisioni della Fed sui tassi, dell'amministrazione sui dazi e del Congresso sulla spesa pubblica determineranno quanto l'atterraggio dell'economia dopo il picco ciclico sarà morbido. **Un fattore positivo è che la Banca centrale è in una modalità di grande cautela** e non sarà il catalizzatore di un brusco rallentamento, piuttosto agirà da ammortizzatore in risposta all'azione degli altri giocatori di policy.

1. Crescita in rallentamento verso il potenziale nel 2019. Le condizioni dell'economia sono estremamente positive, con il mercato del lavoro al pieno impiego, i bilanci e il risparmio delle famiglie solidi, l'inflazione contenuta. L'output e l'*unemployment gap* sono positivi dal 2017; l'inflazione è vicina al 2%, e i salari accelerano sulla scia del crescente eccesso di domanda.

I **consumi** sono stati centrali per la crescita nel 2018, grazie alla spinta del mercato del lavoro e della riduzione delle imposte. Il **mercato del lavoro** resterà fondamentale per lo scenario del 2019. Il tasso di disoccupazione, sceso al 3,7% (minimo da dicembre 1969) dal picco del 10% del 2009, segnala, insieme a molti altri indicatori, una fase di eccesso di domanda e continua riduzione di risorse inutilizzate (figg. 3 e 6). Il calo della disoccupazione è stato limitato dall'aumento della partecipazione ciclica, che ha circa controbilanciato la flessione dovuta al fattore demografico. Anche ipotizzando un proseguimento della fase di temporanea stabilizzazione della partecipazione sui livelli correnti (62,9%), e un graduale ridimensionamento della dinamica occupazionale dalla media di 209 mila nuovi occupati al mese del 2018 a circa 150-160 mila nel 2019, il tasso di disoccupazione dovrebbe calare gradualmente verso il 3,3%-3,4% a fine 2019. Il reddito da lavoro dovrebbe mantenersi in crescita intorno al 3% *a/a*, grazie alla combinazione dell'espansione occupazionale e di una ulteriore graduale accelerazione della dinamica salariale. I consumi dovrebbero registrare un freno delle componenti sensibili ai tassi di interesse (auto e altri durevoli), ma restare in crescita soddisfacente, a ritmi attesi di 2,8% nel 2019 e di 2,2% nel 2020.

Gli **investimenti non residenziali** non hanno reagito in modo significativo alla riduzione delle imposte (che si è tradotta in un consistente aumento di riacquisto di azioni da parte delle imprese). Le informazioni recenti da indagini e ordini mostrano un rallentamento nella seconda metà del 2018, sulla scia dell'introduzione dei dazi e dei rischi di ulteriori misure protezionistiche, oltre che dei rialzi dei tassi. La correzione del prezzo del petrolio indica, nella migliore delle ipotesi, una

probabile stagnazione della spesa nell'estrattivo. Le previsioni sono di rallentamento per l'aggregato totale dal 6,9% nel 2018 al 4,4% nel 2019. Gli **investimenti residenziali** hanno frenato la crescita nel 2018 e dovrebbero continuare a farlo nel 2019, sulla scia dei tassi in rialzo e dei prezzi delle case elevati: la dinamica annua dovrebbe essere nulla nel 2018 e -0,6% nel 2019.

Il **canale estero** è stato un freno nel 2018 (-0,3pp) e dovrebbe restarlo nel 2019 (-0,4pp), causando ampia volatilità per via del tentativo delle imprese di evitare parte dei dazi anticipando gli acquisti. Secondo la Tax Foundation, i dazi imposti nel 2018 sono stati pari a 42 mld di dollari e quelli minacciati potrebbero ammontare a 129 mld.

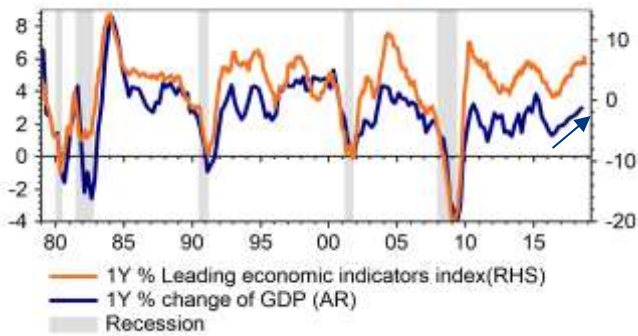
2. La politica fiscale è il jolly delle previsioni. La **politica fiscale** è stata il principale fattore di stimolo nel 2018 (contributo 0,7-0,8pp), diviso fra riduzione delle imposte (circa 0,45pp) e aumento della spesa (0,3pp). Nel 2019 questo contributo si ridurrà intorno a 0,2-0,3pp. Il punto cruciale per lo scenario è il livello di spesa discrezionale dopo ottobre 2019. La legge di spesa in vigore ha alzato i limiti imposti dal Budget Control Act per l'a.f. 2019; a legislazione invariata, da fine 2019 torneranno in vigore i vincoli del 2011, portando a una riduzione della spesa di circa 120 mld di dollari all'anno nel 2020-21. Senza interventi, il freno dalla spesa sarebbe di circa 0,2pp all'anno. Il nostro scenario centrale è che il Congresso limiti il fiscal cliff del 2019, per scavalcare il 2020 con una politica fiscale marginalmente restrittiva. Questo punto è però molto incerto: **la politica fiscale potrebbe restare espansiva o diventare restrittiva a seconda degli equilibri in Congresso.**

3. Politica monetaria: navigazione a vista. La fase di politica monetaria espansiva guidata dalla Fed si è chiusa. Dal 2019, alle soglie della neutralità, la politica monetaria sarà meno prevedibile e più dipendente dai dati. Nella riunione di dicembre, il FOMC ha segnalato che il **sentiero dei tassi è più incerto, meno ripido, ma sempre verso l'alto**. Le proiezioni di crescita, inflazione e tassi sono riviste verso il basso ma lo scenario resta positivo. Il FOMC è più dovish (la mediana dei rialzi attesi nel 2019 è scesa a due, v. tab. 1), i rialzi probabilmente non avranno più cadenza trimestrale, ma il giudizio del Comitato è che il ciclo non sia chiuso. Per ora, i dati economici prevalgono indiscutibilmente sui mercati e sulla loro lettura bearish del ciclo. Pertanto, la maggior parte dei partecipanti segnala che è appropriato portare i tassi in territorio marginalmente restrittivo nel 2019. La Fed riconosce che i venti contrari (includendo anche le correzioni dei mercati) e l'incertezza sono in aumento, e per questo la curva dei tassi attesi si sposta verso il basso. In futuro saranno i dati a dettare la risposta del FOMC, che è pronto ad adattare la propria risposta all'evoluzione dello scenario. L'introduzione di indicazioni più flessibili sulla valutazione dello scenario lascia aperta la possibilità di variazioni al sentiero indicato. Per ora il mercato mantiene una posizione nettamente contraria a quella del FOMC e continua a non includere neppure un rialzo nel 2019 (fig. 11). **La nostra previsione, intermedia fra FOMC e mercato, è di due rialzi nel 2019, seguiti da un rallentamento ciclico che potrebbe indurre un taglio dei tassi verso fine 2020.**

Previsioni	2017			2018p			2019p			2019p				2020p	
	2017	2018p	2019p	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	
PIL (prezzi costanti ,a/a)	2.2	2.9	2.5	2.5	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0	2.6	2.3	2.3	2.2		
- trim./trim. annualizzato				2.3	2.2	4.2	3.5	2.1	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9		
Consumi privati	2.5	2.7	2.8	3.9	0.5	3.8	3.6	3.1	2.7	2.4	2.3	2.3	2.2		
IFL - privati non residenziali	5.3	6.9	4.4	4.8	11.5	8.7	2.5	4.8	4.2	4.5	4.2	4.0	3.7		
IFL - privati residenziali	3.3	0.0	-0.6	11.1	-3.4	-1.3	-2.6	-1.8	-1.0	0.8	1.3	1.0	0.8		
Consumi e inv. pubblici	-0.1	1.6	2.1	2.4	1.5	2.5	2.6	2.2	2.1	2.0	1.8	1.2	1.0		
Esportazioni	3.0	4.2	2.2	6.6	3.6	9.3	-4.4	4.3	2.1	2.4	2.3	2.2	2.1		
Importazioni	4.6	4.7	3.9	11.8	3.0	-0.6	9.2	4.8	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.2	-1.1	0.3	-1.5	2.7	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1		
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.4	-2.6												
Deficit Federale (% PIL)	-4.1	-6.3	-6.4												
Debito pubblico (% PIL)	135.8	135.4	135.8												
CPI (a/a)	2.1	2.4	1.4	2.1	2.2	2.7	2.6	2.2	1.4	1.2	1.4	1.6	2.0		
Produzione Industriale (a/a)	1.6	3.9	2.7	1.9	0.6	1.3	1.2	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.4		
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	0.8	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2		

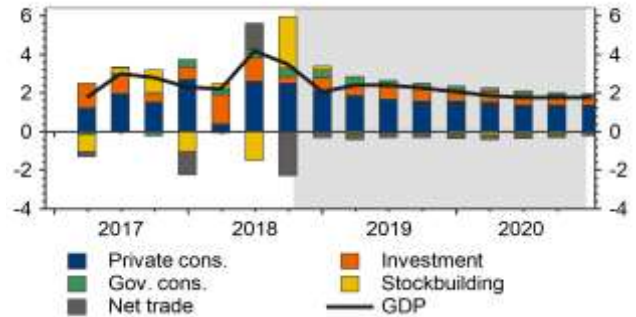
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita sta ancora accelerando...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ...ma dal picco del 2018 si rallenterà



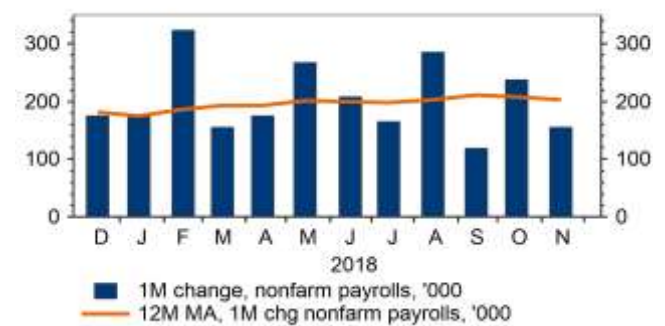
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il calo del tasso di disoccupazione è stato frenato dalla stabilizzazione ciclica della partecipazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Al nono anno di espansione, gli occupati aumentano ancora di 200 mila al mese



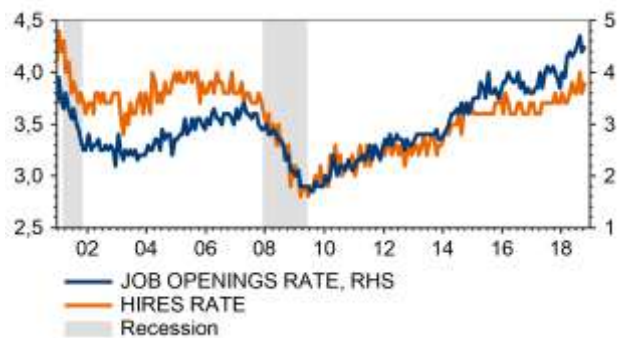
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Dinamica salariale in moderata accelerazione



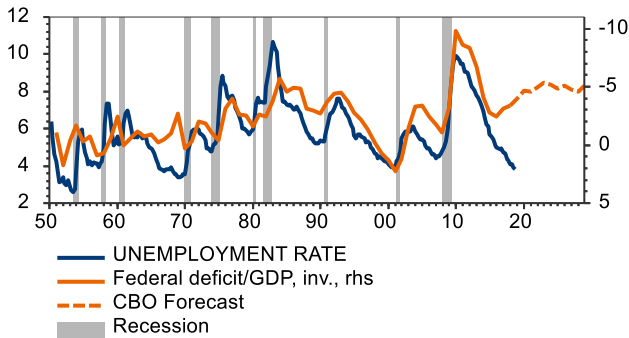
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Le posizioni vacanti crescono più delle assunzioni



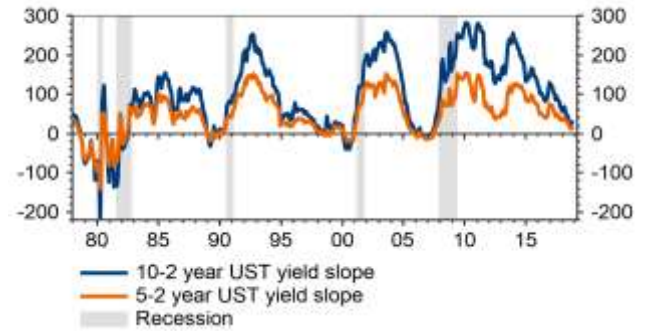
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – La politica fiscale è già pro-ciclica in fase di espansione



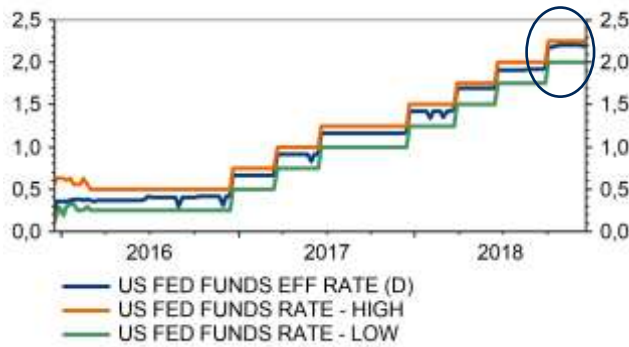
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 8 – La curva dei rendimenti è alle soglie dell'inversione, ed è già invertita sui tratti 2-5 anni e 2-3 anni



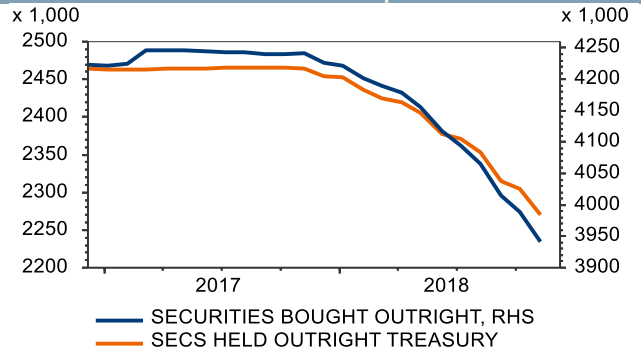
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 9 – La Fed potrebbe modificare il tasso di policy, vista la difficoltà a controllare il tasso dei fed funds



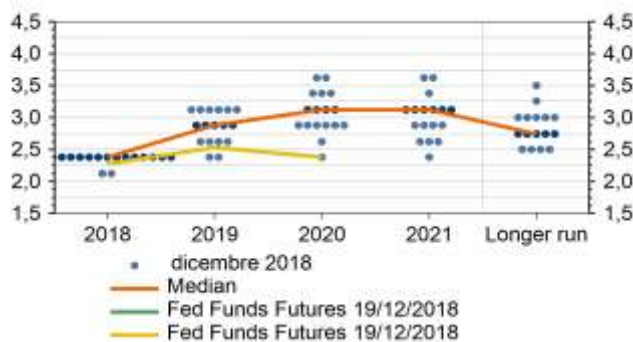
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 – Nel 2019 la Fed darà informazioni sul livello ottimale del bilancio e sul sentiero dal 2020 in poi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream e Federal Reserve Board

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

Variables	Median				
	2018	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9
Sept. projection	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4
Sept. projection	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
PCE inflation	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0
Sept. projection	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
Core PCE	1.9	2.0	2.0	2.0	
Sept. projection	2.0	2.1	2.1	2.1	
Federal funds rate	2.4	2.9	3.1	3.1	2.8
Sept. projection	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0

Nota: PIL e deflatore: variazione T4/T4. Tasso di disoccupazione: media T4.
Fonte: Federal Reserve Board

Area euro: verso un anno di svolte

Il 2019 sarà un anno di svolte nella zona euro: svolta del ciclo con la fine della fase di espansione, ritorno della crescita al trend e aumento più deciso dell'inflazione *core* da metà anno, svolta dei tassi con il primo rialzo del tasso sui depositi; inoltre, alla fine di quest'anno, le istituzioni europee avranno cambiato volto, con il rinnovo del Parlamento europeo (il 23-26 maggio), della Commissione UE, scadenza del mandato di Praet, Coeuré e soprattutto di Draghi a fine ottobre.

I dati Eurozona continuano a sorprendere verso il basso. La nostra lettura è che il picco di questo ciclo espansivo sia passato da un po' e la crescita del PIL stia tornando al trend più velocemente rispetto alle attese per effetto di un mix di fattori transitori e più strutturali. Abbiamo, quindi, tagliato le nostre stime di crescita per il 2019 di due decimi all'1,5%, che secondo le stime ultime della BCE (v. *Bollettino economico* di novembre) dovrebbe corrispondere al potenziale. Per il 2020, ci aspettiamo un'ulteriore perdita di impulso verso l'1,4%. Se la fase di espansione sembra volgere al termine, non prevediamo una battuta d'arresto dell'economia area euro a breve, dal momento che i fondamentali per la domanda interna restano di ampio supporto (v. sotto).

Il rallentamento della crescita nei mesi estivi a 0,2% t/t (1,6% a/a) da 0,4% t/t (2,2% a/a) è spiegato in larga misura dalla contrazione dell'economia tedesca, dovuta al crollo della produzione di auto (v. fig. 1) per effetto dell'entrata in vigore della normativa UE sui diesel. La nostra previsione, come quella di Consenso, è di recupero della crescita del PIL nei mesi finali di quest'anno a 0,4% t/t. Tuttavia, le indagini di fiducia, ma anche i dati di produzione industriale e vendite al dettaglio, indicano moderati rischi verso il basso. Il PMI composito (52,9 da 54,3) e l'indice ESI della Commissione UE (109,6 da 111,5) si sono assestati in media su livelli più bassi rispetto ai mesi estivi e sono coerenti con una crescita del PIL di 0,3% t/t. Il rallentamento dell'economia nel corso del 2018 è principalmente spiegato dal comparto manifatturiero, che ha risentito della frenata del commercio mondiale dopo i ritmi euforici del 2017. Le indicazioni per i mesi finali dell'anno sono ancora di quasi-stagnazione dell'attività industriale con il PMI manifatturiero che si è avvicinato alla soglia di 50. Il crollo del PMI servizi a dicembre è in larga misura spiegato dalle manifestazioni francesi, che stanno avendo ripercussioni sull'attività nei servizi. Anche in Germania, tuttavia, si comincia a vedere un rallentamento del comparto. **Le prospettive di recupero dell'export non sono brillanti**, stando alle indicazioni dal PMI globale (v. fig. 3). Nel medio periodo l'incertezza sulle politiche commerciali potrebbero ulteriormente deprimere gli scambi (v. fig. 4). L'export dopo il +5,4% del 2017 è atteso avanzare del 2,7% quest'anno e stabilizzarsi intorno al 2,4% nei prossimi due anni. Le importazioni dovrebbero crescere del 3,0%: ci aspettiamo, quindi, che **il contributo del commercio estero tornerà ad essere negativo** (-0,1% t/t dopo il +0,2% del 2018 e il +0,8% del 2017).

Sia la dinamica del **cambio che quella del prezzo del petrolio faranno moderatamente da freno alla crescita nel 2019**, ma nel complesso non dovrebbero sottrarre più di 0,3%. Il petrolio è atteso risalire verso gli 80 dollari al barile, ma soltanto se il sentiment di mercato dovesse svoltare in misura significativa, e i rischi sono prevalentemente verso il basso. Anche in tal caso, comunque, si tratterebbe di un aumento medio contenuto (+8 dollari al barile) rispetto al 2018, quando il prezzo del greggio è salito di circa 20 dollari al barile. Da metà 2019, con l'avvicinarsi del primo rialzo dei tassi nell'Eurozona e l'invecchiamento del ciclo americano, l'euro potrebbe tornare ad apprezzarsi sia contro dollaro che in termini effettivi per circa un 3%.

Le politiche economiche resteranno di supporto al ciclo. La fine dell'APP era ampiamente attesa dai mercati e non dovrebbe innescare una correzione significativa dei premi al rischio. La BCE compirà un altro passo nel sentiero di normalizzazione della politica monetaria nella seconda parte del 2019, ma anche con un tasso sui depositi a zero a inizio 2020 (v. sotto), la politica monetaria resterà ampiamente accomodante. Le vecchie regole di politica monetaria suggerirebbero tassi più elevati di circa 200pb già oggi. Inoltre, la BCE manterrà invariato il livello del bilancio tramite

Anna Maria Grimaldi

L'economia Eurozona
riteniamo tornerà a crescere al
potenziale da metà 2019

Il commercio estero ci
aspettiamo farà da freno alla
crescita per effetto di fattori
ciclici e strutturali

Petrolio e cambio freni deboli
per la crescita 2019

La politica fiscale diventerà più
espansiva controbilanciando
l'effetto della riduzione dello
stimolo monetario

la politica di reinvestimento del portafoglio APP ancora “per un periodo esteso di tempo”. Le politiche fiscali diventeranno più espansive nel 2019 in Germania, Italia, Francia e Spagna. Mentre la virtuosa Germania ha margine per spingere sulla leva fiscale, gli altri paesi hanno scelto di sostenere il ciclo in rottura con le regole di Bruxelles. Riteniamo che nel contesto attuale di frammentazione politica e crescenti rischi domestici, i progressi sull’adozione di un budget comunitario e riforma della *governance* europea saranno limitati anche nel dopo elezioni europee.

Il principale motore di crescita riteniamo resterà ancora la domanda interna, che è attesa avanzare a ritmi solidi (1,4%) anche se in rallentamento dall’1,8% del 2017. Consumi e investimenti saranno sostenuti dall’accelerazione dei nuovi prestiti (v. fig. 10), favorita da costi di finanziamento ancora sui minimi storici (v. fig. 11). Le condizioni finanziarie allargate restano ancora ampiamente accomodanti: a fronte di un calo dei listini azionari, si è visto un indebolimento del cambio effettivo. I rendimenti governativi sono poco variati. L’indicatore BCE di stress sistemico per la zona euro è sui minimi storici, nonostante le tensioni sui governativi italiani (v. fig. 12).

Gli elevati vincoli di capacità e condizioni finanziarie ancora assai accomodanti **dovrebbero spingere la spesa aziendale per investimenti di ampliamento**, anche se è ragionevole che il picco sia alle spalle (v. figg. 5 & 6). Per il momento abbiamo limitato le stime di crescita degli investimenti aziendali a +2,4% dal 2,9% del 2018 ma segnaliamo che l’incertezza sulle politiche internazionali e sull’evoluzione dello scenario politico interno all’area potrebbe indurre le imprese a rinviare i piani di spesa. **Confermiamo, invece, la nostra previsione di crescita ancora solida delle costruzioni**, sostenute da condizioni finanziarie ultra accomodanti, anche se ci aspettiamo un rallentamento al 2,5% rispetto al 3,0% del 2018.

Il circolo virtuoso tra minor *slack* nel mercato del lavoro, salari e consumi è circa intatto (v. fig. 7). La resilienza della dinamica occupazionale è dovuta a fattori strutturali: maggiore partecipazione (e occupazione) per le coorti 55-74 anni grazie alle riforme sull’età pensionabile. Il reddito disponibile reale da lavoro dovrebbe continuare a crescere intorno all’1,6%. A fronte di una crescita leggermente più debole dell’occupazione 1,3% (da 1,5%, v. fig. 7), i salari sono visti accelerare in media al 2,5% nel 2019 dal 2,2% del 2018. La scarsità del fattore lavoro metterà ulteriori pressioni sulle richieste di adeguamento salariale (v. fig. 8). Inoltre, sia Francia che Spagna hanno in programma generosi aumenti del salario minimo. Il tasso di disoccupazione è tornato sul livello pre-crisi in Olanda, Belgio e Germania e media area euro (8,1%). In Francia, Italia e Spagna la disoccupazione rimane su livelli più elevati (v. fig. 9) la maggiore incidenza di lavori a termine spiega, notoriamente, almeno in parte la deriva verso posizioni populiste e/o anti *establishment*.

L’inflazione complessiva è già tornata al target BCE dall’estate, ma il rialzo è interamente dovuto alle pressioni sull’energia. La dinamica sottostante dei prezzi non è variata in modo significativo nell’ultimo anno (1,0% a novembre da un precedente 1,1% per effetto di una riduzione dei prezzi dei servizi). In prospettiva il rialzo atteso per il prezzo del greggio spingerà il capitolo energia nei primi mesi, ma dalla primavera, in assenza di un rialzo duraturo dei prezzi interni, difficilmente l’inflazione complessiva potrà stabilizzarsi al target. **Al ridursi dell’eccesso di offerta aggregato e all’aumentare dei salari nominali**, dovrebbe vedersi una **graduale accelerazione dell’inflazione core**. La nostra misura di inflazione super *core* (v. fig. 13) ha svoltato e supporta la previsione di rialzo dei prezzi interni. Tuttavia, i dati sulla dinamica dei prezzi *core*, più deboli delle attese, sottolineano l’incertezza sulla risposta dell’inflazione sottostante all’aumento dei salari. La nostra stima di inflazione *core* per il 2019 scende all’1,4% da un precedente 1,6%. Solo nella seconda metà del 2019 si dovrebbe vedere un aumento più deciso dei prezzi. L’inflazione *headline* è vista calare all’1,7% da una precedente stima di 1,8% per poi risalire nel 2020.

Sebbene ancora positivo lo scenario è circondato da un ampio margine di incertezza. Il rallentamento del ciclo potrebbe rivelarsi più pervasivo di quanto incorporato nelle nostre stime al di sotto del consenso. La deriva protezionistica e l’arresto della globalizzazione, avranno effetti sul

La resilienza della domanda interna riteniamo sosterrà la crescita ...

...grazie a condizioni finanziarie ancora accomodanti

Gli investimenti aziendali sono attesi crescere a ritmi solidi ma meno sostenuti che nel 2018

Costruzioni viste ancora in espansione

Circolo virtuoso tra minor *slack* nel mercato del lavoro, salari e consumi è intatto

La stabilizzazione dell’inflazione al target nel medio periodo dipende dal rialzo dell’inflazione core all’1,8%

I rischi sono ancora bilanciati ma aumenta l’incertezza

commercio mondiale non facilmente quantificabili ma certamente negativi nel breve e medio periodo. La scena politica è fragile, i valori democratici sono attaccati quasi ovunque da movimenti populistici e/o anti *establishment*, i governi appaiono ovunque più deboli. Le elezioni europee saranno un test importante per la destra populista. Non va trascurato, inoltre, il rischio di un restringimento delle condizioni finanziarie nei prossimi mesi, che potrebbe essere innescato dai timori di rifinanziamento del debito italiano. Le trattative con Bruxelles per limitare l'aumento del deficit intorno al 2,2% riducono solo in parte le pressioni sulla necessità di rifinanziamento del Tesoro italiano nei primi mesi del 2019. In caso di un brusco aumento dei premi al rischio in Italia, il contagio ad altri paesi membri potrebbe essere più pronunciato rispetto a quanto si è verificato nel periodo recente, dal momento che Francia e Spagna hanno deciso di adottare politiche fiscali più espansive in rottura con le regole di Bruxelles. La BCE potrà intervenire a sostegno di un paese membro soltanto con le *outright monetary transactions* (OMT), ma lo Stato membro che si trovasse a fronteggiare una crisi di liquidità potrebbe ottenere dalla BCE l'attivazione di un programma di acquisto di debito pubblico a breve termine (1-3 anni) sul mercato secondario solo sotto stretta condizionalità, ovvero se ha attivato un programma di sostegno ESM.

Il 2018 ha visto il primo passo verso la normalizzazione della politica monetaria con l'archiviazione, dell'APP. Come ha specificato Draghi nella conferenza stampa di dicembre, l'APP rimane a tutti gli effetti uno strumento di politica monetaria attivabile in futuro, in caso di rischio generalizzato di deflazione. L'APP della BCE ha superato le critiche dell'*establishment* tedesco e ottenuto il lasciapassare della Corte Europea di Giustizia. I benefici, indiscussi, sulle condizioni finanziarie dell'espansione di bilancio per 2,6 trilioni di euro continueranno a farsi sentire fintanto che la BCE continuerà a reinvestire i titoli in scadenza. A dicembre, il Consiglio ha fornito qualche dettaglio in più sulla probabile tempistica dei **riacquisti, indicando che "andranno avanti anche dopo l'avvio del ciclo di rialzi" e in ogni caso "fin quando necessario"** per garantire condizioni di liquidità adeguate. Il Consiglio ha, quindi, adottato una strategia simile a quella della Fed, che nel 2014 indicò che avrebbe ridotto i riacquisti solo dopo l'avvio dei rialzi dei tassi di policy. La BCE, nel riaffermare che i riacquisti andranno avanti "fin quando sarà ritenuto necessario", ha voluto, ragionevolmente, lasciare aperte tutte le opzioni dato l'elevato grado di incertezza sullo scenario macro. Per quanto riguarda i dettagli tecnici, non vi saranno riallocazioni tra diverse classi di asset ma si comprerà in base alle quote di fine 2018. La novità è che i reinvestimenti saranno condotti in base alle nuove *capital key*, il che penalizza al margine Italia e Spagna.

La svolta attesa per la politica monetaria nel corso del 2019 è l'inizio di un graduale ciclo di rialzi. La discussione a Francoforte rimane per ora preliminare. Le nuove stime dello staff mostrano la crescita del PIL ancora al di sopra del potenziale fino al 2021 (1,7% nel 2019-20 e 1,5% nel 2021) e l'inflazione in rialzo all'1,8% nel 2021. (La stabilizzazione dell'inflazione vicino ma al di sotto del 2%, dipende dall'accelerazione dell'inflazione *core* che nelle previsioni BCE è vista salire, con maggior fiducia, dall'1,0% di quest'anno all'1,4% nel 2019 quindi all'1,6% nel 2020 e all'1,8% nel 2021). Lo scenario di dicembre è, quindi, ancora coerente con un ciclo di rialzi moderati a partire da fine 2019. La valutazione dei rischi è indicata ancora come bilanciata, ma il comunicato riconosce che stanno aumentando i rischi verso il basso a causa dell'incertezza sullo scenario globale, la minaccia protezionistica, la vulnerabilità dei paesi emergenti e un possibile aumento della volatilità sui mercati. Il comunicato conferma che "il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al target" in questo modo la BCE ha segnalato che si naviga a vista, nonostante la volontà di lasciarsi alle spalle i tassi negativi. Draghi, durante la conferenza stampa di dicembre, ha specificato che i mercati, che nelle ultime settimane hanno sensibilmente ridimensionato le attese di rialzo dei tassi a fine 2019 (v. fig. 16), hanno ben compreso la funzione di reazione della BCE. Le dichiarazioni di Draghi ci inducono a ritenere che le posizioni interne al Consiglio non sono così lontane da quelle di mercato, data l'incertezza generalizzata che circonda lo scenario di crescita. Pensiamo che l'incertezza sul quadro macro peserà più sui rialzi del Refi nel 2020, che non sul rialzo del tasso sui depositi nel 4° trimestre 2019. Anche con un tasso sui depositi a zero

Finisce il QE, lunga vita al QE

La BCE ha preparato la fine del regime di tassi negativi con le nove stime macro di dicembre che vedono la crescita tornare al trend solo nel 2021

e un Refi marginalmente positivo a fine 2019, la politica monetaria resterebbe comunque ampiamente accomodante, con una crescita nominale al 3,3% nel 2021.

La scadenza della prima delle TLTRO II (386,3 miliardi di euro) si avvicina. I verbali della riunione di ottobre indicavano che i membri del Consiglio hanno discusso gli effetti della progressiva riduzione di *duration* della liquidità assegnata con le TLTRO II sulla posizione di liquidità delle banche. È noto che con il ridursi della vita residua al di sotto dell'anno della prima asta TLTRO II, l'effetto sul NSFR (*net stable funding ratio*) non sarebbe trascurabile e potenzialmente questo potrebbe avere ripercussioni sulla capacità delle banche di erogare nuovo credito. A dicembre, le TLTRO II non sono state oggetto di discussione ma Draghi ha sottolineato che il Consiglio è consapevole degli effetti sui vincoli di liquidità del ridursi della *duration* dei fondi presi in BCE. Pensiamo che per marzo prossimo la BCE possa annunciare un'ultima asta ponte della durata di due anni a condizioni meno agevolate, indicizzata al Refi anziché al tasso sui depositi, per consentire alle banche, ancora in difficoltà, di tornare alla normalità, considerate anche le modifiche regolamentari in corso. La BCE ha agito da prestatore di ultima istanza per le banche nel periodo post crisi e vorrà trovare un modo per smussare il salto di liquidità. Riteniamo probabile che la BCE estenda l'assegnazione piena nelle aste di rifinanziamento fino all'ultimo periodo di mantenimento di riserva 2021. L'eccesso di liquidità sistemico, resterà significativo anche dopo lo scadere delle TLTRO II perché legato alla dimensione del bilancio BCE gonfiato dal portafoglio APP. Si aggiunga che il tasso (pre) Ester che sostituirà l'EONIA da ottobre 2019 scambia sotto il tasso sui depositi. In questo contesto sarà difficile riprendere il controllo del corridoio dei tassi.

Nel 2019, verrà a scadenza il mandato di tre su sei membri del comitato esecutivo: Praet a maggio, Draghi a ottobre e Coeure a dicembre. Gli equilibri potrebbero cambiare significativamente, dal momento che Draghi e Praet sono su posizioni assai moderate, e Coeure è stato generalmente su posizioni neutrali. La *guidance* sui tassi e riacquisti è una delle eredità della BCE di Draghi. Sarà da verificare se il nuovo comitato vorrà rispettare la formulazione attuale della *guidance*. Il Comitato Esecutivo e il nuovo Presidente della BCE potranno contare su una gamma di strumenti di politica monetaria non convenzionali che, la BCE ha saputo darsi in questi otto anni post crisi. Le misure adottate dalla BCE sotto la guida di Draghi sono state decisive per salvaguardare la stabilità sistemica dell'unione monetaria, il funzionamento del mercato interbancario e per sostenere crescita e l'inflazione. L'Europa di oggi, per quanto divisa sulla gestione dei confini e delle politiche sovranazionali, e più in generale sul grado di integrazione delle politiche fiscali ed economiche, non esisterebbe senza le azioni che la BCE ha adottato sotto la guida di Draghi.

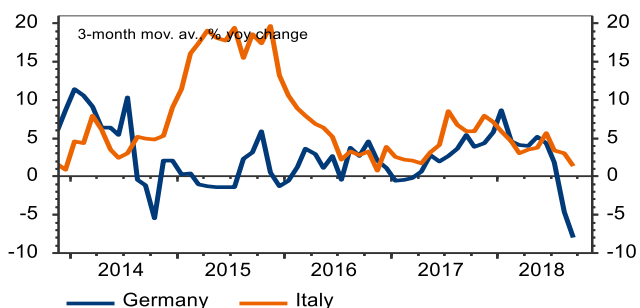
La BCE non ha discusso di TLTRO II ma continuiamo a ritenere che a marzo vorrà annunciare un'ultima asta a due anni anche se a condizioni meno agevolate

Nel 2019 cambierà il comitato esecutivo con la fine del mandato di Draghi ma anche di Praet e Coeure

Previsioni	2017	2018p	2019p	2017				2018				2019p				2020p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.9	1.5	2.7	2.4	2.2	1.6	1.3	1.4	1.4	1.6	1.6	1.4				
- t/t				0.7	0.4	0.4	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3				
Consumi privati	1.7	1.3	1.4	0.2	0.5	0.2	0.1	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4				
Investimenti fissi	2.9	2.9	2.4	1.2	0.1	1.5	0.2	0.3	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6				
Consumi pubblici	1.2	1.0	1.2	0.2	0.0	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3				
Esportazioni	5.4	2.7	2.4	2.2	-0.7	1.0	-0.1	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6				
Importazioni	4.0	2.5	2.9	1.6	-0.5	1.1	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6	1.0	0.7				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.1				
Partite correnti (% PIL)	3.9	3.8	3.6														
Deficit pubblico (% PIL)	-0.6	-0.8	-1.0														
Debito pubblico (% PIL)	88.9	86.9	85.2														
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.5	1.8	1.7	1.4	1.3	1.7	2.1	2.0	1.9	1.8	1.5	1.6	1.6				
Produzione industriale (a/a)	3.0	1.5	1.6	4.1	3.2	2.4	0.8	-0.2	1.0	1.5	1.9	2.2	2.1				
Disoccupazione (ILO, %)	9.1	8.2	7.9	8.7	8.5	8.3	8.1	8.0	8.0	7.9	7.9	7.9	7.9				
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	0.0				
EUR/USD	1.13	1.18	1.16	1.18	1.23	1.19	1.16	1.14	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18				

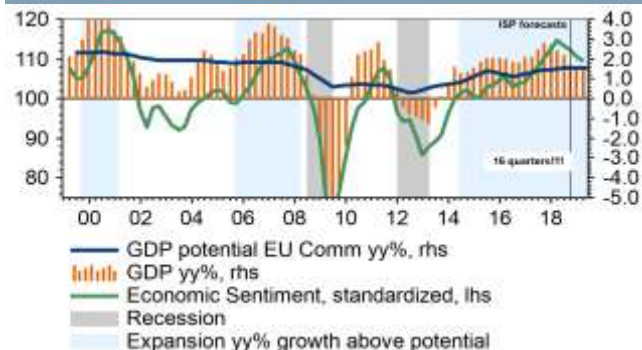
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il rallentamento nel 3° trimestre è in parte dovuto a fattori temporanei di calo della produzione di auto in Germania



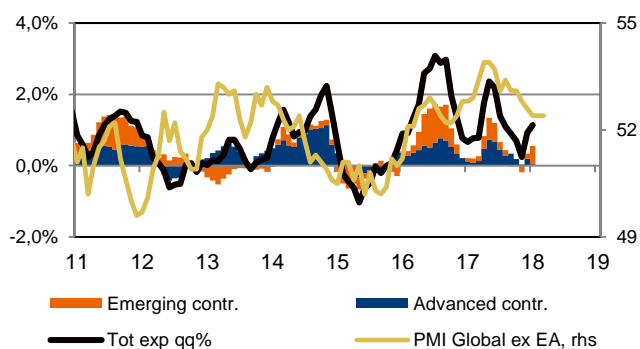
Fonte: indici Citibank di sorprese economiche e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Ma l'indice ESI segnala che la crescita potrebbe tornare al trend da fine 2018 inizio 2019



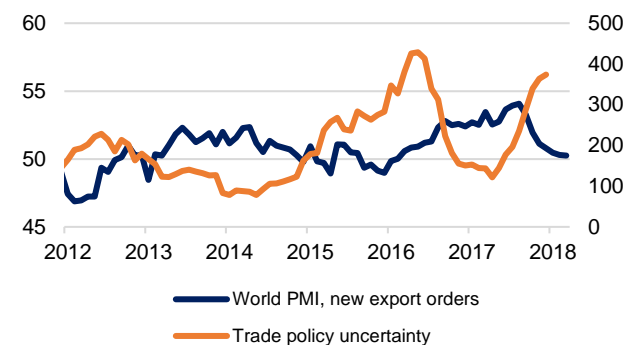
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Rimbalzo effimero dell'export. Il PMI globale indica al meglio una stabilizzazione del commercio internazionale



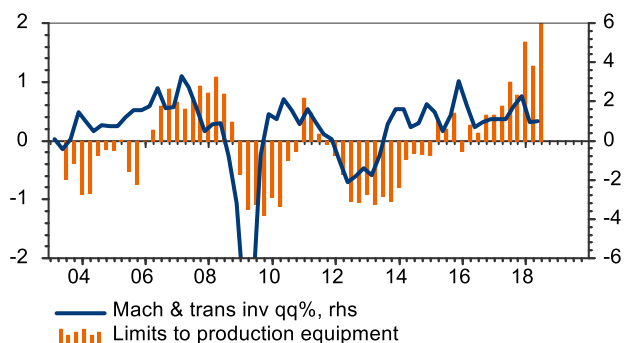
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Le politiche protezionistiche pesano sugli scambi internazionali. Il rallentamento del commercio mondiale è in parte strutturale



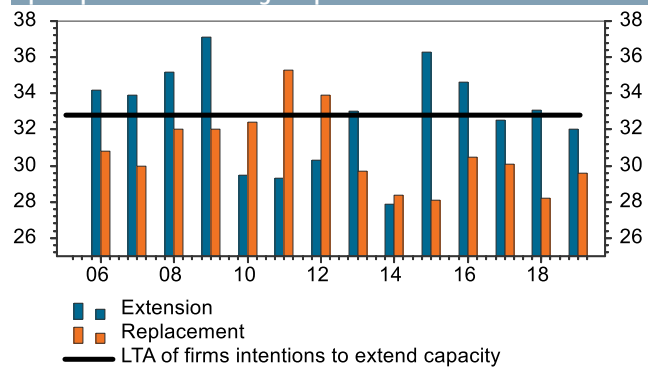
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Vincoli di capacità dovrebbero sostenere il ciclo degli investimenti



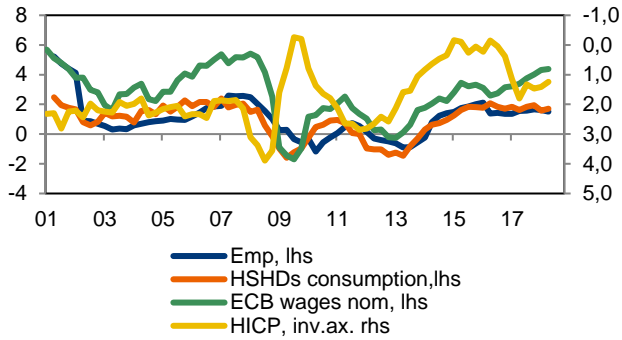
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Le imprese hanno rivisto solo marginalmente i piani di spesa per estensione degli impianti nel 2019



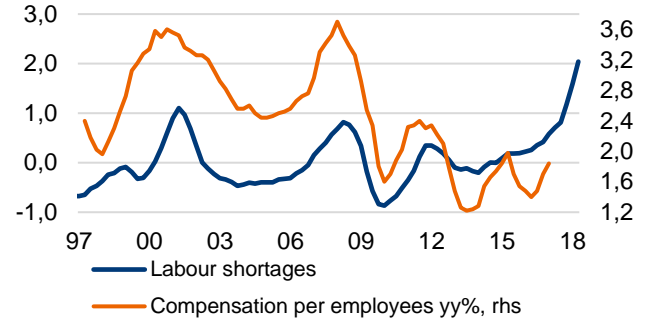
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Consumi delle famiglie sostenuti dalla dinamica del reddito da lavoro



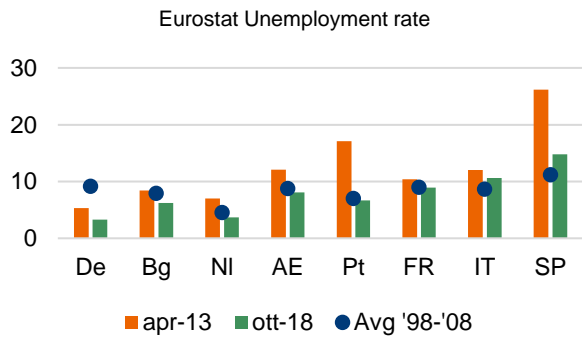
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – I salari finalmente accelerano



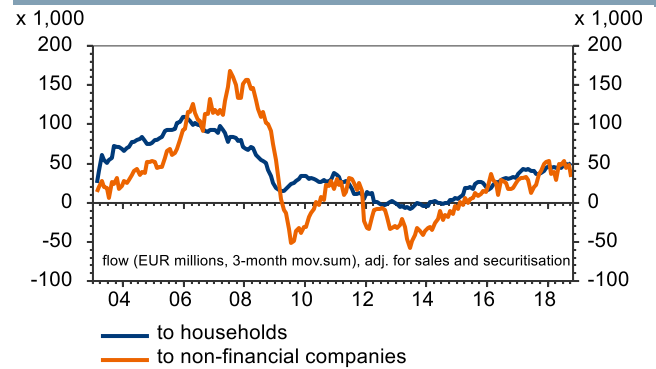
Nota: misura di *labor shortage* derivata dall'indagine trimestrale della Commissione UE
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Il tasso di disoccupazione è al di sotto dei livelli pre crisi in Germania, Belgio e Olanda, ma altrove vi è ancora spazio di discesa



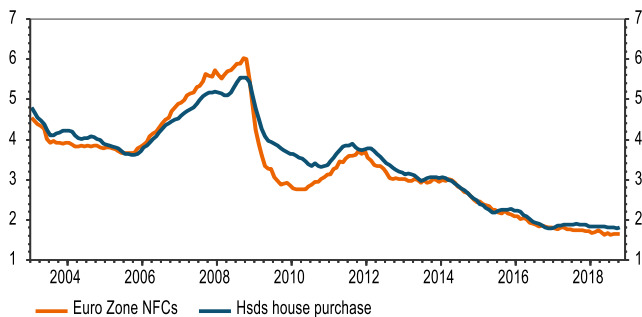
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Crescita del credito solido



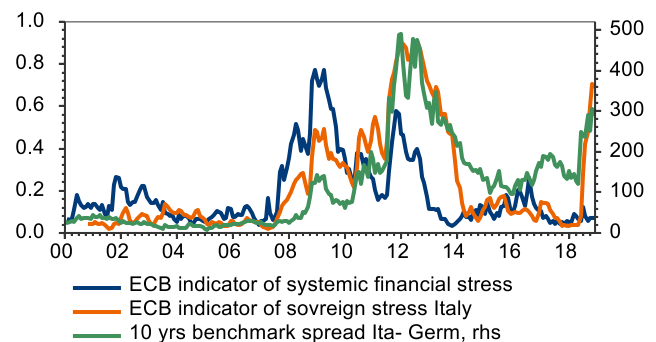
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Costo del *funding* ancora sui minimi storici



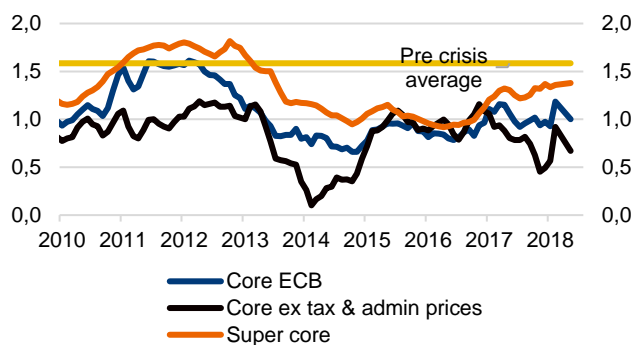
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Nessun segnale di stress finanziario nonostante le accresciute tensioni sull'Italia



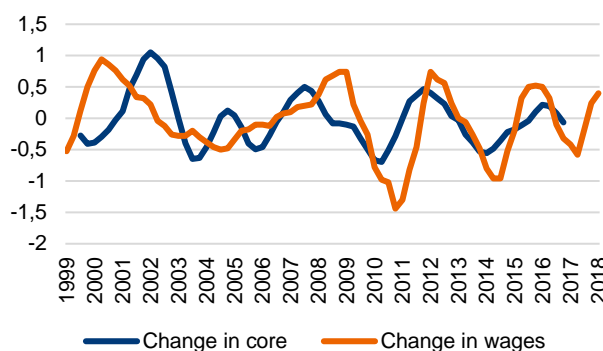
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Le diverse misure di inflazione *core* non sono lontane dai minimi di fine 2014, ma la nostra misura di inflazione *super core* ha svoltato



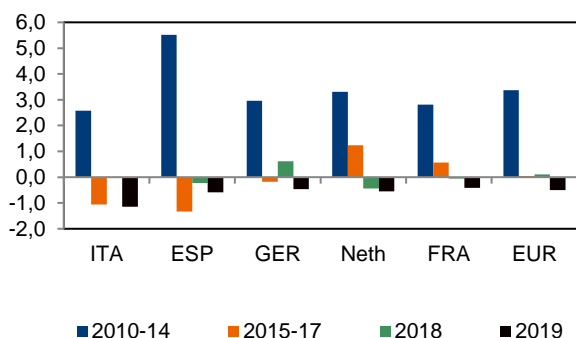
Nota: la misura di inflazione *super core* ISP è costruita selezionando i sotto indici del CPI *core* al netto di energia alimentari e tabacchi che esibiscono una correlazione con l'*output gap* ritardato di 2 periodi superiore a 0,5%. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Rimane incerta la relazione tra salari e prezzi interni



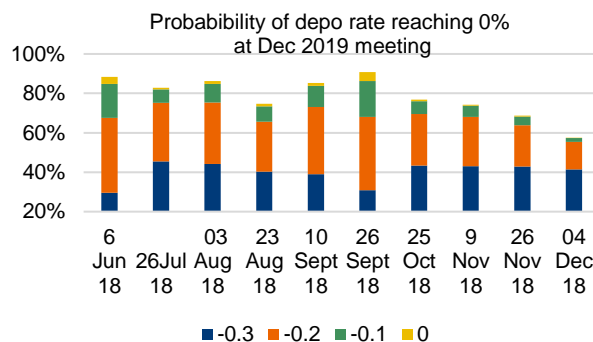
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 15 – La politica fiscale diverrà più espansiva



Nota: variazioni del saldo corretto per il ciclo stime Intesa Sanpaolo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 16 – I mercati hanno ridimensionato le attese di rialzo dei tassi BCE



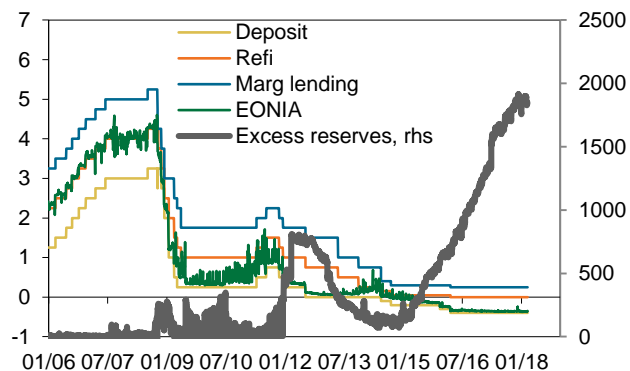
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 17 – L'eccesso di liquidità sistemico rimarrà ampio anche dopo la scadenza delle TLTRO II



Nota: la previsione di liquidità in eccesso è della BCE ed è estrapolata dal discorso di Praet di settembre 2018. La stima si basa su una simulazione dell'evoluzione del bilancio dell'Eurosistema. Nel costruire la proiezione, è stata fatta l'ipotesi arbitraria che i reinvestimenti andranno avanti fino a dicembre 2020
Fonte: BCE Praet "Challenges to monetary policy normalization" 20 settembre 2018

Fig. 18 – Con un eccesso di liquidità superiore ai 500 miliardi di euro la BCE difficilmente potrà riappropriarsi del controllo del corridoio dei tassi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Germania: l'economia perde giri, ma non si ferma

La Germania ha guidato la ripresa dell'Eurozona a partire dalla metà del 2014, crescendo di quasi un punto al di sopra del potenziale. Da inizio 2018 l'economia ha cominciato a rallentare, e più delle attese. La contrazione del PIL (-0,2% t/t) nei mesi estivi è chiaramente spiegata, almeno in parte, da fattori temporanei: calo di produzione (di oltre il 7,0% t/t) ed export di auto (v. figg. 1 e 2), dovuto all'entrata in vigore della normativa EU sui diesel. Il comparto auto pesa per il 4,7% del valore aggiunto totale e dovrebbe aver sottratto non più di 0,3% t/t, ciò indica che l'economia, al netto delle auto, è cresciuta di appena 0,1% t/t nel 3° trimestre, dopo lo 0,4% t/t dei primi sei mesi dell'anno. Anche i servizi hanno perso impulso (v. fig. 3) nei mesi estivi, probabilmente perché hanno risentito della debolezza dei consumi in parte spiegata dal clima eccezionalmente caldo. I dettagli sulla crescita del PIL nel 3° trimestre confermano che il rallentamento è spiegato dalla contrazione di esportazioni (-0,9% t/t) e consumi privati (-0,3% t/t), mentre gli investimenti in macchinari sono cresciuti di 0,6% t/t dopo il +0,2% t/t del 2° trimestre.

Le nostre previsioni, come quelle di Consenso e della Bundesbank sono di rimbalzo del PIL a fine 2018 in area 0,5% t/t, che dovrebbe lasciare la crescita media annua all'1,6%. Nei primi mesi del 2019 ci aspettiamo una stabilizzazione della crescita intorno a 0,45%. Le indagini IFO e PMI (v. fig. 4) sembrano, però, suggerire i rischi verso il basso. Riteniamo vi siano le condizioni perché la crescita si stabilizzi al potenziale (1,4%) sia nel 2019 che nel 2020. Al di là della volatilità dei dati mensili recenti (v. fig. 6), **rimaniamo fiduciosi sulla tenuta della domanda interna tedesca**, dati i fondamentali più che solidi, mentre riconosciamo che **l'impulso dal commercio estero verrà meno passando da marginalmente positivo a negativo**. La tendenza per l'export è, difatti, di rallentamento graduale in linea con il trend per il commercio mondiale. Le importazioni, invece, dovrebbero continuare a crescere a ritmi più solidi (3,3%) dato l'elevato contenuto all'import della domanda interna tedesca.

L'indagine trimestrale della Commissione Europea evidenzia che l'economia opera con crescenti vincoli di capacità (v. fig. 7). L'elevato utilizzo degli impianti e condizioni finanziarie ancora assai accomodanti (v. fig. 8) sostengono la domanda di credito da parte delle imprese per finanziare investimenti. Di riflesso, ci aspettiamo che **il ciclo di capex prosegua a ritmi sostenuti (0,8% t/t)** anche nei prossimi trimestri. In media 2019, gli investimenti aziendali sono attesi in crescita del 3,3% dopo il 3,1% del 2018. Ci aspettiamo prosegua la forte espansione delle costruzioni (3,6% nel 2019 dopo il 3,3% del 2018). Il rallentamento dei mesi estivi dovrebbe essere un fenomeno isolato, dato che ordini e permessi continuano a crescere a ritmi solidi (v. fig. 9) e il morale è euforico. **I consumi delle famiglie dovrebbero tornare a spingere la domanda interna da fine 2018**. La dinamica del reddito da lavoro beneficia della crescita di salari negoziali al di sopra della media storica 2,8% a/a nel 3° trimestre, come nel secondo. **In media 2019, ci aspettiamo una crescita dei salari negoziali tra il 2,9% ed il 3,1% dal 2,8% del 2018**. Gli accordi salariali nel periodo recente sono stati caratterizzati, nella maggior parte dei casi, da una crescita salariale nettamente superiore rispetto agli ultimi due anni e in molti casi sono stati conclusi per periodi più lunghi³. La crescita degli occupati è attesa rallentare a 0,7% a/a a fine 2019 dall'1,2% del 3° trimestre dal momento che il mercato del lavoro è al pieno impiego e in assenza di un aumento della partecipazione è difficile che il tasso di occupazione possa aumentare significativamente. **Il tasso di disoccupazione difficilmente, quindi, potrà calare dai livelli recenti (5,1%), già a al di sotto del NAIRU. Il reddito da lavoro è atteso crescere dell'1,2% il prossimo anno dopo l'1,3% del 2018**: a fronte di una crescita più blanda degli occupati, **l'inflazione è vista moderare all'1,8% dal 2,0% del 2018, su di un minor contributo dall'energia** compensato in parte dall'aumento della dinamica *core*.

Anna Maria Grimaldi

Il rallentamento dei mesi estivi dovrebbe essere temporaneo

Crescita al potenziale fino a fine 2020 è lo scenario più probabile

Capex e consumi dovrebbero continuare a crescere a ritmi sostenuti

³ In alcuni comparti, ai lavoratori è stata data la possibilità di scegliere tra aumenti salariali o riduzione delle ore lavorate a parità di compenso.

La Germania, in caso di rallentamento indesiderato, può ricorrere alla politica fiscale per sostenere la domanda interna e contrastare gli effetti di shock esterni, potenziando lo stimolo già previsto dall'accordo di coalizione (45-47 miliardi di euro tra il 2018 e il 2021 o 1,5% del PIL). Il saldo di bilancio, nonostante le misure espansive già approvate, rimarrà in forte surplus (sia nominale che strutturale) il prossimo anno (1,0% da 1,7% il saldo nominale e 0,9% da 1,4% il saldo strutturale), beneficiando ancora di bassi tassi di interesse ed entrate tributarie poco variate.

La Germania, in caso di shock avversi, può far leva sulla politica fiscale

È indubbio che i rischi verso il basso per la crescita stanno aumentando. Il rallentamento del commercio mondiale sta già pesando sulla dinamica dell'export. Il comparto auto, che ha risentito dell'entrata in vigore della normativa UE sui diesel, potrebbe essere penalizzato dall'introduzione da parte degli Stati Uniti di dazi del 25% sulle esportazioni⁴. Le recenti misure adottate contro la Cina⁵ potrebbero frenare il manifatturiero cinese con ripercussioni sull'industria tedesca. L'introduzione di nuove misure protezionistiche potrebbe pesare sulle decisioni di spesa delle imprese, in una fase in cui la crescita degli investimenti è la chiave per la tenuta del ciclo e per rafforzare la crescita di lungo termine. Più in generale il rallentamento del commercio estero è un fenomeno solo in parte ciclico, l'onda della globalizzazione si sta al meglio fermando e questo avrà ripercussioni di medio periodo sull'economia tedesca e probabilmente imporrà un ripensamento del modello produttivo.

Crescono i rischi verso il basso dallo scenario internazionale

Un elemento di incertezza deriva dal quadro politico. Il congresso della CDU ha eletto lo scorso 7 dicembre come leader del partito Annegret Kramp-Karrenbauer, AKK per i fan. Raccogliere l'eredità di Merkel e rinsaldare i valori democratici messi a rischio dall'avanzata dell'AfD non sarà una sfida facile. AKK potrebbe dover confrontare un'Europa più frammentata di quella che ha guidato Merkel negli anni di crisi. In teoria, le elezioni politiche del 2021 sono lontane ma il rischio che questo Governo non arrivi a fine mandato (2021) non è trascurabile. Se si dovesse andare alle elezioni anticipate non è affatto scontato che la CDU torni a essere leader di coalizione insieme alla SPD data l'erosione dei consensi dei due partiti negli ultimi mesi. È altresì probabile che i Verdi entrino nella squadra di governo, e questo potrebbe spingere verso politiche fiscali più espansive.

Annegret saprà raccogliere l'eredità di Angela?

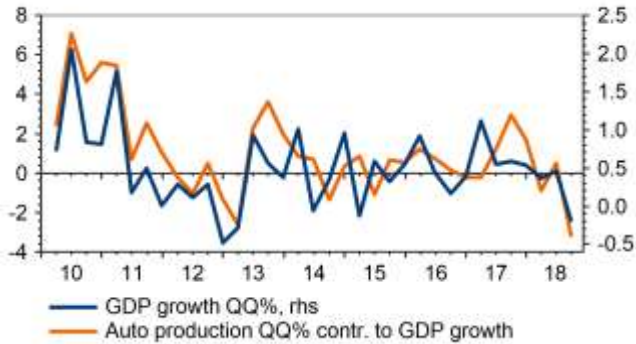
Previsioni	2017	2018p	2019p	2017				2018				2019p				2020p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1			
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.6	1.4	2.8	2.0	1.9	1.2	1.1	1.2	1.1	1.7	1.5	1.4			
- t/t				0.5	0.4	0.5	-0.2	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4			
Consumi privati	2.0	1.1	1.3	0.2	0.5	0.3	-0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4			
Investimenti fissi	3.6	3.2	3.5	0.3	1.4	0.5	0.7	0.8	1.0	1.0	0.8	0.8	0.6			
Consumi pubblici	1.6	0.9	1.7	0.4	-0.5	0.8	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5			
Esportazioni	5.3	2.1	1.9	1.7	-0.3	0.8	-0.9	0.6	0.5	0.8	0.9	0.7	1.0			
Importazioni	5.3	3.5	3.3	1.4	-0.3	1.5	1.3	0.8	0.4	1.0	0.4	1.4	0.4			
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.6	0.2	0.0	-0.1	0.3	0.8	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.1	-0.4			
Partite correnti (% PIL)	8.1	7.7	7.2													
Deficit pubblico (% PIL)	1.6	1.2	1.1													
Debito pubblico (% PIL)	63.9	60.1	56.7													
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.7	1.9	1.9	1.6	1.3	1.9	2.1	2.2	2.4	2.1	1.7	1.5	1.4			
Produzione industriale (a/a)	3.3	1.9	1.4	4.9	3.8	2.8	0.8	0.1	0.3	0.5	2.4	2.5	2.0			
Disoccupazione (ILO, %)	5.7	5.2	4.9	5.5	5.4	5.2	5.2	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8			
Tasso a 10 anni (%)	0.33	0.45	1.00	0.38	0.59	0.48	0.33	0.40	0.60	0.97	1.16	1.26	1.40			

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

⁴ L'IFO stima che un aumento del 25% dei dazi sulle auto vendute in America (circa 700 mila nel 2016, il 4% delle importazioni di auto degli Stati Uniti) avrebbe un effetto sul PIL tedesco di -0,16%, ben di più di quanto non gravino i dazi su alluminio e acciaio (-37 milioni di euro). Si veda: IFO Institut: *US Tariffs on Cars would cost Germany Five Billion Euros*, 24 maggio 2018.

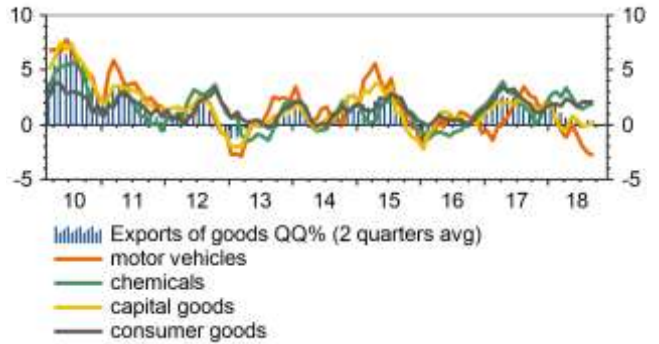
⁵ La quota di export tedesco verso la Cina ha raggiunto il 7%.

Fig. 1 – PIL, produzione manifatturiera e...



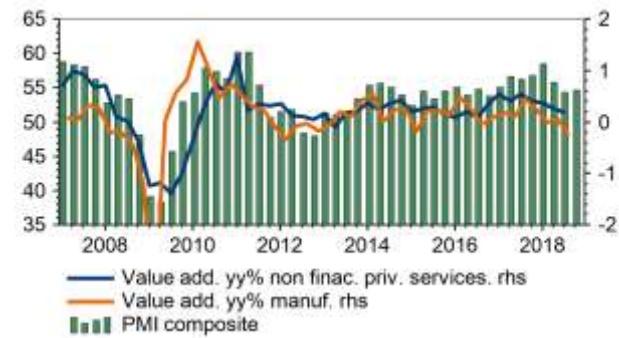
Fonte: Markit, IFO e ricerca Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – ... export frenati dal comparto auto



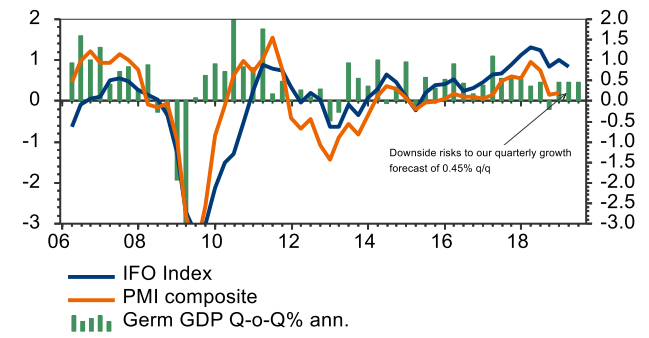
Fonte: Markit e ricerca Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il manifatturiero guida il rallentamento dell'economia, ma anche i servizi hanno perso un po' di impulso



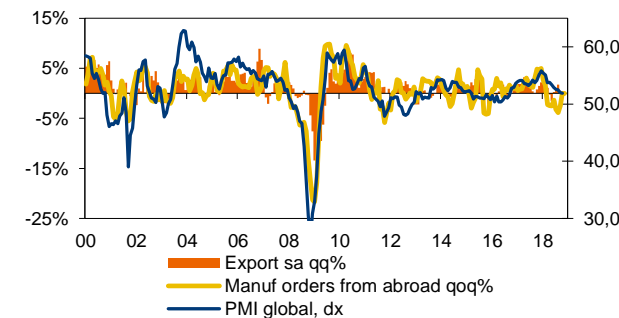
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – PMI e IFO (in minor misura) hanno inviato segnali dubbi su di un recupero della crescita a fine anno



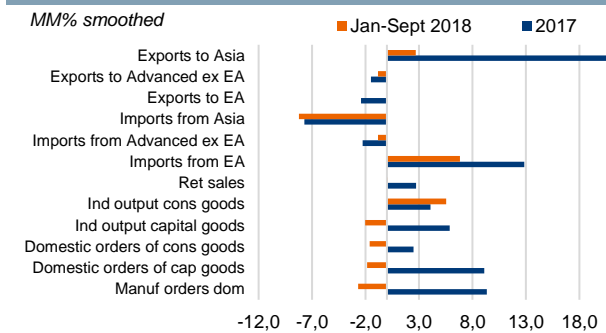
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Timidi segnali di recupero dagli ordinativi esteri, ma il PMI global resta su di un trend discendente



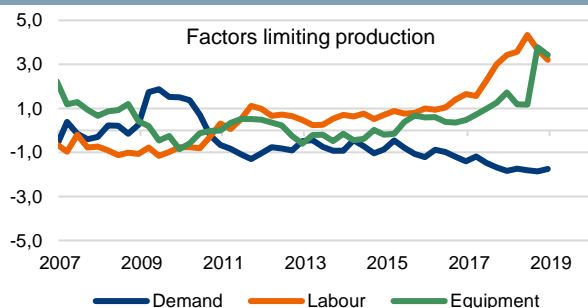
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Anche la domanda interna tedesca ha frenato



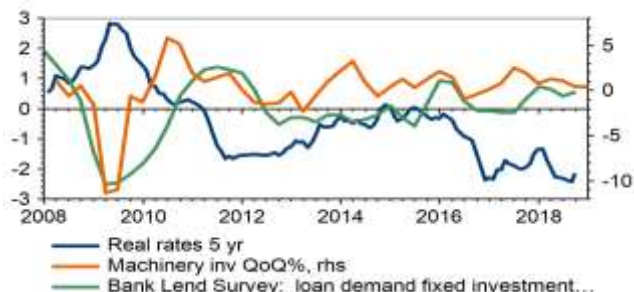
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – L'economia opera con crescenti vincoli di capacità



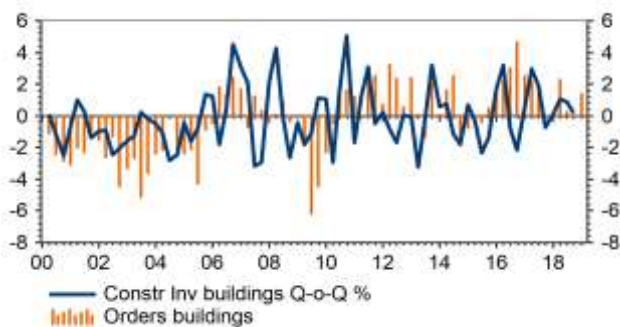
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Condizioni finanziarie ancora eccezionalmente espansive



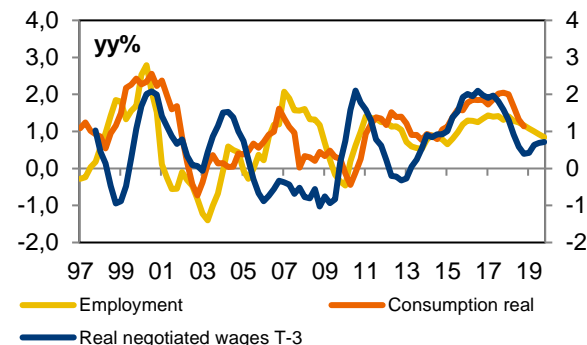
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Gli ordini nelle costruzioni restano coerenti con una crescita ancora sostenuta del comparto



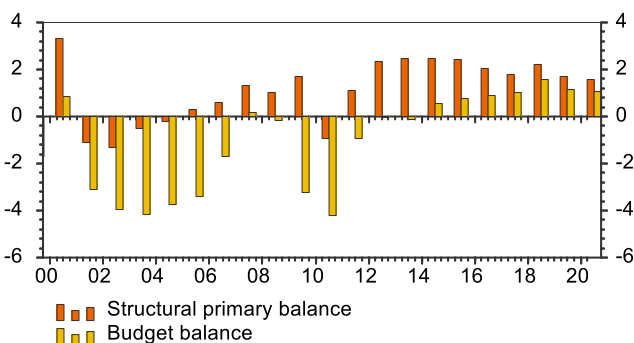
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Nulla da temere per i consumi delle famiglie: i salari reali crescono a ritmi sostenuti



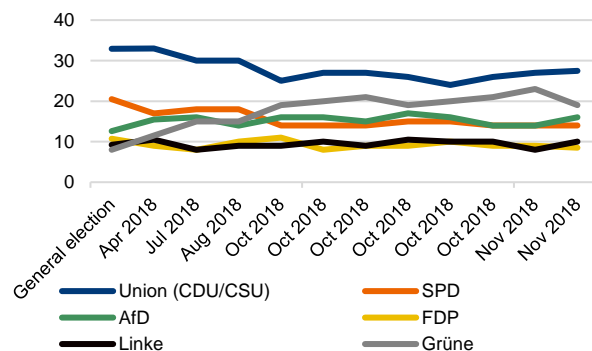
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Ampio margine dalla politica fiscale. Verrà usato?



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Come cambierà la scena politica nel dopo Merkel?



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Francia: una presidenza sempre più debole allenta la politica fiscale

Dopo un rallentamento nella prima metà dell'anno, dall'autunno il PIL ha evidenziato una moderata accelerazione a 0,4% t/t principalmente grazie a un recupero dei consumi e a una buona contribuzione del canale estero, portando la crescita acquisita 2018 a 1,5%. Per l'ultimo trimestre dell'anno, le indagini di fiducia finora disponibili hanno confermato un rallentamento dell'economia, sebbene meno pronunciato che in altri paesi: stimiamo quindi un avanzamento del PIL di 0,3% t/t (1,0% a/a) anche se i rischi alla previsione sono verso il basso sulla scia di un profilo volatile sia dei consumi sia degli investimenti produttivi. Le proteste dei cosiddetti "gilet gialli" avranno ricadute negative transitorie sulla crescita del quarto trimestre, ma il problema più grave è l'indebolimento del governo di Macron, sempre più impopolare. **Confermiamo quindi la nostra precedente stima di un PIL all'1,6% nel biennio 2018-19** anche se per l'anno prossimo i rischi sono verso l'alto sulla scia delle riforme fiscali di Macron che dovrebbero incentivare consumi e investimenti.

I consumi hanno registrato una battuta d'arresto di -1,2% m/m, recuperata in parte a ottobre (+0,8% m/m). I consumi sono ora in rotta per una contrazione di -0,2% t/t a fine anno, dal +0,4% t/t precedente. Del resto le indagini di fiducia delle famiglie condotte dall'INSEE hanno mostrato abbastanza chiaramente un calo del morale a partire già da aprile scorso, che è accelerato dalla fine dell'estate portando l'indice di fiducia delle famiglie dal livello storico di 100 in aprile a 92 a novembre, un minimo dal 2015. L'entrata in vigore dall'ultimo trimestre 2018 dei tagli ai contributi per l'assurance chômage e le minori tasse sugli immobili di proprietà pensiamo che cominceranno a dare qualche supporto visibile ai consumi non prima del 1° trimestre 2019. Per il 2019 prevediamo una riaccelerazione dei consumi da 0,9% di quest'anno a 1,4% circa sostenuti da un mercato del lavoro che riteniamo rimarrà in miglioramento e dalla minor tassazione.

Gli investimenti hanno rallentato di tre decimi nel 3° trimestre a 2,9% t/t per la frenata della componente immobiliare, mentre quella produttiva è rimasta circa stabile rispetto alla primavera. In chiusura d'anno ci aspettiamo un'ulteriore frenata degli investimenti delle famiglie per il clima di incertezza che sta influenzando i consumatori francesi, mentre gli investimenti produttivi, pur indebolendosi, dovrebbero continuare ad avanzare per accelerare più visibilmente l'anno prossimo grazie ai piani del Governo di ridurre il cuneo fiscale delle imprese e la tassa sulle imprese e grazie anche ai nuovi piani per la formazione dei lavoratori e dell'apprendistato professionale. Non è da escludersi un rimbalzo degli investimenti delle famiglie l'anno prossimo una volta che i tagli alle tasse sugli immobili saranno pienamente in vigore. Complessivamente, **confermiamo un rallentamento degli investimenti** al 3,0% quest'anno da 4,7% del 2017 per stabilizzarsi al 3,1% nel 2019.

La produzione industriale dopo la frenata di settembre (-1,6% m/m) è riuscita a ottobre a recuperare in buona misura (+1,2% m/m) grazie al contributo del manifatturiero. Ciononostante, il profilo per il 4° trimestre sarà meno positivo di quanto atteso, essendo in rotta ora per un rallentamento a 0,2% t/t da 0,7% t/t precedente. Le indagini di fiducia hanno registrato un rallentamento dell'indice PMI per il manifatturiero a 50,8 a novembre da 51,2 precedente e da 53,5 di fine estate, al limite quindi della stagnazione; le indagini nazionali INSEE sono leggermente più ottimiste rispetto agli indicatori PMI ma un calo dell'attività a cavallo d'anno è comunque nelle carte. Al più ci possiamo attendere che il rallentamento sia temporaneo e influenzato dal clima globale di incertezza. Per l'anno prossimo prevediamo una ri-accelerazione della produzione industriale attorno all'1,4% dall'1,0% di quest'anno. Anche nei servizi il morale è in calo, ma in termini più sfumati rispetto al comparto industriale: l'indice INSEE è in rotta per un calo a 103 nell'ultimo trimestre da 105, mentre il PMI servizi è circa stabile a 55,2 da 55,0 dell'estate. Infine, il settore edilizio si conferma in controtendenza, segnando un seppur minimo miglioramento degli indici di fiducia a 108,3 nel trimestre in corso da 108,2 del precedente.

Guido Valerio Ceoloni

PIL 2018-19 atteso stabile all'1,6%. L'arrivo dei "gilet gialli" sta creando qualche problema al Governo

I consumi cresceranno di più l'anno prossimo, quando cominceranno a sentirsi i tagli fiscali del Governo

Gli investimenti stanno rallentando. Dall'anno prossimo dovrebbero ripartire

Manifatturiero deludente in chiusura d'anno, i servizi in rallentamento, l'edilizia rimane però in espansione

Nel 3° trimestre il contributo del **canale estero** è stato pari a ben 0,6 per effetto della frenata dell'import, che è sceso dello 0,1% t/t da 2,1% t/t precedente a fronte di esportazioni solo relativamente più deboli. Il dato sulle **importazioni** è inatteso in quanto i consumi sono stati positivi nell'autunno e la frenata dell'import dovrebbe essere quindi solo temporanea. Nella parte finale dell'anno ci aspettiamo un rimbalzo adeguato delle importazioni, a fronte di **esportazioni** che potrebbero rallentare ulteriormente per effetto del prolungato clima di incertezza sulle sorti del commercio globale, che ha già sensibilmente rallentato la dinamica trimestrale dell'export francese. **Quest'anno il contributo del canale estero sarà comunque decisamente positivo e il migliore dal 2012** grazie ai primi due trimestri, **mentre per il prossimo ci aspettiamo un ritorno circa alla neutralità** per effetto della ripresa dei consumi.

Nel 2018 il contributo alla crescita del canale estero segna un massimo dal 2012

L'**inflazione**, come atteso, dopo aver raggiunto il picco in estate a 2,3% ha iniziato a rallentare di circa un decimo al mese per effetto principalmente del calo del prezzo dell'energia e dovrebbe attestarsi all'1,8% a fine anno. **In media annua l'accelerazione rispetto al 2017 è stata comunque cospicua**, passando all'1,9% da 1,0% anche per effetto dell'aumento delle accise sul tabacco (il cui contributo è stato di circa due decimi). **Per il 2019 prevediamo un rallentamento all'1,6%** per il calo della componente energetica. La **componente sottostante**, che quest'anno è in rotta per un'accelerazione a 0,7% da 0,4% del 2017, nel 2019 è attesa proseguire la risalita portandosi a all'1,2%.

L'inflazione accelera fino quasi al 2% quest'anno, rallenterà all'1,6% il prossimo

La **disoccupazione** ha interrotto la sua discesa nel 3° trimestre, fermandosi al 9,1% sul livello di giugno. Anche il dato per la sola Francia metropolitana è rimasto fermo all'8,8%. Prevediamo un calo di un altro paio di decimi entro fine anno all'8,9%, che confermerebbe la **disoccupazione in calo di tre decimi in media annua al 9,1% nel 2018** dal 9,4% del 2017. Per il 2019 il calo dovrebbe proseguire circa allo stesso ritmo, scendendo fino all'8,7%.

La disoccupazione scenderà attorno al 9% quest'anno, e fino all'8,7% nel 2019

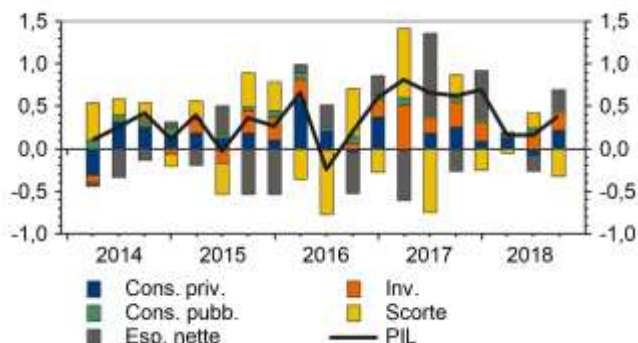
La protesta dei "gilet gialli" compromette la messa in sesto dei **conti pubblici**. Un presidente Macron sempre più in difficoltà si è visto costretto a fare delle concessioni che peseranno per circa 10-11 mld di euro sul bilancio e che con ogni probabilità riporteranno il **deficit nominale della Francia al di sopra del -3,0% (stimiamo al -3,4%) nel 2019**. Il Governo ha annunciato che parte delle uscite inattese verranno coperte con ulteriori tagli delle spese, riducendo quindi l'entità dello sfioramento, tuttavia una quota (per ora stimata attorno a 8-9 mld) andrà finanziata, portando il deficit quindi almeno al -3,2/3,4% (il calcolo già include lo scorporo come una tantum della trasformazione della CICE in sgravio contributivo permanente, pari allo 0,9% del PIL). Pertanto la correzione al -2,6% quest'anno sarà solo temporanea. Il **debito pubblico** è atteso quindi ritornare a salire l'anno prossimo verso 100% da 99,0% del 2018.

Parigi tornerà a sfiorare il 3% nel 2019 sul caso "gilet gialli"

Previsioni	2017	2018p	2019p	2017				2018				2019p				2020p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.3	1.6	1.6	2.8	2.2	1.6	1.4	1.0	1.3	1.6	1.6	1.7	1.7				
- t/t				0.7	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4				
Consumi privati	1.1	0.9	1.4	0.2	0.2	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3				
Investimenti fissi	4.7	3.0	3.1	1.0	0.1	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6				
Consumi pubblici	1.4	1.1	1.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3				
Esportazioni	4.7	2.6	2.6	2.2	-0.6	-0.1	0.4	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7				
Importazioni	4.1	0.8	2.4	0.4	-0.7	0.5	-0.3	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6				
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	0.2	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0				
Partite correnti (% PIL)	-0.6	-0.6	-0.6														
Deficit pubblico (% PIL)	-2.6	-2.6	-3.4														
Debito pubblico (% PIL)	98.5	99.0	99.4														
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.2	2.2	2.3	1.2	1.5	2.1	2.6	2.7	2.5	2.3	2.4	2.1	1.9				
Produzione industriale (a/a)	2.4	1.0	1.4	3.9	2.4	1.0	0.8	-0.3	1.1	1.7	1.3	1.6	1.4				
Disoccupazione (ILO, %)	9.4	9.1	8.7	8.9	9.2	9.1	9.1	8.9	8.8	8.7	8.6	8.5	8.3				

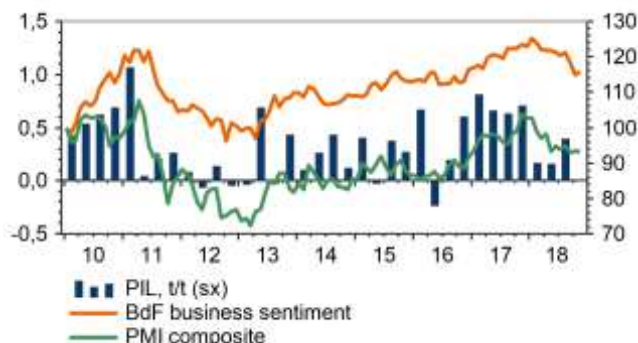
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



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

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



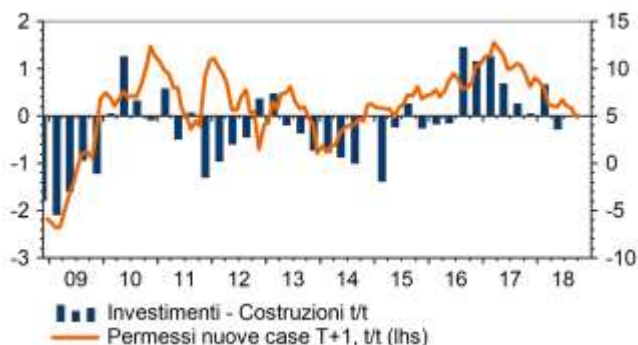
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



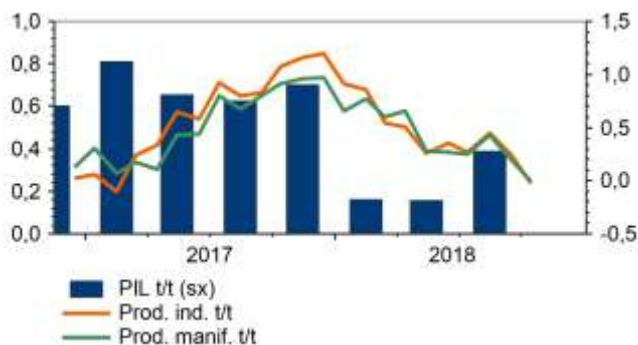
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edilizio



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



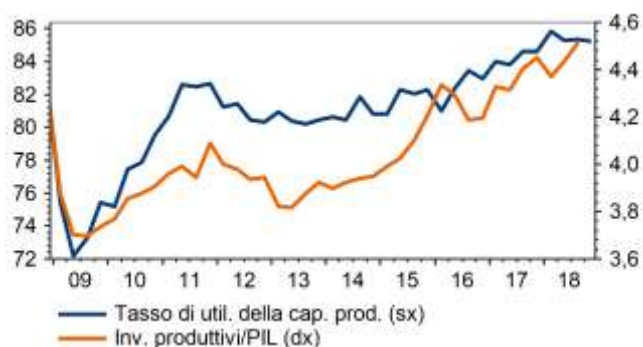
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



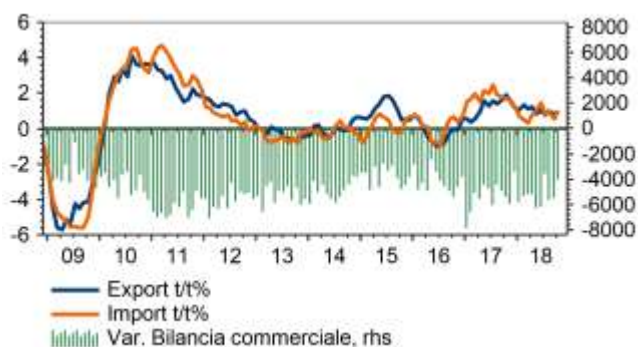
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



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

Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Italia: ciclo stagnante, incertezza ancora elevata

La fase di espansione dell'economia italiana sembra essersi interrotta, almeno temporaneamente. Negli ultimi mesi si sono avuti diversi segnali in tal senso:

- il PIL si è contratto su base congiunturale nel 3° trimestre 2018, come non accadeva dal 2014;
- la produzione industriale già a luglio aveva fatto segnare un'interruzione della tendenza espansiva (sulla base della variazione tendenziale corretta per gli effetti di calendario), dopo due anni di crescita ininterrotta;
- le indagini di fiducia delle imprese hanno registrato un deciso rallentamento nel corso dell'anno, in particolare l'indice PMI composito in ottobre-novembre è calato in territorio recessivo, ai minimi dal 2013.

Nel 2018, che chiuderà al di sotto delle attese (0,9% nelle nostre stime, sul dato corretto per i giorni lavorativi, dopo l'1,6% del 2017), hanno pesato a nostro avviso due fattori:

- nella prima metà dell'anno, la frenata del commercio estero, dovuta sia al cambio forte (poi rientrato successivamente), sia agli effetti sul commercio mondiale dell'incertezza legata alla "guerra tariffaria" innescata dall'amministrazione Trump;
- nella seconda parte dell'anno, maggiormente decisivo sembra essere stato il ruolo delle variabili domestiche: in particolare, l'incertezza sull'evoluzione del quadro fiscale e finanziario potrebbe aver indotto le famiglie e soprattutto le imprese a una maggiore cautela nelle decisioni di spesa, specie a lungo termine.

Nel 2019, ci aspettiamo che il primo fattore possa risultare meno decisivo. Il freno dal cambio è venuto meno, e l'incertezza sulle guerre tariffarie sembra aver influito sulle catene del valore a livello mondiale soprattutto nella prima fase, a meno di nuove evoluzioni in tal senso (che non si possono peraltro escludere). Ci aspettiamo che l'anno prossimo il contributo del commercio estero al PIL possa tornare lievemente positivo, a +0,1% dopo il -0,3% visto nel 2018, in un quadro di ripresa per entrambi i flussi commerciali.

Viceversa, il fattore di rischio domestico potrebbe continuare a pesare, e indurre un'ulteriore frenata della domanda interna, soprattutto per investimenti, sebbene di recente il Governo abbia mostrato un significativo cambio di rotta. L'esecutivo ha infatti rivisto *in extremis* la legge di bilancio, al fine di evitare una procedura europea di infrazione per deficit eccessivo e indurre un'evoluzione meno avversa delle variabili finanziarie. Rispetto alla prima versione della manovra, grazie a misure correttive aggiuntive per 10,2 miliardi nel 2019, che salgono a 12,2 miliardi nel 2020 e 16 nel 2021, l'esecutivo ha rivisto il deficit programmatico non solo per l'anno prossimo (a 2,04% dal 2,4% iniziale), ma anche per gli anni successivi (a 1,8% da 2,1% per il 2020 e a 1,5% da 1,8% per il 2021). Sono state anche liminate le stime sul PIL, visto ora crescere dell'1% l'anno prossimo (in linea col 2018), rispetto all'1,5% contenuto nel quadro programmatico originario (e dell'1% in media anche nel 2020-21). Proprio per via della minore crescita, il calo del debito sarà però meno accentuato che nella precedente versione della manovra: dopo il 131,7% di quest'anno, è visto calare di un punto l'anno prossimo e arrivare al 129,2% nel 2020 e al 128,2% nel 2021. Le principali misure aggiuntive implicano per il 2019 risparmi per 4,6 miliardi dalle due principali misure-simbolo (reddito di cittadinanza e quota 100), riduzioni delle dotazioni di alcuni fondi (compresi il fondo per la coesione territoriale, i trasferimenti a FS e la quota aumentale per il finanziamento delle politiche comunitarie) per 2,3 miliardi, aumenti di imposta derivanti da minori agevolazioni su IRAP e IRES, un aumento del prelievo sul gioco, l'introduzione della *web tax* e i tagli alle pensioni più elevate, oltre alle dismissioni immobiliari; per gli anni successivi, vi sarà un più ampio ricorso alle dette "clausole di salvaguardia" (dei 12,2 miliardi di misure aggiuntive per il 2020, ben 9,4 verrebbero da ulteriori clausole sulle imposte indirette).

Paolo Mameli

Il ciclo è in una fase di sostanziale stagnazione, dopo anni di crescita

A pesare sia fattori esogeni che domestici

Nel 2019, cruciale sarà l'evoluzione delle vicende relative alla politica fiscale

Di conseguenza, la Commissione europea ha deciso formalmente di non aprire una procedura di deficit eccessivo per l'Italia. **L'accordo aiuta a ridurre la tensione sui mercati, in vista del pesante calendario di emissioni 2019**, e ci riporta in teoria verso il migliore degli scenari ipotizzabili nel corso dell'estate scorsa – se non fosse che nel frattempo si sono inflitti danni alla fiducia delle imprese e si è pagato molto di più il rinnovo del debito. Inoltre, **l'Italia continuerà ad essere monitorata**: se il voto finale sulla manovra non dovrebbe presentare sorprese, saranno però sotto esame il disegno finale e l'implementazione delle principali misure, e l'andamento dei saldi nel corso dell'anno. A nostro avviso, la maggiore criticità risiede nel fatto che **il miglioramento di medio termine nel percorso programmatico di finanza pubblica poggia ancora una volta su clausole di salvaguardia**, la cui credibilità come presidio dei conti pubblici si è dimostrata nel recente passato molto bassa. In totale, gli aumenti IVA e accise da disinnescare sarebbero pari a 23,1 mld sul 2020 e 28,8 mld dal 2021. Quindi, la legge di bilancio 2020 partirà con una zavorra addirittura doppia rispetto a quella 2019, con un 'vero' deficit tendenziale pari al 3,1% del PIL.

In ogni caso, **il persistere, verosimilmente almeno nella prima parte del 2019, dell'incertezza** (nonché di livelli elevati degli indici di rischio-Paese sui mercati finanziari) **potrebbe avere un costo in termini di crescita**. Stimiamo che un aumento di 100 punti-base dello spread BTP-Bund, quale quello già verificatosi negli ultimi mesi (e solo in parte rientrato nelle ultime settimane), abbia un impatto negativo sul PIL di circa -0,3/-0,4% (a nostro avviso superiore agli effetti espansivi delle misure contenute nel *budget*), principalmente attraverso il canale del credito (ovvero un aumento di circa 60pb a regime nel tasso medio sullo stock di prestiti a famiglie e imprese).

Naturalmente, se il Governo confermasse e anzi accentuasse l'atteggiamento recente di maggiore attenzione verso i conti pubblici, un importante elemento di incertezza/freno al ciclo verrebbe meno, e, stante il persistere di un ciclo mondiale espansivo, l'economia potrebbe gradualmente tornare a crescere nel corso del 2019. **Il nostro scenario di base, di crescita allo 0,9%** (peraltro, significativamente più cauta rispetto a quella dei principali previsori ufficiali), **sconta questa evoluzione positiva. Ma i rischi appaiono verso il basso.**

Nel 2019 ci aspettiamo in ogni caso un rallentamento della domanda interna, a 0,7% (al netto delle scorte) dall'1,1% del 2018. In dettaglio:

- **la frenata arriva soprattutto dagli investimenti**, attesi crescere a un ritmo di appena l'1,5% dopo il 4% di quest'anno (sarebbe un minimo dal 2014). Non potrà non pesare l'incertezza, in particolare sull'evoluzione delle condizioni finanziarie (che peraltro per il momento non appaiono ancora restrittive, almeno in base ai risultati per l'Italia della BLS BCE), nonché il minor ottimismo delle imprese sulla domanda finale; inoltre anche i margini di profitto hanno fatto segnare di recente un rallentamento;
- **relativamente più contenuti i rischi sui consumi**, visto che la fiducia delle famiglie è risultata meno intaccata rispetto a quella delle imprese dal rischio politico-finanziario. Inoltre, **continua il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, che pure a nostro avviso procederà a un ritmo più lento nel 2019** (vediamo una crescita degli occupati di 0,5% ovvero pari alla metà di quella vista nel biennio precedente, che potrebbe lasciare sopra il 10% la media del tasso dei senza-lavoro nell'anno), e la risalita delle retribuzioni contrattuali (all'1,9% dopo l'1,4% del 2018 e lo 0,5% del 2017). Tuttavia, **le stesse famiglie, che restano piuttosto fiduciose in prospettiva storica, si sono fatte più caute** nelle decisioni di spesa, specie relativamente ai beni durevoli (che vediamo in ulteriore rallentamento nel 2019, a 0,7% dopo il 2,2% del 2018 e dai ritmi superiori al 5% visti nel triennio precedente). In particolare, sembra essersi esaurita la spinta dal ciclo dell'auto: sebbene l'obsolescenza del parco veicoli resti relativamente elevata (quasi 11 anni a fine 2017 secondo l'ACI), potrebbe aver pesato l'aumento dell'incertezza normativa nel settore. In sintesi, **i consumi potrebbero crescere di 0,5% in termini reali nel 2019** dopo lo 0,6% del 2018, in netto rallentamento dal ritmo medio di 1,6% visto nel triennio precedente.

Il persistere dell'incertezza avrebbe un prezzo elevato in termini di crescita, una schiarita consentirebbe all'economia di tornare a crescere

Ci aspettiamo una frenata della domanda interna, in particolare per investimenti

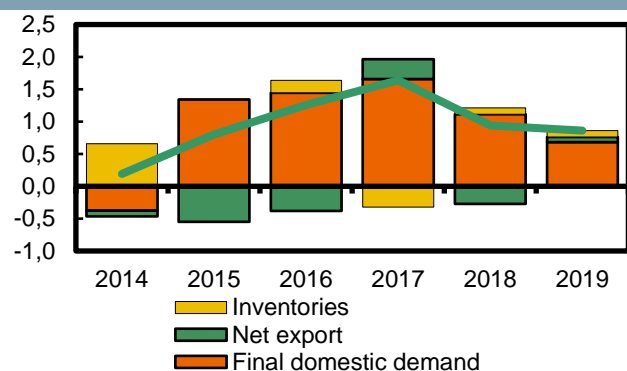
Scenario Macroeconomico

Dicembre 2018

Previsioni	2017	2018p	2019p	2019p										2020p
	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.6	0.9	0.9	1.6	1.4	1.2	0.7	0.5	0.5	0.7	1.1	1.2	1.2	1.0
- t/t				0.3	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi privati	1.5	0.6	0.5	0.0	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
Investimenti fissi	4.4	4.0	1.5	1.5	-0.8	2.8	-1.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	-0.1	0.1	0.4	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	6.3	0.9	3.0	1.9	-2.3	0.6	1.1	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4
Importazioni	5.6	1.9	2.9	1.9	-2.6	2.4	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.8	2.6	2.8											
Deficit pubblico (% PIL)	-2.4	-2.0	-2.3											
Debito pubblico (% PIL)	131.2	131.7	131.5											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.3	1.3	1.1	1.1	0.9	1.0	1.7	1.5	1.3	1.2	0.9	1.1	1.1	1.3
Produzione industriale (a/a)	3.7	1.2	1.0	3.8	3.4	1.9	-0.1	-0.3	-0.1	0.7	1.5	1.9	2.3	2.3
Disoccupazione (ILO, %)	11.3	10.6	10.2	11.0	11.0	10.7	10.3	10.5	10.3	10.2	10.1	10.0	10.0	10.0
Tasso a 10 anni (%)	2.07	2.62	3.80	1.84	2.01	2.24	2.83	3.40	3.40	3.77	3.96	4.06	4.20	4.20

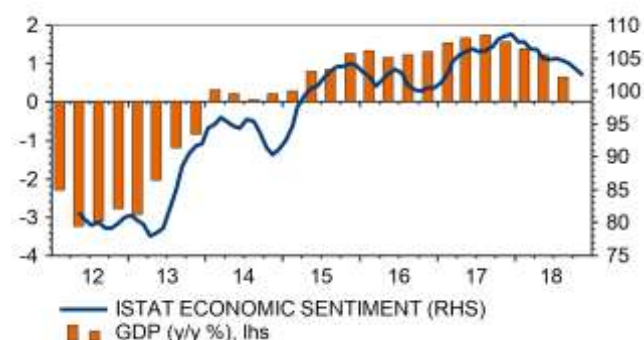
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Nel 2019 ci aspettiamo una ulteriore frenata della domanda interna



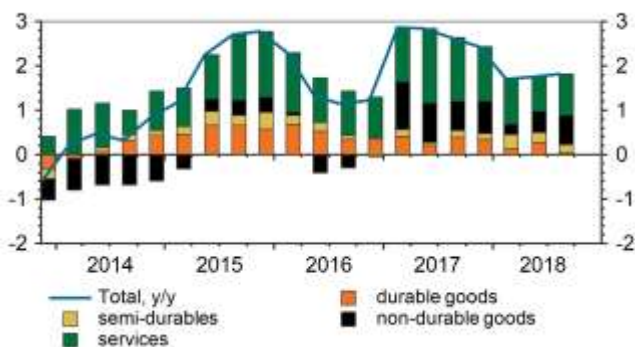
Nota: tasso % di crescita annua del PIL e contributo delle principali componenti. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli indici anticipatori segnalano che la fase di rallentamento potrebbe estendersi almeno alla prima parte del 2019



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 3 – Negli ultimi trimestri sembra venuta meno la spinta ai consumi dai beni durevoli



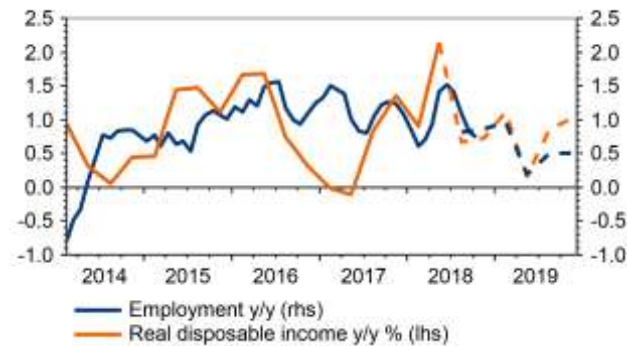
Nota: var. % a/a spesa nominale per consumi di contabilità nazionale. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 4 – In particolare, si fa tangibile la frenata dell'auto



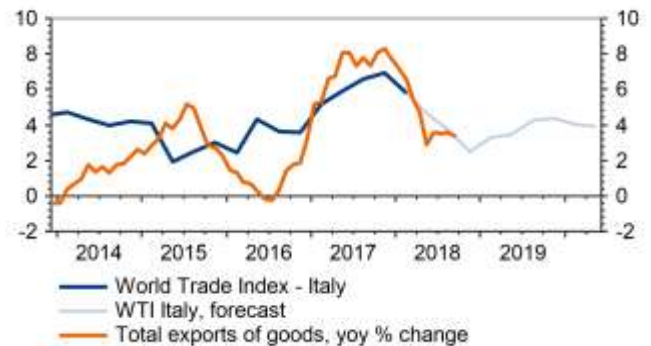
Nota: var. % a/a, medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 5 – Nel 2019, dovrebbe continuare la crescita di occupazione e reddito disponibile delle famiglie, ma su ritmi meno vivaci



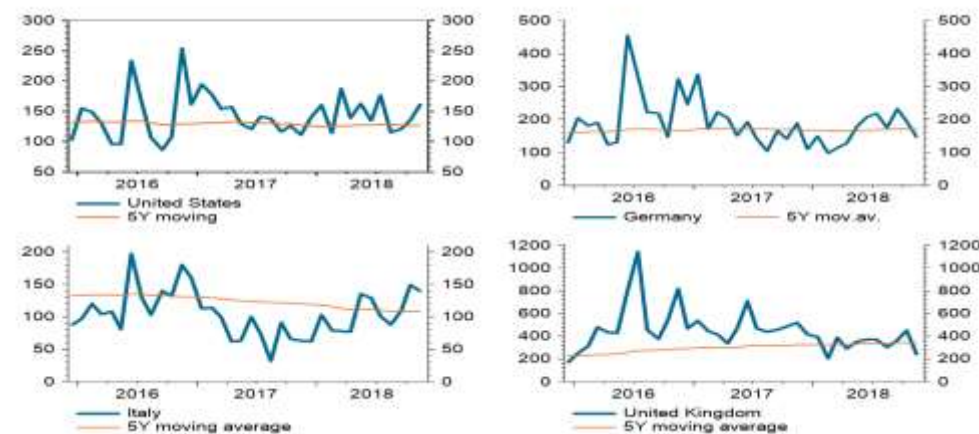
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il commercio estero potrebbe tornare a contribuire alla crescita in forza di una ripresa dell'export sulla scia della domanda mondiale



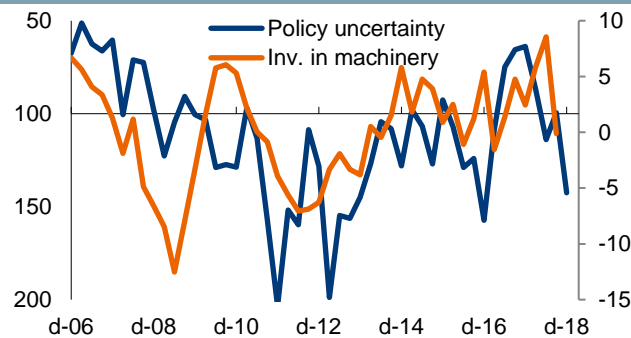
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – L'incertezza di policy appare oggi particolarmente elevata (e su un trend crescente) in Italia a confronto con gli altri Paesi



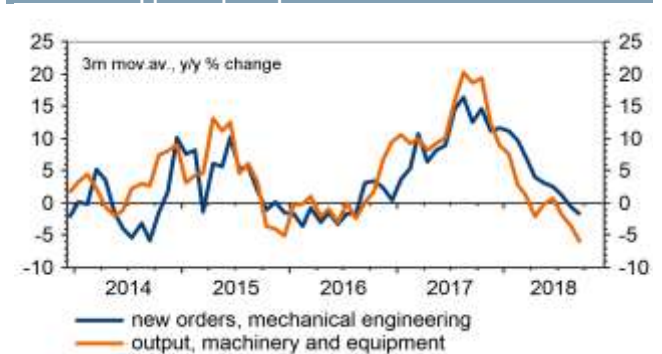
Fonte: www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 8 – L'incertezza di policy potrebbe pesare soprattutto sugli investimenti



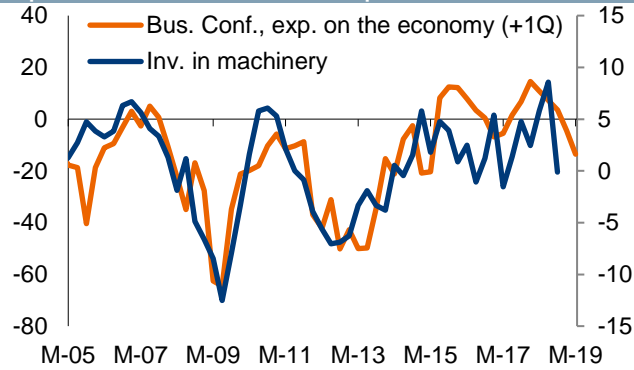
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: Istat, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 9 – Proprio la tenuta del ciclo degli investimenti in macchinari appare il principale rischio sul ciclo



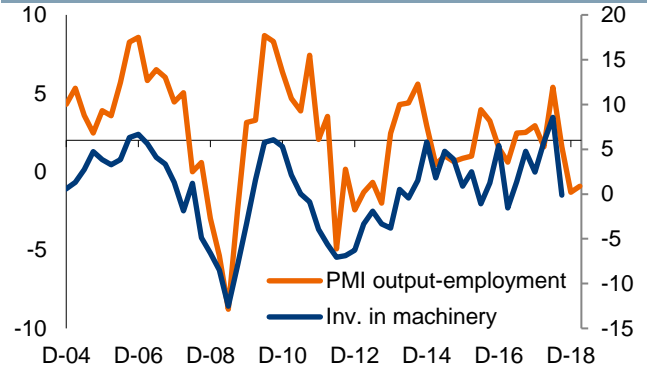
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 10 – Sulla spesa in macchinari potrebbero pesare le aspettative meno ottimiste delle imprese sull'economia...



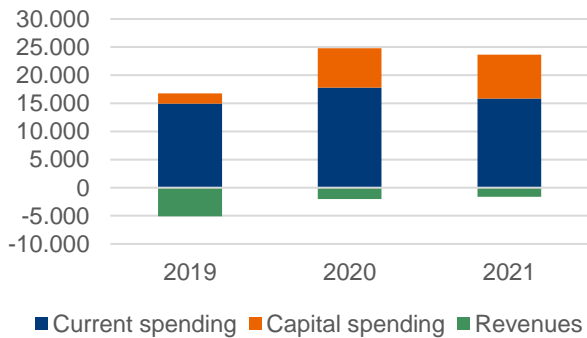
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – ...nonché i segnali di rallentamento dei margini



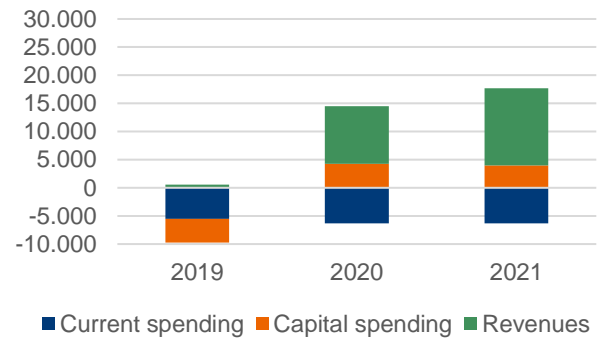
Nota: il differenziale tra le componenti produzione e occupazione dell'indagine PMI manifatturiero può essere considerato come una proxy dei margini di profitto delle aziende. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Markit

Fig. 12 – La manovra fiscale 2019 nella sua versione iniziale era basata principalmente sull'incremento delle spese correnti



Nota: in milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

Fig. 13 – Le modifiche intervenute successivamente configurano un minor incremento delle spese nel 2019 e un aumento delle entrate (principalmente derivante dalle clausole di salvaguardia) negli anni successivi



Nota: in milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano, Commissione UE

Spagna: crescita solida, ma sale il rischio politico

L'economia spagnola continua a godere di una fase di crescita assai solida. Nel 3° trimestre, quando il resto della zona euro è rallentata, il PIL spagnolo è cresciuto di 0,6% t/t come nei mesi primaverili. Sebbene il paese abbia risentito come il resto della zona euro del rallentamento del commercio mondiale, l'attività manifatturiera ha tenuto meglio, sostenuta in parte dalla domanda interna. La politica fiscale ha contribuito a spingere la crescita nel 2018 (per circa lo 0,4%) grazie a un mix di tagli alle aliquote medio basse e aumenti di spesa. Confermiamo le attese di ulteriore rallentamento della crescita al 2,2% nel 2019, invariate rispetto a tre mesi fa, si tratterebbe comunque del quinto anno di crescita al di sopra del potenziale. Pensiamo che la fase di espansione possa proseguire anche nel 2020-21; sebbene l'*output gap* sia tornato in territorio positivo, il mercato del lavoro rimane lontano dal pieno impiego. Inoltre, la domanda interna continuerà ad essere sostenuta da politiche fiscali espansive. Il Governo di minoranza socialista guidato da Sanchez ha stretto a ottobre scorso un'alleanza con Podemos, movimento populista, per definire un budget 2019 che introduce ancora misure espansive per circa 0,6% di PIL (v. sotto) rispetto agli impegni presi con l'aggiornamento del programma di stabilità. L'approvazione del budget 2018 è stata assai controversa per il governo Sanchez. Il budget 2019 è ancora al vaglio del Parlamento e il Premier ha indicato che si potrebbe tornare alle urne in caso di mancata approvazione ai primi di gennaio. Il rischio politico rimane dunque in sottofondo, il malcontento è stato solo sopito in questi anni di forte crescita economica.

Le indicazioni recenti dal PMI composito ed ESI della Commissione UE sono di stabilizzazione della crescita nei mesi finali dell'anno a 0,6% t/t come in estate (v. fig.1). La produzione industriale è rallentata meno rispetto a Germania e Italia nei mesi estivi e i dati per ottobre suggeriscono un recupero a fine anno (v. fig. 2). Le prospettive per l'export non sono particolarmente promettenti a fine 2018 (v. fig. 3), anche se è ragionevole attendersi un rimbalzo tecnico dopo la severa contrazione del 3° trimestre (-1,8% t/t). In media 2019, ci aspettiamo una crescita dell'export di 0,8% a trimestre e del 2,6% in media annua, in recupero dall'1,7% di quest'anno. Le importazioni continueranno a crescere a ritmi sostenuti 3,6%. Il contributo del commercio estero sull'orizzonte di previsione resterà, quindi, negativo (-0,3%) anche se meno rispetto al 2018 (-0,6%). L'elevata posizione debitoria sull'estero richiede il mantenimento di un surplus di parte corrente. L'erosione del saldo merci al netto dell'energia segnala il rischio di una maggiore dipendenza dall'import di beni intermedi e capitali (v. fig. 4).

La crescita come nel resto della zona sarà ancora sostenuta dalla dinamica ed in particolare dai consumi privati che ci aspettiamo in aumento del 2,0% nel 2019 dal 2,4% del 2014. La fiducia presso le famiglie suggerisce un rallentamento delle vendite al dettaglio a fine anno. Ma la dinamica del reddito disponibile da lavoro beneficerà di una creazione ancora solida di occupati (+2,0% dopo 2,4%, v. figg. 7 & 8), dall'accelerazione dei salari (all'1,7% da 0,9% del 2018), favorita dal previsto aumento del salario minimo del 15%. L'inflazione è attesa stabile all'1,8% il prossimo anno, di riflesso il reddito disponibile reale è atteso accelerare verso il 2%. La tendenza all'erosione di risparmio potrebbe, quindi, finalmente arrestarsi dopo essere calato al di sotto dei minimi dal 2007 (v. fig. 9). Il tasso di disoccupazione è calato ancora nel corso del 2018 fino al 14,8% a ottobre e ci aspettiamo che possa scendere ancora fino al 13,9% a fine 2019, se si dovesse vedere un aumento della partecipazione, che è tornata a calare nel trimestre estivo e rimane inferiore al periodo pre-crisi (v. fig.10) il che indica che le condizioni del mercato del lavoro sono ancora fragili e richiedono interventi strutturali. I salari negoziali hanno svoltato da fine 2017 (v. fig. 9) ma il rischio di surriscaldamento è limitato, lo *slack* nel mercato del lavoro resta ampio: il tasso di disoccupazione allargato rimane al 24%.

Gli investimenti aziendali sono attesi ancora in crescita sostenuti da condizioni finanziarie accomodanti. Tuttavia, ci aspettiamo una moderazione al 4,7% dopo che la spesa aziendale è cresciuta (8,0%) in eccesso dei vincoli di capacità (v. fig. 5), dinamica dei profitti e indicazioni dalle

Anna Maria Grimaldi

La Spagna continuerà a fare meglio della media area euro, in parte grazie alla spinta dalla politica fiscale

Una crisi politica è di nuovo alle porte

I consumi privati restano alla guida

Investimenti in macchinari e costruzioni in rallentamento rispetto al 2018

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2018

indagini di fiducia. **L'espansione nelle costruzioni si conferma più forte del previsto.** Nel trimestre estivo si è registrata una crescita delle costruzioni residenziali dell'1,5% t/t dopo il +1,6% t/t medio dei primi sei mesi dell'anno. Una moderazione verso tassi di crescita al di sotto dell'1,0% t/t a trimestre sarebbe auspicabile per evitare l'accumulo di nuovi eccessi. Nel 2019, prevediamo una crescita del 3,2% dal 6,0% atteso per quest'anno. Il forte aumento degli investimenti aziendali dal 2014 ad oggi (in media del 7% all'anno) fa sperare in un maggior contributo alla crescita potenziale nel medio periodo.

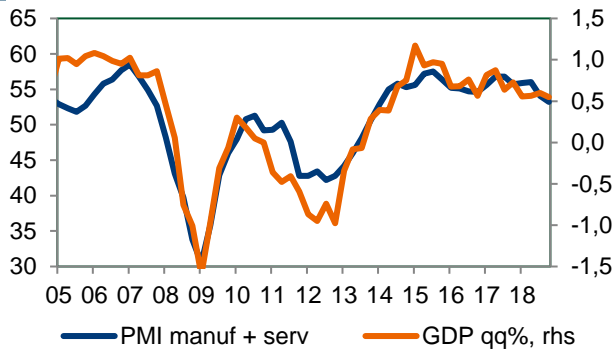
Il quadro di finanza pubblica è in miglioramento grazie alle condizioni cicliche ampiamente favorevoli. Tuttavia, il budget 2019 è in violazione degli obiettivi di medio termine. Il processo di riduzione del deficit nominale dal 4,5% del 2016 al 2,9% quest'anno, nelle nostre stime più recenti, è rallentato per effetto delle misure approvate con il budget 2018. Il saldo strutturale è atteso peggiorare di 0,3% a -3,3% del PIL. Il budget 2019 dovrebbe, secondo le stime della Commissione UE, garantire un calo del deficit nominale verso il 2,1% dal 2,7% atteso per quest'anno, grazie ad un potenziamento delle tasse per la tutela ambientale, a nuove imposte sui servizi digitali e transazioni finanziarie. Nel contempo, il budget prevede un aumento del salario minimo che dovrebbe generare maggior gettito, una rivalutazione dei contributi pensionistici. Si prevedono maggiori spese per lungo-degenti e congedi parentali per i padri. Vi è incertezza sul gettito aggiuntivo associato all'aumento di salario minimo nonché su alcune misure di contenimento di spesa. Il saldo strutturale è atteso invariato al 3,2%, ma rispetto agli obiettivi di medio termine il saldo strutturale peggiora di circa 0,7%. Il debito è ancora visto in calo al 96,2% nel 2019 e a al 95,8% nel 2020 dal 9,9% atteso per quest'anno.

Come per il resto dell'Eurozona, stanno aumentando i rischi verso il basso e vengono per lo più dal quadro internazionale. Inoltre il rischio politico interno non è trascurabile, dato il limitato supporto parlamentare di cui gode il Premier in carica, poco più di un quarto dei seggi (84 su 350). L'approvazione del Budget 2019 a gennaio sarà un importante banco di prova.

Previsioni	2017			2018			2019p				2020p		
	2017	2018p	2019p	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.0	2.5	2.2	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0
- t/t				0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi privati	2.5	2.4	2.0	0.4	0.9	0.1	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.8	6.1	4.0	0.6	1.1	3.5	1.0	0.7	1.0	0.9	0.7	0.4	0.5
Consumi pubblici	1.9	2.1	1.5	0.3	0.8	0.1	0.8	0.4	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1
Esportazioni	5.2	1.6	1.9	1.4	0.6	0.2	-1.8	1.2	0.7	0.6	0.8	1.0	0.5
Importazioni	5.6	3.8	3.6	0.6	1.7	1.0	-1.2	1.8	1.4	0.7	0.8	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3
Partite correnti (% PIL)	1.7	1.2	1.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.7	-2.9	-2.9										
Debito pubblico (% PIL)	98.1	97.3	97.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.1	1.8	2.3	1.9	1.6	1.9	1.4	1.9	1.9
Disoccupazione (ILO, %)	17.2	15.3	14.2	16.5	16.2	15.4	14.9	14.6	14.4	14.3	14.1	13.9	13.7

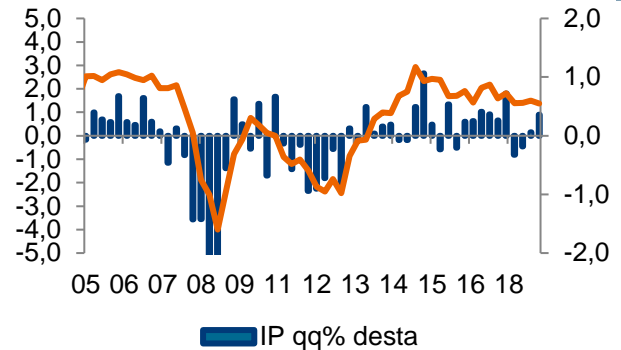
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PMI composto e...



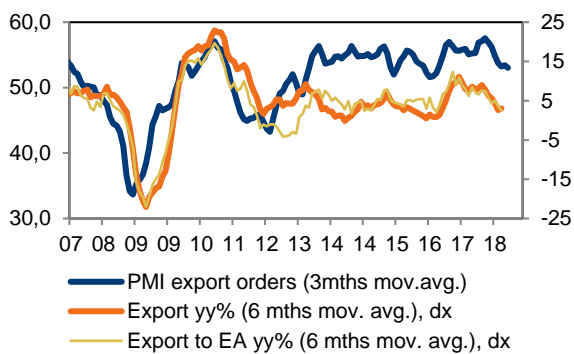
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – ...i dati di produzione industriale coerenti con una crescita del PIL tra 0,5% e 0,6% t/t a fine 2018



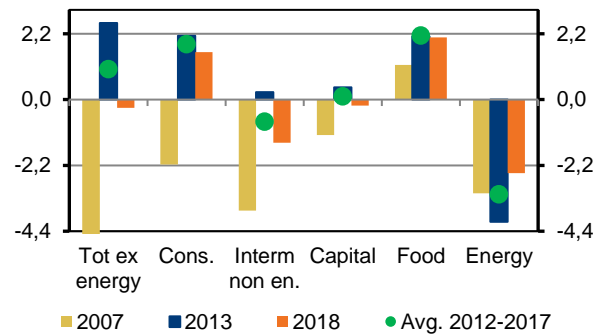
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Prospettive per l'export poco brillanti



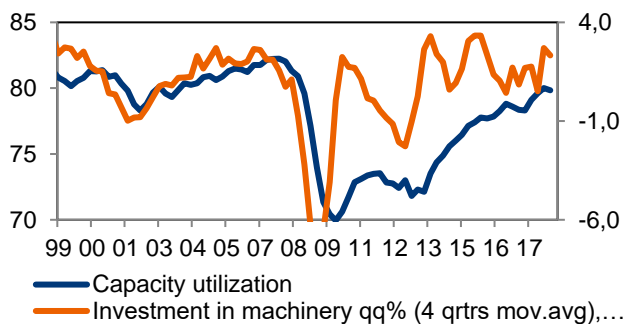
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Si è azzerato il surplus di bilancia commerciale al netto dell'energia



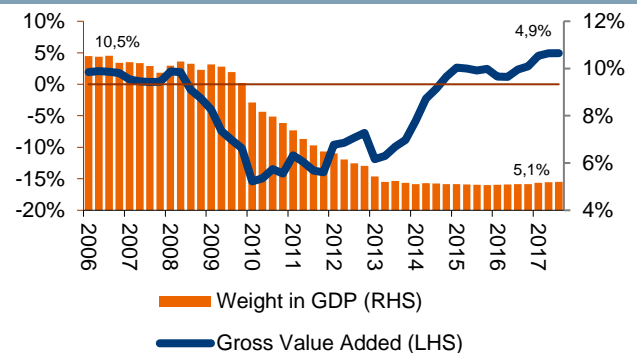
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Investimenti: il picco è alle spalle ma la fase di crescita sostenuta può proseguire



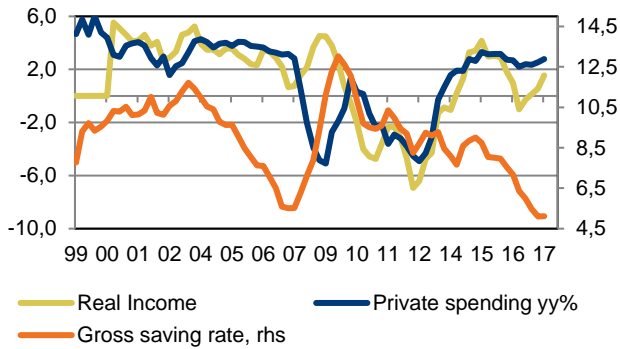
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Costruzioni: il comparto ha recuperato ma per ora non vi sono eccessi



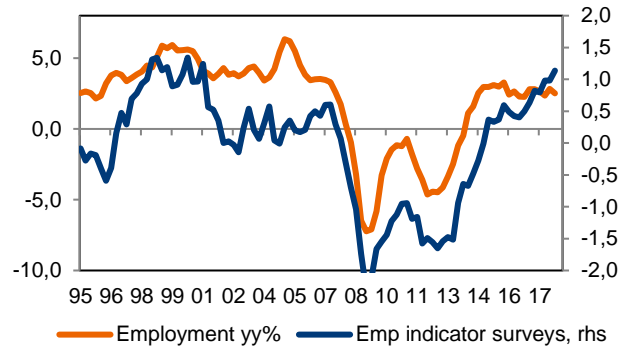
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Consumi: il picco è alle spalle. Le famiglie spendono più del reddito. Il tasso di risparmio continua a calare e non è lontano dai minimi del 2007



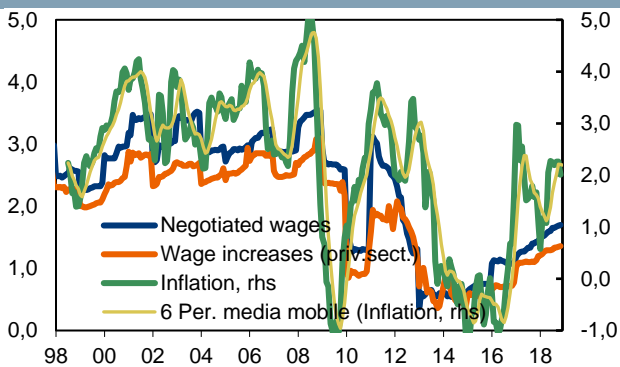
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Le indagini presso le imprese continuano a segnalare una crescita degli occupati in linea con il PIL



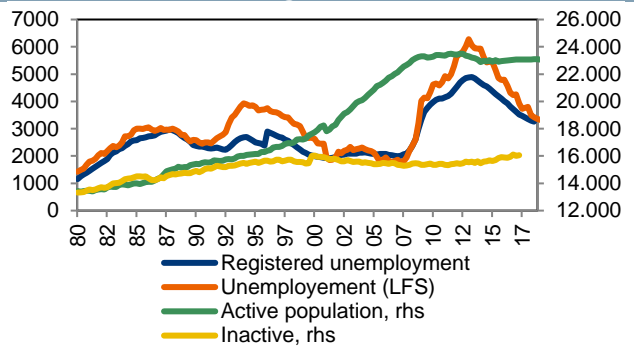
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – I salari nominali hanno svoltato



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Il tasso di disoccupazione rimane elevato rispetto ai livelli pre-crisi. I cali recenti del tasso di disoccupazione si sono avuti a fronte di aumenti degli inattivi



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: la normalizzazione è arrivata

Nel 3° trimestre il rallentamento del ciclo Eurozona si è infine fatto sentire anche in Olanda, dove il PIL ha visto una frenata a 0,2% t/t da 0,7% t/t della primavera. Il dato però non è imputabile ai consumi, che sono rimasti tonici, quanto piuttosto alla componente investimenti della domanda interna e, soprattutto, al commercio estero, che ha dato un contributo nullo dopo lo 0,8pp del 2° trimestre anche per effetto del crollo (transitorio) dell'export rivolto alla Germania sul settore automobilistico (che ha specularmente fatto salire il contributo delle scorte nel 3° trimestre a 0,1pp da -0,4pp). La crescita acquisita si porta quindi al 2,4%. Per il trimestre di fine anno prevediamo una marginale ri-accelerazione a 0,3% t/t su spinta ancora una volta dei consumi delle famiglie e un marginale recupero delle esportazioni nette che dovrebbe aggiungere un decimo al risultato annuo al 2,5% dal 3,0% del 2017. Per il 2019 prevediamo che il ritmo si assesti in linea con il potenziale a 1,4%.

I consumi continuano a mostrarsi incredibilmente robusti, con una ri-accelerazione nel 3° trimestre a 0,4% t/t dopo il rallentamento di 0,2% t/t del 2° trimestre. Nella parte finale dell'anno prevediamo una stabilizzazione circa attorno al ritmo del 3° trimestre, come indicato dalle indagini di fiducia presso le famiglie che, secondo i dati della Commissione Europea, hanno visto il morale risalire leggermente a novembre dopo la flessione di settembre/ottobre, in controtendenza rispetto all'Eurozona. Tutto ciò conferma che i consumi in Olanda sono ancora solidi e cresceranno quest'anno del 2,7% a/a dall'1,9% a/a del 2017, supportati da un costante incremento dei salari, in rialzo del 2,3% in ottobre, un massimo dal 2009. Per il 2019 prevediamo un rallentamento al 2,0% a/a; anche l'anno prossimo il mercato del lavoro continuerà a migliorare, supportando il potere d'acquisto delle famiglie: la disoccupazione è ora al 3,8%, ai minimi del 2008 e l'anno prossimo è attesa ancora in riduzione, seppur marginale (3,7%) dato che ormai si è raggiunto il pieno impiego.

Gli investimenti produttivi hanno registrato un brusco calo a settembre di -0,5% t/t da +0,7% t/t per effetto della frenata dell'export. In base alle indagini che arrivano dal comparto manifatturiero, si evidenzerebbe già una ripresa a novembre dopo i mesi negativi di settembre e ottobre, a cavallo d'anno prevediamo quindi un aumento degli investimenti attorno allo 0,7% t/t, per una media annua di 4,4% a/a da 6,2% a/a del 2017. Per il 2019 prevediamo un ulteriore rallentamento al 2,1% in linea con la moderazione della crescita verso il livello potenziale dopo quattro anni al di sopra; le condizioni finanziarie rimarranno assai favorevoli e l'utilizzazione della capacità produttiva è sempre su livelli alti (superiori all'84%) e ai massimi da 17 anni: pertanto, il contesto rimane favorevole per gli investimenti.

Gli investimenti residenziali hanno registrato invece la prima battuta d'arresto nel 3° trimestre (-1,1% t/t) dopo sei trimestri di crescita ininterrotta. I prezzi delle case non smettono tuttavia di salire⁶. I dati dell'ultimo trimestre aiuteranno meglio a capire se si tratta di un'inversione del trend una volta raggiunto il picco oppure se è stata soltanto una pausa. In ogni caso il ritmo espansivo degli investimenti residenziali già nel 2018 è la metà di quanto registrato nel 2017: a 6,0% da 12,1% (ed era stato 21% in media nel 2015-16).

Guido Valerio Ceoloni

Anche in Olanda è arrivato un rallentamento economico in linea con il resto dell'Eurozona: PIL 2018 a 2,5%, 2019 a 1,4%

La resilienza dei consumi mantiene in espansione la domanda interna. Mercato del lavoro al pieno impiego

Anche la componente investimenti sta rallentando, con quelli residenziali in calo nel 3° trimestre per la prima volta da marzo 2017

⁶ Stando agli ultimi dati aggiornati a fine agosto, per un livello medio dei prezzi del 32% superiore al minimo registrato a giugno 2013.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2018

Il rallentamento del canale estero nel 3° trimestre (+0,5% t/t da +1,2% t/t) è probabilmente in buona parte **effetto di fattori temporanei legati agli scambi con la Germania**, prima piazza dell'export olandese. Nella parte finale dell'anno, le **esportazioni** dovrebbero ritornare ad accelerare in linea con il recupero della produzione industriale tedesca. In media annua, l'export tuttavia segnerà un deciso rallentamento rispetto al picco del 2017, stimiamo al 2,6% a/a dal 5,6% a/a. **Le importazioni invece continuano a rimanere solide grazie a una robusta domanda interna** e sono attese mantenersi in chiusura d'anno stabili sui livelli del 3° trimestre, attorno quindi a 0,7% t/t; in media annua passerebbero quindi a 2,8% a/a da 5,1% a/a del 2017. Di conseguenza **il canale estero è atteso dare un contributo nullo alla crescita quest'anno**. Per il 2019 prevediamo un ulteriore rallentamento dell'import in proporzione alla normalizzazione della crescita, così come le esportazioni potrebbero mostrarsi più deboli, specialmente nella prima parte dell'anno, per effetto dello scenario incerto del commercio globale e per una risalita dei prezzi energetici. Il contributo dell'export netto nel 2019 potrebbe diventare marginalmente negativo.

Importazioni sempre forti grazie alla domanda interna, l'export patisce la battuta d'arresto della produzione in Germania

I prezzi al consumo sono calati di due decimi a novembre, ciononostante **l'inflazione è stabilmente attorno al 2%** tra ottobre e novembre e oscilla su questo livello ormai già da luglio. L'indicatore *core* si sta stabilizzando attorno all'1,0% dall'estate. Per l'anno in corso, quindi, prevediamo **l'inflazione in media annua all'1,7%** dall'1,4%⁷. **Per il 2019 ci aspettiamo un'ulteriore risalita** dell'inflazione, non da ultimo per l'aumento dell'aliquota minima dell'IVA dal 6% al 9%: prevediamo inoltre un'accelerazione in media annua dell'inflazione a 1,9% con **l'indicatore core** a 1,3% da 1,0%.

Inflazione attorno all'1,7% nel 2018, all'1,9% nel 2019

I conti pubblici miglioreranno ancora tra il 2018 e il 2019, con l'avanzo nominale stabilmente oltre l'1% nel biennio e il debito pubblico in discesa sotto il 50% l'anno prossimo dal 53,2% di quest'anno anche grazie a un'ulteriore privatizzazione di alcuni Istituti finanziari ancora parzialmente partecipati dallo Stato. La pressione fiscale andrà rimodulandosi tra il 2019 e il 2020⁸ grazie alle maggiori entrate garantite dall'espansione dell'economia, portando l'orizzonte di previsione di surplus strutturale in atto dal 2016 a un deficit strutturale nel 2019-20.

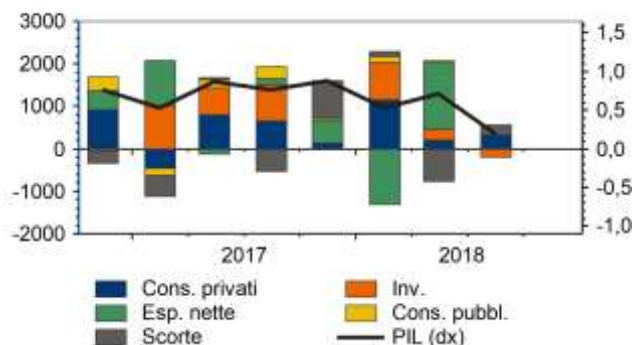
Previsioni	2017	2018p	2019p	2017				2018				2019p				2020p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.0	2.5	1.4	3.1	3.1	2.9	2.3	1.7	1.5	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
- t/t				0.9	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Consumi privati	1.9	2.7	2.0	0.1	1.4	0.2	0.4	0.3	0.8	0.4	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5	0.3
Investimenti fissi	6.2	4.4	2.1	0.0	2.3	0.7	-0.5	0.7	0.7	0.6	0.8	0.5	0.5	0.6	0.8	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.1	1.0	1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	5.6	2.6	1.9	1.1	-0.6	1.2	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6
Importazioni	5.2	2.8	2.1	0.8	0.3	0.2	0.6	0.7	0.9	-0.1	0.5	0.6	0.6	0.9	-0.1	0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.0	-0.2	0.4	0.1	-0.4	0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	10.4	9.9	9.4														
Deficit pubblico (% PIL)	1.1	1.1	1.0														
Debito pubblico (% PIL)	57.0	53.2	49.6														
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.3	1.6	1.9	1.4	1.3	1.5	1.8	1.8	1.6	1.9	1.9	2.1	2.3	1.6	1.9	1.9	2.1

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

⁷ Indice nazionale.

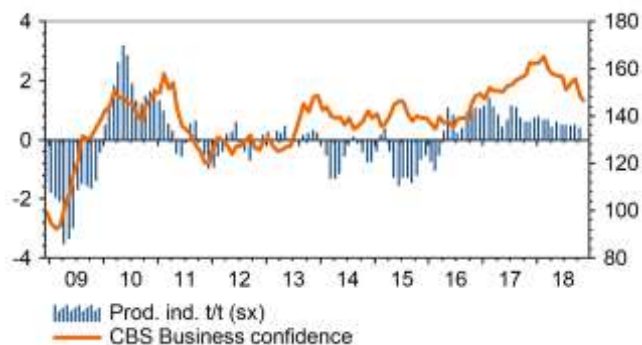
⁸ Le aliquote dell'imposta sulle persone fisiche andranno a ridursi a due soltanto, 37% fino a 68.600 euro e 49,5% per i redditi superiori. Parte del minor gettito verrà recuperato dall'aumento dell'aliquota IVA minima da 6% a 9%.

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



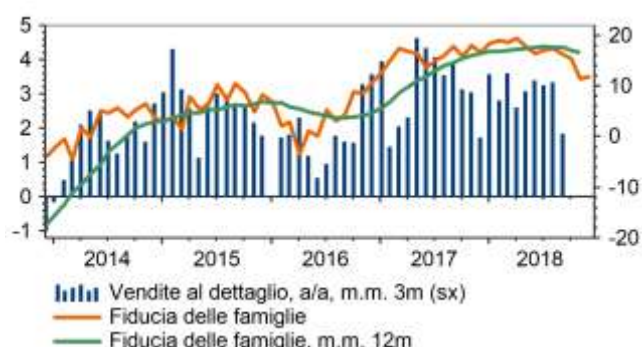
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

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



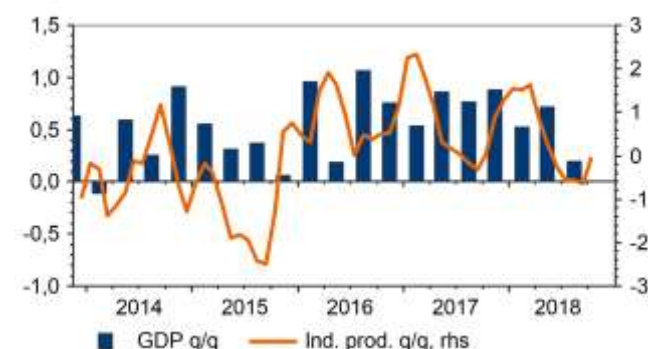
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



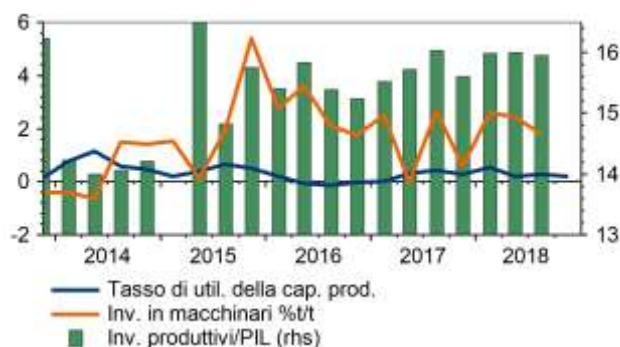
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



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

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



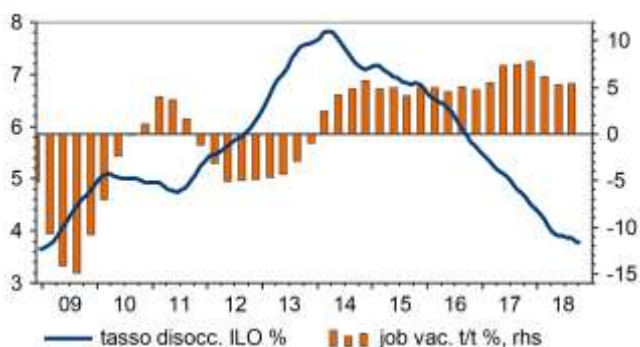
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 10 – Andamento della disoccupazione e job vacancies



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

Portogallo: la crescita è solida, i conti pubblici migliorano

Nel 3° trimestre l'economia portoghese ha rallentato, con il PIL che è passato da 0,6% t/t a 0,3% t/t. Lo spaccato evidenzia tuttavia che il contributo negativo è venuto interamente dal canale estero (-0,8), mentre la domanda interna ha continuato ad avanzare, addirittura accelerando a 0,6% t/t da 0,4% t/t. La crescita acquisita arriva quindi al 2,0%, in linea con le nostre stime. Per il trimestre in corso prevediamo un'espansione attorno allo 0,3/0,4% t/t, per un PIL che in media annua è atteso al 2,1% nel 2018 dal 2,8% del 2017, confermando le nostre stime precedenti. Nel 2019 l'economia è vista rallentare ancora di alcuni decimi per assestarsi attorno all'1,7%. L'andamento solido dei consumi interno è chiaramente una nota positiva, che si pone in controtendenza rispetto all'eurozona, registrando dopo l'estate una crescita di 0,7% t/t da 0,1% t/t e conferma che l'economia portoghese sta tornando a crescere per impulso interno. Le indagini di fiducia dei consumatori hanno indicato una correzione del morale tra ottobre e novembre: pensiamo pertanto che nella parte finale dell'anno la spesa delle famiglie rallenterà a 0,4% t/t portando la dinamica annua al 2,3% a/a in linea al dato 2017. Per il 2019 prevediamo un'ulteriore moderazione. Il mercato del lavoro si trova comunque in piena ripresa, con la disoccupazione in deciso calo (al 6,7% nel 3° trimestre, ai minimi da 15 anni e inferiore al livello medio dell'eurozona). L'inflazione rimane inferiore alla media eurozona quest'anno mentre per il prossimo ci aspettiamo una convergenza sulla media eurozona (1,6-1,7%). L'altra componente della domanda interna, gli investimenti, hanno rallentato nel 3° trimestre a 0,9% t/t da 1,7% t/t pensiamo come contraccolpo per il clima di incertezza sul commercio mondiale; tra 2018 e 2019 il ritmo di crescita dovrebbe normalizzarsi attorno all'1,0% dall'1,5% del 2017, gli indicatori di fiducia economica della Commissione Europea confermano che il morale rimane positivo e al di sopra della media eurozona, ma in via di correzione a fine anno. Il canale estero tra agosto e settembre ha registrato un vistoso rallentamento dell'export di beni, mentre quello dei servizi è rimasto più stabile grazie al turismo. Sulla base di questi dati prevediamo un rallentamento delle esportazioni nella fase finale dell'anno a fronte di una sostanziale tenuta dell'import: pertanto il contributo del canale estero è atteso pesare sull'avanzamento del PIL a fine 2018. Per il 2019 le esportazioni nette dovrebbero dare un contributo circa neutrale. Riteniamo che lo scenario economico cominci a indicare anche per il Portogallo il picco della crescita è alle spalle, in un contesto di rischi che rimangono bilanciati. L'effetto contagio dalla crisi italiana è stato scongiurato e pensiamo che anche in futuro l'intenzione delle istituzioni europee sarà di contenere un'eventuale crisi italiana ed evitarne l'estensione ad altri paesi periferici. Nel medio termine un elemento di possibile discontinuità saranno certamente le elezioni generali di ottobre 2019, anche se i rischi al ribasso saranno in ogni caso bilanciati da una condizione economica del Paese nettamente migliore rispetto al passato. Anche nel 2018 la correzione dei conti pubblici beneficerà della minor spesa per interessi, del ciclo favorevole e di investimenti pubblici inferiori alle stime iniziali, con il deficit nominale atteso in calo sostanzioso a -0,6% da -3,0% nel 2018 e il deficit strutturale in riduzione di tre decimi a -0,9% per stabilizzarsi entrambi nel 2019 sui livelli raggiunti.

Guido Valerio Ceoloni

Lo scenario rimane positivo, i consumi crescono in controtendenza all'eurozona. Il deficit strutturale è in visibile miglioramento

Grecia: l'obiettivo di avanzo primario è alla portata

Il terzo trimestre ha registrato una crescita in accelerazione e al di sopra delle attese, pari a 1,0% t/t da 0,4% t/t (dato questo rivisto la rialzo da 0,2% t/t); il dato trimestrale migliore dal secondo trimestre 2017. Lo spaccato tuttavia lascia pensare a una prossima revisione in quanto la crescita è venuta interamente dall'accumulo di scorte a fronte di una domanda interna e di un canale estero entrambi negativi. Al netto della possibile revisione, **la crescita finora acquisita arriva a 2,1% e nell'ultimo trimestre un avanzamento circa attorno a 0,3% t/t potrebbe aggiungere un altro decimo. Se confermato, un PIL al 2% quest'anno sarebbe il miglior risultato dal 2007. Per il 2019 prevediamo un ritmo circa simile, all'1,9%.** I consumi nel 2018 sono in rotta per un aumento dell'1,0% da 0,9% del 2017 e sarebbe il secondo anno consecutivo di crescita apprezzabile dopo un triennio di stagnazione; le indagini di fiducia della Commissione Europea mostrano **il morale delle famiglie in risalita**, anche se il livello assoluto rimane molto al di sotto della media Eurozona. Nel 2019 i consumi sono attesi in accelerazione attorno all'1,5%, grazie al seppur lento miglioramento del mercato del lavoro, con la **disoccupazione attesa in calo di almeno⁹ due punti al 19,5% quest'anno** e al 18,0% l'anno prossimo e **l'occupazione a +1,8% tra 2018 e 2019.** Ma a limitare l'ascesa dei consumi rimane una popolazione in assottigliamento (-0,4% a/a), il credito ancora in contrazione e un tasso di risparmio che è sempre negativo. Gli investimenti sono in calo quest'anno dell'8,0% per effetto del confronto statistico sfavorevole con il risultato eccezionale del 2017 (+9,4%, grazie in particolar modo ai fondi europei), che la dinamica positiva delle costruzioni non riuscirà a compensare; gli investimenti dovrebbero riprendere a crescere nel 2019 (+5,0%), anche se storicamente questa posta è stata molto volatile dal 2004 in poi. Comunque, l'indice di fiducia economica della Commissione Europea conferma che, sebbene nell'autunno ci sia stato un lieve arretramento, **nel corso del 2018 il livello del morale anche nel tessuto produttivo è apprezzabilmente migliorato** rispetto al 2017. Il canale estero dovrebbe registrare un rallentamento deciso delle importazioni quest'anno alla luce della frenata degli investimenti, per poi riprendere a crescere l'anno prossimo grazie all'accelerazione dei consumi e alla ripresa degli investimenti. Le esportazioni sono in accelerazione quest'anno grazie anche all'apporto del settore turistico ma dovrebbero rallentare l'anno prossimo per effetto degli attriti commerciali a livello globale. **Il risanamento fiscale procede** nei binari per il terzo anno consecutivo, con un avanzo primario che a ottobre era pari a 6,43 mld rispetto ai 4,75 programmati grazie a entrate superiori alle attese e rimborsi tributari inferiori. Finora, il rispetto degli obiettivi programmatici sta aiutando a ricostruire la fiducia degli investitori esteri, che dal 2017 stanno riportando i capitali nel Paese in termini di investimenti diretti e da quest'anno anche in termini di *asset allocation*. **Il sistema bancario continua a essere oberato di NPL** (pari al 42,3% del totale in base agli ultimi dati disponibili) rendendo gli afflussi dall'estero l'unica via per un aumento degli investimenti fissi. **Le elezioni del prossimo settembre** comporteranno un rischio al raggiungimento degli obiettivi di bilancio in particolare per la possibilità che la spesa pensionistica ritorni a crescere dato che i tagli alle pensioni per il 2019 sono stati espunti dalla nuova legge di bilancio. C'è poi anche la possibilità che le elezioni si tengano già in primavera. **La ripresa economica sta riportando consensi al partito di Tsipras** (Syriza), dato ora al 27%, **ma non ancora abbastanza da battere Nuova Democrazia** (che sarà presumibilmente guidata da Kyriakos Mitsotakis), data dai sondaggi al 37%. Un governo conservatore sarebbe gradito dagli investitori esteri ma la frammentazione dello scenario politico comporterà verosimilmente governi di coalizione.

Guido Valerio Ceoloni

Si conferma lo scenario del PIL al 2% nel biennio 2018-19: miglior dato dal 2007. L'anno prossimo ci saranno le elezioni con i conservatori di Nuova Democrazia dati per favoriti

⁹ I dati di disoccupazione per il terzo trimestre hanno battuto le attese, registrando un calo al 18,3% da 19,5%.

Asia

Giappone: un 2019 sull'ottovolante dell'imposta sui consumi

Giovanna Mossetti

La ripresa giapponese nel 2018 si è indebolita e ha registrato ritmi di crescita volatili, con due trimestri di crescita negativi, intervallati da una variazione solida verso l'alto. Gran parte della debolezza del 3° trimestre è da attribuire ai disastri naturali che hanno frenato l'attività economica nei mesi estivi, ma un fattore di freno più duraturo deriva dall'indebolimento della domanda globale e dall'incertezza collegata alla politica commerciale americana. Il biennio 2019-20 si prospetta ancora più volatile, per motivi domestici, a causa del previsto **rialzo dell'imposta sui consumi (IC)** a ottobre 2019, che spingerà artificialmente la crescita nella parte centrale del prossimo anno e la frenerà a inizio 2020. Nonostante lo shock fiscale atteso nel 2019, la previsione per la crescita resta positiva, anche grazie al probabile sostegno pubblico, attraverso interventi mirati a mitigare la restrizione sui consumi. **Il 2018 dovrebbe chiudersi con una variazione del PIL di 0,7%, seguita da un'accelerazione a 0,9% nel 2019 e da un rallentamento a 0,5% nel 2020.**

L'inflazione resta ostinatamente lontana dall'obiettivo della BoJ. La chiusura dell'output gap nella parte centrale dell'anno si è accompagnata a un nuovo rallentamento della dinamica dei prezzi al netto di alimentari freschi ed energia. Lo scenario per il 2019 non dà spazio ad aspettative di avvicinamento dell'inflazione al 2%. Pertanto, con continue revisioni verso il basso delle proiezioni di inflazione, la politica monetaria resterà probabilmente ingabbiata nel framework attuale, ampiamente espansivo ma limitato da vincoli operativi e condizioni di mercato, almeno fino a metà 2020. Dopo l'assestamento post-rialzo dell'IC, la BoJ potrà ri-ottimizzare le varie componenti della sua strategia.

1. Crescita estremamente volatile, ma in media positiva. Il 2018 si dovrebbe chiudere con una crescita dello 0,9%, caratterizzata da due trimestri in calo e due in rialzo. La crescita media sottostante si mantiene intorno al potenziale, stimato intorno all'1% dalla BoJ e dal Cabinet Office. Un fattore rilevante per lo scenario dovrebbe essere il contributo negativo del canale estero, sia nella seconda metà del 2018 sia in gran parte del 2019. Pertanto dovrebbe essere la domanda domestica, privata e pubblica, il motore della crescita del prossimo biennio.

I **consumi**, con l'arrivo del rialzo dell'IC da 8% a 10%, dovrebbero essere in espansione solida fino all'autunno 2019, soprattutto nel comparto dei beni durevoli, e poi flettere fra fine 2019 e inizio 2020. La dinamica della spesa delle famiglie dovrebbe indebolirsi in media rispetto agli anni passati, con un nuovo aumento strutturale del tasso di risparmio già in atto (fig. 6). Tuttavia, il mercato del lavoro sempre solido resta il principale sostegno ai consumi. Nonostante il calo demografico, gli incentivi introdotti dal Governo per la partecipazione alla forza lavoro di donne, anziani e immigrati dovrebbe sostenere il reddito da lavoro. Finora la dinamica salariale è rimasta moderata nonostante il persistente eccesso di domanda, ma negli ultimi mesi sono emersi segnali di accelerazione dei bonus. Nel 2019, oltre alla spinta determinata dalla volontà di anticipare il rialzo dell'IC, ci dovrebbe essere un'influenza positiva sui consumi collegata alla transizione imperiale. L'abdicazione dell'attuale imperatore Akihito e l'incoronazione del principe Naruhito a inizio maggio, saranno seguite da dieci giorni di festività nazionali e dovrebbero essere accompagnate da un clima di fiducia in rialzo. La previsione per i **consumi è di crescita di 0,4% nel 2018, 1,6% nel 2019 e 0,2% nel 2020**, con fluttuazioni particolarmente violente nella seconda metà del 2019 e a inizio 2020 (v. tabella).

Gli **investimenti non residenziali** dovrebbero restare in moderata espansione, nonostante l'indebolimento della domanda estera e la moderazione dei profitti, in parte dovuta al rafforzamento del cambio. La scarsità di manodopera spinge le imprese a investire in capitale, per spostare la produzione verso processi con un minore impiego di lavoro e maggiore produttività. Il trend dovrebbe proseguire nei prossimi anni, sostenuto anche dalle condizioni monetarie espansive, con una probabile transitoria interruzione nel 4° trimestre 2019, in seguito al rialzo dell'IC. Tuttavia, in media la crescita degli investimenti nella seconda metà del 2019 dovrebbe

restare positiva ed essere sostenuta dalla spesa per le Olimpiadi del 2020. La previsione è di crescita della **spesa in conto capitale delle imprese di 4,7% nel 2018 e di 1,4% sia nel 2019 sia nel 2020.**

Il contributo del **canale estero** dovrebbe essere nullo nel 2018, e negativo nel 2019 (-0,2 pp). Anche la bilancia commerciale risentirà degli effetti dell'IC, con un'ampia volatilità delle importazioni nella seconda metà dell'anno. Un balzo in estate dovrebbe essere seguito da un'ampia correzione in autunno, con un transitorio contributo positivo delle esportazioni nette.

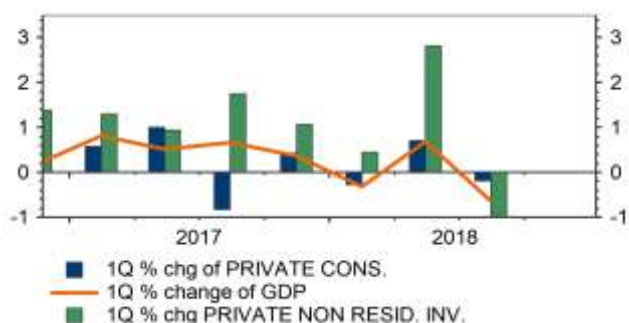
2. Venti incrociati dalla politica fiscale nel 2019. Il governo Abe sta preparando un piano di contenimento degli effetti del rialzo dell'IC da 8% a 10%, che dovrebbe essere incluso in un **budget supplementare** a inizio 2019, di entità compresa fra **3 e 5 tln di yen, intorno a 0,5% del PIL.** La politica fiscale sarà il focus dello scenario per il prossimo biennio. Le contromisure ideate per mitigare la restrizione fiscale dell'aumento dell'IC prevedono l'espansione della fornitura di servizi pubblici alle famiglie (e.g., asili nido gratuiti per i bambini al di sotto dei 3 anni), ma anche l'esenzione dall'aliquota più elevata dell'IC di beni di prima necessità per ridurre l'effetto restrittivo sulle coorti più anziane e sussidi agli investimenti. Ai contributi della spesa pubblica corrente, si dovrebbe aggiungere quello degli investimenti pubblici, previsti in moderato aumento. Gli interventi di contrasto alla restrizione delle conseguenze del rialzo dell'IC dovrebbero contenerne gli effetti, senza però controbilanciarli del tutto, e **avere effetti restrittivi netti vicini a 0,5-0,6% del PIL.** Il 2019 sarà anche un importante anno elettorale, con elezioni locali in tutto il paese ad aprile e il rinnovo della Camera Alta in estate. L'evoluzione congiunturale e la prosecuzione della ripresa saranno fondamentali per consolidare l'azione di Governo alla vigilia del rialzo dell'IC.

3. Inflazione e politica monetaria: non c'è pace per la BoJ. L'inflazione è sempre lontana dal 2%. La chiusura dell'output gap in estate si è accompagnata a un nuovo rallentamento della dinamica dei prezzi. Le previsioni per il 2019 non segnalano una ripresa, ma rischi verso il basso. La fornitura di servizi educativi pubblici gratuiti potrebbe spingere il CPI *core* di nuovo temporaneamente in territorio negativo; questo effetto potrebbe essere rinforzato dal calo previsto delle tariffe della telefonia mobile previsto per aprile 2019. L'ufficio di statistica non ha ancora definito il trattamento delle misure sull'istruzione, ma sembra probabile che il CPI *core* sia solo di poco superiore allo zero nel 2019. La BoJ dovrebbe quindi ancora rivedere verso il basso le sue proiezioni (tab. 1) al prossimo aggiornamento (gennaio 2019). Fino a metà 2020 è probabile che **la politica monetaria navighi a vista**, cercando di contenere gli effetti collaterali delle politiche in atto, in particolare i tassi a breve negativi e gli acquisti di JGB in un contesto di offerta sempre più scarsa. Il controllo dei tassi, con il nuovo ampliamento dell'intervallo di fluttuazione, riteniamo resterà il nocciolo dell'azione della Banca centrale, anche perché gli acquisti saranno sempre più vincolati dalla scarsità dell'offerta di JGB.

Previsioni	2017	2018p	2019p										
	2017	2018	2019p	4	1	2	3	4	2019p			2020p	
									1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	0.7	0.9	2.4	1.2	1.4	0.1	0.1	0.8	0.5	2.0	0.5	0.5
- trim/trim annualizzato				1.5	-1.3	2.8	-2.5	1.6	1.4	1.5	3.6	-4.3	1.4
Consumi privati	1.1	0.5	1.6	1.8	-1.1	2.9	-0.7	2.4	1.6	2.2	6.7	-9.0	2.0
IPL - priv. non residenziali	3.9	3.4	1.8	4.4	1.8	11.7	-10.6	5.3	2.4	2.8	3.4	-1.1	1.8
IPL - priv. residenziali	2.2	-5.9	1.8	-12.5	-8.1	-7.5	2.7	2.6	2.9	4.2	5.7	-10.6	-3.9
Investim. pubblici	0.8	-2.4	0.9	-2.5	-2.1	-1.9	-7.7	4.2	2.6	1.7	1.4	1.4	0.9
Consumi pubblici	0.3	0.6	0.6	0.2	0.9	0.5	0.9	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Esportazioni	6.8	3.2	2.6	8.8	1.9	1.4	-6.9	7.1	4.6	2.8	2.5	2.5	2.3
Importazioni	3.4	2.8	3.8	12.9	0.8	4.3	-5.5	5.5	5.7	5.6	8.8	-4.1	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	-0.3	1.0	-0.9	0.1	0.0	-0.6	-0.2	-0.1	-1.0	0.7	-0.8
Partite correnti (% PIL)	4.0	3.4	3.1										
Deficit (% PIL)	-3.5	-3.5	-3.4										
Debito/PIL (% PIL)	223.9	225.6	223.5										
CPI (a/a)	0.5	1.0	1.0	0.6	1.3	0.6	1.2	1.0	0.4	0.8	0.6	2.0	2.0
Produzione Industriale	2.8	0.7	1.2	2.7	2.0	1.3	-0.1	-0.5	1.1	0.3	3.4	0.0	-1.0
Disoccupazione (%)	2.8	2.4	2.3	2.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	112.2	110.5	114.0	112.9	108.3	109.1	111.5	113.1	113.0	113.6	114.3	114.8	114.7

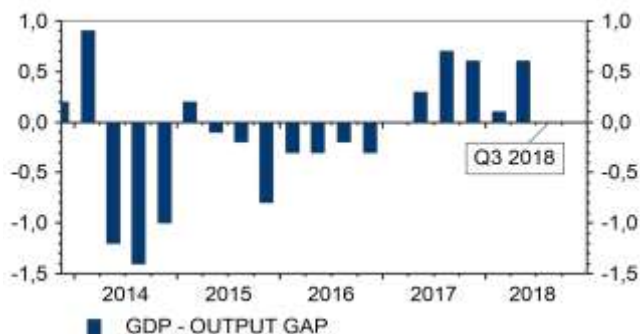
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Grande volatilità intorno a un trend di crescita moderata



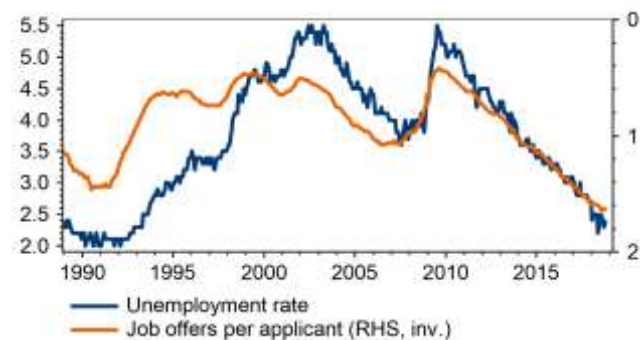
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Output gap positivo dal 2017



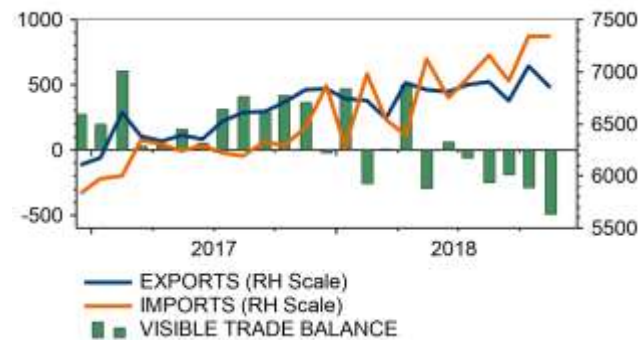
Nota: Stime Cabinet Office. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Tasso di disoccupazione in caduta libera



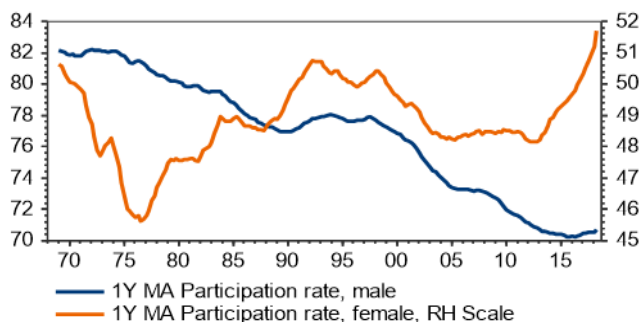
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Il canale estero frena la crescita



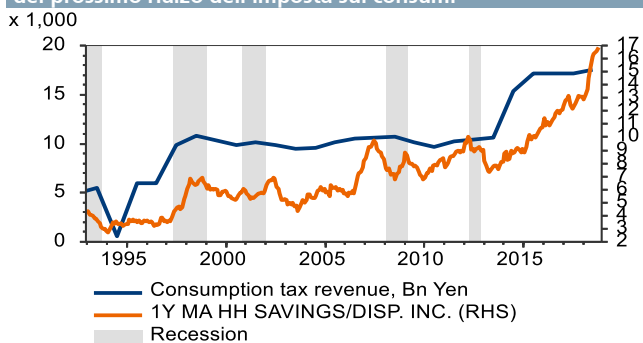
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – L'entrata delle donne nel mercato del lavoro prosegue, grazie all'introduzione di misure favorevoli alla partecipazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il risparmio sta già di nuovo salendo in anticipazione del prossimo rialzo dell'imposta sui consumi

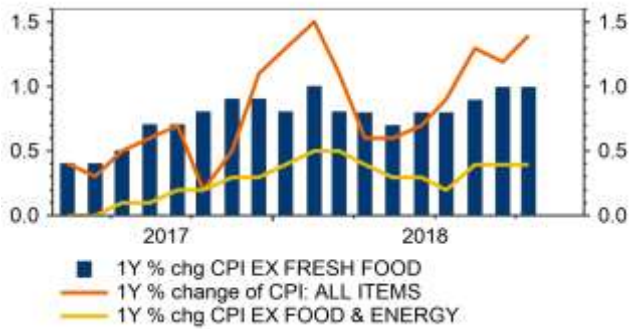


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

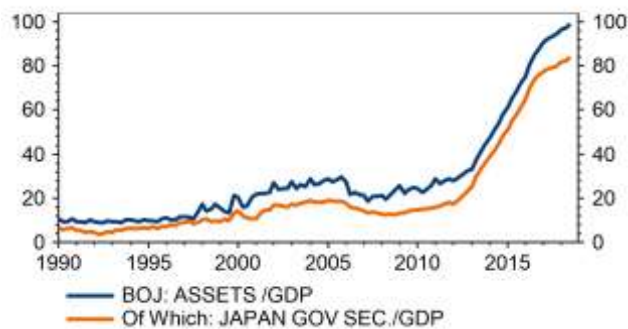
Dicembre 2018

Fig. 7 – L’inflazione resta ostinatamente lontana dal 2%...



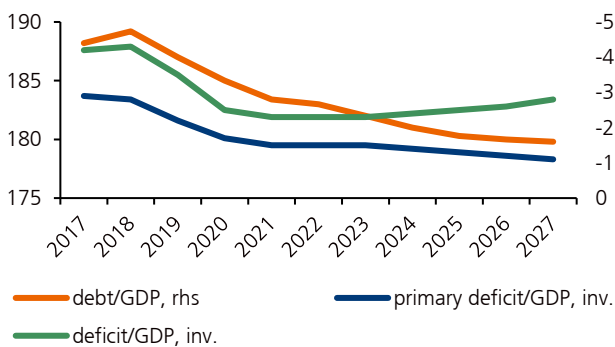
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – L’attivo della BoJ ha raggiunto il 100% del PIL, e i JGB detenuti dalla Banca centrale sono circa l’80% del PIL



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – La politica fiscale fa progressi verso uno scenario di sostenibilità



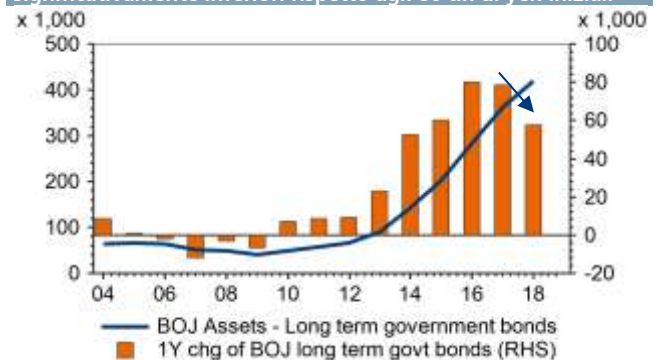
Fonte: Cabinet Office

Tab. 1 - ... e la BoJ continua a rivedere le previsioni verso il basso

	Real GDP	CPI less fresh food	CPI less fresh food excluding the effects of the consumption tax hike
FY 2018	1.5	0.9	
forecasts July 2018	1.5	1.1	
FY 2019	0.8	1.9	1.4
forecasts July 2018	0.8	2.0	1.5
FY 2020	0.8	2.1	1.5
forecasts July 2018	0.8	2.1	1.6

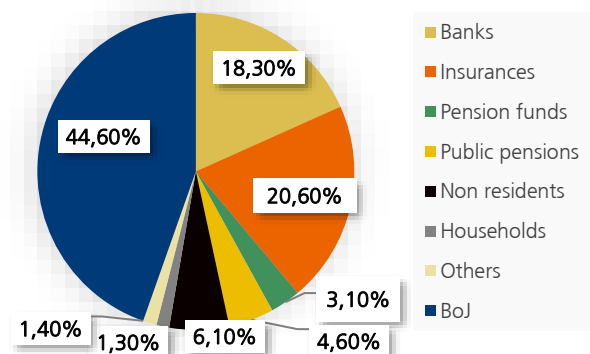
Fonte: BoJ, Outlook for Economic Activity and Prices, novembre 2018

Fig. 9 – Gli acquisti annui di JGB nel 2017 sono significativamente inferiori rispetto agli 80 tln di yen iniziali



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

Fig. 11 – La quota di JGB detenuta dalla BoJ è vicina al 45%



Nota: dati a fine giugno 2018; totale JGB: 999,8 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1100 tln di yen. I non residenti detengono il 64,6% dei T-bills. La vita media delle obbligazioni è 8 anni e 10 mesi. Fonte: Ministry of Finance

Cina: sostegno fiscale e monetario per mitigare il rallentamento

Il PIL è salito dell'1,6% t/t nel 3° trimestre, in rallentamento rispetto all'1,7% del 2° trimestre (rivisto al ribasso da 1,8% t/t), portando la crescita tendenziale a 6,5% a/a da 6,7% del trimestre precedente, al di sotto delle nostre previsioni e delle attese di consenso (6,6%). L'accelerazione del settore agricolo e la tenuta di quello dei servizi non è stata, infatti, sufficiente a controbilanciare la decelerazione del settore industriale e delle costruzioni. Il rallentamento del credito aggregato, parzialmente indotto dalla più stringente regolamentazione del settore finanziario non bancario, e l'aumento dei tassi a lungo termine hanno pesato negativamente sulla dinamica di consumi e investimenti. **I dati di attività reale in autunno hanno continuato a puntare ad un rallentamento ma sono stati nel complesso meno negativi delle attese**, segnalando che il supporto delle misure fiscali e monetarie approvate nei mesi precedenti sta iniziando ad avere un qualche effetto sugli investimenti delle imprese, anche se non ancora sui consumi delle famiglie.

Silvia Guizzo

Nonostante il calo della fiducia delle imprese e degli indici PMI nel 3° trimestre **la dinamica degli investimenti è, infatti, lievemente migliorata** grazie ad un contenuto aumento degli investimenti delle imprese statali (in primis infrastrutture) e alla riaccelerazione degli investimenti privati, soprattutto nei settori minerario e manifatturiero. Gli investimenti del **settore immobiliare** hanno registrato un **moderato rallentamento che ci aspettiamo prosegua nel prossimo anno** trainato da diversi fattori: le misure anti-speculative rimarranno in piedi in particolare nelle grandi città, dove potrebbero essere inasprite in caso di ulteriori aumenti, gli effetti della campagna per la modernizzazione delle abitazioni stanno scemando, il credito a lungo termine alle famiglie è in netto rallentamento e i tassi sui mutui rimangono elevati. Da ultimo, la riduzione dello stock di invenduto rispetto ai picchi di inizio 2017 potrebbe essersi ormai esaurita dato l'aumento della superficie residenziale completata atteso nei prossimi trimestri. **I consumi pro-capite reali delle famiglie sono rallentati** nel 3° trimestre (6,3% a/a) rispetto al 2° trimestre (6,7% a/a), in linea con l'andamento del reddito reale e la correzione della fiducia dei consumatori. Quest'ultima si è stabilizzata sui valori estivi che sono ancora elevati e vicini ai massimi delle serie ma alcuni segnali di deterioramento del mercato del lavoro (indebolimento della componente occupazione dei PMI e rallentamento dei nuovi occupati nel 3° trimestre), la performance ancora altalenante della Borsa e le irrisolte tensioni commerciali con gli USA potrebbero riportarla su un sentiero di correzione nei prossimi mesi. **La conseguente decelerazione dei consumi nel 2019 sarà però mitigata dal taglio dei dazi sulle importazioni di diversi beni di consumo e dalla riforma delle imposte sui redditi.**

Nonostante la debolezza degli ordini il **commercio estero** è stato sostenuto almeno fino al 3° trimestre e non sembra avere, nel complesso, risentito dell'imposizione dei dazi. Esso è però nettamente rallentato in novembre, trascinato al ribasso in parte da un effetto base molto sfavorevole e in parte dallo scemare dell'effetto di anticipo degli ordini. **La tregua tra Cina e USA raggiunta al G20 potrà evitare una frenata dell'export nel 1° trimestre ma difficilmente porterà a un accordo risolutore.** La dinamica degli ordini e la maturazione del ciclo mondiale dell'elettronica rimangono comunque coerenti con un rallentamento del commercio estero nel 2019.

L'impulso del credito è stato negativo nel 3° trimestre e, dato l'aumento dei crediti incagliati dei default di diverse obbligazioni, dovrebbe rimanere ancora tale nel 4° trimestre per tornare positivo al massimo dal 1° trimestre del 2019. Il ritardo di almeno un trimestre con cui l'impulso si trasferisce all'attività produttiva prefigura che la crescita economica possa rallentare almeno fino alla prima metà del 2019 per poi riaccelerare sostenuta da condizioni monetarie più espansive e dalle numerose misure fiscali approvate a sostegno di famiglie e imprese. Data la crescita del PIL inferiore alle nostre attese nel 3° trimestre, **rivediamo lievemente al ribasso la previsione per il 2018 da 6,7% a 6,6% con un rallentamento invariato a 6,3% nel 2019.** I rischi sul 2019 sono al **ribasso** e provengono principalmente dall'escalation internazionale della guerra commerciale, che nello scenario peggiore secondo le stime del FMI potrebbe limitare la crescita della Cina fino a un 1,6% il prossimo anno. A questo si aggiungono i rischi di una frenata della domanda interna dovuti a una dinamica del credito e degli investimenti peggiori delle attese.

L'inflazione dei prezzi al consumo, dopo essere rimasta stabile al 2,5% a/a per due mesi, è scesa a 2,2% a/a in novembre, spinta al ribasso dal calo dei prezzi degli alimentari e dei carburanti. L'inflazione core è rimasta invariata a 1,8% a/a, sui minimi degli ultimi due anni mentre l'inflazione dei prezzi alla produzione è rallentata ulteriormente a 2,7% a/a da 3,3% in ottobre, frenata dalla discesa dei prezzi delle materie prime e dei prodotti del settore manifatturiero. I prezzi degli alimentari continuano a dare segnali di rientro e una migliore gestione dell'influenza suina rispetto al passato dovrebbe contenere gli aumenti dei prezzi della carne. L'aumento dei prezzi alle importazioni causato dal deprezzamento del cambio e dei dazi sui prodotti americani sarà parzialmente compensato dal calo delle imposte sulle importazioni di molti beni di consumo e dal calo del prezzo delle materie prime. **La dinamica inflativa rimane quindi contenuta** e non pone freni ad un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie nei prossimi mesi. **Manteniamo la previsione d'inflazione a 2,1% nel 2018, con un contenuto aumento a 2,3% nel 2019.**

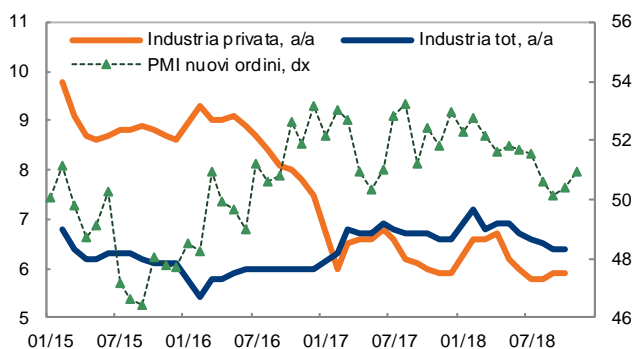
Con un netto cambio di tono rispetto all'estate il Politburo, nel comunicato della riunione di fine ottobre, ha riconosciuto che l'economia sta subendo crescenti pressioni al ribasso in un contesto di profondi cambiamenti del quadro internazionale e ha promesso di mettere in atto ulteriori misure per controbilanciare il rallentamento economico e per fornire sostegno alle imprese. Il Governo in autunno ha approvato una serie di nuove misure a favore di consumi e investimenti, in parte già annunciate a fine estate, e sta valutando ulteriori sgravi fiscali e altre misure per favorire il credito alle piccole e medie imprese. Sulla stessa scia del Politburo, la PBOC ha segnalato che renderà le proprie politiche più mirate, flessibili e orientate al futuro aggiustandole preventivamente in relazioni alle condizioni economiche. La PBOC continuerà a mantenere ampia la liquidità attraverso le varie finestre di rifinanziamento, fornendo supporto in particolare alle piccole e medie imprese. Ci aspettiamo un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria di 100pb per fine anno e al massimo altri due nel 2019, accompagnati da tagli dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento per complessivi 25pb, evitando i tassi benchmark. Riconosciamo che il cambio di tono del comunicato del Politburo e del Consiglio di Stato aumenta la probabilità di un ricorso ai tagli dei tassi benchmark nel 2019, ma riteniamo che la PBOC voglia ricorrere a tale strumento solo nel caso di un forte rallentamento del mercato immobiliare, che per ora non è nel nostro scenario, o di un rallentamento economico generalizzato con impatti forti sul mercato del lavoro.

Riteniamo che il cambio possa rimanere sotto pressione nei prossimi mesi in vista sia di un possibile peggioramento o di uno stallo nei rapporti con gli USA, sia di un ulteriore chiusura del differenziale di tasso data la divergenza delle politiche monetarie dei due paesi. Ci aspettiamo che il renminbi rimanga stabile poco sotto 7,0 contro dollaro per fine anno ma possa sfolarlo toccando un massimo nel range 7,05-7,10 tra il 1° e il 2° trimestre per tornare su un sentiero di apprezzamento solo nella seconda metà del 2019, in linea con la stabilizzazione della crescita economica.

Previsioni	2013	2014	2015	2016	2017	2018p	2019p
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3
Consumi privati	7.9	8.2	8.1	8.2	6.6	7	6.9
Consumi pubblici	5.1	3.7	7.8	9.9	11.1	8.2	7.1
Investimenti fissi	9.3	6.9	7.3	6.7	4.6	4.5	4.9
Esportazioni	7.9	5.7	0.1	1.8	6.5	5.5	3.7
Importazioni	10.5	7.7	0.8	3.3	7.8	8.4	5.7
Produzione industriale	8	7.4	6.2	6.3	6.1	5.8	5
Inflazione (CPI)	2.6	2.0	1.4	2.0	1.5	2.1	2.3
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9
Salari medi	10.2	10.8	9.8	9.5	9.3	8.3	7.7
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	4.90	4.80	3.80	3.00	4.70	4.00	3.70
Cambio USD/CNY (media)	6.15	6.16	6.28	6.64	6.76	6.62	6.87
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	912	1458	1912	1335	1109	101	-104
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.5	2.3	2.8	1.8	1.3	0.1	-0.1
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.9	-4.1	-4.1

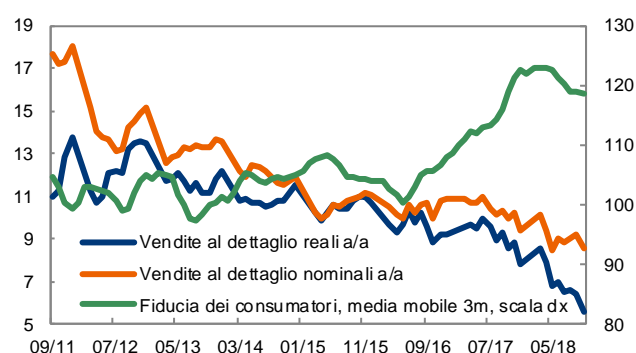
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; * IMF Article IV, July 2018. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Produzione industriale e ordini



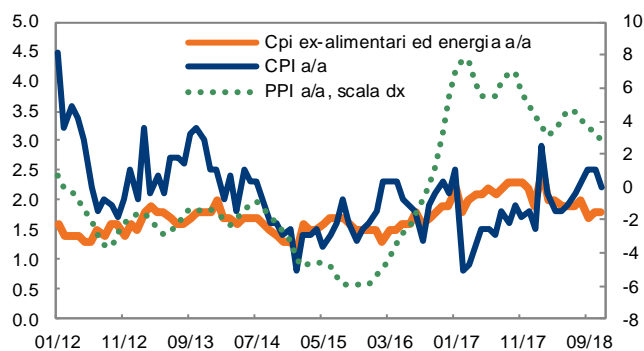
N.B. produzione industriale cumulata, var. a/a.
Fonte: CEIC, IHS Markit

Vendite al dettaglio



Fonte: CEIC

Inflazione



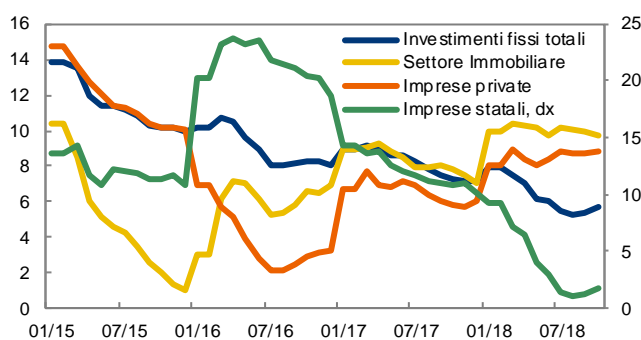
Fonte: CEIC

Prezzi degli immobili



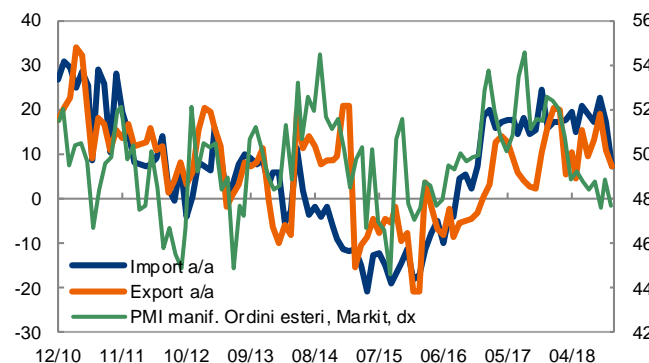
N.B. variazione m/m, media 70 città, mercato primario.
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti nominali a/a



Fonte: CEIC

Commercio estero

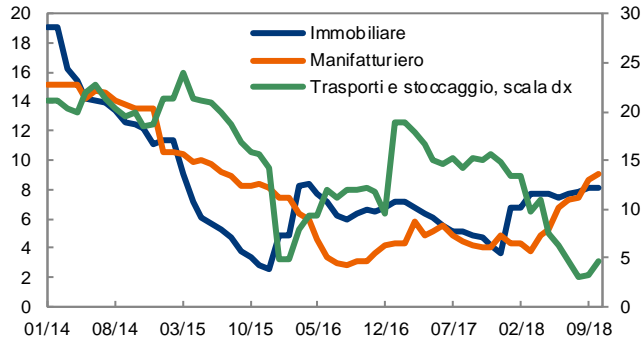


Nota: dati destagionalizzati, media gennaio e febbraio.
Fonte: CEIC, IHS Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

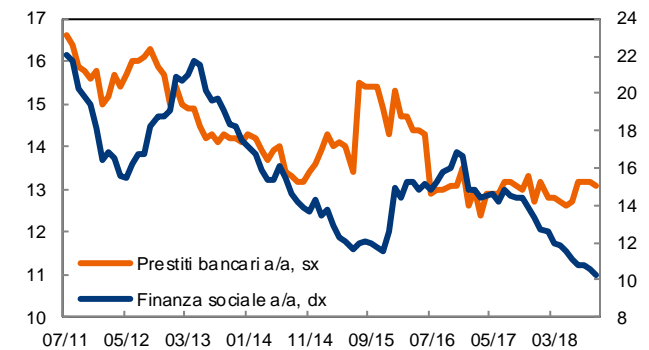
Dicembre 2018

Investimenti: in recupero il settore manifatturiero



Fonte: CEIC

La dinamica del credito aggregato continua a rallentare



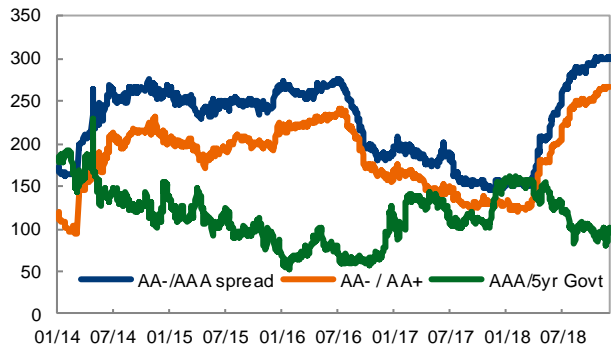
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La borsa corregge



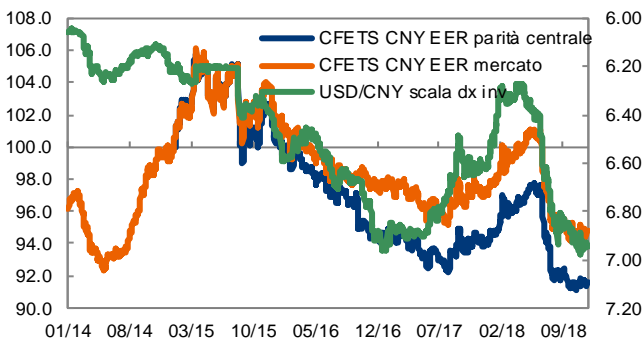
Fonte: Bloomberg

Corporate spread



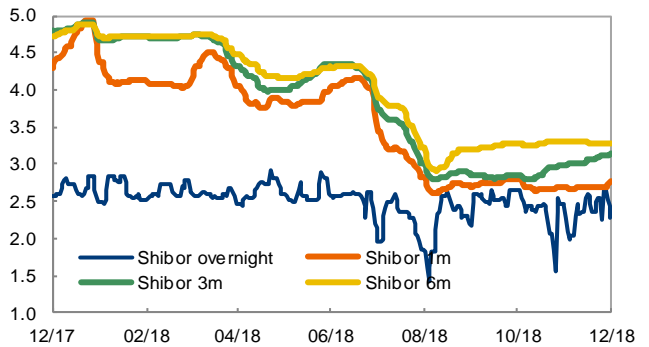
Fonte: CEIC, Bloomberg

Cambio



Fonte: Bloomberg

Tassi monetari



Fonte: Bloomberg

India: una “disputa domestica” aumenta l’incertezza

La crescita del PIL è rallentata a 7,1% a/a nel 3° trimestre da un picco dell’8,2% nel 2° trimestre, il massimo degli ultimi nove trimestri. Il rallentamento deriva in parte da un effetto base molto sfavorevole ma in parte anche da un indebolimento del ritmo di crescita trimestrale imputabile a una decelerazione dei consumi privati e a un contributo ancora negativo del canale estero dal lato della domanda, e a un netto rallentamento del settore agricolo e del settore manifatturiero dal lato dell’offerta. **I dati mensili** tra settembre e novembre **segnalano nel complesso un moderato miglioramento** dell’attività economica con indicazioni miste per i prossimi trimestri. **Rivediamo lievemente le previsioni di crescita per il 2018 da 7,7 a 7,5% con una decelerazione a 7,2% nel 2019** guidata da un rallentamento di consumi e investimenti.

Silvia Guizzo

La dinamica del commercio estero, nonostante il rallentamento rispetto al picco di agosto, si è stabilizzata anche al netto di petrolio e metalli preziosi, e dovrebbe riaccelerare nel 4° trimestre sostenuta dall’aumento degli ordini che, allo stesso modo, punta a una dinamica ancora sostenuta della produzione industriale. L’andamento del settore dei servizi resta sostenuto ma le aspettative si sono ridimensionate. **Gli investimenti hanno registrato il terzo trimestre consecutivo di crescita a due cifre** (12,5% a/a), supportati in particolare dagli investimenti statali in infrastrutture. L’aumento delle proposte di nuovi investimenti presentate dalle imprese industriali nel 3° trimestre, delle aspettative delle imprese per il 4° e della componente ordini del PMI manifatturiero restano segnali positivi per la dinamica degli investimenti nel 4° trimestre. **Altri dati segnalano** però che i **rischi restano al ribasso per il prossimo anno**. Il Center for Monitoring India Economy (CMIE) rileva infatti come le nuove proposte di investimento totali nel 3° trimestre siano state ben al di sotto della media dei quattro trimestri precedenti (che è stata la peggiore performance degli ultimi quattro anni) e il ritmo di crescita delle importazioni di macchinari, anche se ancora sostenuto, sta decelerando. Inoltre, l’indagine della RBI registra un minor ottimismo delle imprese sulla disponibilità di fonti di finanziamento e al contrario dell’indagine della RBI, quella di D&B indica un calo della fiducia delle imprese e delle aspettative sugli ordini per il 4° trimestre. La dinamica del credito bancario all’industria (+3,7% a/a in novembre), seppur in miglioramento, resta debole, e guidata soprattutto dall’aumento del credito alle costruzioni e alle infrastrutture, e il costo del finanziamento è in aumento.

Il passo di crescita dei consumi privati è sceso a 7% a/a nel 3° trimestre da un picco dell’8,6% nel 2°, trainato al ribasso dal rallentamento dei redditi reali e dal calo della fiducia dei consumatori. **Gli indicatori mensili dipingono un quadro misto**. Le vendite di veicoli a due ruote stanno accelerando e quelle di veicoli a tre ruote sono in aumento dall’estate, anche se un effetto base sfavorevole impatta ancora negativamente sulla dinamica tendenziale. Le vendite di auto hanno registrato il primo aumento mensile in ottobre, dopo tre mesi di cali dovuti a requisiti più stringenti per l’assicurazione e agli aumenti del prezzo della benzina. Il traffico passeggeri, sia domestico sia internazionale, rimane però in rallentamento e la fiducia dei consumatori rilevata dall’indagine della RBI resta in territorio pessimista (sotto 100) dalla metà del 2017. La fiducia dei consumatori è scesa ulteriormente tra settembre e novembre, mentre le aspettative sono rimaste stabili su livelli più elevati. L’indagine rileva un maggior pessimismo sul mercato del lavoro e segnala una moderazione delle intenzioni di spesa in particolare per i beni non essenziali. La semina invernale (*rabi sowing*) è stata finora inferiore a quella dell’anno scorso a causa del ritardo del raccolto estivo (*khariif harvest*) e di una piovosità inferiore alla media in autunno. I rischi sulla produzione agricola, e dunque sulla domanda delle zone rurali, restano al ribasso. **Le prospettive dei consumi sono quindi ancora fiacche per i prossimi trimestri** ma il calo del prezzo del petrolio e dell’inflazione dovrebbe contribuire a un aumento del reddito disponibile, migliorandole nel corso del 2019.

Il governatore della RBI, Urjit Patel, ha rassegnato le dimissioni con effetto immediato il 10 dicembre, adducendo “motivi personali” e chiudendo così prematuramente il suo mandato che avrebbe avuto un termine naturale nel settembre del 2019. Anche se i reali motivi delle dimissioni non sono noti, non è da escludere che siano riconducibili a un segno di protesta contro i **tentativi sempre più forti di intromissione del governo nella gestione della Banca centrale**, e dunque della

politica monetaria. Questi sono culminati in agosto con la nomina di Swaminathan Gurumurthy, personaggio molto vicino a Modi e ritenuto controverso da diversi commentatori politici, nel board della Banca centrale. Gurumurthy nel 2016 aveva, in linea con il senatore e membro del BJP, Subramanian Swamy, fortemente criticato l'ex governatore Raghuram Rajan, che poi aveva rinunciato a un'estensione del proprio mandato prima della scadenza. I motivi di frizione con il Governo riguardano i desiderata di quest'ultimo su diverse questioni, in primis un allentamento della regolamentazione per il riconoscimento dei crediti incagliati e dei requisiti di capitale per le banche pubbliche, una maggiore liquidità per il settore finanziario non bancario, sotto pressione dopo il fallimento di IL&FS, e un aumento dei dividendi sui profitti della RBI da usare per ridurre il deficit pubblico.

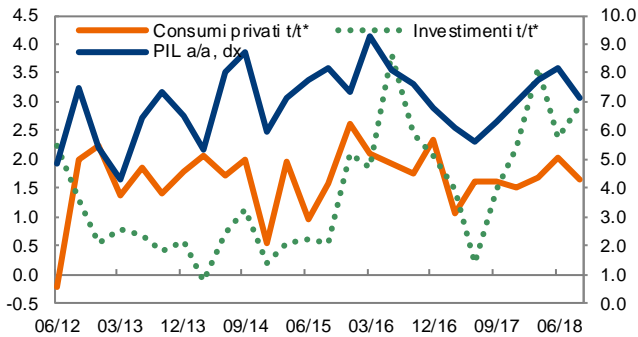
Il Governo ha nominato Shaktikanta Das, segretario agli affari economici per il Ministero delle Finanze tra il 2015 e il 2017, supervisore del piano di demonetizzazione e *sherpa* dell'India al G20, **come nuovo governatore della Banca centrale**. Le connessioni con gli ambienti governativi e le capacità di negoziatore di Das dovrebbero favorire un allentamento, pur non risolutivo, delle tensioni. Le dimissioni di Patel, avvenute a pochi giorni dal meeting del 14 dicembre, in cui si sarebbero discussi anche cambiamenti della *governance* della RBI, dimostrano la fragilità della tregua apparentemente raggiunta alla riunione di novembre dopo il [discorso del vice governatore Viral Acharya](#) sull'indipendenza delle banche centrali. Esse proiettano inoltre **seri dubbi sulla reale volontà del Governo di tutelare l'autonomia della RBI** che negli anni ha guadagnato credibilità sui mercati internazionali e ha contribuito a migliorare i fondamentali economici del Paese. **Questi dubbi** uniti a **politiche economiche più populiste**, probabili in seguito alle proteste degli agricoltori e alla sconfitta del BJP alle recenti elezioni regionali, contribuiranno ad alimentare **l'avversione al rischio degli investitori** e **mantenere il cambio sotto pressione** in vista delle elezioni del 2019.

Le dimissioni potrebbero **favorire un passaggio più veloce ad una *stance* neutrale**, già nell'aria dato il rallentamento dell'inflazione e dei rischi al ribasso sullo scenario macroeconomico. Al meeting del 5 dicembre, infatti, la RBI ha lasciato i tassi fermi all'unanimità e invariata la *stance* di *restrizione calibrata* con un voto contrario di Ravindra H. Dholakia, favorevole invece a un cambio di *stance*. **L'inflazione** dei prezzi al consumo (2,3% a/a in novembre) **ha continuato a scendere**, oltre le attese e le previsioni della RBI, principalmente a causa di una dinamica dei prezzi degli alimentari molto inferiore alla media storica a cui si è sommato l'effetto del calo del prezzo del petrolio. Il rallentamento dei consumi, insieme a un effetto base molto favorevole, dovrebbe favorire un rientro moderato dell'inflazione *core*, finora rimasta stabile su livelli elevati. Alla luce della recente discesa dell'inflazione **rivediamo al ribasso le previsioni per il 2019 da 4,4% a 3,8% rispetto a un 4% atteso per il 2018**. L'incertezza sul profilo d'inflazione e di crescita resta elevata, a causa del rilevante impatto del prezzo del petrolio e della dinamica dei prezzi degli alimentari. **Riteniamo pertanto che un cambio della *stance* non implichi l'avvio di ciclo di tagli nel 2019**.

Previsioni	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
PIL (prezzi costanti)	6.1	7	7.6	7.9	6.2	7.5	7.2
Consumi privati	6.6	6.5	7.3	8.3	5.9	7.5	7.2
Consumi pubblici	2.6	5.3	3.7	9	11.7	11	7.5
Investimenti fissi	2.5	1.9	3.9	10.5	5.4	10.5	5.4
Esportazioni	4.2	6.6	-6.2	2.5	6.5	9.7	5.5
Importazioni	-6.3	0	-5.9	1.3	11.4	10.2	4.2
Produzione industriale	1.9	4.5	2.5	5.2	3.5	5.5	6
Inflazione (CPI)	10.1	6.4	4.9	4.9	3.3	4.0	3.8
Tasso di disoccupazione (%)	2.4	2.8	3.0	3.3	3.4	3.5	3.5
Salari medi	15.8	13.2	8.7	11.5	10.2	11.8	12.7
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.3	9.1	8	7.2	6.5	7.3	6.9
Cambio USD/INR (media)	58.57	61.04	64.15	67.21	65.1	68.47	70.57
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-2780	-1661	-1451	-815	-2528	-4447	-5138
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-2.6	-1.4	-1.1	-0.5	-1.5	-2.4	-2.5
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-4.2	-3.4	-3.7	-4.0	-3.4	-3.4

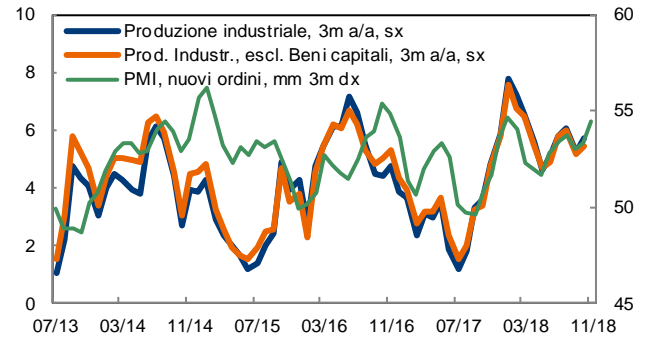
Nota: variazioni % sul periodo precedente, salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

PIL e componenti



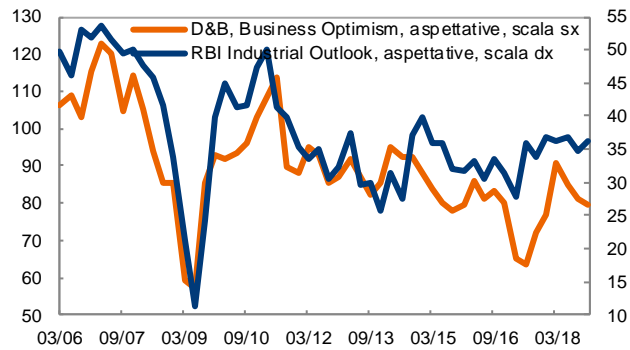
Nota: (*) media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Produzione industriale



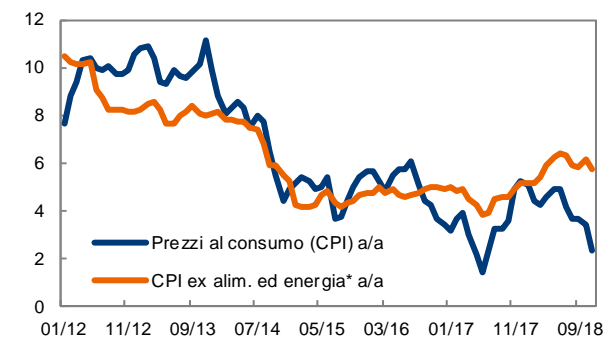
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

Fiducia delle imprese



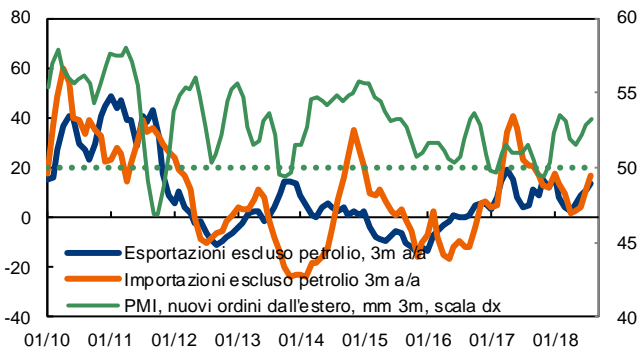
Fonte: CEIC

Inflazione



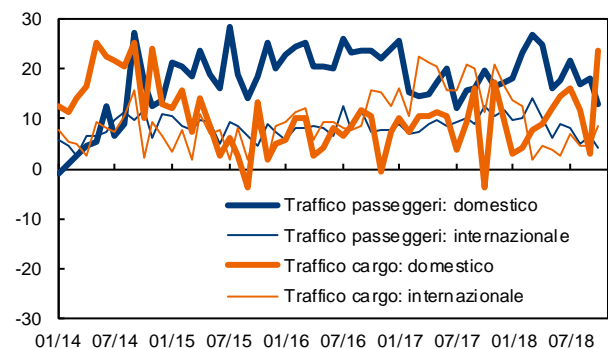
Nota: (*) stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Commercio estero



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

Traffico passeggeri e cargo

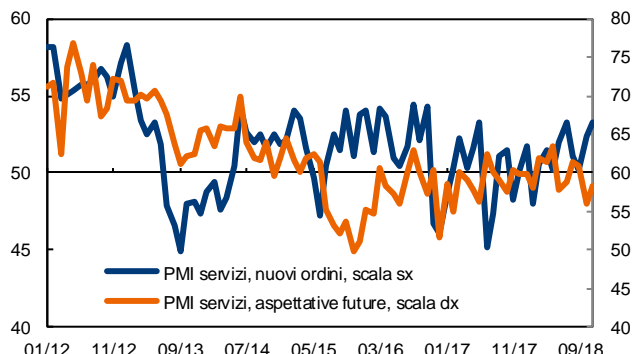


Fonte: CEIC

Scenario Macroeconomico

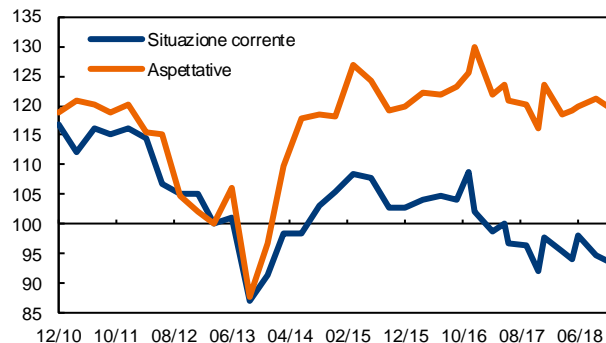
Dicembre 2018

Servizi



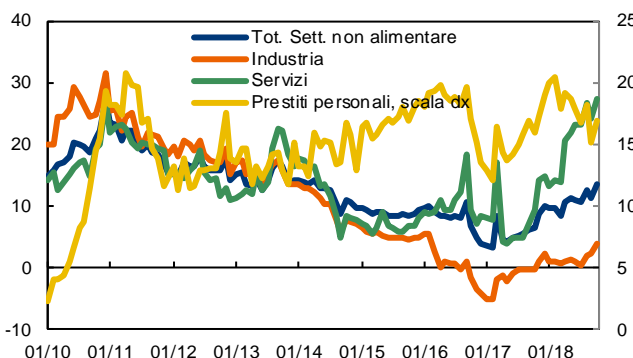
Fonte: Markit

Fiducia dei consumatori



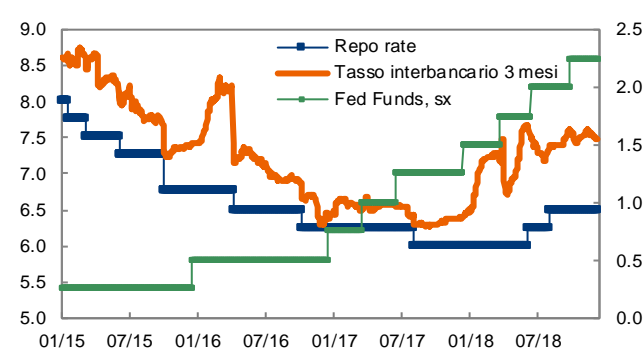
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



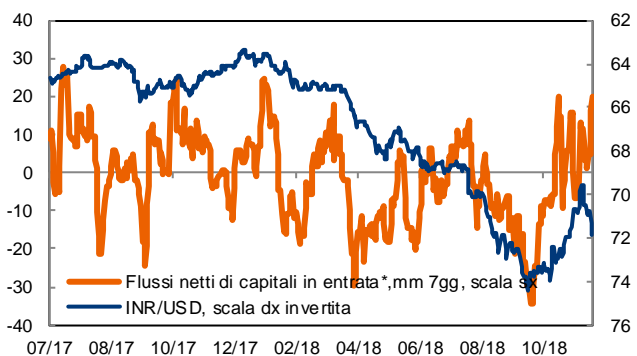
Fonte: CEIC

Tassi ufficiali e mercato monetario



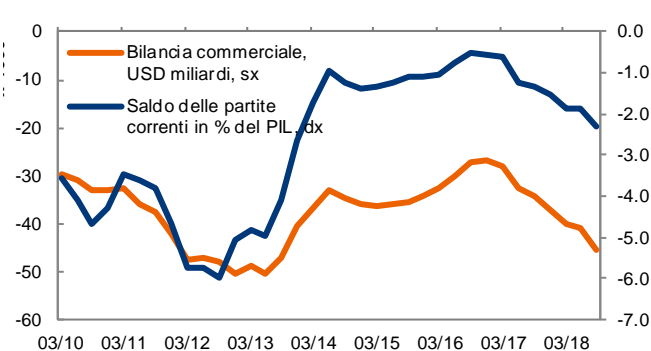
Fonte: CEIC

Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio



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

Partite correnti (media mobile 4 trimestri)

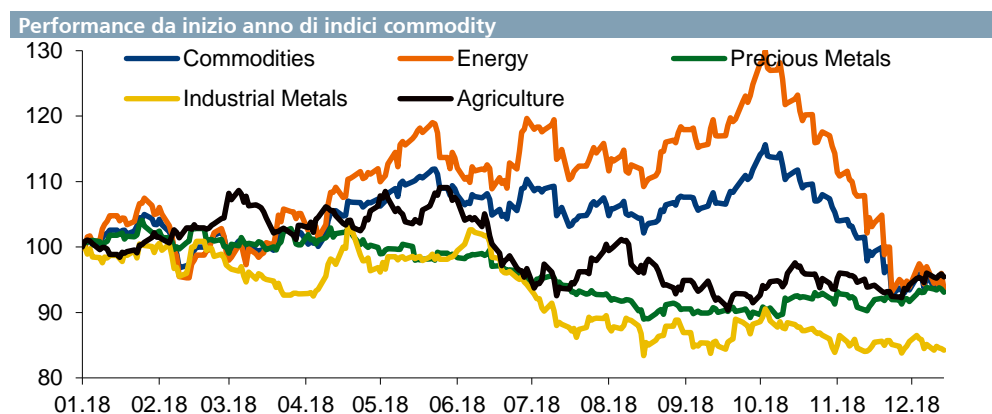


Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Materie prime: uno sguardo ai fondamentali

Nel nostro scenario, i rischi politici diminuiranno nel 2019 e i prezzi delle materie prime alla fine saranno guidati dai fondamentali, che assumeranno un ruolo di primo piano. Gli investitori scopriranno rapidamente che la maggior parte dei mercati delle materie prime è molto sottile e i prezzi subiranno un conseguente aumento.

Daniela Corsini



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Da inizio anno, la maggior parte delle materie prime ha fatto registrare una performance negativa, dovuta agli effetti negativi prodotti sulle prospettive economiche globali da sviluppi inattesi. In particolare, le tensioni commerciali hanno avuto un impatto estremamente negativo sul sentiment di mercato e sulla fiducia delle imprese in diverse aree di consumo, alimentando i timori di un possibile indebolimento della domanda globale di materie prime e di un rallentamento del ciclo economico globale.

Anche l'andamento delle valute ha esercitato pressioni negative sui prezzi della maggior parte delle materie prime:

- la maggior parte delle valute emergenti si è deprezzata, determinando spesso un minore sostegno ai prezzi fornito dai costi marginali di produzione;
- il dollaro americano ponderato per il commercio si è apprezzato in una fase di mercato in cui le asset class sono state trainate più dai rischi politici che dai fondamentali. Di conseguenza, la correlazione tra dollaro americano e prezzi delle materie prime, tradizionalmente negativa, si è ulteriormente rafforzata.

Le nostre previsioni per il 2019 si basano su ipotesi solide sugli sviluppi futuri dello scenario politico e macroeconomico. In particolare, ci attendiamo un rallentamento della crescita economica soltanto marginale rispetto ai ritmi del 2018, sia a livello globale che nei Paesi chiave come, ad esempio, la Cina. Riteniamo che la liquidità globale si confermerà su livelli soddisfacenti, poiché la Federal Reserve probabilmente sospenderà i rialzi dei tassi, con un conseguente progressivo indebolimento del dollaro americano ponderato per il commercio e un leggero rafforzamento delle valute emergenti.

Ipotizziamo inoltre un allentamento delle tensioni commerciali, a fronte dei passi avanti compiuti nel dialogo finalizzato a concludere nuovi accordi e stabilire un nuovo ordine commerciale. Nel contempo, la maggior parte dei governi continuerà a sostenere le economie attuando politiche fiscali accomodanti. In particolare, in Cina, verso la metà del 2019 i benefici derivanti dagli stimoli più mirati adottati alla fine del 2018 dovrebbero apparire più evidenti. Grazie anche al costante

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2018

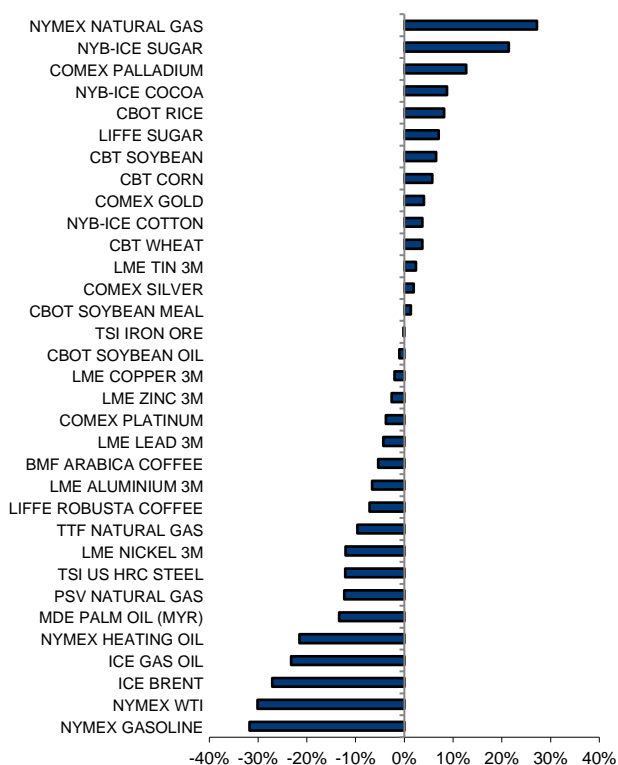
progresso delle riforme sul fronte dell'offerta, i timori di possibili squilibri domestici dovrebbero assumere un ruolo di secondo piano.

Uno scenario così positivo, caratterizzato da crescita globale solida, inflazione bassa, dollaro americano più debole e mercati emergenti favorevoli, alimenterebbe un sentiment risk-on e sosterebbe gli attivi ciclici come le materie prime, almeno in un orizzonte di 6 mesi.

La maggior parte delle materie prime, e in particolare i metalli industriali, si trova attualmente nella fase bassa del ciclo degli investimenti e ciò significa che la maggior parte dei mercati è in deficit, a causa di un aumento della domanda globale accompagnato da investimenti nell'espansione della capacità produttiva insufficienti effettuati lo scorso anno.

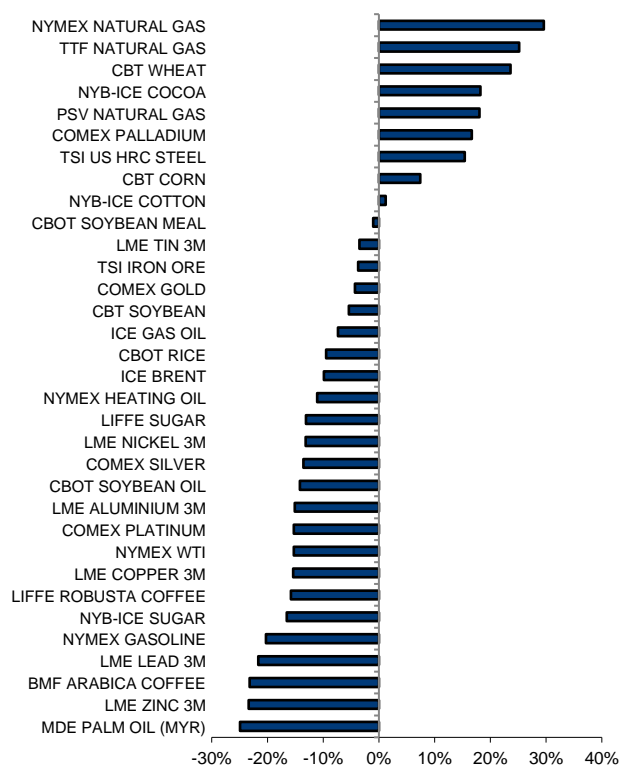
Nel nostro scenario, i rischi politici diminuiranno nel 2019 e i prezzi delle materie prime alla fine saranno guidati dai fondamentali, che assumeranno un ruolo di primo piano. Gli investitori scopriranno rapidamente che la maggior parte dei mercati delle materie prime è molto sottile e i prezzi subiranno un conseguente aumento.

Performance nel 3° trimestre 2018 sino al 14.12.2018



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance da inizio anno sino al 14.12.2018



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per l'universo commodity

Energia. Nella storica riunione tenutasi a Vienna il 6-7 dicembre, i Paesi OPEC e gli alleati non OPEC (la cosiddetta OPEC+) hanno approfondito la loro collaborazione e si sono impegnati ad agire per proteggere l'equilibrio di mercato il prossimo anno. Se le stime ufficiali dell'OPEC si riveleranno corrette e il grado di compliance si confermerà elevato, il mercato del greggio raggiungerà un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019 e sarà esposto a interruzioni inattese dell'offerta. Di conseguenza, manteniamo la nostra previsione di una risalita delle quotazioni del petrolio verso un trading range più elevato nel corso dei prossimi mesi. Per il gas, prevediamo prezzi ancora alti in Europa e negli Stati Uniti, a causa del picco stagionale della

domanda, a fronte di un mercato di LNG in tensione e di una minore flessibilità del sistema rispetto ai livelli abituali, soprattutto in Europa.

Metalli preziosi. L'andamento delle valute è molto importante per i metalli preziosi in questa fase di mercato. Attualmente, ci attendiamo uno scenario moderatamente positivo, a causa dell'indebolimento del dollaro americano, di un aumento della domanda di beni rifugio (poiché la crescita economica globale ha già raggiunto il picco) e di protezione contro i rischi d'inflazione. Tuttavia, sottolineiamo il rischio che un biglietto verde più forte del previsto potrebbe avere un impatto negativo sui prezzi e probabilmente prevarrebbe sui fondamentali, altrimenti positivi.

Metalli industriali. Il comparto dei metalli industriali ha i fondamentali più solidi del settore delle materie prime. Secondo le stime, la maggior parte dei metalli registrerà un deficit sia nel 2018 che nel 2019; le scorte mondiali stanno diminuendo, i prezzi bassi scoraggiano l'offerta secondaria e negli ultimi anni gli investimenti sono stati scarsi. Secondo le nostre analisi, i prezzi dovrebbero aumentare nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore estrattivo.

Agricoli. Come i metalli industriali, le commodity agricole risentono molto delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e sono vulnerabili ai rischi meteorologici e all'andamento delle valute. Per il momento, prevediamo un movimento in trading range dei prezzi dei cereali e un potenziale di rialzo più marcato per le soft commodity.

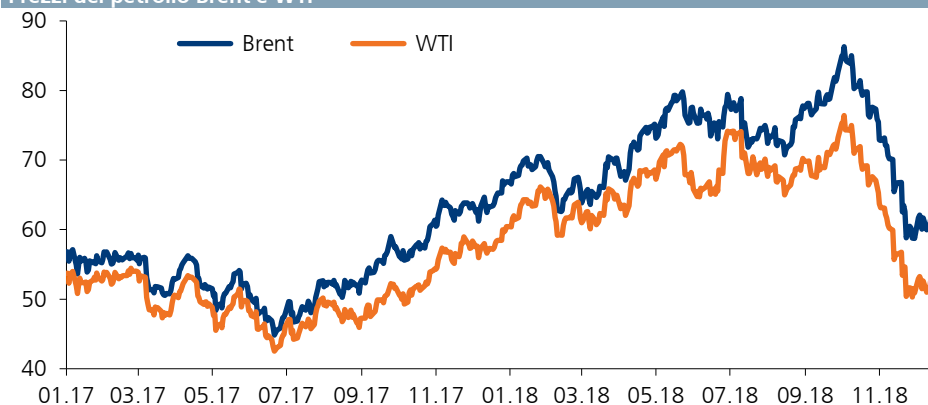
Previsioni di prezzo per le principali commodity		1T19	2T19	2018	2019	2020	2021
CO1 Comdty	ICE BRENT	75.0	80.0	72.0	80.0	81.0	83.0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	65.7	72.7	65.1	72.1	75.0	77.0
NG1 Comdty	NYMEX NATURAL GAS	3.70	3.30	3.09	3.50	3.50	3.50
GOLDLNPM Index	LME GOLD	1,250	1,250	1,268	1,250	1,300	1,325
SLVRLND Index	LME SILVER	14.7	15.0	15.7	15.5	16.5	17.0
PLTMLNPM Index	LME PLATINUM	800	800	881	800	800	800
PLDMLNPM Index	LME PALLADIUM	1,125	1,125	1,024	1,125	1,150	1,175
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	6,400	6,500	6,556	6,500	7,000	7,250
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	2,025	2,100	2,118	2,150	2,250	2,300
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	11,800	12,100	13,219	12,500	13,500	15,000
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2,650	2,700	2,896	2,750	2,800	2,900
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	2,000	2,000	2,248	2,000	2,050	2,100
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	19,600	20,000	20,067	20,000	20,750	21,250
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	68	65	69.2	65	62	59
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	780	800	719	780	750	700
C 1 Comdty	CBOT CORN	360	350	368	350	370	390
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	510	500	495	500	500	500
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	880	900	933	890	900	920
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	125	132	113	135	138	138
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,750	1,800	1,697	1,800	1,850	1,850
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	315	320	339	320	340	340
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	29.0	29.0	29.9	29.0	29.0	29.0

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

Petrolio: fiducia nell'OPEC+

I Paesi OPEC e gli alleati non-OPEC (la cosiddetta OPEC+) hanno intensificato la loro collaborazione e si sono impegnati ad agire per proteggere l'equilibrio di mercato il prossimo anno. Se le stime ufficiali dell'OPEC si riveleranno corrette e il grado di compliance si confermerà elevato, il mercato del greggio raggiungerà un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019 e sarà esposto a interruzioni inattese dell'offerta.

Prezzi del petrolio Brent e WTI



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

All'inizio di novembre, gli Stati Uniti hanno concesso inaspettatamente un'esenzione temporanea agli otto maggiori acquirenti di greggio iraniano, innescando immediatamente un forte calo dei prezzi del greggio.

Infatti, tutti i principali produttori di greggio avevano incrementato la loro offerta a partire dal mese di aprile, a causa della minaccia di sanzioni punitive all'Iran da parte degli Stati Uniti, che aveva prodotto una brusca contrazione delle esportazioni iraniane (dovuta all'obiettivo ufficialmente perseguito dall'amministrazione Trump di azzerare completamente le esportazioni dall'Iran). Di conseguenza, le esenzioni introdotte dagli USA hanno esposto il mercato globale a una nuova fonte di surplus di offerta.

Dopo settimane di acceso dibattito, i Paesi OPEC e gli alleati non-OPEC (definiti tutti insieme OPEC+) hanno raggiunto un accordo, decidendo di tagliare l'offerta complessiva di 1,2 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto al livello di produzione di ottobre 2018. L'accordo entrerà in vigore a gennaio e durerà 6 mesi. Il gruppo OPEC+ si riunirà nuovamente ad aprile per rivedere l'accordo. Questo periodo insolitamente breve è stato concordato per rispondere meglio alla forte incertezza sull'andamento della domanda e dell'offerta, a fronte di un rallentamento della crescita economica globale e della prevista scadenza delle esenzioni concesse dagli USA ai clienti iraniani.

Gli alleati non-OPEC taglieranno la produzione di 0,4 mb/g, ovvero il 2% rispetto ai livelli di ottobre, mentre i Paesi OPEC taglieranno di 0,8 mb/g, ovvero il 2,5%, assumendosi un carico maggiore per compensare i tre membri esentati dall'applicazione dell'accordo (Iran e Venezuela a causa delle sanzioni applicate nei loro confronti; Libia a causa della guerra civile in atto nel Paese). L'Arabia Saudita ha annunciato che taglierà la produzione di 0,5 mb/g da dicembre a gennaio (tagliando quindi 0,12 mb/g in più rispetto a quanto previsto dall'accordo), mentre la Russia di 0,23 mb/g. Insieme al taglio senza precedenti di 0,325 mb/g annunciato dal Canada a dicembre, il taglio dell'OPEC+ porterebbe il mercato globale in equilibrio nell'arco dei prossimi sei mesi, secondo le ultime stime dell'OPEC.

Inoltre, i ministri dell'OPEC+ hanno annunciato ufficialmente una dichiarazione di cooperazione, un passo avanti importante per rafforzare i loro rapporti. I ministri si sono impegnati a redigere una bozza di intesa basata sull'accordo quadro OPEC esistente, il cui documento definitivo dovrebbe essere firmato ufficialmente dai capi di Stato nel 1° trimestre 2019.

Secondo i dati pubblicati a dicembre dalla U.S. Energy Information Administration (EIA), l'OPEC ridurrà la produzione complessiva. L'agenzia prevede che dopo aver registrato un significativo deficit nel 2017 (-0,5 mb/g), il mercato resterà in leggero surplus nel 2018 (+0,3 mb/g) e nel 2019 (+0,2 mb/g). Si tratta di un miglioramento significativo rispetto al surplus di 0,6 mb/g stimato a novembre per il 2019.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a settembre 2018							
Stime pubblicate a dicembre 2018 in mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2017	98.6	58.7	9.4	6.6	32.7	33.2	-0.5
2018	100.1	61.2	10.9	6.7	32.6	32.2	0.3
Variazione a/a	1.5	2.5	1.5	0.0	-0.1	-0.9	
2019	101.6	63.5	12.1	6.5	31.8	31.6	0.2
Variazione a/a	1.5	2.3	1.2	-0.1	-0.8	-0.7	

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

Inoltre, la *spare capacity* dell'OPEC dovrebbe restare bassa, a una media di 1,54 mb/g nel 2019, esponendo il mercato al rischio di interruzioni inattese dell'offerta. A nostro avviso, una *spare capacity* così bassa rappresenta un segnale rialzista per i prezzi.

Tuttavia, persistono forti rischi di ribasso: le stime sulla domanda globale potrebbero essere riviste al ribasso a causa di un rallentamento della crescita globale maggiore delle attese, causato dalle tensioni commerciali; la crescita dell'offerta non-OPEC potrebbe superare le stime, già ottimistiche.

Manteniamo una view fortemente rialzista sui prezzi del greggio e ben al di sopra delle stime di consenso. Secondo il nostro modello, il Brent dovrebbe scambiare intorno a una media di 80 dollari al barile nel 2019. Nonostante il peggioramento dello scenario macroeconomico, riteniamo che i prezzi del greggio siano diminuiti più di quanto sia giustificato dai fondamentali, poiché i prezzi attuali non tengono conto della bassissima *spare capacity* e della vulnerabilità del mercato a interruzioni inattese dell'offerta.

Inoltre, l'Arabia Saudita appare determinata a fare il possibile per mantenere l'equilibrio di mercato e, di conseguenza, tenere i prezzi all'interno di una forchetta elevata ma relativamente stabile. Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI) sul prezzo di break-even per raggiungere il pareggio di bilancio, per l'Arabia Saudita un prezzo del Brent nel range dei 70-75 dollari sarebbe soddisfacente.

La ripresa di un trend rialzista dei prezzi porterebbe la *forward curve* del Brent in *backwardation*, tornando così a stimolare l'interesse degli investitori finanziari, attirati da *roll yield* positivi. A nostro avviso, l'interesse speculativo aggiungerebbe 5-10 dollari in più al range di prezzo considerato soddisfacente per l'Arabia Saudita.

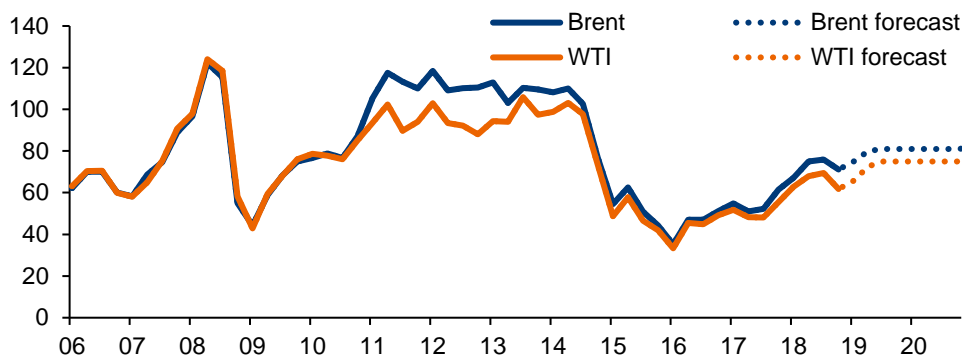
Sebbene non sia considerato nel nostro scenario di base, vediamo come principale rischio al ribasso che grava sulle nostre stime un sentiment di mercato ancora negativo verso i *risky asset* in generale e il greggio in particolare. Tale *risk-off* potrebbe essere alimentato da numerose minacce: preoccupazioni riguardo le tensioni commerciali; future sorprese negative nei dati macroeconomici pubblicati nelle principali aree di consumo; l'inatteso rinnovo delle esenzioni che limiterebbe

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2018

l'impatto delle sanzioni statunitensi contro l'Iran; una crescita più forte delle attese dell'output non-OPEC.

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



Fonte: stime formulate da Intesa Sanpaolo, elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio Brent

Al 14.12.2018	1T19	2T19	3T19	4T19	2019	2020	2021
ICE BRENT	75.0	80.0	81.0	81.0	80.0	81.0	83.0
Mediana, Bloomberg	74.0	72.0	75.0	72.8	73.1	72.0	69.6
Forward Curve	61.8	62.2	62.1	61.9	62.0	61.6	61.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 14.12.2018	1T19	2T19	3T19	4T19	2019	2020	2021
NYMEX WTI	65.7	72.7	75.0	75.0	72.1	75.0	77.0
Mediana, Bloomberg	65.0	65.0	65.5	67.3	66.3	67.0	66.0
Forward Curve	53.4	54.1	54.3	54.4	54.1	54.0	53.3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com).

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

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento intermediari no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo “Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo”) si sono dotate del “Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231” (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all’indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all’indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l’esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle “Regole per Studi e Ricerche” e nell’estratto del “Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse”, pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A..

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

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

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

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