

## Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche  
Giugno 2018

## Indice

<b>Incertezza da fine ciclo?</b>	<b>2</b>
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	5
<b>Stati Uniti: l'inizio della fine?</b>	<b>7</b>
<b>Area euro: l'espansione è più matura, BCE verso "una nuova normalità"</b>	<b>11</b>
Germania: il meglio è alle spalle, Merkel in difficoltà	17
Francia: prima metà dell'anno un po' deludente, dal 2° semestre la crescita dovrebbe riprendere la velocità di crociera	21
Italia: la ripresa prosegue, ma i rischi sono in aumento	25
Spagna: la crescita continua a sorprendere verso l'alto	30
Paesi Bassi: il picco è alle spalle ma l'espansione prosegue	34
Grecia: un nuovo inizio da agosto?	38
Portogallo: l'economia torna a essere trainata dai consumi interni	39
<b>Asia</b>	<b>41</b>
Giappone: crescita moderata, politiche economiche sempre espansive	41
Cina: la PBOC cambia passo aggiustando la liquidità	45
India: la ripresa si consolida e l'inflazione <i>core</i> accelera	49
<b>Materie prime: lo scenario è complicato da rischi esogeni</b>	<b>53</b>
Petrolio: si teme un rialzo dell'offerta	56

Giugno 2018

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Macroeconomic Research  
Team

Luca Mezzomo  
Responsabile

Daniela Corsini  
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi  
Economista - Area Euro

Paolo Mameli  
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo  
Economista - Asia Emergenti

## Incertezza da fine ciclo?

Dati economici che sorprendono in negativo, le incertezze legate ai negoziati su Brexit e al protezionismo americano e il riemergere del rischio Italia gettano ombre sullo scenario macroeconomico del prossimo biennio.

Luca Mezzomo

I rischi di recessione appaiono ancora molto limitati, ma oggi sembra ancora più probabile che la crescita rallenterà. L'inflazione sta salendo, ma soprattutto per l'andamento del petrolio. Le pressioni al rialzo sui salari restano contenute.

Tale quadro fa prospettare una normalizzazione monetaria lenta e incompleta nei prossimi anni.

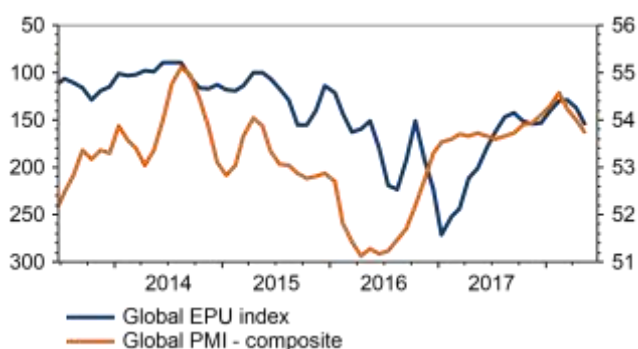
Il calendario dei dati economici ha continuato a offrire sorprese negative anche nel secondo trimestre, in particolare nel continente europeo. A ciò ha corrisposto un indebolimento degli indici globali di attività economica dai picchi di inizio 2018, più marcato per il settore manifatturiero rispetto al terziario. In effetti, nel 1° trimestre la produzione industriale si è contratta nell'Eurozona, lasciando in eredità al 2° trimestre anche un trascinamento sfavorevole. Le cause di tale rallentamento non sono del tutto chiare. Un ruolo potrebbe essere stato giocato, almeno in Europa, da fattori transitori (condizioni meteorologiche sfavorevoli rispetto alla norma stagionale, scioperi in Francia, effetti di calendario).

Fig. 1 – Indici di sorpresa economica positivi ovunque



Fonte: IHS Markit

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



Fonte: EPU, IHS Markit

Ciò nonostante, negli ultimi 3 mesi le revisioni delle stime di consenso sono state marginali e contrastanti. Un lieve calo (-0,1%) ha interessato le previsioni di crescita 2018 e 2019 dell'Eurozona, mentre le stime per gli Stati Uniti sono salite sul 2018 e sono invariate sul 2019. Non ci sono movimenti della stima media sulla crescita globale. Ugualmente modeste, ma in questo caso sistematicamente al rialzo, le revisioni alle stime di inflazione 2018-19. Ciò riflette senza dubbio l'andamento più forte del previsto registrato dal prezzo del petrolio: nel dicembre 2017 la media di consenso per marzo e dicembre 2018 era di 57,9 dollari al barile, con un massimo di 70 dollari, ma il Brent Crude ha superato le più altre previsioni a partire dalla seconda settimana di aprile, toccando massimi giornalieri oltre quota 80 dollari in maggio. La maggior parte dei previsori, dunque, sembra condividere l'opinione dei banchieri centrali, che hanno per lo più liquidato il rallentamento del 1° trimestre come un fenomeno accidentale.

**Marginali le revisioni alle stime di consenso sulla crescita**

Ciò non esclude, però che si vada rafforzando la convinzione che la crescita mondiale sia destinata a rallentare ulteriormente nel 2019. Lo scenario di consenso, come anche il nostro, includeva già un'aspettativa di rallentamento della crescita fra 2018 e 2019, ma tale tendenza si farà più marcata nei prossimi mesi. Nel complesso, anche le nostre proiezioni riflettono le variazioni descritte per quelle di consenso: aumento per le stime di inflazione, revisione al rialzo

della crescita americana 2018, limatura delle stime di crescita per l'Eurozona nel 2018. Non potrebbe essere altrimenti, considerando che si sta osservando un aumento dell'incertezza sulle politiche economiche, conseguenza dell'*escalation* protezionistica degli Stati Uniti, ma anche degli scarsi progressi del negoziato su Brexit e del cambio di governo in Italia.

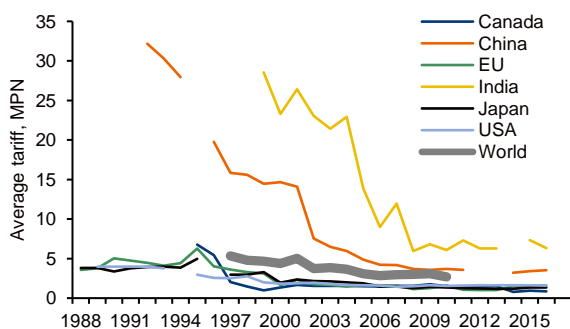
Il cambio di governo in Italia è stato accompagnato a un violento aumento dei premi per il rischio sul debito pubblico, che alla fine di maggio ha assunto connotazioni preoccupanti per il movimento molto pronunciato dei premi sulle scadenze più corte – usualmente sintomo di dubbi sulla sostenibilità di breve termine del debito. La crisi di fiducia è poi parzialmente rientrata, ma i premi per il rischio sono rimasti molto alti rispetto ai livelli che avevano caratterizzato i mesi precedenti, e coerenti con un alto rischio di declassamento di uno o due livelli del merito di credito del Paese. La situazione potrà normalizzarsi soltanto in seguito alla definizione di una manovra 2019 coerente con la riduzione del rapporto debito/PIL. Le tensioni sul debito italiano hanno avuto ripercussioni anche sugli altri paesi della "periferia", ma nel complesso sono molto limitate rispetto ad episodi precedenti (le elezioni francesi, il referendum su Brexit e, ovviamente, la crisi del debito del 2011).

**Ritorna il rischio Italia, ma con effetti di contagio limitati**

Unione Europea e Regno Unito hanno fatto altri progressi sulla definizione del trattato di recesso negli ultimi mesi, ma resta del tutto irrisolta la questione del confine irlandese. L'Unione Europea ha predisposto una soluzione di ripiego che mantiene l'Irlanda del Nord nell'unione doganale UE e ne impone il mantenimento di un pieno allineamento normativo – con la conseguente necessità di istituire un confine doganale fra Irlanda del Nord e il resto del Regno Unito. Il governo britannico ha trasmesso una controproposta giudicata insufficiente dall'UE. Non è ancora chiaro quale sia l'obiettivo del governo UK in questi negoziati, anche perché probabilmente quello della premier Theresa May non è lo stesso degli oltranzisti pro-Brexit, né quello dei conservatori favorevoli alla permanenza nell'UE. Se si esclude la rinuncia al vincolo del confine trasparente fra le due Irlande, l'unica via di uscita appare quella di tenere l'intero Regno Unito entro l'unione doganale UE, garantendo però la subordinazione della legislazione britannica in materia commerciale alla Corte di Giustizia Europea e l'allineamento nel tempo alla normativa europea. In tal caso, però il Regno Unito perderebbe la possibilità di negoziare accordi separati di libero scambio con paesi terzi. Però sembra difficile che tale soluzione possa essere accettata dai fautori di Brexit. D'altra parte, una *no deal Brexit* richiederebbe preparativi tecnici complessi per attrezzarsi a gestire l'intenso flusso commerciale che attraversa il Canale della Manica, che non risultano essere stati avviati. Il tempo stringe, in quanto è difficile che un accordo siglato oltre dicembre possa essere ratificato in tempo da tutti gli Stati membri. Di fronte a una simile incertezza, è inevitabile che le imprese inizino ad attrezzarsi a fronte dell'eventualità di una paralisi del commercio fra Regno Unito ed UE dopo il 29 marzo 2019.

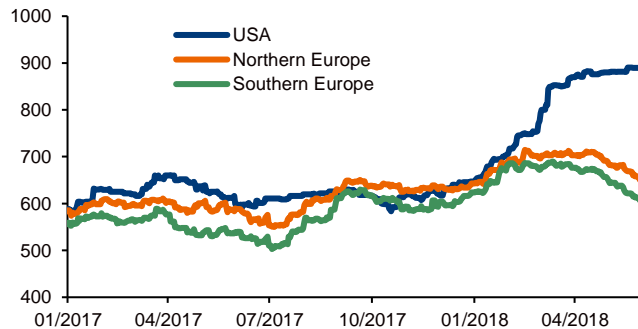
**Brexit: negoziati in stallo sulla questione del confine irlandese**

Fig. 3 – Livello dei dazi medi ponderati



Fonte: World Bank

Fig. 4 – Effetto dei dazi americani sul prezzo dell'acciaio



Fonte: Thomson Reuters. Nota: prezzo dello *hot rolled coil*

Le misure protezionistiche del governo statunitense hanno prodotto un primo giro di rappresaglie da parte dei paesi colpiti. Ciò nonostante, la quota di commercio finora interessata è troppo modesta per avere effetti diretti importanti sulla crescita. Tuttavia, gli Stati Uniti starebbero pensando di introdurre misure di salvaguardia anche su auto e componentistica. Inoltre, i negoziati sulla revisione del NAFTA sono ancora in alto mare. L'*escalation* dovrebbe assumere proporzioni ben più drammatiche per minacciare seriamente l'espansione economica: il FMI ha stimato che un incremento del 10% delle barriere daziarie degli Stati Uniti e dei loro partner commerciali ridurrebbe la crescita del PIL americano dell'1%, e quella del resto del mondo dello 0,5%. Per confronto, il livello medio ponderato dei dazi è attualmente inferiore al 4%. Le politiche commerciali degli Stati Uniti, però, creano uno stato di incertezza che potrebbe penalizzare gli investimenti in tutto il mondo, senza peraltro conseguire gli obiettivi sperati di riduzione del disavanzo commerciale americano.

**Il protezionismo americano crea un clima di incertezza**

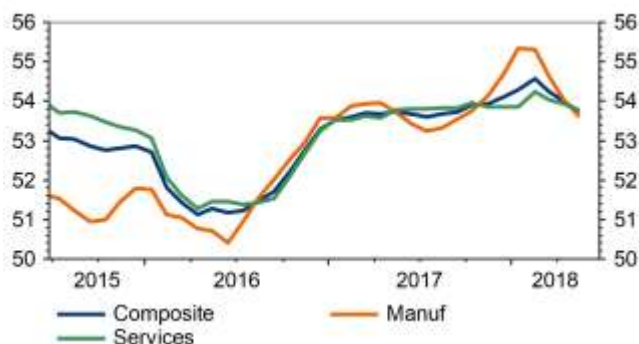
Il quadro che stiamo prospettando non è incompatibile con una parziale normalizzazione delle politiche monetarie. In effetti, ci attendiamo che la Federal Reserve continui ad alzare i tassi quest'anno e nel 2019, e riteniamo che la BCE rispetterà il programma annunciato (chiusura dell'APP a fine 2018, primo aumento dei tassi dopo l'estate 2019). Però, l'indebolimento della crescita e l'aumento dei rischi di recessione potrebbero rendere l'ampiezza di questo ciclo di restrizione molto ridotta, e altresì limitare il trasferimento alle scadenze medie e lunghe delle curve dei tassi, che sono destinate ad appiattirsi.

**Continuerà la normalizzazione monetaria in Europa e Stati Uniti, ma resterà parziale**

Sui mercati valutari, il più lungo periodo di divergenza delle politiche monetarie di Fed e BCE ha finalmente interrotto l'apprezzamento dell'euro. In generale, il rialzo dei tassi Fed sta rafforzando il dollaro, in particolare rispetto alle monete dei paesi emergenti. Nei confronti dello yuan, agisce nella stessa direzione il lancio di misure protezionistiche contro le esportazioni cinesi. Il nostro scenario macroeconomico ipotizza un periodo di oscillazione laterale per il cambio euro/dollaro con estremi 1,14-1,18, seguito da un possibile rafforzamento dell'euro quando il mercato inizierà a speculare sul rialzo dei tassi ufficiali BCE. Riteniamo probabile un ulteriore indebolimento dello yen, penalizzato dalle misure di espansione monetaria che il Giappone continuerà ad implementare. La sterlina è invece soggetta a rischi binari, legati all'esito dei negoziati per l'uscita dall'UE.

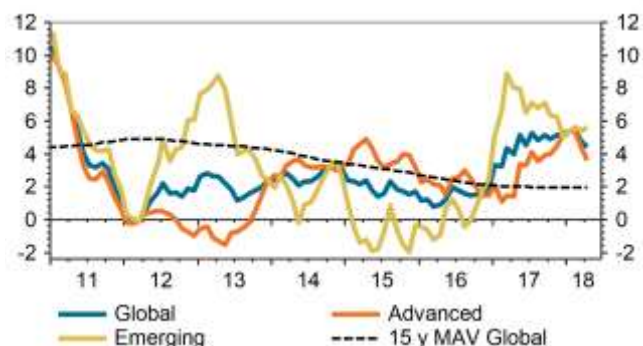
## Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



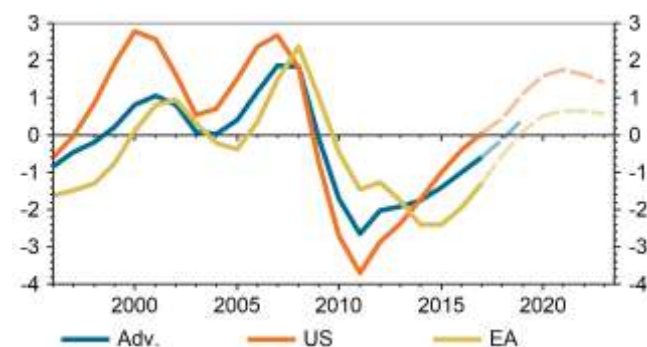
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



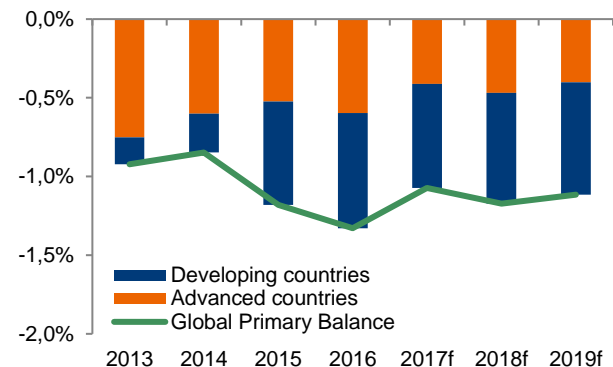
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



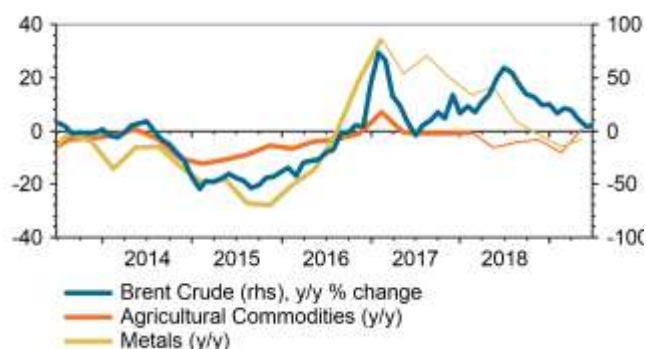
Fonte: FMI

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



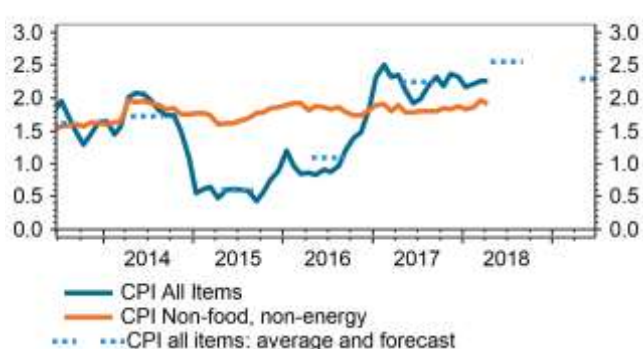
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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

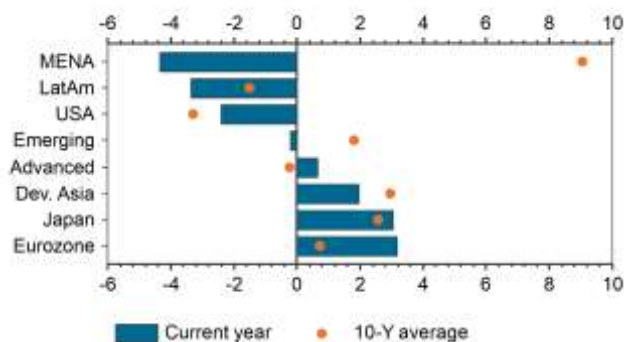


Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

## Scenario Macroeconomico

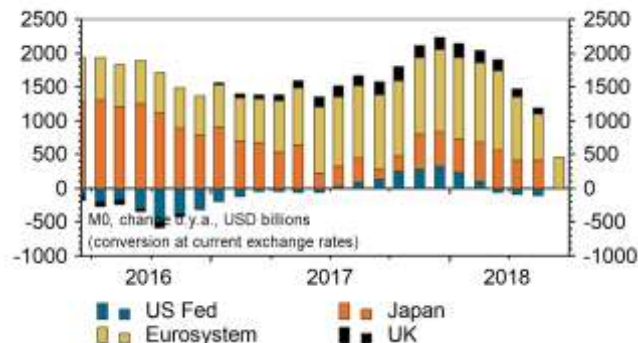
Giugno 2018

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



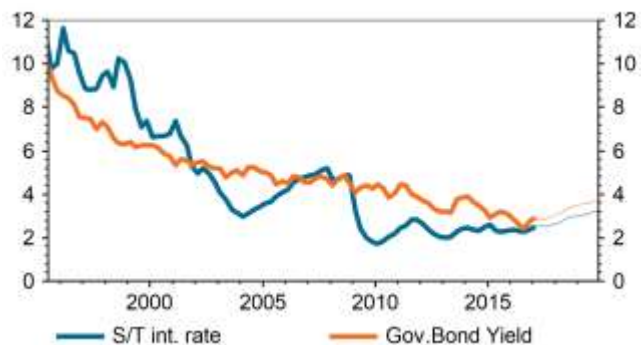
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



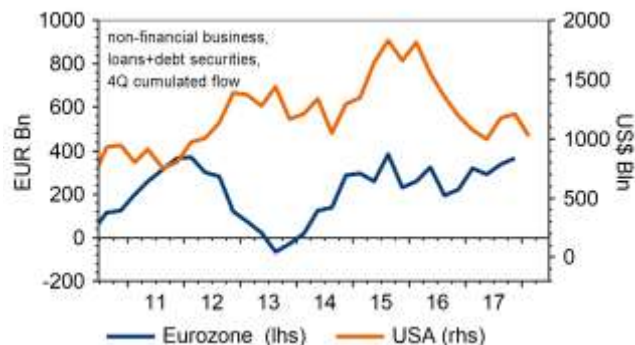
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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	2.3	3.0	2.6	2.1	1.6
Giappone	1.7	0.9	1.0	-0.1	0.8
Area Euro	2.6	2.1	1.9	1.6	1.4
Europa orientale	3.1	3.0	2.4	2.2	2.2
America Latina	1.1	1.9	2.7	2.9	2.8
OPEC	0.3	1.7	2.7	3.6	3.7
Cina	6.9	6.4	6.2	6.0	6.0
India	6.2	7.5	7.2	7.0	6.8
Africa	3.5	3.8	4.2	4.4	4.5
<b>Crescita mondiale</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Stati Uniti: l'inizio della fine?

Giovanna Mossetti

La ripresa invecchia con brio, ed entra nel suo nono anno di vita: il ciclo, già autonomamente forte, ha trovato ulteriore supporto nelle politiche economiche e nella domanda globale. Le **previsioni di crescita** sono brillanti (fig. 1): **3% nel 2018, 2,6% nel 2019, 2,1% nel 2020**, dopo nove anni di espansione su ritmi mediamente vicini al 2%. Inoltre, non ci sono squilibri o eccessi come nel 2001 e 2007. L'*unemployment gap* e l'*output gap* sono positivi e crescenti, con l'inflazione vicina al 2%, senza pressioni verso l'alto, nonostante la scarsità di risorse inutilizzate. La Fed sta rimuovendo lo stimolo da fine 2015, tuttavia le condizioni finanziarie sono ancora espansive. Come ha detto Powell, l'economia è in gran forma" e in crescita sostenibile e diffusa. Ma **il meglio è alle spalle**: sul futuro si addensano nubi che, a nostro avviso, potrebbero portare alla fine della ripresa dal 2020 in poi. I rischi derivano da fattori esogeni: **politica commerciale, politica fiscale, politica monetaria e politica** in senso stretto.

**Il quadro del 2018 è positivo.** La domanda aggregata è solida e diffusa, senza eccessi. La **crescita nel 2° trimestre** dovrebbe segnare una forte accelerazione, sulla scia della ripresa dei consumi che avevano frenato a inizio anno. Tutte le componenti della domanda domestica sono su trend positivi, che dovrebbero mantenere la dinamica trimestrale nella seconda metà dell'anno vicina al 3% t/t ann. In questa fase di piena occupazione, l'evoluzione del **mercato del lavoro** e dell'**inflazione** è cruciale per la politica monetaria e per le prospettive cicliche.

Il **mercato del lavoro** è al pieno impiego, con il **tasso di disoccupazione** a 3,8% a maggio (fig. 3) e indicazioni di ulteriore calo. La crescita di occupati mensile in media resta intorno a 200 mila, molto sopra quella della forza lavoro. Il FOMC prevede la disoccupazione a 3,6% a fine 2018; in linea con il tasso di partecipazione medio dell'ultimo anno (62,8%) e una crescita di occupati intorno a 200 mila. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato dal 2017 grazie a una ripresa della partecipazione degli uomini fra i 25 e 54 anni (fig. 4). Questa coorte potrebbe determinare ancora un afflusso di partecipanti al mercato, con freni al calo del tasso di disoccupazione e alle pressioni salariali per il 2019-20. La crescita dei salari è sempre moderata, grazie anche all'uscita dei *baby boomer*, con salari elevati rispetto a quelli dei nuovi entranti. Il calo dell'età media degli occupati non basta a spiegare la minor correlazione fra disoccupazione e salari. Questo fenomeno può essere dovuto a un NAIRU più basso delle stime correnti, oppure alla persistente presenza di risorse inutilizzate (uomini fra 25 e 54 anni, appunto). Per ora, **non si vedono elementi di surriscaldamento di salari e prezzi, in linea con una curva di Phillips quasi piatta** (fig. 6).

L'**inflazione core** ha invertito il trend discendente della prima metà del 2017 e si è riportata vicino al 2% (fig. 5). In parte, l'aumento dell'inflazione *core* è dovuto al confronto con i dati deboli del 2017; per l'inflazione *headline*, si aggiunge il contributo dei prezzi energetici. Ciò che conta è la **dinamica mensile degli indici core**, che è intorno a 0,15% m/m in media, coerente con variazioni annue intorno al 2%. Al di là del confronto con il 2017, un fattore rilevante per il rialzo dell'inflazione riguarda la sanità, con prezzi in riaccelerazione da fine 2017. Per ora non ci sono però indicazioni di significativo sfioramento rispetto all'obiettivo "simmetrico" della Fed. L'economia sembra essere in un nuovo regime di crescita, inflazione e tassi neutrali più bassi.

### Rischi di politica economica, le vere minacce per la sopravvivenza di questo ciclo

1. **Politica commerciale: venti di guerra** (dei dazi). Dopo l'uscita dalla Trans-Pacific Partnership e l'apertura dei negoziati sul **NAFTA** (per ora infruttuosi), l'amministrazione Trump ha aperto il **fronte dei dazi**, con l'obiettivo di ridurre il deficit commerciale (fig. 7). Da inizio anno c'è stata un'escalation, con annunci sempre più minacciosi, mirati principalmente alla Cina, ma applicati anche agli alleati. In termini effettivi, finora sono entrati in vigore (o stanno per essere attuati) **nuovi dazi** su un totale di 95 mld di import (totale: 2,3 tln): lavatrici e pannelli solari, acciaio (+25%), alluminio (+10%), 50 mld di importazioni dalla Cina (+25%, effettivi il 6 luglio su 34 mld e da definire per i 16 mld rimanenti). **L'effetto diretto stimato sulla crescita USA è minuscolo**, -0,06pp (Tax Foundation). La Cina ha detto che imporrà dazi su circa 50 mld di import dagli USA (auto, aerei, soia), e Trump ha risposto minacciando di introdurre dazi del 25% su 200 mld, ed eventualmente dazi del 10% su altri 200 mld di importazioni. Anche l'UE ha risposto con dazi su 2,8 mld di euro di import dagli USA. Inoltre,



## Scenario Macroeconomico

Giugno 2018

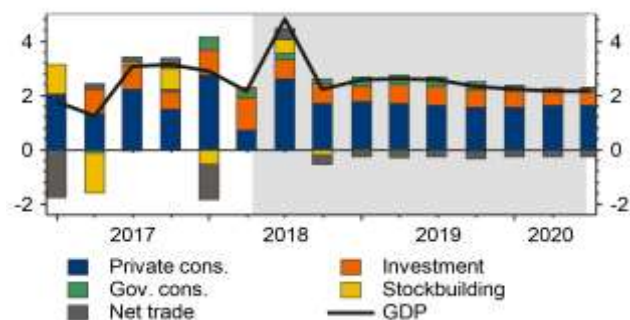
potrebbero essere imposti più avanti dazi su auto e parti (import 2017: 290 mld). Se tutti i dazi annunciati fossero attuati, l'effetto sulla crescita USA potrebbe essere vicino a -0,4pp nel 2019. Ulteriori rischi vengono da possibili ritorsioni. Secondo il FMI, **dazi più alti del 10% sulle importazioni USA verso tutti e del resto del mondo verso gli USA frena di -0,5pp la crescita mondiale; e di -1pp quella USA**. Inoltre, se non si troverà una soluzione sul fronte NAFTA, i costi sarebbero ancora più elevati. Per ora, gran parte degli effetti degli annunci si limita all'aumento di incertezza sui mercati e, forse, sui piani di investimento. Tuttavia, **i rischi di una vera guerra commerciale** sono molto aumentati, con potenziali ripercussioni negative sulla crescita 2019-20.

- Politica fiscale a pieni giri nel momento sbagliato.** La riforma tributaria e l'aumento della spesa discrezionale imprimono uno stimolo fiscale pari a circa 1,3 tln di dollari sul 2018-28. Il deficit/PIL è previsto in media al 5% (fig. 8), circa il doppio della media storica. **I rischi della deriva fiscale** in un'economia al pieno impiego sono dupli: 1) surriscaldamento, che potrebbe portare a rialzi dei tassi più rapidi e maggiore probabilità di recessione; 2) impossibilità e/o difficoltà di attuare politiche contro-cicliche in caso di rallentamento o recessione.
- Politica monetaria: la Fed si fermerà prima che sia troppo tardi?** La politica monetaria si sta avvicinando alla neutralità. Il quadro macro ha permesso finora di rimuovere lo stimolo molto gradualmente. Il tasso sui Fed funds è ora al 2%, ed è previsto dalla Fed al 3,25%-3,5% a fine 2020: la politica monetaria entra in territorio pericoloso. La Fed stima il **tasso dei fed funds neutrale** reale di breve termine vicino a zero (fig. 9), e a 0,9% nel più lungo termine (tab. 1). Il FOMC ha indicato che intende proseguire sul sentiero di rialzi, con una mediana di 4 rialzi nel 2018 (ancora 2 da attuare), 3 rialzi nel 2019 e 1 rialzo nel 2020. Powell ha affermato che "il caso per la continuazione di aumenti graduali del tasso dei Fed funds rimane forte" e "se le banche centrali diventano compiacenti e sfruttano la mancanza di reazione dell'inflazione alla bassa disoccupazione" spingendo l'utilizzo delle risorse "in modo persistente e significativo oltre i livelli sostenibili", ci potrebbe essere una spinta verso l'alto sulle aspettative di inflazione. Inoltre, secondo Powell la relazione fra disoccupazione e prezzi potrebbe essere non-lineare, con l'implicazione che "un mercato del lavoro molto sotto pressione potrebbe determinare ampi effetti non lineari" sui prezzi. **Il FOMC ora ha eliminato la guidance** e sarà guidato dai dati, con l'intenzione di portare i tassi su livelli modestamente restrittivi nel 2020. A nostro avviso, **il rallentamento dell'economia nel prossimo biennio dovrebbe determinare la fine dei rialzi nel 2019** (ancora due rialzi nel 2018, 3 rialzi nel 2019, punto di arrivo al 3,25%). Il FOMC prevede anche un rialzo nel 2020. In passato, **la Fed ha sempre concluso i cicli di rialzi con una recessione: chissà se questa volta sarà diverso?**
- Politica: governo di nuovo diviso dopo il voto midterm?** Le elezioni in autunno potrebbero riportare la Camera in mano ai democratici, con ulteriore stallo legislativo nel 2019-20 e la possibilità di aprire la procedura di impeachment del presidente.

Previsioni	2017			2018p			2019p						
	2017	2018p	2019p	2017			2018p			2019p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.3	3.0	2.6	2.2	2.3	2.6	2.8	3.3	3.0	2.9	3.1	2.5	2.5
- trim./trim. annualizzato				3.1	3.2	2.9	2.2	4.8	2.2	2.6	2.6	2.6	2.3
Consumi privati	2.8	2.7	2.5	3.3	2.2	4.0	1.0	3.8	2.5	2.6	2.5	2.4	2.3
IFL - privati non residenziali	4.7	6.5	4.8	6.7	4.7	6.8	9.2	5.2	5.3	4.1	5.0	5.0	4.5
IFL - privati residenziali	1.8	2.1	3.6	-7.3	-4.7	12.8	-2.0	4.3	3.5	3.6	3.5	3.6	3.5
Consumi e inv. pubblici	0.1	1.5	1.8	-0.2	0.7	3.0	1.1	1.5	1.1	2.0	2.1	2.0	1.8
Esportazioni	3.4	4.9	3.4	3.5	2.1	7.0	4.2	7.5	3.8	3.1	3.2	2.8	2.7
Importazioni	4.0	4.7	3.8	1.5	-0.7	14.1	2.8	3.2	5.1	3.3	3.7	3.8	3.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.8	-0.5	0.1	0.5	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.9	-3.0										
Deficit Federale (% PIL)	-4.8	-5.3	-5.5										
Debito pubblico (% PIL)	124.5	124.1	124.4										
CPI (a/a)	2.1	2.6	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	3.0	2.6	2.1	1.9	1.8
Produzione Industriale (a/a)	1.6			1.2	-0.4	1.9	0.6	1.4					
Disoccupazione (%)	4.4	3.8	3.6	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6

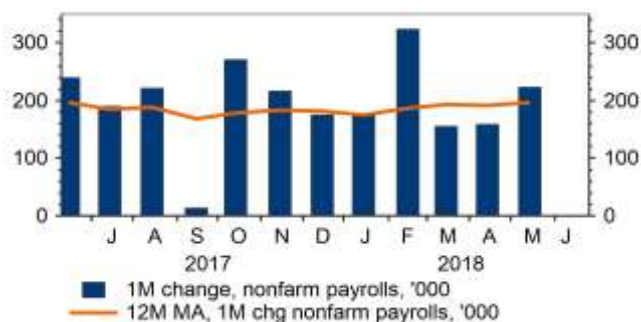
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



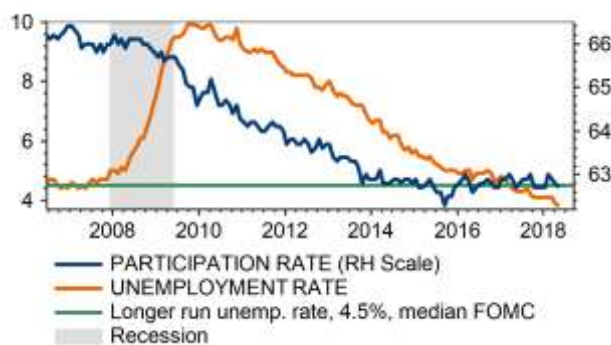
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Nuovi occupati: la crescita non rallenta



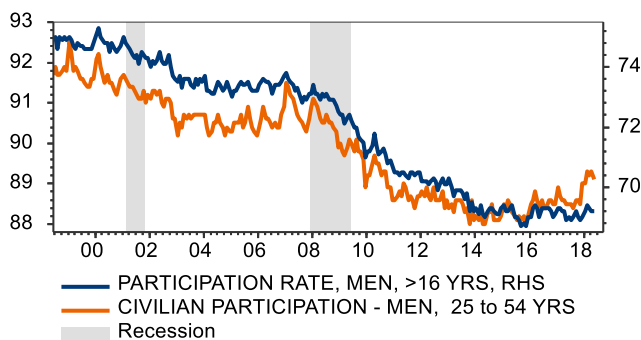
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



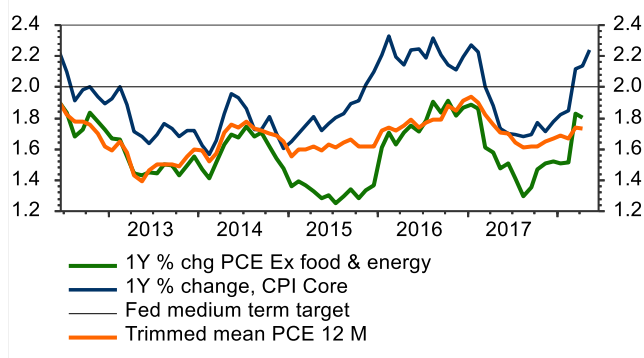
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Partecipazione maschile: totale e coorte 25-54 anni



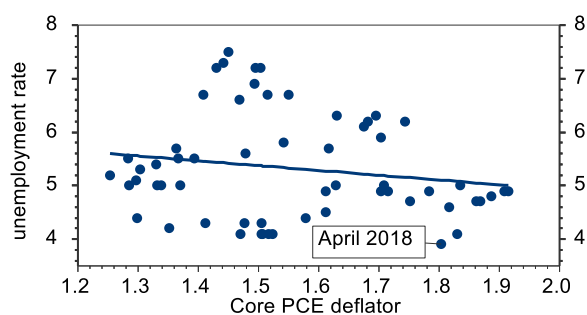
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Inflazione core sempre moderata, a parte il rialzo dovuto al confronto con il 2017 debole



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – La curva di Phillips, se esiste ancora, è ultra-piatta



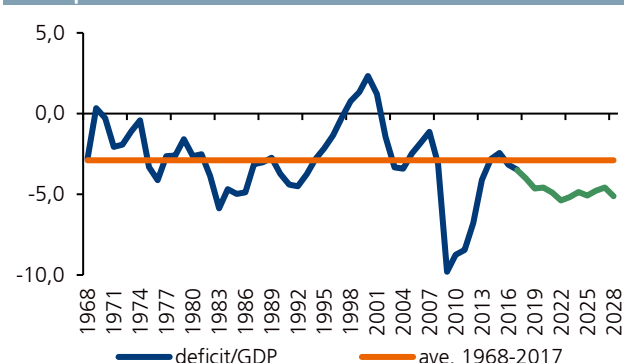
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Deficit commerciale in gran parte dovuto alla carenza di risparmio in USA



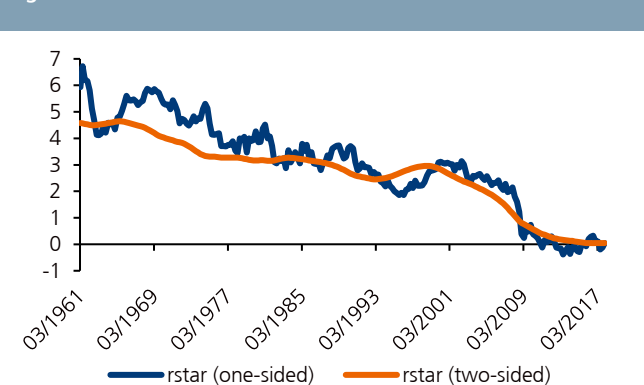
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Deficit/PIL in media a -5% nel prossimo decennio, anche senza prevedere una recessione



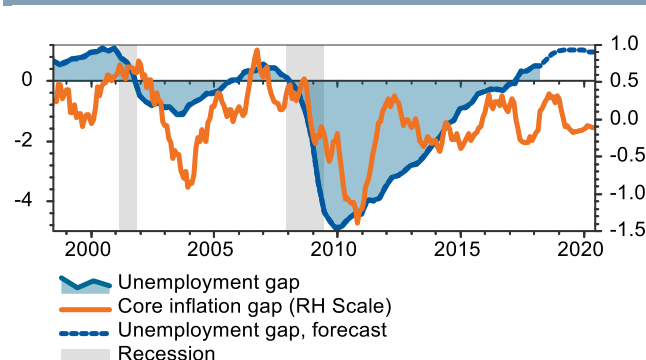
Fonte: Congressional Budget Office, aprile 2018

Fig. 9 – Tasso reale neutrale di breve termine a zero



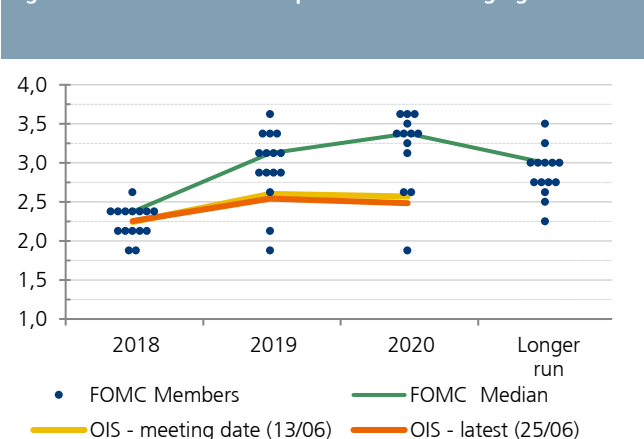
Fonte: Laubach, Williams.

Fig. 10 – Riuscirà la Fed a evitare una recessione alla fine del ciclo di rialzi?



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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

Variables	Median			
	2018	2019	2020	Longer run
<b>Change in real GDP</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
Dec. Projection	2.7	2.4	2.0	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.5</b>
Dec. projection	3.8	3.6	3.6	4.5
<b>PCE inflation</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Dec. projection	1.9	2.0	2.1	2.0
<b>Core PCE</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	
Dec. projection	1.9	2.1	2.1	
<b>Federal funds rate</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>
Dec. projection	2.1	2.9	3.4	2.9

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

## Area euro: l'espansione è più matura, BCE verso "una nuova normalità"

Dopo una serie di sorprese positive nella seconda metà del 2017, e conseguenti revisioni al rialzo alle stime di crescita, negli ultimi tre mesi sono prevalse sorprese negative (v. fig.1). Il PIL è cresciuto di 0,4% t/t nei mesi invernali, dopo i ritmi euforici dei tre trimestri precedenti (+0,7% t/t). Le indagini congiunturali PMI e indice di fiducia economica sono calate ancora nel 2° trimestre (v.fig.2), lasciando pochi dubbi sul fatto che il picco di questo ciclo è ragionevolmente alle spalle e che la crescita del PIL è restata ancora intorno a 0,4% t/t anche nel trimestre primaverile. Tre mesi fa, ci aspettavamo una crescita di 0,5%t/t nella prima metà di quest'anno; di riflesso abbiamo tagliato la previsione per il 2018 al 2,1% da un precedente 2,4%, un tasso di crescita comunque ancora al di sopra del potenziale. Confermiamo le nostre previsioni di proseguimento della fase espansiva nel 2019 (1,9%) e 2020 (1,6%). Riteniamo, difatti, che il rallentamento segnalato dai dati sia, almeno in parte, di natura temporanea e legato a: una correzione dell'export dopo i tassi di crescita eccezionali di fine 2017; a fattori climatici (febbraio con precipitazioni nevose al di sopra delle medie storiche in Francia, Belgio e Germania); scioperi in Francia (trasporti e industria) e in Germania (settore metalmeccanico); ampia correzione nel segmento dei beni capitali dopo il forte balzo di fine 2017, spiegato da un'ampia commessa di valore unitario nel settore aeronautico. Tra marzo e aprile hanno, poi, pesato effetti di calendario inusuali (rispettivamente tre e due giorni lavorativi in più rispetto al 2017). Ma ci sono altri motivi per rimanere ottimisti sulle prospettive cicliche dell'Eurozona. Il dettaglio delle indagini di fiducia indica che l'economia comincia ad operare con vincoli di capacità piuttosto stringenti (v. fig. 3): la domanda non è più chiaramente un limite per l'attività, anzi, dovrebbe essere in eccesso rispetto all'offerta, le imprese segnalano strutture inadeguate e carenza di lavoro, cosa che potrebbe spiegare in parte la moderazione della crescita nei primi cinque mesi del 2018. Stimiamo che vi sia ancora margine di discesa dell'indice di fiducia economica dal livello medio del 2° trimestre (112,6), prima che si possa temere la fine di questo ciclo espansivo. Il nostro modello sulla crescita del PIL, prevede che a un livello dell'ESI di 106 corrisponda un tasso di crescita annuo del PIL di 1,5%, ovvero in linea con il trend (v. fig. 4). Il ciclo, anche se più maturo, rimane ancora in una fase relativamente giovane nella maggior parte dei paesi, dal momento che l'output gap si chiuderà soltanto quest'anno.

Il **recente restringimento delle condizioni finanziarie**, riconducibile, in parte, all'aumento del rischio di credito con l'avvicinarsi della fine dell'APP, **non dovrebbe compromettere la fase espansiva**. Le condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese rimangono eccezionalmente favorevoli. Nel contempo, non si individuano segnali di eccesso che potrebbero far temere una battuta d'arresto. Le misure di *credit gap* della Banca per i regolamenti internazionali restano vicine ai minimi storici (v. fig. 5).

Le **politiche economiche, politica monetaria e politica fiscale si confermano sul sentiero che avevamo previsto tre mesi fa**. La politica monetaria continuerà ad essere ancora il principale fattore di supporto alla crescita nel 2018-19 (v. fig.5) anche se la BCE è in via di normalizzazione delle politiche non convenzionali (v. sotto). La politica fiscale darà un contributo neutrale sia quest'anno che il prossimo (v.fig.6), secondo le stime di primavera della Commissione Europea. Lo scorso 18 giugno lo *European Fiscal Board* (organismo indipendente deputato alla valutazione della *stance* di politica fiscale per la zona euro) indicava che "i tempi sono ormai maturi, dopo circa 20 trimestri di crescita solida, per costruire dei cuscinetti fiscali" in modo da evitare gli errori del passato ovvero politiche fiscali pro-cicliche. In particolare si raccomandava il rispetto degli obiettivi di medio termine per i paesi ad alto debito. La politica fiscale, quindi, dovrebbe essere al margine restrittiva secondo lo *European Fiscal Board*. Il sentiero delle politiche economiche non dovrebbe, quindi, interferire con questa fase ciclica introducendo rischi di surriscaldamento o di brusca frenata.

Anna Maria Grimaldi

Condizioni di mercato meno favorevoli, ma l'accesso al credito rimane a costi stracciati

Non vi sono segnali di eccesso

Nessun rischio dalle politiche economiche. Politica monetaria: lo stimolo verrà adeguato alla posizione del ciclo

Politica fiscale circa neutrale

A fare da freno al ciclo nel biennio in corso saranno per lo più fattori esterni. L'incertezza sull'evoluzione delle politiche tariffarie e commerciali, il rincaro del prezzo del petrolio e il movimento del tasso di cambio. **È ancora difficile valutare quali potrebbero essere le ripercussioni dell'aumento delle barriere tariffarie sull'export europeo.** Per il momento i dazi sono stati applicati solo ad acciaio (25%) e alluminio (10%) e l'effetto diretto dovrebbe essere contenuto dal momento che la categoria merceologica colpita rappresenta solo lo 0,3% del totale dell'export dell'area. Tuttavia, gli effetti della deriva protezionistica non passano solo attraverso la compressione dell'export, ma anche attraverso il calo di fiducia delle imprese, come del resto si è verificato in questi mesi a ridosso di annunci dell'amministrazione americana di possibili aumenti dei dazi. Inutile dire che in caso di aumento delle tariffe su altre categorie di prodotti, l'effetto complessivo sarebbe più ampio. Se già l'aumento delle tariffe fosse esteso al comparto auto, come minacciato, l'impatto sull'economia tedesca sarebbe nell'ordine di 0,2% (v. fig. 7). Il FMI stima che un aumento del 10% delle tariffe (attualmente in media 2,4%) su tutti beni importati negli Stati Uniti (2,3 trilioni di dollari) potrebbe deprimere la crescita mondiale di 0,5%. Le stime della BCE sono anche più aggressive, -1% di crescita mondiale.

L'effetto dell'aumento del prezzo del greggio fino a 75 dollari al barile, circa 10 dollari in più rispetto alle nostre stime di marzo, potrebbe frenare la crescita del PIL di 0,2% dopo un anno. Il rialzo del prezzo del greggio (di 20 dollari a barile per il Brent da settembre) ha già avuto un effetto sull'inflazione *headline*, che è schizzata all'1,9% a maggio dall'1,2% di febbraio scorso, e potrebbe spingerla fino al 2,1% in agosto. **L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo** (4,3% da aprile 2017) ha probabilmente contribuito alla frenata dell'export a inizio anno, ma per il momento l'impatto si conferma meno significativo che in passato<sup>1</sup>. L'andamento del PMI globale suggerisce un parziale recupero dell'export nei mesi primaverili (v. fig. 8). Nel 2018, ci aspettiamo in media una crescita delle esportazioni del 4,2%, ancora solida ma in rallentamento rispetto al *boom* del 2017 (5,5%). Le importazioni cresceranno su ritmi simili a quelli dell'export, quindi, il contributo del commercio estero alla crescita del PIL sarà nullo.

Secondo le nostre stime, il **principale motore di crescita resterà la domanda interna** (+1,8%). In questa fase, sono gli investimenti aziendali e immateriali a fare da volano. L'elevato utilizzo della capacità produttiva, indicazioni dalle indagini della Commissione UE che inizia ad aversi un problema di obsolescenza degli impianti, la dinamica sostenuta dei profitti e condizioni di accesso al credito favorevoli, dovrebbero garantire una tenuta della spesa per investimenti (v. fig. 9) al 4,4% dopo il +5,4% dello scorso anno. Gli investimenti aziendali sono, quindi, attesi rallentare nel 2019-20. L'incertezza legata alle politiche commerciali potrebbe in parte frenare il ciclo di capex nei prossimi trimestri. Il ciclo espansivo nelle **costruzioni** proseguirà nel corso del 2018 su ritmi vicini a quelli dello scorso anno (4,1%). Ci aspettiamo una velocità di crescita invariata per i **consumi delle famiglie** che sono attesi in crescita di 1,7% nel 2018-19, come nello scorso anno. La dinamica del reddito disponibile reale riteniamo beneficerà di una crescita dell'occupazione ancora vicina all'1,5% e di una modesta accelerazione dei salari nominali (v. fig. 10). Il tasso di disoccupazione euro zona è calato all'8,5% ad aprile scorso, tornando sui livelli pre-crisi, dal picco del 12,1% di marzo 2013 e ci aspettiamo che scenda fino al 7,8% a fine 2019. Sebbene il tasso di disoccupazione allargato, U-6, (che include i marginalmente attaccati al mercato del lavoro e part-time involontari), sia ancora il doppio rispetto al tasso ILO, anch'esso è calato negli ultimi due anni (v. fig. 11).

<sup>1</sup> Per ogni +5% di cambio effettivo, le elasticità standard suggerirebbero una crescita del PIL e inflazione più basse di 0,3/0,4%, a conferma del fatto che la natura dello shock (endogeno verso esogeno) e la fase del ciclo in cui interviene contribuiscono a determinare una risposta più blanda. L'impatto del cambio sulla dinamica dei flussi commerciali, prezzi e crescita economica potrebbe essere meno rilevante rispetto al passato per motivi strutturali (i prezzi sono determinati sempre più sul mercato globale) e ciclici (in una fase di domanda mondiale in espansione le imprese possono permettersi di tenere i prezzi quasi invariati).

A fare da freno saranno principalmente fattori esterni

Politiche commerciali quanto peseranno? L'effetto fiducia non va trascurato

Il rialzo del greggio peserà sulla crescita gli effetti sull'inflazione sono già visibili

Cambio effetto meno significativo che in passato. Condizioni di domanda

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

Consumi velocità di crociera stabile

Con il ridursi, sia pure a ritmi gradualmente, dell'eccesso di offerta, i salari cominciano a rispondere. Nel 1° trimestre, i salari sono cresciuti di 1,9% t/t da 1,7% t/t grazie ad un recupero della dinamica in Italia e Spagna. Il costo del lavoro è accelerato al 2,0% da un precedente 1,4% (v. fig.12), grazie in particolare al movimento nella periferia. Fino al marzo scorso, l'accelerazione del costo del lavoro, veniva indicata dalla BCE come l'anello mancante per una dinamica più sostenuta dei prezzi *core*. Ricordiamo che se l'inflazione complessiva per effetto del rialzo del prezzo del greggio è schizzata all'1,9% a maggio, e si muoverà intorno al 2,0% in estate, la dinamica sottostante è ancora poco al di sopra dei minimi post crisi (+1,3%). **L'accelerazione del costo del lavoro spiega in parte il maggior grado di fiducia del Consiglio in un ritorno dell'inflazione al target nel medio termine.** Rispetto a tre mesi abbiamo rivisto al rialzo le previsioni di inflazione all'1,8% già quest'anno, per effetto del rialzo del prezzo del greggio, e ferma su questi livelli anche nel 2019-20, se l'inflazione *core* risalirà stabilmente verso l'1,6% da metà 2019. La nostra misura di inflazione super *core* (v. fig. 13) ha svoltato e suggerisce un aumento dell'inflazione al netto di alimentari, energia e tabacchi nei prossimi mesi.

La **nostra valutazione dello scenario rimane ancora ampiamente positiva**, con rischi per lo più bilanciati. La domanda interna potrebbe verificarsi più forte delle attese dato lo stimolo residuale dalla politica monetaria. Tuttavia, stanno aumentando sensibilmente i rischi verso il basso dal contesto internazionale. Inoltre, non vanno sottovalutati i rischi politici interni. L'Italia, da settembre, in vista della presentazione del budget, tornerà ad essere un sorvegliato speciale. Le tensioni sulla gestione dei flussi migratori potrebbero minare gli equilibri tra i paesi membri, e i consensi per i partiti tradizionali. In Germania, Seehofer, leader della CSU alleata bavarese della CDU di Merkel, ha fissato un *ultimatum* per trovare un accordo sul trasferimento dei rifugiati registrati in altri paesi UE. C'è stato un risvolto positivo, la necessità di Merkel di concentrare le energie sulle questioni migratorie, ha consentito a Macron di ottenere il via libera sulla riforma dell'Unione. La Merkel, lo scorso 19 giugno, ha detto sì, dal 2021, ad un bilancio comunitario, la cui dotazione e raggio di azione vanno, però, ancora definiti: 10 miliardi per Merkel, un 100 per Macron; alla trasformazione dell'ESM in un Fondo Monetario Europeo; alla possibilità per le banche di ricorrere all'ESM in caso di risoluzione. La Germania, invece, continua a opporsi ad un fondo di risoluzione per i depositi. Si tratta di una proposta preliminare, in preparazione del Consiglio Europeo del prossimo 28 giugno, dove l'obiettivo dovrebbe essere quello di trovare un accordo sulla gestione dei flussi migratori per evitare una spaccatura di Governo in Germania.

La conferma che il ciclo espansivo prosegue e i segnali che la dinamica inflazionistica gradualmente inizia a rispondere alla chiusura dell'eccesso di offerta, giustificano la revisione dello stimolo monetario. La riunione BCE, tenutasi a Riga, lo scorso 15 giugno ha segnato una svolta epocale per la politica monetaria nell'area dell'euro. Il Consiglio ha annunciato, come in parte atteso, che entro la fine dell'anno, sarà chiuso il programma di acquisto titoli da 2,5 trilioni di euro, lanciato nel gennaio 2015, dopo un ulteriore ridimensionamento del volume mensile di intervento a 15 miliardi tra ottobre e dicembre. La BCE si è, però, lasciata un margine di flessibilità, dal momento che riduzione e chiusura restano condizionati alla conferma dai dati nei prossimi mesi. Ma la novità principale è la modifica alla *guidance* sui tassi di politica monetaria, con cui la BCE si è impegnata a mantenere i tassi sui livelli attuali almeno fino a tutta l'estate del 2019. Nel contempo il Consiglio ha riaffermato che i riacquisti andranno avanti fin quando necessario in modo da mantenere inalterato lo stock di titoli acquisiti con l'APP e fermo il livello del bilancio a circa 4,8 trilioni di euro.

**Archiviato l'APP, il focus si sposterà sul primo rialzo dei tassi.** Quando avverrà, dipenderà dai dati, secondo Draghi. **Continuiamo a ritenere che la BCE cercherà di disfarsi della politica di tassi negativi tra fine 2019 e inizio 2020.** Il rischio di un rallentamento dell'economia mondiale nel 2020 non è trascurabile e la BCE vorrà cercare di costruire un margine in caso di ricadute avverse sull'economia dell'Eurozona. Il sentiero di rialzi dei tassi resterà in ogni caso assai contenuto; Praet, nel discorso del 6 giugno, ha ribadito che il tasso di interesse di equilibrio o tasso di interesse naturale è calato negli ultimi 10 anni, in linea con la tendenza secolare per i tassi di

**Occupazione ancora in crescita solida e salari in modesta accelerazione**

**L'inflazione è vista in media all'1,8% già quest'anno ma perché l'aumento sia duraturo l'inflazione *core* deve muoversi verso l'1,6%**

**I rischi verso il basso sono per lo più dall'esterno**

**Ma l'emergenza migratoria non va sottovalutata**

**Il ciclo economico migliora e si va verso la chiusura di un ciclo senza precedenti per la politica monetaria area euro**

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2018

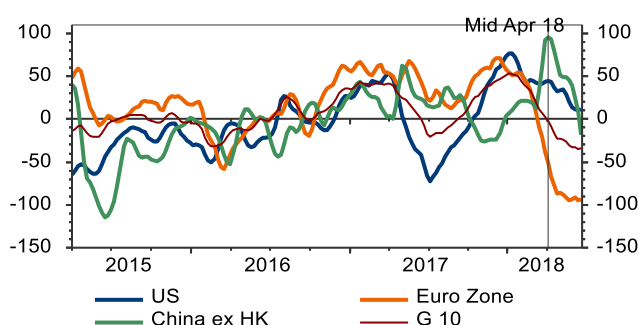
interesse e rimane ancora assai basso (in territorio marginalmente negativo, anche se vi è un ampio margine di incertezza sulle stime), quindi il tasso di policy difficilmente tornerà sui livelli pre-crisi.

I mercati hanno dato un'interpretazione *dovish* alle decisioni di Riga, probabilmente perché Draghi si è impegnato a mantenere i tassi fermi fino a tutta l'estate del 2019 e perché ha ventilato che l'APP rimarrà fra gli strumenti di politica monetaria utilizzabili in futuro. Inoltre, la BCE si è lasciata un margine di flessibilità nel sentiero di chiusura degli acquisti. Anche il sentiero dei tassi, fermi almeno fino all'estate del prossimo anno, resta condizionato all'evoluzione dei dati. A questo punto, i mercati hanno di fronte come minimo un altro anno di divergenza fra tassi dollaro e tassi euro, almeno sulle scadenze corte e intermedie, e questo ha subito inciso sul cambio euro/dollaro riportandolo verso 1,15. Se anche flessibile, però, la BCE fa un altro passo verso la chiusura delle politiche straordinarie. Presto, i mercati torneranno a determinare in autonomia i prezzi del debito pubblico. Riga segna la fine di un'era, che speriamo non si ripeta.

Previsioni	2017	2018p	2019p	2017			2018p				2019p		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.6	2.1	1.9	2.5	2.8	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8	1.9	1.9	1.9
- t/t				0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Consumi privati	1.7	1.7	1.7	0.5	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	3.5	3.2	3.3	2.0	-0.3	1.3	0.5	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.7
Consumi pubblici	1.2	1.0	1.2	0.5	0.5	0.3	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	5.5	3.8	4.2	1.1	1.5	2.2	-0.4	1.0	1.0	1.0	1.4	0.9	0.9
Importazioni	4.5	3.7	4.4	1.6	0.5	1.5	-0.1	1.4	1.1	1.4	1.2	0.8	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	3.4	3.4	3.4										
Deficit pubblico (% PIL)	-0.9	-0.7	-0.6										
Debito pubblico (% PIL)	88.8	86.5	84.1										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.5	1.8	1.8	1.5	1.5	1.4	1.3	1.7	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
Produzione industriale (a/a)	3.0	1.5	1.8	2.5	4.1	4.1	3.1	1.9	1.0	0.0	1.2	2.0	1.8
Disoccupazione (ILO, %)	9.1	8.5	8.2	9.1	9.0	8.7	8.6	8.5	8.4	8.3	8.3	8.2	8.2
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
EUR/USD	1.13	1.19	1.19	1.10	1.17	1.18	1.23	1.20	1.16	1.16	1.18	1.18	1.19

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

Fig. 1 – Le continue sorprese negative dai dati degli ultimi mesi...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

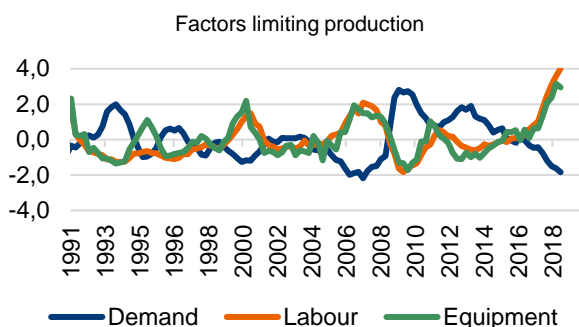
Fig. 2 – ... colori da cambiare



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

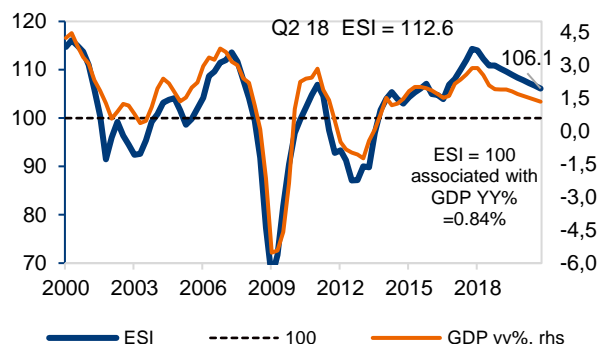
Fonte: Commissione UE indagini di fiducia settoriali Thomson Reuters- Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il rallentamento segnalato dai dati potrebbe essere in parte dovuto a vincoli di capacità



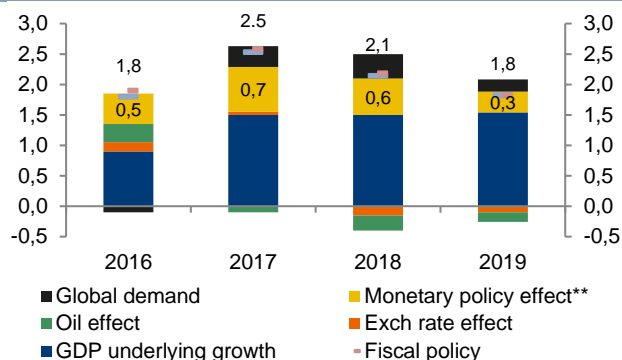
Nota: I fattori che limitano la produzione sono derivati dall'indagine trimestrale della Commissione UE per industria, servizi e costruzioni, aggregati ponderati per il valore aggiunto. Fonte: Thomson Reuters Datastream

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



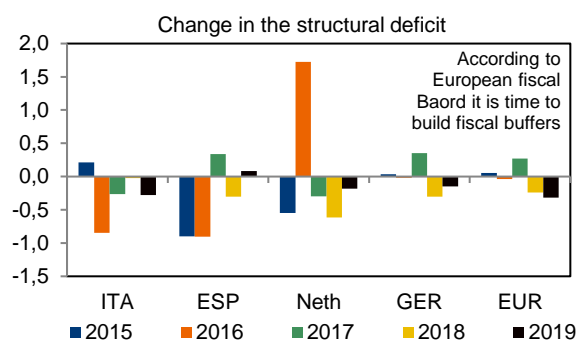
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 5 – Il principale sostegno alla crescita deriva ancora dalle misure BCE



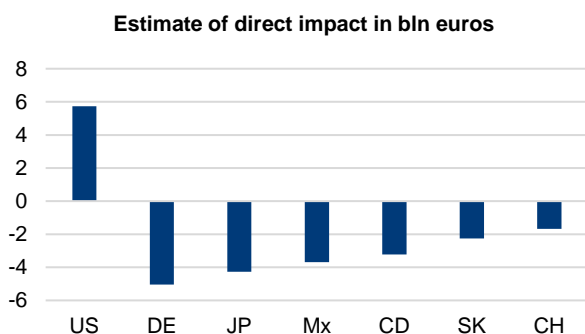
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 6 – La Commissione UE in primavera stimava che la politica fiscale sarebbe stata marginalmente espansiva anche nel 2019



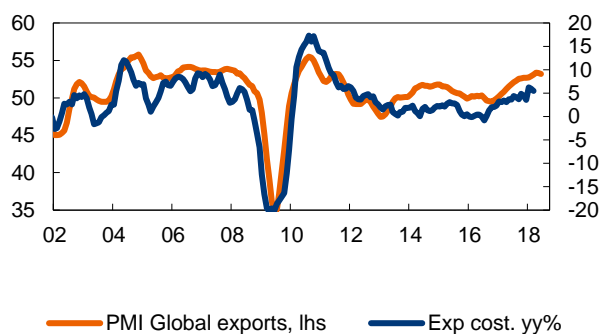
Nota: stime della Commissione UE della primavera 2018  
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 7 – Rischi esterni principalmente da dazi e tariffe



Fonte: IFO Institut

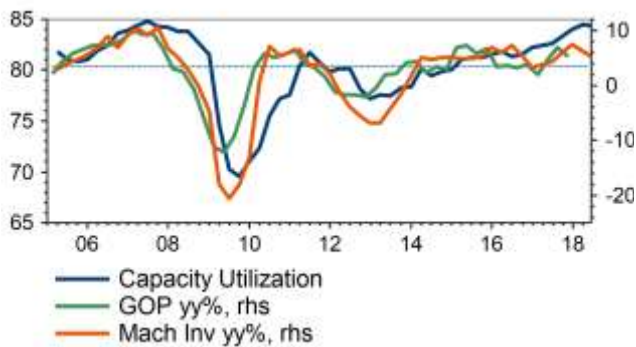
Fig. 8 – Le prospettive per l'export restano discrete



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

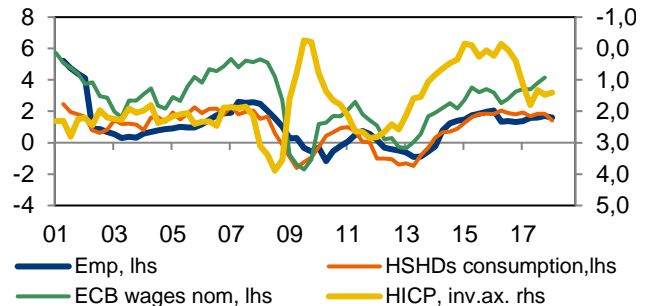


Fig. 9 – Elevato utilizzo degli impianti e crescita dei profitti coerenti con una crescita solida degli investimenti



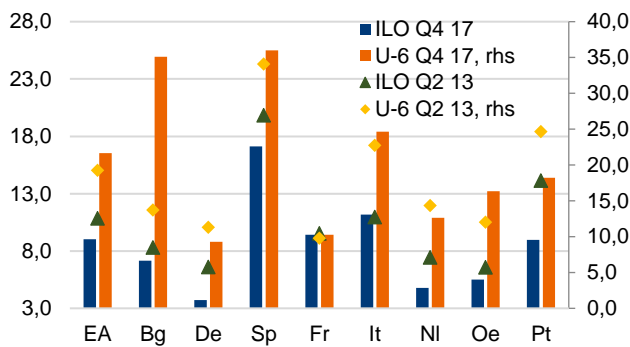
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 10 – Consumi sostenuti dall'accelerazione della dinamica occupazionale e salariale



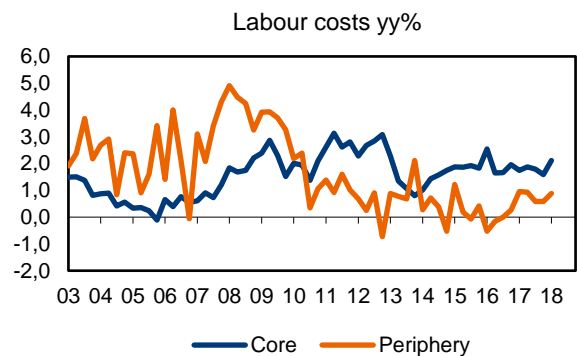
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 11 – Il calo diffuso della disoccupazione ...



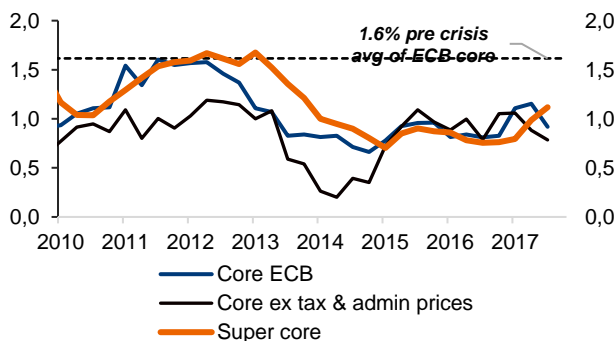
Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 12 – ...comincia a spingere il costo del lavoro



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

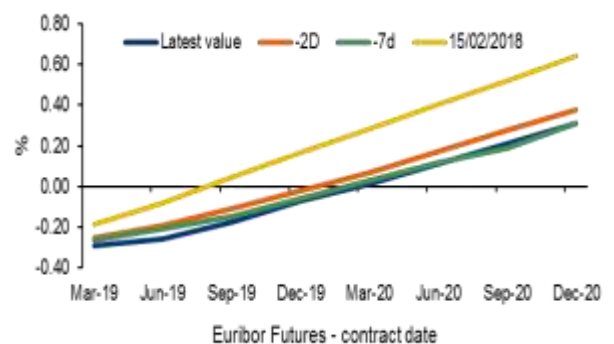
Fig. 13 – Aumento dell'inflazione a maggio spiegato dall'energia. Ma per il ritorno al target è necessario un aumento duraturo dell'inflazione core. Segnali positivi dalla nostra misura super core



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 – Il QE è storia, il focus dei mercati è sul sentiero dei tassi. I futures Euribor hanno in previsione aumenti molto graduali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Germania: il meglio è alle spalle, Merkel in difficoltà

Rispetto a tre mesi fa, rivediamo al ribasso la stima di crescita del PIL al 2,0% da un precedente 2,2%. Da inizio anno, i dati hanno sorpreso verso il basso. Il PIL è cresciuto di 0,3% t/t nel trimestre invernale dopo un ritmo medio di 0,7% t/t nel 2017. Il rallentamento della crescita nei primi mesi di quest'anno è da ricondursi ad una brusca frenata dell'export -1,0% t/t, in termini reali, dopo il +2,2% t/t del 4° trimestre 2017. Il calo dell'export ha riguardato tutte le aree geografiche (v. fig. 3). Di riflesso, il manifatturiero che aveva fatto da volano nella seconda metà dello scorso anno ha visto una battuta d'arresto. La domanda interna è riaccelerata, avanzando di 0,5% t/t, grazie al recupero dei consumi privati (0,4% t/t dopo lo stallo di fine 2017) e all'espansione degli investimenti in macchinari (+1,3% t/t) e costruzioni (+2,1% t/t dopo la pausa di fine 2017). Il rallentamento dei primi mesi del 2018 è in parte da ricondursi a fattori temporanei: elevata incidenza di influenza, la correzione della produzione di beni capitali (-3,5% m/m in termini cumulati tra dicembre e febbraio) dopo il forte aumento di fine 2017 (+5,1% m/m), legato alla consegna di una commessa di alto valore unitario nell'industria dell'airbus. Ha, infine, pesato la contrazione dei consumi pubblici di -0,5% t/t. Il calendario inusuale con più giorni lavorativi a marzo e aprile (tre e due in più rispetto allo scorso anno) potrebbe aver in parte distorto la dinamica della produzione industriale, in rotta per un calo di 0,5% t/t a giugno. Anche scontando l'effetto di fattori eccezionali, la tendenza dei dati, ed in particolare delle indagini di fiducia, suggerisce che il momento di fondo dell'economia tedesca è più debole rispetto alle attese di tre mesi fa. Le indagini IFO e PMI sono calate ininterrottamente negli ultimi sei mesi (v. fig. 1). Le indagini di fiducia indicano chiaramente che la fase di massima accelerazione è alle spalle e che il PIL è su ritmi di crescita appena al di sopra del trend.

Le prospettive per l'export non sono particolarmente incoraggianti. Gli ordini di beni capitali dall'estero sono in rotta per una contrazione del 4% t/t a giugno, il PMI manifatturiero ha segnalato un calo di 7,3 punti degli ordini all'export tra dicembre e giugno, in picchiata anche le attese all'export dall'indagine IFO (v. fig. 4). Il passato apprezzamento del cambio (4,6% di cambio effettivo) potrebbe aver pesato in parte sulla dinamica recente dell'export. È pur vero che i prezzi all'import tra aprile 2017 e febbraio 2018, sono calati in termini cumulati di 0,9%, la trasmissione si conferma quindi più blanda che in passato<sup>2</sup>. Non è da escludere che il calo delle attese all'export, segnalato dall'indagini IFO, sia in parte influenzato dai timori di una guerra tariffaria. L'IFO<sup>3</sup> 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) e ben più che in altri paesi esportatori (v. fig. 5). Anche se l'export dovesse recuperare nei mesi estivi, in previsione la dinamica annua dovrebbe aggirarsi tra il 3% e il 4%, ben al di sotto del 5,3% del 2017. La Germania, specializzata in produzione di beni capitali, perderà quote di mercato verso Cina e Asia per effetto dello spostamento della crescita dagli investimenti ai consumi privati in queste aree. Le importazioni cresceranno più dell'export (in media 4,2%) nel biennio in corso, di previsione data la resilienza della domanda interna e l'elevato contenuto all'import della produzione tedesca. Di riflesso, il commercio estero offrirà un contributo negativo alla dinamica del PIL.

Sarà ancora la domanda interna a fare da volano, anche se, come è tipico di un ciclo più maturo, il contributo dovrebbe spostarsi ulteriormente dai consumi agli investimenti fissi (v. fig. 6). Il Paese opera con crescenti vincoli di capacità. L'*output gap* è ormai chiuso e tornerà ampiamente positivo per metà 2019. Il tasso di disoccupazione ILO è al di sotto del NAIRU (v. fig. 7), le imprese riportano che il fattore lavoro è sempre più scarso e rappresenta un limite alla produzione (v. fig. 8). Il grado di utilizzo della capacità produttiva continua ad aumentare al di

**Anna Maria Grimaldi**

**L'economia tedesca è rallentata a inizio 2018, in parte su fattori temporanei e effetti di calendario inusuali**

**Il continuo calo delle indagini di fiducia da inizio anno suggerisce che la tendenza di fondo è più debole rispetto alle attese di tre mesi fa**

**Prospettive per l'export non brillanti. Pesano i timori di una guerra commerciale**

**Dazi del 25% sulle vendite di auto in America potrebbe arrivare a frenare il Pil di 0,2%**

**La domanda interna farà da volano**

<sup>2</sup> Uno studio BCE del 2016 (cfr. *working paper* No 1955) mostra che la trasmissione dal cambio ai prezzi tedeschi e l'effetto di freno all'export è molto inferiore rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro, perché le imprese tedesche riescono a tenere fermi i prezzi di vendita, data la maggiore specializzazione dell'export.

<sup>3</sup> Si veda: IFO Institut: *US Tariffs on Cars would cost Germany Five Billion Euros*, 24 maggio 2018.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2018

sopra della media di lungo termine (v. fig. 9). In media 2018, ci aspettiamo un'accelerazione della spesa aziendale al 4,5% dal 4,2% del 2017. Nel 2019, non è escluso che si veda un lieve rallentamento al 4,0%, in parte per effetto della dinamica più contenuta dell'export.

Il dettaglio dell'indagine IFO per le **costruzioni** indica un lieve rallentamento di attività nei prossimi mesi, dopo il balzo di inizio 2018 che sarebbe giustificato da vincoli di capacità. Il numero di edifici completati nel corso del 2017 è stato solo di poco superiore a quello del 2016 nonostante l'aumento di ordini e permessi (v. figg. 8 & 9). È quindi probabile che si vedrà una crescita degli investimenti in costruzioni ancora solida nei dati di contabilità nazionale (che recepiscono solo i progetti conclusi) in media tra lo 0,8% e l'1,0% t/t.

I **consumi delle famiglie** riteniamo cresceranno a ritmi ancora solidi: 1,3% quest'anno e 1,6% il prossimo; sostenuti dall'accelerazione dei salari negoziali, al 2,9% nel 2018-19 dal 2,1% del 2017. Per il 2019 è previsto un aumento del salario minimo del 4% al 9,35 euro per ora. Il reddito disponibile sarà inoltre sostenuto dal taglio ai contributi previdenziali e per copertura sanitaria. La perdita di potere d'acquisto dovrebbe essere contenuta dal momento che l'inflazione è vista accelerare all'1,0% nel 2018 dall'1,7% dello scorso anno e poi flettere all'1,6% nel 2019. Minor sostegno alla dinamica del reddito, a nostro avviso, verrà da una crescita più blanda degli **occupati** (1,0% dall'1,5% del 2017), dati i crescenti vincoli di offerta nel mercato del lavoro e la difficoltà ad aumentare il tasso di partecipazione (salito sensibilmente dal 2004) già al di sopra della media UE. Vi sarebbe margine solo nelle classi di età al di sopra dei 60 anni. In prospettiva l'afflusso di forza lavoro dal resto dell'Unione è atteso ridursi (da 500 mila netti nel 2017 a 350 mila nel 2020) per effetto della crescita più sostenuta dei salari in Est Europa. Il tasso di disoccupazione difficilmente, quindi, potrà calare significativamente dai livelli recenti (5,2%).

La **politica fiscale** sarà solo marginalmente espansiva sull'orizzonte di previsione. L'accordo di coalizione prevede stimolo fiscale all'economia per 45-47 miliardi di euro tra il 2018 e il 2021 (1,5% del PIL). Il paese manterrebbe comunque un surplus vicino all'1,0%, dal momento che a legislazione vigente, l'avanzo di bilancio dovrebbe eccedere l'1,5% del PIL nel 2020, dall'1,1% dello scorso anno. Il debito pubblico è atteso calare al di sotto del 60% nel 2020 dal 68,1% del 2017, grazie alla solida crescita nominale e al mantenimento del surplus primario.

I **rischi sull'orizzonte di previsione sono circa bilanciati**. La domanda interna potrebbe crescere di più rispetto alle nostre stime. D'alto canto un'ulteriore deriva protezionistica potrebbe pesare negativamente sull'export e investimenti aziendali. Non è da sottovalutare il rischio politico interno. Si è creata una spaccatura fra CDU e CSU sulla gestione dei flussi migratori, con un rischio di caduta del governo Merkel.

**Costruzioni residenziali ancora in espansione**

**Consumi il picco è alle spalle ma l'accelerazione dei salari sosterrà la dinamica del reddito disponibile**

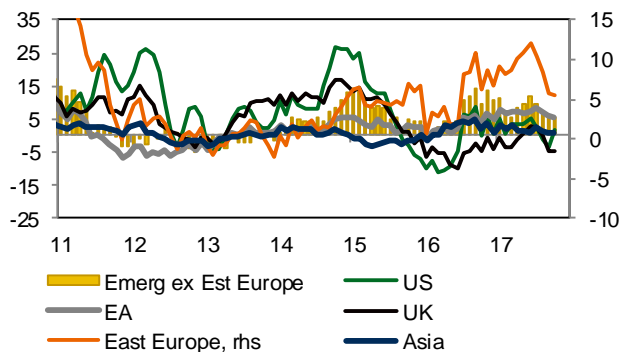
**Crescita dell'occupazione più lenta il mercato del lavoro è al pieno impiego**

**Politica fiscale solo marginalmente espansiva**

Previsioni	2017			2018p			2019p						
	2017	2018p	2019p	2017			2018p			2019p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a) *	2.2	2.0	1.8	2.3	2.7	2.9	2.3	2.1	1.8	1.7	1.9	1.9	1.9
- t/t				0.6	0.7	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Consumi privati	2.0	1.5	1.9	0.8	0.0	0.1	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi	4.0	4.3	3.6	1.5	0.5	0.3	1.7	1.5	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
Consumi pubblici	1.5	1.3	1.9	0.5	0.5	0.4	-0.5	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	5.3	3.1	4.2	1.1	1.7	2.6	-1.0	0.5	0.9	1.0	1.2	1.2	1.0
Importazioni	5.6	3.4	5.0	2.4	1.0	1.8	-1.1	1.6	0.8	1.4	1.8	1.0	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.1	0.2	-0.3	-0.4
Partite correnti (% PIL)	8.3	8.0	7.7										
Deficit pubblico (% PIL)	1.3	1.2	1.1										
Debito pubblico (% PIL)	64.1	60.2	56.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.7	2.0	2.2	1.6	1.7	1.6	1.3	1.9	2.3	2.4	2.5	2.3	1.9
Produzione industriale (a/a)	3.3	1.8	1.4	3.4	4.2	4.9	4.0	1.6	1.1	0.5	0.1	1.5	2.0
Disoccupazione (ILO, %)	5.7	5.2	5.0	5.7	5.7	5.5	5.4	5.2	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0
Tasso a 10 anni (%)	0.33	0.57	1.32	0.31	0.40	0.38	0.59	0.49	0.51	0.68	0.97	1.23	1.40

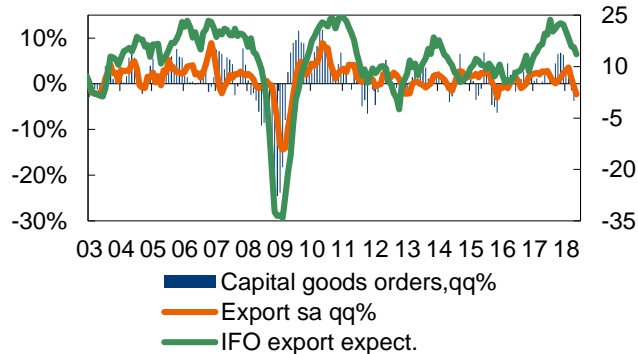
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – ...del netto rallentamento dell'export a inizio 2018



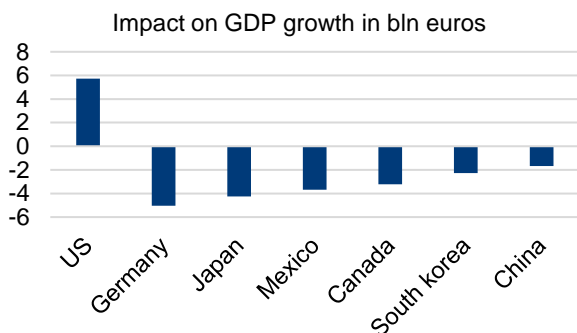
Nota: media mobile a 6  
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il calo di ordini e attese all'export non promette un rimbalzo significativo dell'export



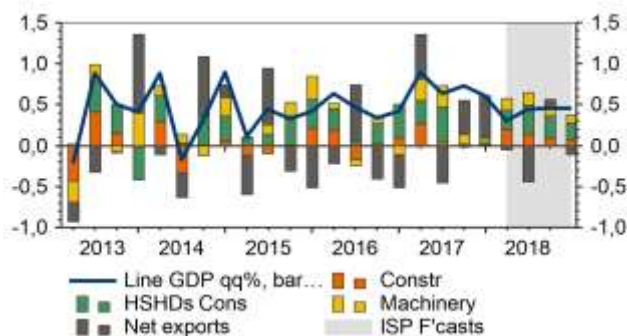
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Un aumento dei dazi sulle vendite di auto potrebbe pesare per lo 0,2% sulla crescita tedesca



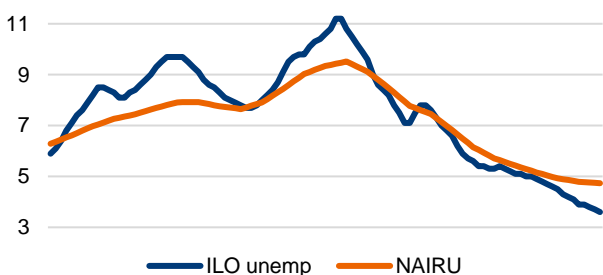
Fonte: IFO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il Paese è al pieno impiego



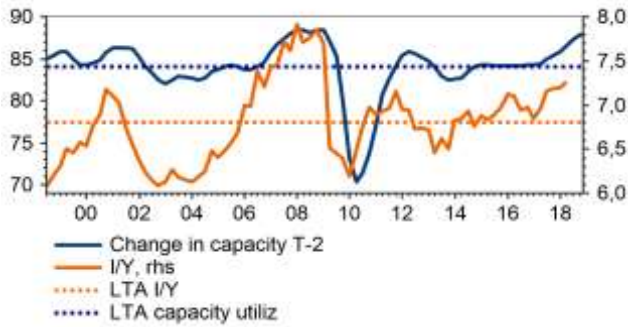
Fonte: NAIRU (OCSE), Eurostat (ILO) via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Le imprese riportano che il fattore lavoro è uno dei principali limiti alla produzione



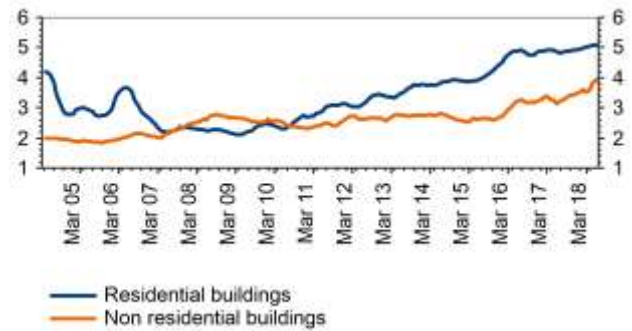
Nota: i fattori che limitano la produzione sono derivati dall'indagine trimestrale della Commissione UE per industria, costruzioni e servizi. I dati sono aggregati con i pesi dei settori nel valore aggiunto  
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – L' utilizzo della capacità produttiva è ben al di sopra della norma storica ed è coerente con un ciclo di capex ancora vivace



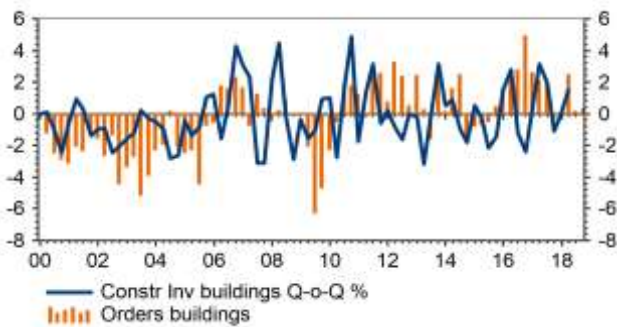
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 8 – L'andamento di permessi e...



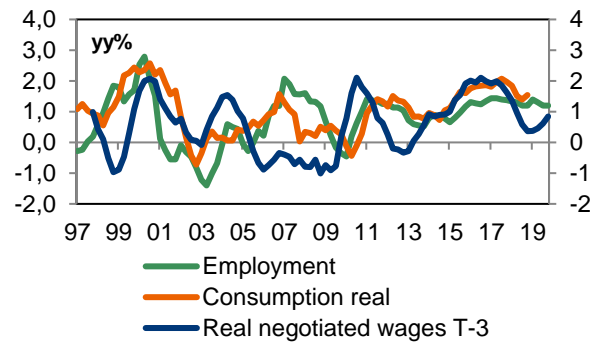
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 9 – ...ordini suggerisce una tenuta degli investimenti in costruzioni



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 10 – Il picco per i consumi privati è alle spalle. Le condizioni finanziarie rimarranno ampiamente espansive, i salari accelerano, ma l'occupazione è attesa rallentare



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

## Francia: prima metà dell'anno un po' deludente, dal 2° semestre la crescita dovrebbe riprendere la velocità di crociera

L'inizio del 2018 è stato caratterizzato da un rallentamento pronunciato dell'output, che è cresciuto solo dello 0,2% t/t dopo 0,7% di fine 2017 (a 2,2% a/a da 2,8% a/a). Le cause sono due: da un lato una frenata del canale estero (esportazioni a -0,3% t/t perfettamente bilanciate da -0,3% t/t dell'import) che ha dato un contributo nullo alla formazione del PIL, dall'altro il rallentamento della domanda interna da 0,4% t/t a 0,2% t/t sulla scia di una quasi stagnazione dei consumi (a 0,1% t/t da 0,2% t/t) e, soprattutto, per la battuta d'arresto degli investimenti che sono passati da 0,9% t/t a 0,2% t/t. Sebbene in parte il rallentamento della crescita sia spiegato da fattori transitori come l'alea climatica, le ferie natalizie posticipate e gli scioperi a singhiozzo, le prospettive di crescita per il 2018 sono state intaccate dalla deludente performance del 1° trimestre: la crescita acquisita è solo dell'1,2% e per l'anno in corso ci aspettiamo una crescita media dell'1,8%, due decimi più debole rispetto alle previsioni di marzo scorso. La nostra stima è allineata con quella di *Banque de France*. Per il trimestre in corso, la prosecuzione degli scioperi a singhiozzo fino a giugno continuerà a essere un fattore di rallentamento della crescita, che prevediamo non andrà oltre lo 0,3% t/t. Dalla seconda metà dell'anno il ritmo dovrebbe tornare attorno a una velocità di crociera di 0,4% t/t. Per il 2019 al momento confermiamo la precedente stima a 1,9% a/a, ancora al di sopra del potenziale (all'1,3% da dopo la crisi).

L'andamento dei **consumi** dovrebbe rimanere positivo nel 2018 ma meno forte rispetto ai ritmi di metà 2017. La spesa delle famiglie ha segnato una brusca correzione in aprile (-1,5% m/m) che potrebbe essere parzialmente recuperata tra maggio e giugno. I consumi riteniamo continueranno a crescere a ritmi solidi, sostenuti nella seconda metà dell'anno dai tagli fiscali programmati. Tuttavia il picco dovrebbe essere alle spalle. L'indice INSEE di fiducia delle famiglie è ritornato in linea con la media storica nella prima metà di quest'anno e suggerisce chiaramente che l'euforia del 2017 è rientrata.

A frenare nel 1° trimestre sono stati gli **investimenti**, in parte per un fisiologico riaggiustamento dopo la forte crescita di fine 2017, in parte per effetto delle maggiori incertezze geopolitiche. Per il trimestre in corso prevediamo un recupero solo marginale di capex. La componente **residenziale** ha anch'essa deluso nei mesi invernali, avanzando appena di 0,2% t/t da 0,7% t/t che dovrebbe però migliorare nei prossimi trimestri, specialmente dall'autunno, stando alle indagini sul mercato immobiliare. Nel 1° trimestre, si è registrato un netto aumento degli **investimenti pubblici**, con un +2,5% t/t, un massimo pluriennale; nel 2018 ci aspettiamo una risalita della componente pubblica dopo anni di contrazione. In media annua gli investimenti fissi dovrebbero chiudere il 2018 al +2,9% a/a da 4,7% a/a.

Il morale nel **manifatturiero** è rimasto su livelli elevati nonostante una correzione nel trimestre in corso a 109 da 112; il **settore industriale** ha registrato una battuta d'arresto nel 1° trimestre (-1,3% t/t) in parte spiegata dalla contrazione del comparto trasporti dopo l'espansione eccezionale di fine 2017 e dall'andamento anomalo delle temperature medie per il comparto energetico. Per il trimestre in corso prevediamo una nuova contrazione attorno a 0,3% t/t. Anche nei **servizi** il morale rimane ampiamente di supporto nonostante la correzione nei mesi primaverili a 105 da 108, ancora coerente con un mantenimento dell'attuale ritmo espansivo attorno a 0,4% t/t. Infine nel settore **edilizio** la fase espansiva non sembra accennare a rallentare, con il livello del morale stabilmente attorno a 107 da inizio anno.

Il **canale estero** potrebbe dare un contributo positivo nel 2018 per la prima volta dopo cinque anni: le **importazioni** nel 1° trimestre si sono contratte dello 0,3% t/t per effetto dei consumi e degli investimenti deboli; anche le **esportazioni** hanno registrato un calo di simile entità. Per il trimestre in corso, ci aspettiamo un rimbalzo sia dell'import che dell'export. La crescita

Guido Valerio Ceoloni

Stima di crescita 2018, rivista al ribasso all'1,8% da 2,0%

I consumi hanno iniziato a normalizzarsi prima del previsto

Gli investimenti rimangono vivaci ma meno delle attese di qualche mese fa

L'attività nei servizi rimane solida, manifatturiero in rallentamento e costruzioni in accelerazione

Il deficit di bilancia commerciale è tornato ad allargarsi dal 2016 e proseguirà nel biennio 2018-2019

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2018

dell'export potrebbe eccedere quella dell'import in media annua grazie ad un effetto di confronto statistico favorevole rispetto al 2017. Il **deficit di bilancia commerciale** potrebbe leggermente aumentare quest'anno attorno al 12% del PIL dall'11,0% del 2017, confermando il trend di riallargamento iniziato nel 2016 che dovrebbe proseguire anche nel 2019.

L'**inflazione** ha accelerato leggermente al di sopra delle attese, arrivando a raggiungere il 2,0% a già a maggio per effetto in particolare delle componenti più volatili come energia e tabacchi (questi ultimi per effetto del rialzo delle accise che inciderà ancora sui prezzi nel biennio 2018-19). La **componente core** (al netto di alimentari, energia e tabacco) invece è rimasta allo 0,8%, in accelerazione solo di un decimo da fine anno. Per la restante parte dell'anno ci aspettiamo che la componente *core* rimanga attorno al livello attuale, mentre l'indice *headline* dovrebbe salire oltre il 2% in estate per poi moderare dall'autunno (media annua 2018 all'1,8%, 2019 all'1,9%), mostrando una risalita più rapida del previsto.

**L'inflazione sta risalendo più velocemente delle attese, ma l'indice core rimarrà ancora sotto l'1%**

La discesa del tasso di **disoccupazione** è attesa proseguire nella restante parte del 2018 al ritmo di circa un decimo al trimestre. In media annua la disoccupazione è vista al 9% quest'anno e all'8,6% nel 2019, dal 9,4% del 2017, ancora al di sopra della media Eurozona. La creazione di posti di lavoro potrebbe decelerare sull'orizzonte di previsione per effetto dell'esaurimento degli incentivi alle assunzioni introdotti con la CICE (*Crédit d'impôt pour la compétitivité*) a partire dal 2013.

**La disoccupazione continuerà a calare tra 2018 e 2019**

Il **deficit nominale** ha registrato un miglioramento inatteso al 2,6% a fine 2017. È possibile che nell'anno in corso il Governo riduca la correzione precedentemente promessa di ulteriori tre decimi. Il deficit dovrebbe quindi migliorare solo al -2,5%. Il deficit strutturale potrebbe peggiorare leggermente al -2,3% da -2,1%. Come per l'anno scorso, il ciclo favorevole dovrebbe compensare (grazie alle maggiori entrate), la perdita di gettito associata al taglio delle aliquote, portando a un miglioramento ulteriore dei saldi di finanza pubblica<sup>4</sup>. Il debito pubblico si dovrebbe stabilizzare al 97% dal 96,9% del 2017.

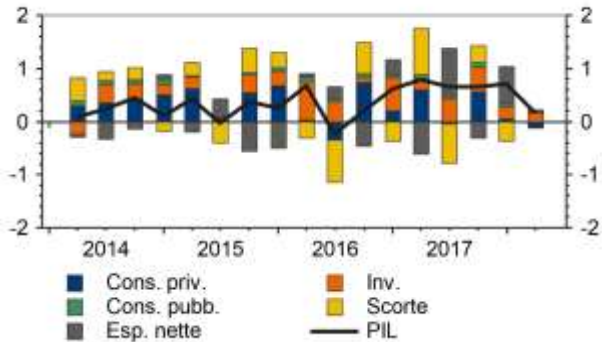
**Il deficit potrebbe migliorare meno delle attese ma i conti rimangono sotto controllo**

Previsioni	2017			2018p			2019p						
	2017	2018p	2019p	2017			2018p			2019p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.3	1.7	1.8	2.3	2.7	2.8	2.2	1.8	1.5	1.4	1.6	1.8	1.8
- t/t				0.7	0.7	0.7	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
Consumi privati	1.1	0.7	1.3	0.4	0.4	0.2	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.7	2.8	2.7	0.9	1.3	0.9	0.2	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
Consumi pubblici	1.4	1.4	1.2	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	4.7	3.7	3.0	2.6	1.1	2.4	-0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8
Importazioni	4.1	2.0	2.8	-0.3	1.9	0.3	-0.1	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.1	0.2	-0.8	0.3	-0.4	0.0	0.2	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.8	-3.0	-2.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.6	-2.3	-2.8										
Debito pubblico (% PIL)	97.0	96.4	96.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.2	1.9	2.0	1.0	0.9	1.2	1.5	2.1	2.2	1.8	1.6	1.7	2.2
Produzione industriale (a/a)	2.4	1.0	1.7	1.7	3.2	3.8	2.3	1.1	0.6	0.0	1.6	2.3	1.9
Disoccupazione (ILO, %)	9.4	9.0	8.6	9.4	9.7	9.0	9.2	9.0	8.9	8.8	8.7	8.6	8.5

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

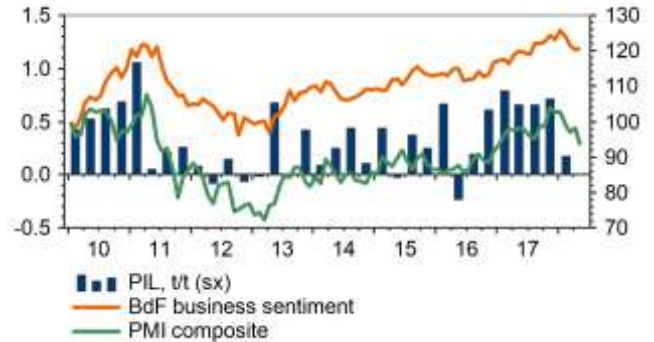
<sup>4</sup> L'evoluzione esatta dei saldi è di difficile stima a causa anche del rimborso della tassa sui dividendi (stimato a 5,5 mld di euro); la vicenda però non è ancora stata affrontata in termini chiari dal Governo. A ciò si aggiunge anche il trattamento che Eurostat riserverà alla privatizzazione dell'azienda di stato Orano (la nuova Areva).

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



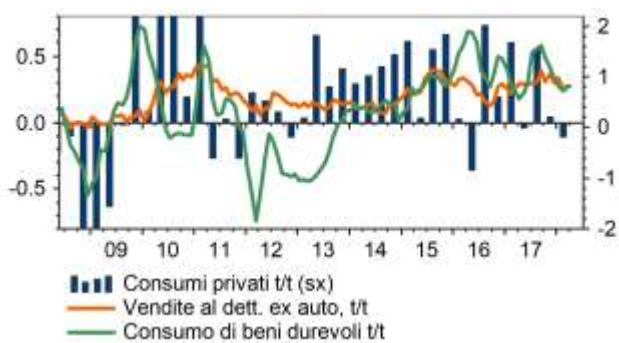
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



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

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



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

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



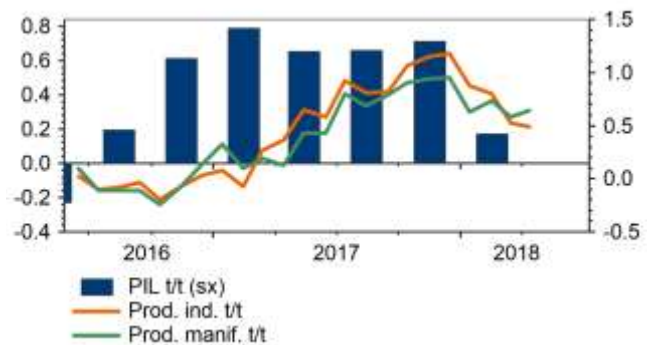
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



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



Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



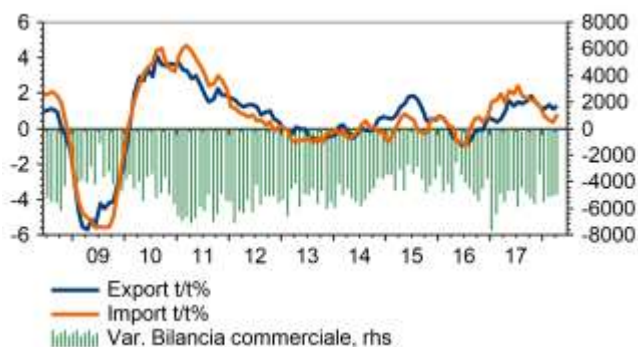
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



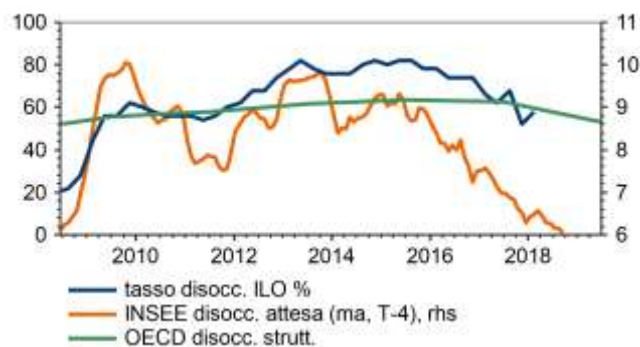
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



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

Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

## Italia: la ripresa prosegue, ma i rischi sono in aumento

In Italia la fase di espansione continua, ma a ritmi più lenti che nel 2017. A inizio anno, il PIL è risultato in crescita di 0,3% t/t e 1,4% a/a, in rallentamento rispetto allo 0,4% t/t e 1,6% a/a medi registrati l'anno scorso. Il tasso di crescita su base congiunturale non è diverso da quello dei Paesi comparabili (Germania e Francia), tuttavia il ruolo più decisivo che altrove svolto dalle scorte (contributo: +0,7% t/t), nonché la minor incidenza di alcuni fattori temporanei (sui dati del Nord Europa hanno pesato le condizioni atmosferiche, e su quello transalpino gli scioperi) fanno pensare a una minore dinamicità anche in termini relativi nel trimestre primaverile. **La frenata è inoltre visibile da diversi indicatori anche nel periodo più recente:**

Paolo Mameli

1. Come negli altri principali Paesi dell'Eurozona, **le indagini di fiducia, in particolare delle imprese, hanno evidenziato una chiara decelerazione negli ultimi mesi**, pur rimanendo in territorio espansivo. Sia l'indice composito Istat che le indagini relative al solo settore manifatturiero (Istat e Markit PMI) hanno toccato a maggio un minimo da 12-18 mesi. Sembrano aver pesato in particolare le aspettative meno ottimistiche delle imprese sull'economia: su tali valutazioni potrebbe aver inciso l'incertezza politica.
2. La **produzione industriale** è calata più del previsto ad aprile: il dato potrebbe essere condizionato da fattori di calendario, ma segnala che il settore potrebbe non contribuire alla crescita del PIL nel 2° trimestre, come già accaduto a inizio anno.
3. Il minor ottimismo delle imprese e il ridimensionamento della produzione delle aziende industriali potrebbe essere legato anche al minor traino dall'export. In effetti **il commercio estero ha evidenziato un deciso ridimensionamento a inizio 2018**, dopo la vivacità che aveva caratterizzato la seconda parte del 2017. In base ai dati di contabilità nazionale, l'export (in valori concatenati) è calato di ben -2,1% t/t a inizio anno (un minimo da quasi nove anni), e tale flessione non è stata, almeno sinora, seguita da un rapido recupero (i dati Istat in valore segnalano una sostanziale stabilità ad aprile).
4. **Viceversa, qualche segnale meno negativo è venuto dai consumi** delle famiglie, che hanno mostrato un'accelerazione a sorpresa a inizio anno (+0,4% t/t dopo la stagnazione di fine 2017). Tale dinamica appare dovuta al fatto che l'occupazione ha ritrovato slancio nei primi mesi del 2018 dopo la battuta d'arresto osservata a fine 2017 (ma la discesa del tasso di disoccupazione è frenata dall'aumento della partecipazione). A ciò va aggiunto che è in atto un recupero per le retribuzioni contrattuali, risalite all'1% a/a a marzo ovvero ai massimi dal 2015, grazie sostanzialmente al rinnovo del contratto pubblico (recepito per ora solo in parte e che dunque continuerà a sostenere il trend di ripresa delle retribuzioni nei prossimi mesi).

E' in corso un trend di moderato rallentamento...

Il trend di moderato rallentamento in corso si spiega con tre fattori:

...dovuto solo in parte a fattori temporanei ed esogeni

### 1. Fattori temporanei:

- a) il 1° trimestre è stato in parte condizionato (ma meno che in altri Paesi) da **fattori meteorologici** (un clima particolarmente rigido in febbraio e marzo), ma il mancato rimbalzo della produzione industriale ad aprile non segnala un immediato recupero;
- b) il fatto che la crescita sia interamente venuta dalla volatile componente delle **scorte** (contributo: +0,7% t/t) potrebbe pesare sul trimestre primaverile, per il quale stimiamo un rallentamento a 0,2% t/t, nonostante possa ritornare positivo il contributo sia degli investimenti che del commercio con l'estero (nel caso dei primi, la caduta del 1° trimestre, come avvenuto l'anno scorso, potrebbe essere dovuta alla concentrazione di consegne nei trimestri precedenti, con l'obiettivo di contabilizzare l'investimento sull'anno fiscale 2017);

- c) infine, sul dato potrebbero aver inciso anche **fattori di calendario**: come accaduto lo scorso anno, la maggiore presenza di ponti festivi nel trimestre immediatamente precedente e in quello immediatamente successivo potrebbe aver causato una concentrazione delle ore lavorate in particolare nel settore dei servizi (dal quale non a caso è venuta buona parte della crescita del valore aggiunto: nei servizi la misurazione delle ore lavorate è la base di partenza per quantificare, almeno in prima battuta, la crescita dell'attività economica); proprio come accaduto nel 2017, ciò potrebbe preludere a un rallentamento nel 2° trimestre.
2. **Fattori internazionali**, che spiegano il rallentamento simultaneo delle principali economie dell'Eurozona:
- il minore dinamismo del commercio internazionale, dovuto almeno in parte all'incertezza causata dalla **"guerra tariffaria"** innescata dalle misure protezionistiche dell'amministrazione americana (ciò potrebbe aver pesato in particolare sull'attività delle imprese multinazionali);
  - il mutamento di clima sui mercati finanziari, legato alla **normalizzazione delle politiche monetarie** (in particolare negli Stati Uniti);
  - i **rincari delle materie prime** e in particolare del prezzo del petrolio (anche in questo caso legato almeno in parte alle politiche del governo americano).
3. **Fattori domestici, il primo e più importante dei quali è il rischio politico**, che si è manifestato prima nell'incertezza conseguente alla difficoltà di formare un governo a seguito delle elezioni del 4 marzo e poi nelle tensioni finanziarie causate dall'annuncio di misure a forte impatto sul bilancio pubblico e dalla enunciazione di posizioni fortemente critiche verso l'Unione Europea da parte del nuovo governo a guida Movimento 5 Stelle-Lega. Ciò ha causato un riprezzamento da parte degli investitori internazionali del rischio-Paese Italia, un irrigidimento delle condizioni finanziarie e un aumento dell'incertezza circa la stessa politica economica.

Riteniamo che il trend di moderato rallentamento in corso possa proseguire nel breve termine: stimiamo che nel resto dell'anno l'attività economica possa mantenersi in crescita nel range 0,2-0,3% t/t. In altri termini, **pensiamo che il rischio politico possa pesare relativamente poco sulla crescita 2018**, che vediamo ancora a 1,3% in media d'anno (ma sono aumentati i rischi al ribasso su tale stima). Tuttavia, **le mosse del governo**, e in particolare le scelte che verranno fatte in occasione della prossima Legge di Bilancio (con le eventuali conseguenze che potranno derivarne sui mercati finanziari), **saranno decisive per quanto concerne le sorti del ciclo oltre un orizzonte di 3-6 mesi e in particolare per la crescita 2019**.

Come noto, le misure contenute nel "contratto di governo", se implementate in toto e senza adeguate coperture, potrebbero causare un percorso potenzialmente insostenibile per il debito e il deficit (nelle nostre stime, il totale delle misure potrebbe valere da un minimo di 96 a un massimo di 201 miliardi a regime ovvero da 61 a 148 miliardi il primo anno). Tuttavia, **è ragionevole attendersi che il contratto non sarà implementato né rapidamente, né in toto**; inoltre, il fatto che le misure di copertura esplicitamente previste nel contratto siano insufficienti a bilanciare la portata degli interventi espansivi non significa automaticamente che l'intera copertura sarà in deficit (in altri termini, potrebbero essere nel tempo individuate altre fonti di finanziamento). Inoltre, **le dichiarazioni del ministro dell'Economia suggeriscono un approccio graduale e attento ai vincoli di bilancio**: Tria ha più volte ribadito l'importanza di mantenere un percorso discendente per il rapporto debito/PIL, e ha affermato che nel quadro programmatico saranno indicate a settembre le "opportune coperture" per le misure di politica economica ("ogni proposta di riforma sarà articolata in considerazione degli effetti sulla crescita e sulle finanze pubbliche").

Risulta pertanto alquanto difficile al momento fare previsioni sulle scelte di politica economica del governo e sulle conseguenze che ne deriverebbero sulla crescita (e sul costo del debito). Scegliamo qui di confrontare quattro possibili scenari:

Il rischio politico potrebbe pesare in misura contenuta sulla crescita 2018 ma essere decisivo per l'evoluzione del ciclo oltre un orizzonte di 3-6 mesi

a) **Scenario a politiche invariate** incluso nel DEF: poco realistico, poiché incorpora l'aumento dell'IVA e ipotesi, a nostro avviso, ottimistiche su PIL e spesa per interessi;

b) **Scenario prudente**: implementazione di alcune delle misure annunciate, cioè: - sterilizzazione dell'aumento IVA (12,4 mld); modifiche "soft" al sistema pensionistico (5 mld); - rafforzamento dei centri per l'impiego (2 mld); - spese indifferibili (5 mld).

c) **Scenario intermedio**: implementazione di quanto sopra più: - semi-*flat tax* per le imprese (9 mld); - reddito di cittadinanza (15 mld), dal 2020; - riforma complessiva delle pensioni (15-20 mld), dal 2020.

d) **Scenario aggressivo**: implementazione di quanto sopra più semi-*flat tax* per le famiglie (35 mld), dal 2020.

Solo un approccio "soft" consentirebbe di preservare una traiettoria discendente per il debito e di conseguenza evitare downgrade, tensioni finanziarie ed effetti retroattivi avversi sulla crescita

Riassumiamo i **diversi scenari di finanza pubblica** nei grafici da 9 a 12, dove mettiamo a confronto i livelli di deficit e debito in rapporto al PIL in ciascuna delle diverse simulazioni di cui sopra. Le ipotesi su PIL e spesa per interessi sono quelle governative nei grafici 9 e 10, mentre si tratta delle stime di Intesa Sanpaolo nei diversi scenari nei grafici 11 e 12 (negli scenari via via più aggressivi, la crescita del PIL risulta più alta che nello scenario base ma sale anche il costo del debito, con possibili effetti di retroazione sulla crescita).

Come si vede, **l'unico scenario che preserva un trend discendente per il debito è quello cauto** (sotto ipotesi ottimistiche su crescita e spesa per interessi). Questo scenario potrebbe essere l'unico che consentirebbe al Paese di evitare un downgrade, poiché il deficit rimarrebbe circa invariato o comunque sotto il 3% e il debito continuerebbe a scendere o almeno a stabilizzarsi. Gli altri scenari mettono a repentaglio la traiettoria discendente del debito e quindi potrebbero innescare **tensioni finanziarie in grado di avere un effetto negativo sul PIL potenzialmente pari o anche superiore all'impatto positivo delle politiche espansive**. Inoltre, l'impatto sul PIL sarebbe probabilmente inferiore a quanto si attendono i proponenti (i moltiplicatori fiscali delle misure proposte appaiono piuttosto bassi, con l'eccezione forse di un significativo taglio fiscale sulle famiglie, che però andrebbe ad agire maggiormente sui contribuenti dalla maggiore pensione al risparmio), e meno persistente nel tempo dell'impatto negativo sui conti pubblici.

In sintesi, assumiamo come *baseline* lo scenario che abbiamo definito come "prudente" (punto b), che a nostro avviso potrebbe prevalere almeno in prima battuta in forza della pressione indotta sia dai meccanismi istituzionali domestici (*in primis* il Presidente della Repubblica) sia soprattutto dai mercati finanziari. In ogni caso, anche con un orientamento lievemente espansivo di politica fiscale, **sembra esserci un margine per preservare una traiettoria discendente per il rapporto debito/PIL**.

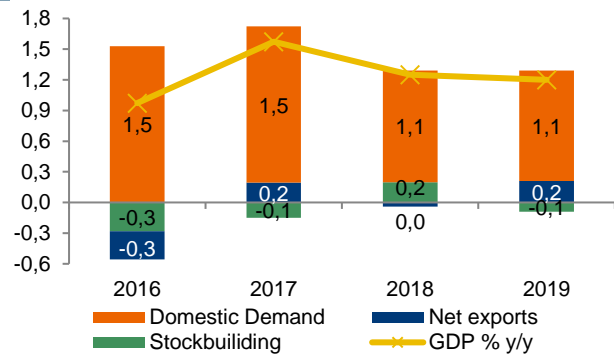
Previsioni	2017			2018p			2019p						
	2017	2018p	2019p	2017			2018p			2019p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.6	1.3	1.2	1.6	1.7	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2
- t/t				0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.4	1.0	0.8	0.1	0.3	0.0	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Investimenti fissi	3.9	2.7	2.9	1.4	2.9	1.5	-1.4	0.9	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6
Consumi pubblici	0.1	0.1	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	6.0	1.9	3.2	-0.1	1.8	1.8	-2.1	1.7	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6
Importazioni	5.7	2.2	2.7	1.6	1.4	0.5	-0.9	1.3	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.2	-0.1	0.6	-0.5	-0.3	0.7	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.7	3.0	2.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.3	-1.7	-2.5										
Debito pubblico (% PIL)	131.6	131.3	130.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.3	1.3	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	1.0	1.5	2.0	1.7	1.6	1.5
Produzione industriale (a/a)	3.7	1.8	1.7	4.1	4.7	3.8	3.5	2.1	1.0	0.5	0.8	1.5	2.0
Disoccupazione (ILO, %)	11.3	11.0	10.5	11.2	11.2	11.1	11.1	11.1	10.9	10.8	10.6	10.5	10.4
Tasso a 10 anni (%)	2.07	2.47	3.60	2.17	2.09	1.84	2.01	2.24	2.73	2.91	3.24	3.50	3.67

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

## Scenario Macroeconomico

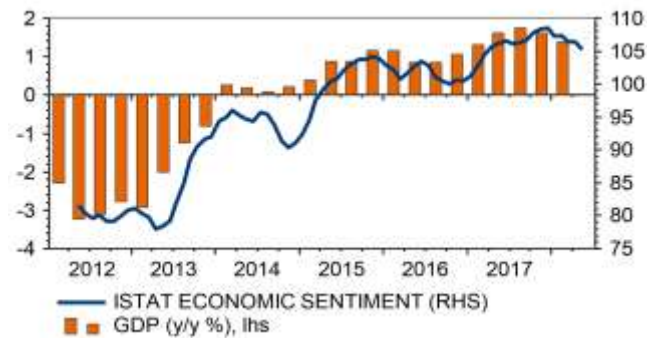
Giugno 2018

Fig. 1 – Nel 2018 e 2019, la domanda domestica crescerà su ritmi meno vivaci che nel biennio precedente



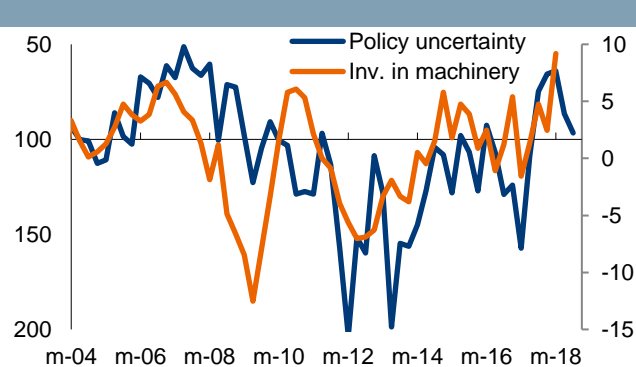
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli indici anticipatori sono coerenti con un moderato rallentamento della crescita tendenziale



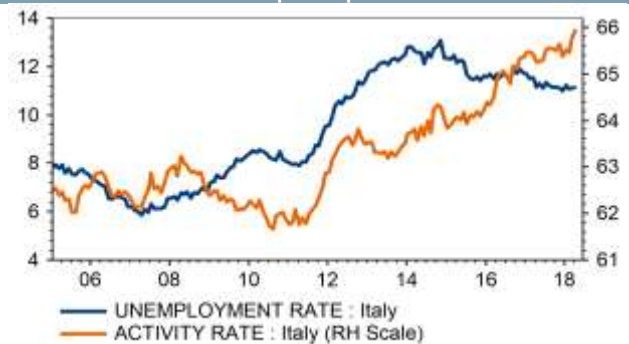
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Sugli investimenti potrebbe pesare l'incertezza di policy



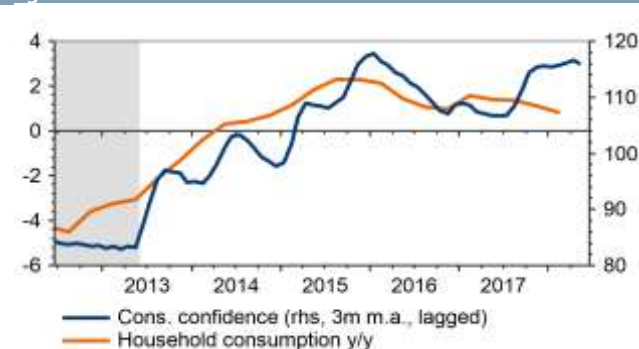
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: Istat, [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com) (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 4 – Il calo della disoccupazione è frenato dall'aumento a nuovi massimi del tasso di partecipazione



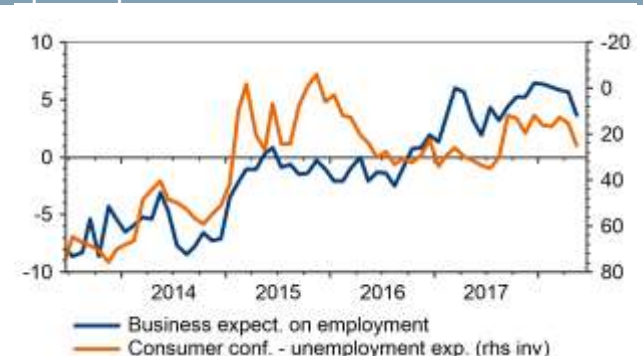
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – La fiducia dei consumatori, sulla scia di un quadro occupazionale ancora espansivo, è coerente con un maggior vigore dei consumi



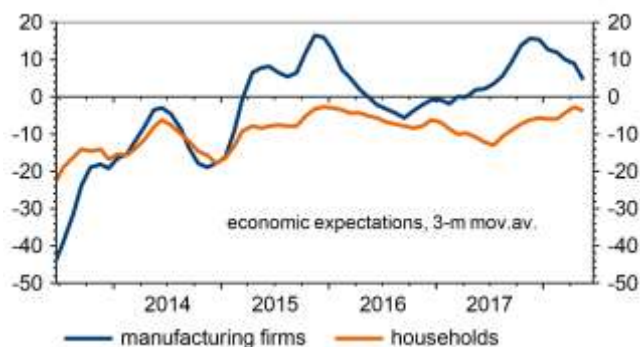
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 6 – Tuttavia, le aspettative sull'occupazione da parte di famiglie e imprese (manifatturiere) sono meno ottimistiche rispetto a qualche mese fa...



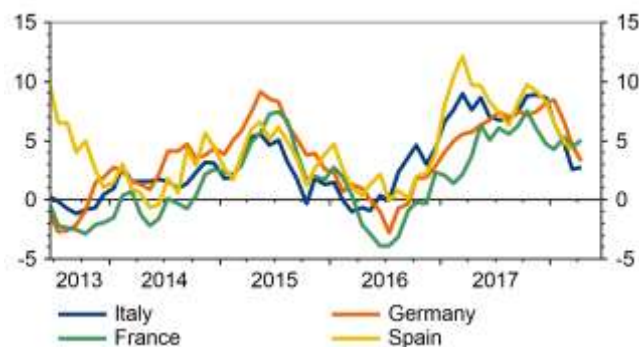
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 7 – ... così come le aspettative sull'economia



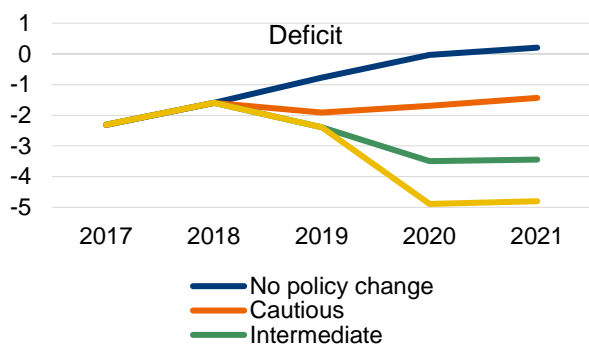
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 8 – Anche le esportazioni si sono fatte meno vivaci negli ultimi mesi (in linea con quanto accaduto negli altri Paesi europei)



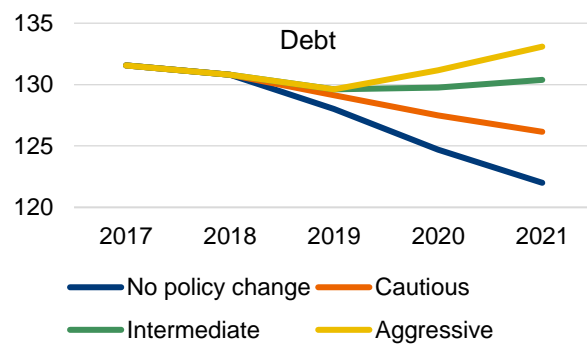
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Scenari di finanza pubblica: effetti sul rapporto deficit/PIL (ipotesi su crescita del PIL e spesa per interessi in linea con il DEF)



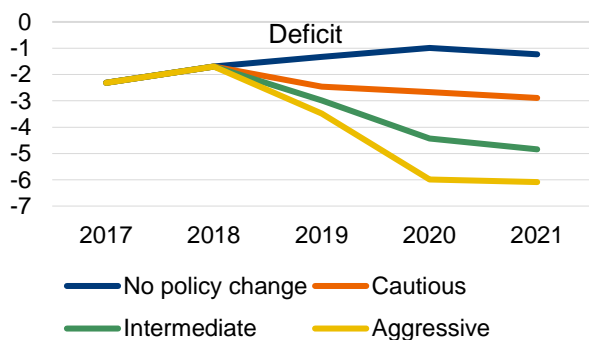
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 10 – Scenari di finanza pubblica: effetti sul rapporto debito/PIL (ipotesi su crescita del PIL e spesa per interessi in linea con il DEF)



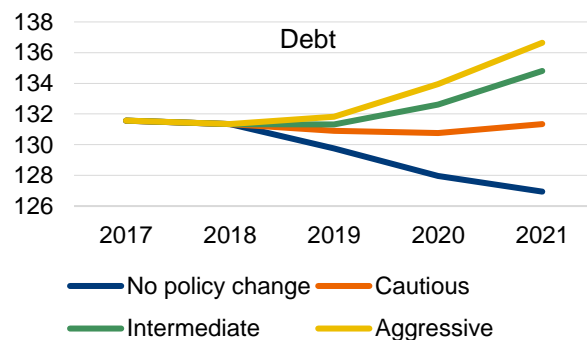
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 11 – Scenari di finanza pubblica: effetti sul rapporto deficit/PIL (ipotesi ISP su crescita del PIL e spesa per interessi nei vari scenari)



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 12 – Scenari di finanza pubblica: effetti sul rapporto debito/PIL (ipotesi ISP su crescita del PIL e spesa per interessi nei vari scenari)



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

### Spagna: la crescita continua a sorprendere verso l'alto

La crisi di governo, legata agli scandali per corruzione del partito popolare (PP) si è conclusa a fine maggio con la nomina di Sánchez, leader non letto del PSOE, come primo ministro. Sánchez ha ottenuto il sostegno da parte di *Podemos* e dei separatisti catalani e in particolare baschi cui ha promesso di confermare le condizioni fiscali generose. Il governo conta scarso sostegno parlamentare (84 su 350), dunque il rischio di elezioni anticipate rimane elevato nonostante Sánchez cercherà di restare in carica fino a maggio prossimo, quando si terranno le elezioni europee e locali. Stando ai sondaggi se si andasse al voto oggi nessuno dei due partiti tradizionali otterrebbe la maggioranza, il favorito è, difatti, *Ciudadanos* (v. fig.1).

La crisi catalana prima e l'impasse di governo a livello centrale non sembra aver interferito con la fase di crescita assai solida. Dopo un 2017 in crescita del 3,1% quasi il doppio rispetto al potenziale, rivediamo la nostra previsione per il 2018 al 2,8% da un precedente 2,6%. La Spagna è l'unico paese per cui abbiamo ritoccato al rialzo le stime per l'anno in corso. Le indicazioni dalle indagini per i mesi primaverili (v. fig. 2) suggeriscono il mantenimento di un ritmo di crescita vicino allo 0,7% t/t, come nei tre trimestri precedenti. L'andamento fiacco della produzione industriale ad aprile indica qualche rischio verso il basso (v. fig. 3). Tuttavia, le misure di politica fiscale introdotte con il Budget presentato ad aprile dovrebbero sostenere la domanda interna. Ci aspettiamo un parziale rallentamento della crescita al 2,2% nel 2019, si tratterebbe del 5° anno di crescita al di sopra del potenziale. L'output gap è già tornato in territorio positivo, ma vi è ancora margine per un proseguimento della fase di espansione. Inoltre, non si evidenzia un accumulo di leva finanziaria eccessiva per famiglie e imprese. Anche se va segnalato che il tasso di risparmio è tornato sui minimi toccati prima dello scoppio della bolla finanziaria.

Nel trimestre invernale la crescita è stata sostenuta principalmente dalla domanda interna (+0,7% t/t), grazie alla tenuta di consumi e investimenti in costruzioni. Le esportazioni nette hanno offerto un contributo solo marginalmente positivo, dal momento che import ed export sono cresciute allo stesso passo. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo che sia ancora la domanda interna a fare da traino mentre il commercio estero non offrirà un contributo significativo. Rimane tuttavia fondamentale che la crescita non torni ad essere sbilanciata e a gravare come in passato sulle importazioni. Il Paese ha a fatica riportato il saldo di parte corrente in surplus nel 2013, grazie al miglioramento del saldo di bilancia commerciale ottenuto tramite diversificazione geografica e recuperi di competitività a partire dal 2008. Tuttavia, il surplus di bilancia commerciale si è azzerato nel 2017, non per effetto del peggioramento del saldo energetico, ma piuttosto del saldo scambi beni di consumo e beni capitali (v. fig. 4). Le indicazioni per la dinamica dell'export dai PMI sono tutt'altro che incoraggianti (v. fig. 5) e fanno temere che la brusca frenata vista in Germania, Francia e Italia, nei mesi invernali possa arrivare in Spagna con un ritardo di qualche mese. In media 2018, ci aspettiamo una crescita delle esportazioni del 3,6% nel 2018 dal 4,2% nel 2019. Le esportazioni spagnole sono rivolte per oltre il 67% ai paesi europei (di cui 52,8% verso euro zona e un buon 14% al resto dei paesi membri dell'unione), le esportazioni verso gli Stati Uniti contano per un 4,3%, pertanto l'export spagnolo rimane fortemente dipendente dalla tenuta della domanda nel resto d'Europa più che da paesi terzi. Le importazioni sono attese crescere circa allo stesso ritmo delle esportazioni, di riflesso il contributo delle esportazioni nette sarà circa nullo. La domanda interna, nella seconda metà del 2017, è stata spinta dagli **investimenti in macchinari** che sono cresciuti in media del 2,0% t/t. Nei primi mesi del 2018, si è vista una correzione dell'1,6% t/t, riteniamo che si tratti di una normalizzazione dopo i forti tassi di crescita dei trimestri precedenti. L'andamento della fiducia nel settore dei beni capitali suggerisce che il ciclo espansivo possa proseguire (v. fig. 6) ma su ritmi più blandi in media al di sotto dell'1,0% t/t dal momento che finora la spesa in macchinari è stata ben più forte rispetto all'andamento della capacità produttiva (v. fig. 7). Ci aspettiamo una crescita degli investimenti in macchinari del 2,4% nel 2018 (media annua penalizzata dalla contrazione del 1° trimestre) e del 3,5% nel 2019, in rallentamento dal 6,2% del 2017. **Anche il la crescita degli investimenti in costruzioni dovrebbe proseguire a ritmi più**

Anna Maria Grimaldi

Crisi politica da livello regionale a governo centrale

Sanchez leader PSOE prende il posto di Rajoy, sfiduciato per corruzione

La crescita è solida rivediamo al rialzo le stime per il 2018 e ci aspettiamo che l'espansione continui anche nel 2019

La crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna, più che nel 2017

Prospettive di breve termine per l'export non brillanti

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

**blandi** +4,0% nel 2018 dal 5,0% del 2017. Per ora la quota delle costruzioni sul valore aggiunto è ancora ben al di sotto del picco del 2007 (v. fig. 8). La crescita dei mutui residenziali resta inferiore a quella delle case vendute. Il ciclo espansivo può, quindi, proseguire ma è sperabile che rallenti ulteriormente nel 2019 (al 3,3% a/a), onde evitare l'insorgere di nuovi eccessi. I **consumi delle famiglie sono già rallentati** nel 2017 al 2,4% dal +3,0% dei due anni precedenti (v. fig. 9). Nei primi mesi del 2018, i consumi hanno tenuto il passo dei trimestri precedenti (0,7% t/t) ed anche ipotizzando un rallentamento a 0,5% t/t nella restante parte dell'anno, la crescita media 2018 è attesa ancora al 2,4%. Nel 2019, i consumi dovrebbero, quindi, frenare al 2,0%, l'occupazione non potrà continuare a crescere poco meno del PIL (2,8% nel 2017) nonostante le indicazioni incoraggianti dalle indagini di fiducia. Il calo della disoccupazione sarà più lento fino al 14,5% nel 4° trimestre 2019, dal 15,4% di aprile scorso (v. fig.10). Dopo anni di stagnazione, i salari nominali sembrano aver svoltato (v. fig. 11), ma vediamo margini limitati perché la tendenza si consolidi. L'eccesso di offerta sul mercato del lavoro è ben più ampio di quanto non suggerisca il tasso di disoccupazione ILO: il tasso di disoccupazione U-6 rimane vicino al 26%, tra i più alti dell'area dell'euro. La crescita del reddito da lavoro sarà solo in parte erosa dal rimbalzo dell'inflazione dal momento che già nel 2011 si è visto un aumento all'1,7% e nel 2018 ci aspettiamo solo un ulteriore rialzo all'1,9%. Preoccupa il calo del tasso di risparmio sui minimi dal 2007 (v. fig. 10).

**I consumi hanno già rallentato ma si manterranno sui ritmi di espansione del 2017: +2,4%**

La forte espansione economica ha avuto effetti terapeutici sui conti pubblici. Il **deficit** è calato al -3,1% nel 2017 dal 4,5% del 2016. Il processo di riduzione del deficit nominale dovrebbe rallentare nel corso di quest'anno per effetto delle misure presentate con la proposta di budget ad aprile scorso, tra cui la riduzione delle aliquote per i redditi bassi, l'aumento dell'1,75% dei salari pubblici, l'aumento degli investimenti governativi legati all'acquisizione di parte della rete autostradale. Nel 2019, il deficit è atteso calare al -1,9% a politiche invariate. Il miglioramento dei saldi nominali è in larga misura dovuto al contributo dal ciclo. Il saldo strutturale, secondo le stime di Primavera della Commissione UE, è atteso peggiorare di 0,3 nel 2018 al -3,3% e rimanere invariato nel 2019. Il Paese resta, quindi, a rischio di non rispetto degli obiettivi di medio termine. La Commissione stima il debito in calo al 95,9% nel 2019 dal 98,3% del 2017.

**Effetto ciclo positivo sui saldi nominali. Ma il deficit strutturale peggiorerà nel 2018-19**

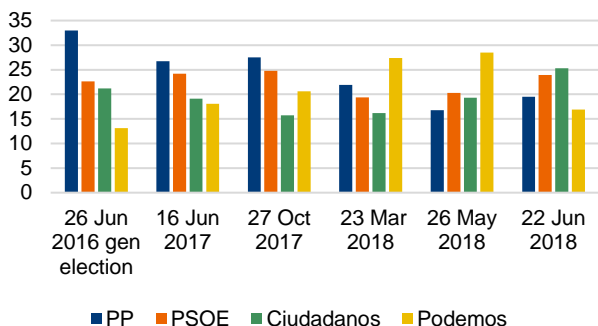
**I rischi per lo scenario sono verso il basso da metà 2018** e vengono per lo più dal quadro internazionale. Da un punto di vista economico sebbene il ciclo sia maturo non vi sono indicazioni di surriscaldamento, né di aumento eccessivo della leva finanziaria per famiglie e imprese. Il rischio politico interno non è trascurabile e potrebbe accendere nuovamente i riflettori.

Previsioni	2017			2018p			2019p						
	2017	2018p	2019p	2017			2018p			2019p			
	1	2	3	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.1	2.6	2.1	3.1	3.1	3.1	3.0	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1
- t/t				0.9	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi privati	2.4	2.4	2.0	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Investimenti fissi	5.0	3.5	2.4	0.6	1.4	0.7	0.8	1.0	0.5	0.8	0.7	0.3	0.5
Consumi pubblici	1.6	1.8	1.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
Esportazioni	8.3	8.0	2.9	1.7	0.8	2.4	3.5	1.4	0.7	1.0	0.9	0.2	0.6
Importazioni	4.7	3.6	4.4	0.5	1.0	0.0	1.3	1.2	0.6	1.6	1.4	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	1.8	1.6	1.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.6	-1.9										
Debito pubblico (% PIL)	98.3	97.6	95.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.0	1.8	1.6	2.1	1.8	1.6	1.1	1.8	2.2	2.2	1.8	1.8	1.3
Disoccupazione (ILO, %)	17.2	16.0	15.2	17.3	16.8	16.6	16.2	16.2	15.9	15.7	15.5	15.3	15.2

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

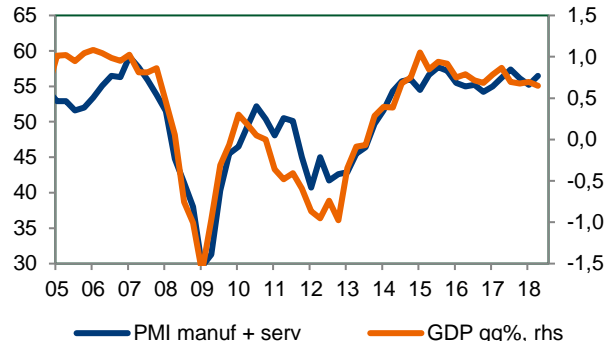


Fig. 1 – La questione catalana ha eroso i consensi per i partiti tradizionali. *Ciudadanos* ora primo partito



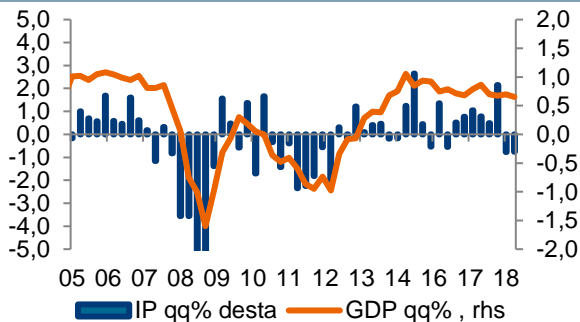
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



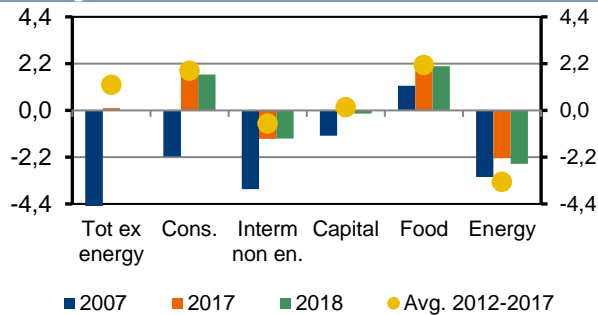
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Qualche rischio dalla produzione industriale per il 2° trimestre



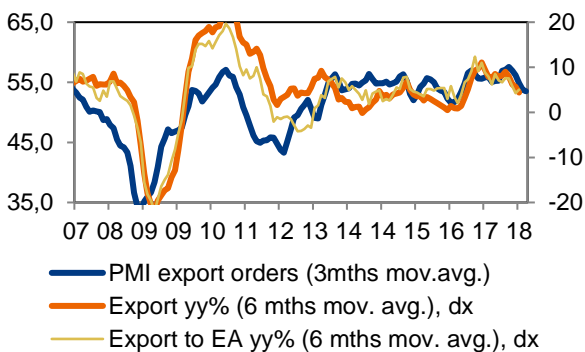
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



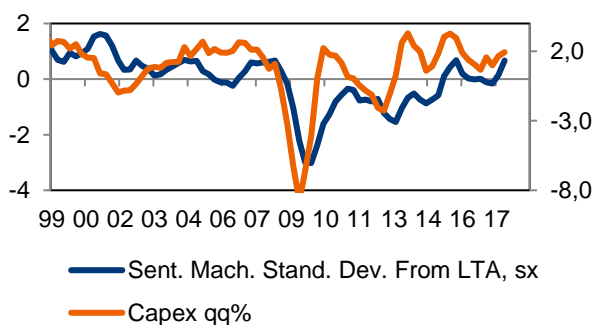
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – L'export ha svoltato e le prospettive non sono brillanti



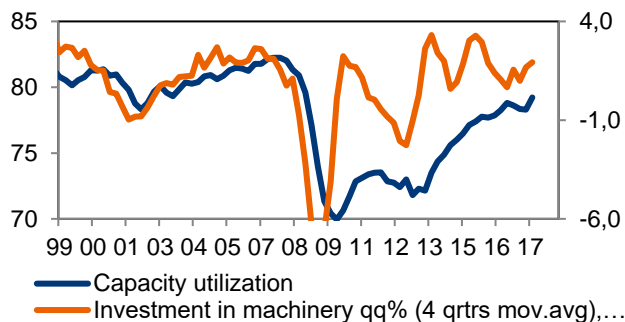
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il miglioramento della fiducia nel comparto dei beni capitali suggerisce una tenuta di capex



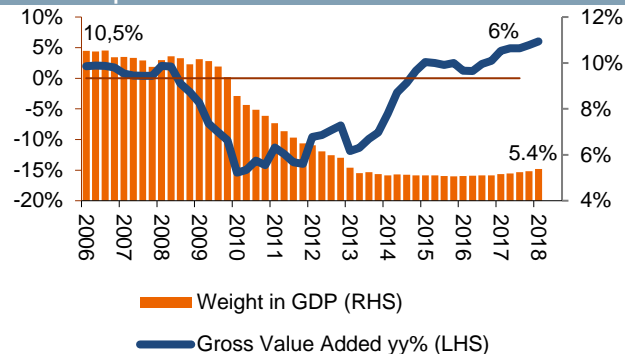
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Gli investimenti sono già cresciuti ben oltre l'aumento di utilizzo di capacità produttiva



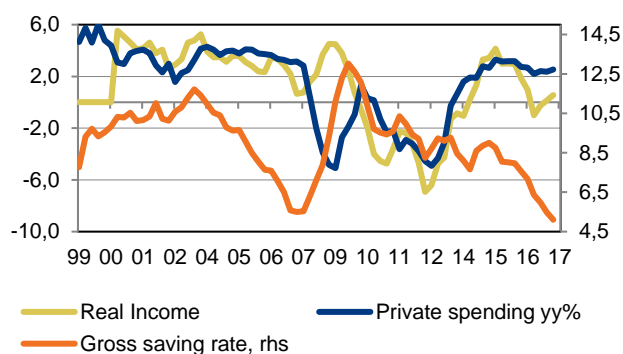
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Costruzioni: è di nuovo boom ma siamo lontani dagli eccessi dei primi anni 2000



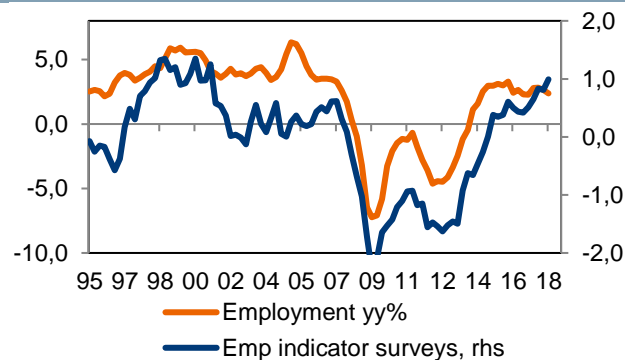
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Consumi: il picco è alle spalle. Il tasso di risparmio continua a calare ed è sui minimi del 2007



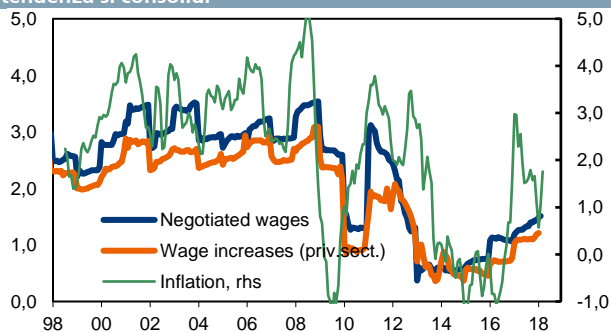
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – L'occupazione è rallentata al 2,4% nel 2° trim. 2018



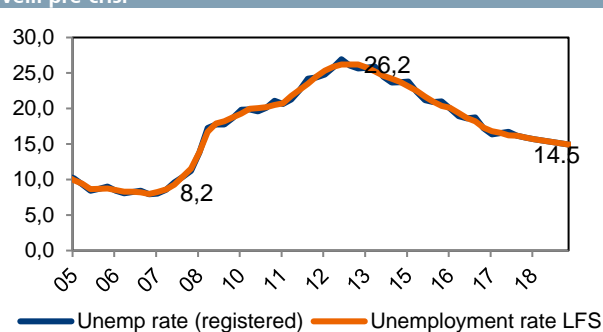
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Paesi Bassi: il picco è alle spalle ma l'espansione prosegue

Nei Paesi Bassi il rallentamento dell'economia nel 1° trimestre non è stato inferiore a quanto registrato in altri paesi, ma il PIL è comunque avanzato dello 0,6% t/t da 0,9% t/t di dicembre grazie a un balzo dei consumi (+1,5% t/t) e degli investimenti (+2,7% t/t) dopo i dati deludenti di dicembre scorso. La domanda interna ha dato, quindi, il contributo fondamentale (+1,3) mentre il canale estero è stato appesantito dalle importazioni (+0,5% m/m), alimentate dai consumi, dando complessivamente un contributo negativo (-0,9). La crescita del PIL acquisita è ora all'1,8%. Per il trimestre in corso prevediamo un marginale rallentamento a 0,4% t/t probabilmente per effetto di un infiacchimento dei consumi, nella restante parte dell'anno la crescita dovrebbe riaccelerare marginalmente. Per il 2018 stimiamo un avanzamento del 2,5% da 3,0% del 2017 per poi rallentare attorno all'1,7% dal 2019, ancora al di sopra del potenziale stimato dalla Commissione UE all'1,4%. Sebbene l'economia olandese sia tra le più esposte a shock esogeni ed in particolare ad un rallentamento della domanda mondiale, nel breve termine i rischi sono contenuti dalla resilienza della domanda interna.

I **consumi** hanno registrato un vero boom nel 1° trimestre di quest'anno, avanzando dell'1,5% t/t dopo la stagnazione di fine 2017; fisiologicamente, ci aspettiamo che i consumi si contraggano nel trimestre in corso, come anche sembrano indicare le indagini presso le famiglie tra aprile e maggio, con l'indice di fiducia dei consumatori in calo a 17,2 da 19,0 per effetto di un peggioramento del giudizio sullo stato futuro dell'economia. Ciononostante, i consumi in Olanda rimangono in uno stato di salute invidiabile, spiegato da una crescita solida del reddito disponibile (+2,4% a/a nel 2017 da +2,7% a/a del 2016) in quanto alimentata dall'accelerazione dei salari e da politiche fiscali espansive per il secondo anno consecutivo. Nell'anno in corso, i consumi sono attesi crescere del 2,6% da 1,9% del 2017 per poi rallentare sotto il 2% dal 2019. Potrebbe aversi un contributo positivo anche dai consumi pubblici quest'anno per effetto delle misure varate dal Governo che prevedono maggiori spese nei campi di istruzione, difesa e infrastrutture.

Il comparto **manifatturiero** ha ripreso a crescere ad aprile (specie nel farmaceutico e nell'elettronica) dopo il rallentamento registrato tra febbraio e marzo. L'indice di fiducia economica per il comparto è risalito tra aprile e maggio (con un miglioramento anche del libro ordini) e suggerisce che il rallentamento d'inizio anno sia quasi del tutto rientrato. L'unico elemento di debolezza nelle indagini è il livello delle scorte al di sopra della norma storica. Complessivamente, il manifatturiero rimane in una fase espansiva e più brillante di altri paesi europei, con attese di un aumento della produzione nel breve periodo. La produzione industriale è attesa avanzare nella restante parte dell'anno (media annua a +3,7% da 1,6% del 2017).

Anche gli **investimenti fissi** hanno registrato un balzo nel 1° trimestre (+2,7% t/t da -1,1% t/t) e rimangono un contributore netto positivo al PIL dal 2014 (media annua sul periodo al 6,1%). Il trend del 1° trimestre è atteso rallentare nel 2°, specie nei comparti dell'aviazione e delle auto, in linea con gli indicatori di fiducia economica (indice ESI di fiducia economica a 111 da 113), in gran parte dovuto a un rallentamento dell'export. Il morale nel settore edilizio continua a salire così come i prezzi degli immobili che crescono mese dopo mese (+8,8% m/m ad aprile) e hanno raggiunto ora il livello del picco di agosto 2008. Un rallentamento della crescita degli **investimenti residenziali** sarebbe, quindi, auspicabile ma non è scontato che si verifichi.

Il contributo del **canale estero** alla formazione del PIL è stato positivo nel 2017, ma per l'anno in corso il rafforzamento dei consumi domestici e l'incertezza sulle politiche tariffarie peseranno sulle esportazioni nette, che ci aspettiamo contribuiranno negativamente alla crescita. Nel trimestre in corso prevediamo un rimbalzo delle esportazioni dello 0,9% t/t da -0,6% t/t del primo a fronte di una frenata dell'import dopo il balzo d'inizio anno, dando quindi un contributo positivo alla formazione del PIL. Nei prossimi trimestri il contributo è atteso ridursi fino ad

Guido Valerio Ceoloni

I consumi rimarranno invidiabilmente forti

La produzione industriale sarà un vettore di crescita

Investimenti produttivi sempre forti.  
Investimenti residenziali in rallentamento? I prezzi delle case sui massimi del 2008

Quest'anno le esportazioni rallenteranno mentre accelereranno le importazioni, sulla spinta dei consumi

azzerarsi, con le importazioni previste in aumento del 3,4% quest'anno da 5,1% del 2017 e le esportazioni del 2,7% da 5,6%. Ci aspettiamo che anche il saldo della bilancia commerciale si deteriorerà nell'orizzonte di previsione calando attorno al +7% da +7,7% del 2017.

L'**inflazione** è attesa accelerare progressivamente dall'1,3% del 2017 all'1,6% nell'anno in corso e fino al 2,0% nel 2019. Il rialzo del 2018 è in larga misura spiegato dal rincaro del prezzo del greggio e rialzo della componente energetica. L'inflazione *core* è difatti vista circa stabile a 0,8%. Nel 2019, l'inflazione *core* sarà in parte spinta dal rialzo dell'aliquota agevolata dell'IVA che scatterà l'anno prossimo.

**Inflazione in risalita, toccherà il 2% l'anno prossimo**

Il mercato del lavoro è in ottima salute, con un tasso di partecipazione, in particolare giovanile, tra i più alti in Europa <sup>5</sup>. La **disoccupazione** è scesa al 4% nel 1° trimestre dal 4,4% di fine 2017. Il pieno impiego non è lontano (3,7%). non vi è, quindi, spazio per cali significativi dei senza lavoro nei prossimi mesi a meno di un aumento della forza lavoro, che non è da escludersi dal momento che si osserva un ritorno all'attività della popolazione. Il tasso di inattività è passato dal 35,6% di marzo 2014 al 32% di maggio (32% era il livello pre-crisi).

**La disoccupazione continua a calare e toccherà il livello di pieno impiego nel 2019**

Il ciclo economico espansivo ha spinto il surplus di bilancio all'1,1% nel 2017 da 0,4% in precedenza. Nel 2018, si avrà un calo temporaneo a 0,7% per effetto delle misure espansive, ma il saldo tornerà a salire nel 2019, su scia della fine degli incentivi fiscali del 2018. L'**avanzo strutturale** andrà ad azzerarsi quest'anno dallo 0,5% del 2017 per tornare in deficit nel 2019. Il **debito pubblico** continuerà a calare progressivamente nel biennio 2018-2019, per attestarsi alla fine del periodo al 50% da 56,7% del 2017.

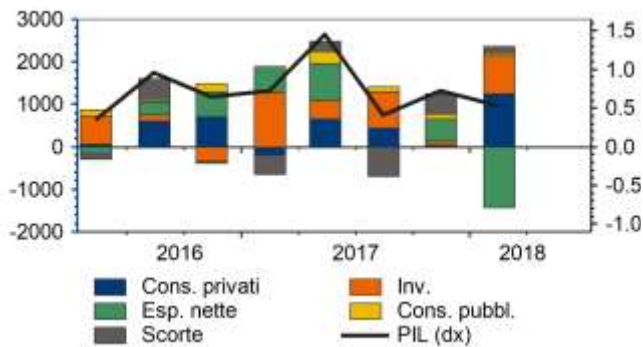
**Finanze pubbliche nel pieno rispetto delle regole di Maastricht**

Previsioni	2017			2018p			2019p						
	2017	2018p	2019p	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.0	2.5	1.7	3.3	2.9	3.0	3.1	2.5	2.4	2.0	1.8	1.8	1.7
- t/t				1.0	0.6	0.9	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.9	2.6	1.5	0.9	0.8	0.2	1.5	-0.1	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	6.2	4.9	2.8	1.9	2.9	-1.1	2.7	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
Consumi pubblici	1.1	1.5	1.3	0.4	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	5.6	2.7	3.2	1.4	1.4	1.1	-0.6	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Importazioni	5.1	3.4	3.0	1.4	1.6	0.9	0.5	0.4	0.9	0.9	0.8	0.6	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.1	-0.3	0.0	-0.5	0.8	0.2	-0.4	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	9.4	9.9	9.6										
Deficit pubblico (% PIL)	1.1	0.7	0.9										
Debito pubblico (% PIL)	56.7	53.5	50.1										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.3	1.6	2.3	1.0	1.5	1.4	1.3	1.6	1.8	1.7	2.4	2.4	2.1

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

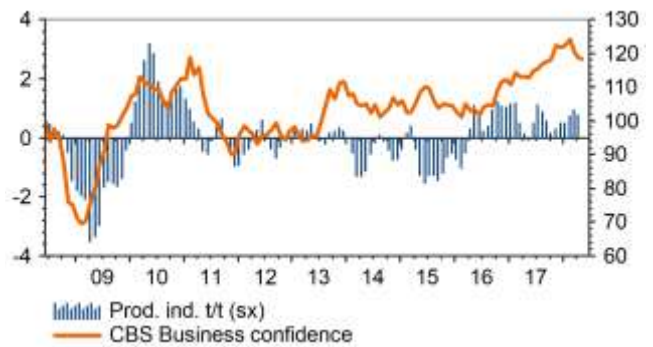
<sup>5</sup> La percentuale dei NEET (*not in employment, education or training*) è la più bassa dell'Eurozona, al 4% rispetto a una media europea (EU 28) dell'11,6% e italiana del 19,9%

Fig. 1 – Crescita solida trainata dalla domanda interna



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

Fig. 2 – L'indice di fiducia economica segnala un modesto rallentamento da livelli di crescita assai elevati



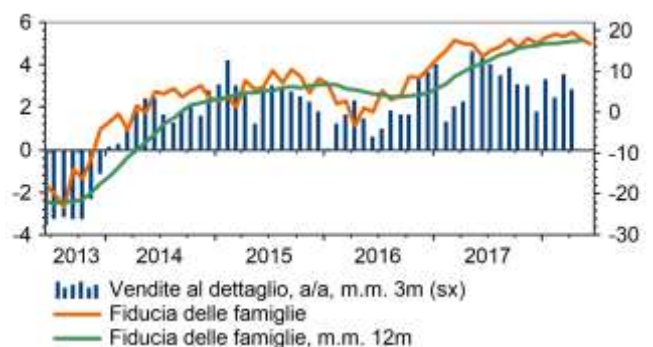
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Spesa delle famiglie brillante...



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

Fig. 4 – ...e morale dei consumatori ai massimi storici



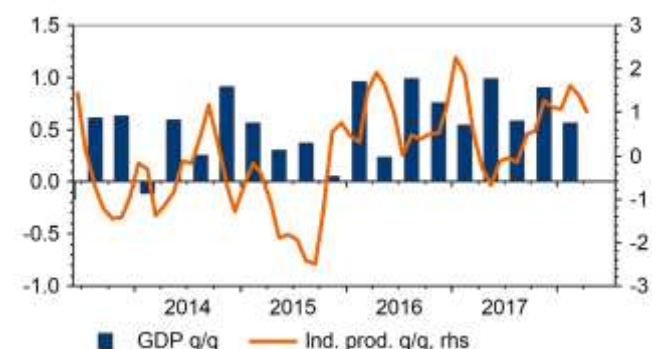
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Gli investimenti residenziali non decelerano a fronte di prezzi delle case sempre in aumento



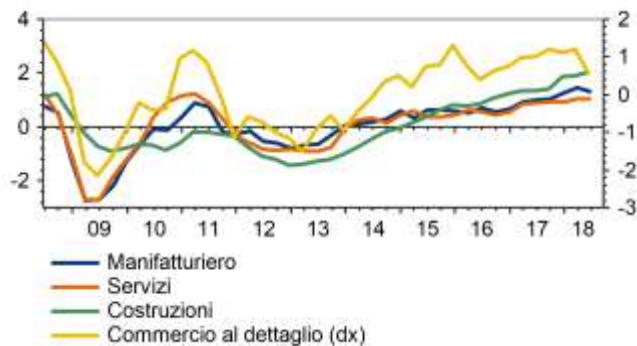
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – La produzione industriale si sta normalizzando



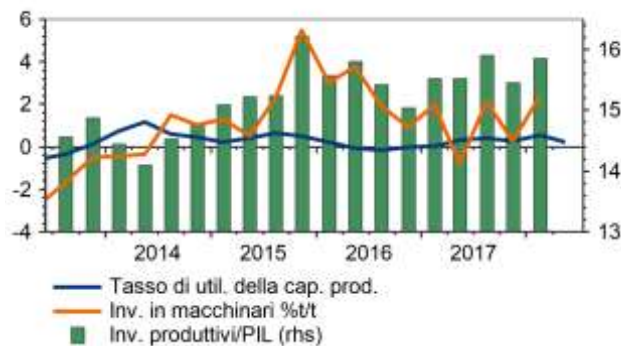
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



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

Fig. 8 – Gli investimenti produttivi continuano ad avanzare



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

Fig. 9 – Export il meglio è alle spalle



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

Fig. 10 – Disoccupazione in calo a filo di piombo verso il pieno impiego



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

## Grecia: un nuovo inizio da agosto?<sup>6</sup>

L'accordo siglato dalla Grecia e dall'Eurogruppo il 21 giugno scorso mette fine al terzo programma di aiuti e riconsegna al Paese, dopo otto anni dall'avvio del primo *bailout*, la sua piena sovranità. Il punto fondamentale dell'accordo riguarda **la dilazione dei 96,6 mld di euro di debito nei confronti dell'EFSF** (pari quest'ultimo a quasi il 40% del debito totale): **l'accordo prevede pertanto un'estensione della scadenza di 10 anni fino al 2066, così come di 10 anni è stato posticipato l'inizio dei rimborsi, che inizierà quindi nel 2033 anziché nel 2023**. Tra le scadenze imminenti dei prestatori pubblici, il Paese rimane quindi ora vincolato al rimborso delle quote capitale solo dei prestiti all'FMI (già iniziato l'anno scorso), della GLF (Greek Loan Facility, dal 2020) e della Banca europea di Investimento (già in corso); i rimborsi all'ESM inizieranno invece nel 2024 e non sono stati rimessi in discussione. Inoltre, Atene ha ottenuto che l'ultima *tranche* di aiuti che verrà erogata sarà maggiore di quanto inserito nei MoU (11,7 mld di euro), per un esborso finale di chiusura pari a 15 mld<sup>7</sup> e quindi **una riserva di cassa di circa 24,1 mld per dare al Paese 22 mesi di autonomia finanziaria** e permettergli il pagamento delle scadenze imminenti. L'ammontare sarà erogato in *tranche* semestrali (dicembre e giugno) dal 2018 e per i prossimi quattro anni. **In questo modo, i flussi di pagamenti più onerosi che Atene dovrà onorare inizieranno di fatto dopo il 2030**. Il progetto di collegare l'ammontare dei rimborsi all'andamento del ciclo economico è definitivamente stato accantonato; mentre è passata la creazione di un sistema di monitoraggio voluto dalla Germania per garantire che gli obiettivi di finanza pubblica siano raggiunti anno dopo anno. La questione greca risulta pertanto chiusa fino al 2032, quando ulteriori misure di alleggerimento potranno essere discusse. **Da agosto la Grecia tornerà quindi un membro dell'Eurozona come tutti gli altri e sarà obbligato al rispetto dei trattati in materia di controllo dei conti pubblici. Le condizioni pattuite prevedono, come già anticipato, che Atene dovrà mantenere un avanzo primario del 3,5% annuo fino al 2022 e un livello medio del 2,2% fino al 2060<sup>8</sup>**. Sulla base di simulazioni elaborate da enti indipendenti<sup>9</sup>, la Grecia riuscirà a rendere sostenibile il proprio debito pubblico solo in uno scenario di crescita media del PIL almeno pari all'1,0% annuo fino al 2060, mantenendo un avanzo primario medio di almeno il 2,0% sempre fino al 2060<sup>10</sup>.

La Grecia esce quindi dall'accordo di giugno presentandosi ai mercati in una situazione debitoria sostenibile nel breve-medio termine, pur mantenendo di fatto un livello di debito pubblico non sostenibile nel lungo termine. A questo punto, l'uscita dal *bailout* ad agosto non è più un problema, così come un primo ricorso al mercato, in quanto il Paese avrà sufficiente liquidità fino alla metà del 2020. Tra i tanti dubbi che segnano questo nuovo inizio, è però positivo rilevare che nel 1° trimestre il PIL greco è cresciuto dello 0,8% t/t da 0,2% t/t (+2,3% a/a da +2,0% a/a), dato superiore alle attese e, con cinque aumenti consecutivi, segna la striscia positiva più lunga dal 2006. L'accelerazione è spiegata dal contributo positivo delle esportazioni nette; la domanda interna invece è peggiorata per la correzione degli investimenti; anche i consumi sono ritornati a crescere, seppur molto debolmente. Per il prosieguo dell'anno, **prevediamo che l'economia continui a espandersi grazie al traino dell'export: in media annua stimiamo che il PIL potrebbe crescere dell'1,9% quest'anno da +1,3% del 2017**, due decimi in

Guido Valerio Ceoloni

Il terzo bailout si chiuderà ad agosto e il grosso dei pagamenti del debito partirà dal 2032

Il debito appare ora sostenibile nel medio termine, ma...

---

<sup>6</sup> Per un profilo completo della situazione paese si rimanda al nostro Focus del 28.06.2018.

<sup>7</sup> Verranno inoltre restituiti ad Atene i circa 4 mld di profitti realizzati dalle Banche centrali dell'Eurosistema per il possesso dei titoli di Stato ellenici all'interno del programma ESM.

<sup>8</sup> Un avanzo primario medio del 2,4% per 42 anni: in passato esempi di avanzi primari tenuti così a lungo si sono avuti in Finlandia, con un avanzo primario del 5,7% per 11 anni (1998-2008) e in Danimarca con un 5,3% per 26 anni (1983-2008).

<sup>9</sup> Cfr CEPR, *Independent report on the Greek official debt*, March 2018 e quanto già detto nel nostro precedente focus del 10.05.2018.

<sup>10</sup> Oltre a ciò è necessario ipotizzare un livello medio dell'inflazione del 2,0% fino al 2060.

più della nostra stima precedente, mentre, in assenza di shock esogeni negativi, dal 2019 l'economia potrebbe vedere un'accelerazione sopra al 2% se si dovesse finalmente materializzare una ripresa dei consumi privati che ovviamente ancora latita.

Riteniamo quindi che l'accordo raggiunto presenti luci ed ombre ma probabilmente era il massimo che si poteva ottenere e l'orizzonte garantito fino al 2030 appare sufficientemente lungo per dare al Paese margine di manovra per provare a farcela: la volontà politica di completare le riforme ancora parziali per aumentare la crescita potenziale nel medio-lungo termine e un ciclo economico di supporto per i prossimi anni si riveleranno quindi determinanti per il successo della scommessa greca. In una situazione simile, l'apparire di shock esogeni, come una recessione economica inattesa, rimane un forte elemento di rischio allo scenario.

...non nel lungo termine

### Portogallo: l'economia torna a essere trainata dai consumi interni

Anche in Portogallo, il 1° trimestre ha segnalato un rallentamento del PIL, che è passato a 0,4% t/t da 0,7% t/t: i consumi hanno però visto un'accelerazione a 0,8% t/t da 0,4% t/t, così come gli investimenti a 1,8% t/t da 0,8% t/t (contributo della domanda interna a 0,9 da 0,4); il contributo delle esportazioni nette invece è passato da 0,5 a -0,3 agendo da freno alla crescita. La crescita acquisita è ora pari all'1,4%. Per il trimestre in corso e per i prossimi ci aspettiamo che l'economia mantenga una velocità di crociera tra 0,4-0,5% t/t. La crescita media per il 2018 è ora attesa al 2,1%, dal 2,3% previsto a marzo scorso. Nel 2019, il PIL è atteso rallentare di un altro paio di decimi all'1,9%. I rischi per lo scenario sono leggermente orientati verso il basso a causa di possibili shock esogeni provenienti soprattutto dalle condizioni del commercio mondiale.

Guido Valerio Ceoloni

Crescita sostenuta dalla  
domanda interna

I dati del 1° trimestre segnalano che la **domanda interna** rimane forte e stabile, e permetterà al Paese di avere anche nel 2018 un motore interno di crescita in grado di contrastare gli effetti avversi del ciclo mondiale. I **consumi** sono attesi continuare a crescere intorno a 0,4% t/t nella restante parte dell'anno (a 2,4% a/a da 2,3% a/a del 2017) grazie a un mercato del lavoro dinamico, un migliore accesso al credito e alla risalita modesta dell'inflazione. Il morale dei consumatori rilevato dalla Commissione Europea è in miglioramento rispetto al 1° trimestre e in media annua si attesta a 2,5, al di sopra del livello medio dell'Eurozona (0,4) e di altri paesi come Spagna, Italia e Francia. La componente **investimenti**, dopo un 2017 record di crescita al 9,7%, modererà quest'anno il ritmo attorno al 4,2%, trainata dalle costruzioni, mentre il settore dei trasporti potrebbe agire da freno dopo i forti investimenti del 2017<sup>11</sup>; nel trimestre in corso le indagini di fiducia hanno indicato un rallentamento della produzione nel comparto industriale. **Esportazioni e importazioni** dovrebbero compensarsi nel biennio 2018-19: i consumi forti sosterranno le importazioni (+4,7% da 7,9% a/a del 2017), mentre le esportazioni (specialmente auto, aerei e navi) potrebbero patire le conseguenze delle schermaglie commerciali tra Stati Uniti e Unione Europea. Il turismo dovrebbe brillare anche nel 2018 (+0,6% t/t solo nel 1° trimestre): pertanto, rivediamo prudentemente al ribasso il contributo al PIL del canale estero, che stimiamo praticamente nullo per l'anno in corso, come nel 2017.

Continua la ripresa del mercato del lavoro, con la **disoccupazione** che ad aprile ha toccato nuovi minimi dal 2004 al 7,4%. L'occupazione nel 1° trimestre è cresciuta di 0,6% t/t (+3% a/a), grazie al contributo decisivo di servizi e commercio al dettaglio. Il tasso di occupazione è al 62,7%, un massimo storico. Per il 2018, ci aspettiamo che la disoccupazione continui a calare di almeno un punto, al 7,9% da 9,0% dell'anno scorso, e di circa un altro punto nel 2019 (6,9%). Il progressivo riassorbimento dei senza lavoro dovrebbe cominciare a riflettersi sul livello dei

<sup>11</sup> Il dato record del 2017 è spiegato anche dal confronto statistico favorevole della componente pubblica che è cresciuta parecchio l'anno scorso dopo il crollo del 2016; specularmente, il confronto statistico sul 2018 sarà sfavorevole.



salari nominali dal 2019. L'**inflazione** dovrebbe rallentare quest'anno all'1,2% dall'1,6% in termini armonizzati per il rallentamento dei prezzi immobiliari, per poi riaccelerare nel 2019 sulla scia di un prevedibile aumento dei salari nominali.

Sul fronte dei conti nazionali, i **consumi pubblici** rimarranno assai contenuti anche quest'anno in vista dello sforzo di ulteriore contenimento del **deficit nominale** all'1,0% dal 3,1% dell'anno scorso. Il calo del deficit sarà favorito anche dall'apprezzabile riduzione del servizio del debito e dalle maggiori entrate fiscali previste. Il deficit strutturale è atteso rimanere invece stabile nell'orizzonte di previsione all'1,1%, sul livello del 2017. Il **debito pubblico** continuerà a calare progressivamente nel biennio 2018-19 per passare dal 125,7% del 2017 al 120% nel 2019. Il principale rischio paese rimane l'elevato livello del debito, facilmente aggredibile dai mercati, come si è visto durante la recente crisi politica italiana, che si era immediatamente estesa anche al Portogallo. Tuttavia, va riconosciuto che l'attuale Governo ha impresso visibili miglioramenti ai conti pubblici: i rischi appaiono pertanto rilevanti ma in riduzione.

**Deficit in calo ma l'elevato debito pubblico rimane un rischio**

## Asia

### Giappone: crescita moderata, politiche economiche sempre espansive

Giovanna Mossetti

Lo scenario per l'economia giapponese rimane positivo, nonostante la debolezza del PIL del 1° trimestre, che ha registrato la prima variazione negativa dal 2015. Le prospettive per il resto del 2018 e per gran parte del 2019 sono di **crescita intorno al potenziale, 0,9% nel 2018 e 1,1% nel 2019, prima della frenata del 2020, a -0,1%**, dovuta all'entrata in vigore del rialzo dell'imposta sui consumi prevista per l'autunno 2019. La crescita dovrebbe essere sostenuta dalla domanda domestica, sia privata sia pubblica, e da un modesto contributo del canale estero, reso però incerto dalle tensioni sui dazi e dall'apprezzamento dello yen. L'inflazione resta lontana dal 2%, con un trend previsto solo debolmente positivo. Le politiche economiche continueranno a giocare un ruolo essenziale nel proseguimento della ripresa: la politica monetaria dovrebbe rimanere invariata almeno fino alla prima metà del 2020, mentre la politica fiscale sarà espansiva fino a metà 2019, prima di attuare il secondo rialzo dell'imposta sui consumi, a ottobre dell'anno prossimo.

Nel **2018**, il PIL dovrebbe espandersi a ritmi moderati, dopo la contrazione di inizio anno (-0,2% t/t, fig. 1). Nel 1° trimestre il calo del PIL ha avuto diverse cause. La principale è la stagnazione dei **consumi**, in parte attribuibile al clima avverso, in parte a un transitorio rallentamento della dinamica delle retribuzioni nominali (fig. 6). Anche gli investimenti non residenziali hanno rallentato, sulla scia del rafforzamento dello yen (fig. 5). Infine, il canale estero ha contribuito negativamente alla crescita, sulla scia di un ampio deficit a gennaio e un ritorno in territorio positivo solo a marzo (fig. 7). L'indebolimento della domanda finale del 1° trimestre ha determinato una transitoria inversione del trend positivo dell'output gap (fig.2). Questa battuta d'arresto dovrebbe essere un fenomeno transitorio.

Le previsioni per il **resto del 2018** sono positive, con un recupero nel 2° trimestre, seguito da crescita moderata. Gli indicatori dei **consumi** (vendite al dettaglio, reddito disponibile) hanno registrato una riaccelerazione in primavera, con il contributo positivo di un rimbalzo del reddito da lavoro e della normalizzazione del clima e da aspettative di espansione fiscale.

Gli **investimenti non residenziali** hanno risentito dell'apprezzamento del cambio, ora stabilizzato in un intervallo compreso fra 109 e 111 contro dollaro. La produzione industriale, dopo un ampio calo a inizio anno, è tornata sul trend rialzista iniziato a metà 2016 e le indagini presso le imprese confermano moderata espansione, anche se si mantengono su livelli inferiori a quelli del 2017.

La chiave di volta dello scenario giapponese resta il **mercato del lavoro**, caratterizzato da crescente eccesso di domanda (fig. 3), come evidente dall'ininterrotto calo del tasso di disoccupazione, al 2,5% da febbraio (sui minimi da agosto 1993) e dal continuo aumento del *jobs-to applicant ratio* (a 1,59, massimo da inizio 1973). La scarsa reattività dei salari (fig. 4) alla riduzione di risorse inutilizzate è in parte da attribuire al continuo aumento del tasso di partecipazione femminile (fig. 5) e ai segnali di incremento anche nelle coorti più anziane. Questi trend dovrebbero proseguire, con le misure del governo mirate ad aumentare sia la crescita della forza lavoro sia quella della natalità (v. sotto). Anche se la dinamica dei salari rimane modesta, l'aumento della partecipazione e dell'occupazione sostiene le retribuzioni totali e quindi la spesa delle famiglie.

Sul fronte del **canale estero**, la debolezza dell'export di inizio anno dovrebbe essere superata e i dati più recenti puntano a un contributo positivo delle esportazioni nette nel 2° trimestre, ma i timori si concentrano sulla possibile introduzione di **dazi sul settore auto** da parte degli Stati Uniti. Gli USA hanno importato dal Giappone auto per 40 mld di dollari nel 2017. Un aumento dei dazi del 25% potrebbe avere effetti rilevanti sulla crescita giapponese nel 2019 (-0,3pp).

L'**inflazione** rimane lontana dall'obiettivo del 2%, al netto di energia e alimentari freschi i prezzi sono in aumento di solo 0,3% a/a a maggio. La combinazione di rafforzamento del cambio e rallentamento della dinamica dell'output gap nel 1° trimestre hanno interrotto il modesto rialzo

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2018

dell'inflazione core visto tra metà 2016 e fine 2017. Le previsioni per il sentiero dei prezzi vedono una contenuta ripresa del trend positivo, ma sempre ben al di sotto del 2%. La BoJ cita diversi motivi per la dinamica quasi piatta dei prezzi, senza fare riferimento all'output gap. Secondo la Banca centrale, l'inflazione resta bassa per aspettative di deflazione non del tutto eliminate, per aumento di produttività nel settore non manifatturiero e per fattori globali, per la presenza di riserve ancora ampie di lavoro non utilizzato e per gli effetti delle vendite online. Per l'e-commerce, la BoJ stima che l'aumento di acquisti online possa avere frenato il CPI core-core di due decimi.

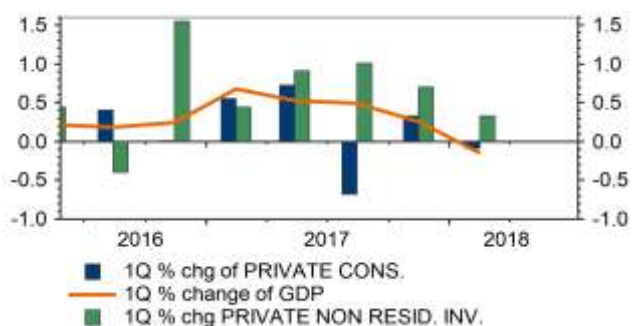
La **politica monetaria** mantiene in vigore lo stimolo quantitativo e qualitativo e il controllo dei tassi a breve e lungo termine, anche se il perseguimento dell'obiettivo sui tassi ha determinato un rallentamento degli acquisti di titoli (fig. 9). Nell'ultimo aggiornamento delle previsioni, la BoJ ha abbassato il sentiero dell'inflazione, che non toccherà il 2% neanche nell'a.f. 2020, e sono probabili ulteriori revisioni verso il basso. Alla riunione di fine aprile, il comitato riteneva appropriato **eliminare il riferimento a una data precisa per la previsione di inflazione al 2%** e segnalato che, anche in caso ulteriore allontanamento dell'obiettivo di inflazione, l'atteggiamento di politica monetaria non cambierebbe. A nostro avviso **la politica monetaria giapponese potrebbe restare invariata almeno fino al 1° semestre 2020**: con l'inflazione lontana dal 2%, difficilmente i tassi potranno essere toccati prima di metà 2019; poi, il rialzo dell'imposta sui consumi a ottobre 2019 rende improbabile la rimozione di stimolo a ridosso di nuova restrizione. **Il 1° semestre 2020 potrebbe essere la prima data utile per un graduale rialzo dell'obiettivo dei tassi**, anche grazie al probabile supporto alla crescita derivante dalle Olimpiadi di Tokio.

**Politica fiscale: focus sulla partecipazione alla forza lavoro.** Il Governo prosegue sulla "riforma dello stile di lavoro", che mira ad aumentare la forza lavoro, con maggiore partecipazione di donne e coorti più anziane e trasformazione occupati "non regolari" in occupati a tempo pieno. Diverse misure attuate dal 2012 hanno già avuto ampi effetti (fig. 5) sulla partecipazione delle donne e delle coorti al di sopra dei 60 anni. Il governo ha presentato misure, in parte già approvate dalla Camera bassa, con: nuovi limiti al numero di **ore di straordinari**; diffusione di **asili nido gratuiti** e di assistenza alle famiglie; regole che garantiscano **uguale trattamento per lavoratori regolari e non**; nuovo sistema di **determinazione dei salari non vincolato al numero di ore**, ma alla performance. A questi interventi si affianca un **aumento di 500 mila immigrati** nei settori più colpiti dalla scarsità di manodopera (e.g., costruzioni, agricoltura), con allentamento dei vincoli di durata dei permessi e minori ostacoli all'entrata. I lavoratori stranieri sono raddoppiati fra il 2008 e il 2017, quando hanno toccato 1,28 mln, 1,3% degli occupati totali). Questi interventi dovrebbero contribuire a permettere la prosecuzione della crescita intorno al potenziale, nonostante l'invecchiamento della popolazione.

Previsioni	2017			2018p			2019p						
	2017	2018p	2019p	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	0.9	1.0	1.6	2.0	2.0	1.1	0.8	0.7	0.8	1.2	1.2	1.7
- trim/trim annualizzato				2.1	2.0	1.0	-0.6	1.0	1.5	1.5	0.8	0.9	3.6
Consumi privati	1.0	0.6	1.2	2.9	-2.7	1.3	-0.3	1.6	1.8	1.7	0.8	1.0	7.2
IFL - priv. non residenziali	2.9	2.7	1.7	3.7	4.1	2.8	1.3	3.5	2.4	2.4	1.6	1.2	1.6
IFL - priv. residenziali	2.7	-4.0	2.2	3.6	-6.3	-10.3	-7.2	0.7	1.2	1.9	3.2	2.9	6.1
Investim. pubblici	1.2	-0.2	0.6	20.1	-10.1	-1.7	-0.5	1.5	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
Consumi pubblici	0.4	0.4	0.3	1.7	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	6.7	4.6	2.7	-0.3	8.2	9.2	2.6	3.5	3.2	3.0	2.4	2.3	2.3
Importazioni	3.5	3.4	3.1	7.2	-5.2	12.9	1.2	2.2	3.3	3.1	3.0	2.7	7.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	0.1	-0.2	1.3	0.8	-0.7	0.8	-0.1	-0.1	0.2	0.3	-0.9
Partite correnti (% PIL)	4.0	3.7	3.7										
Deficit (% PIL)	-3.5	-3.5	-3.4										
Debito/PIL (% PIL)	223.9	224.4	223.2										
CPI (a/a)	0.5	0.8	1.0	0.4	0.6	0.6	1.3	0.6	0.7	0.7	-0.1	1.0	1.0
Produzione Industriale	4.5	2.4	1.8	5.5	4.4	4.1	2.5	2.8	2.7	1.6	3.4	1.5	2.9
Disoccupazione (%)	2.8	2.5	2.5	2.9	2.8	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Dollaro/Yen (Yen)	112.2	109.5	112.2	111.1	111.0	112.9	108.3	108.9	109.7	110.8	111.3	111.8	112.5

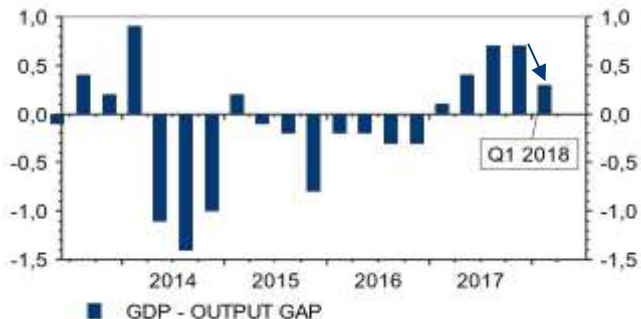
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



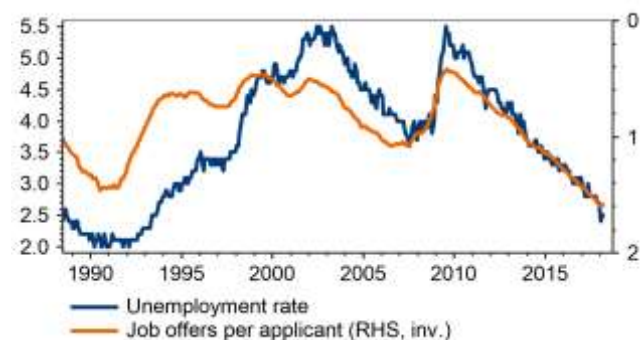
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Arresto del trend positivo dell'output gap a inizio 2018



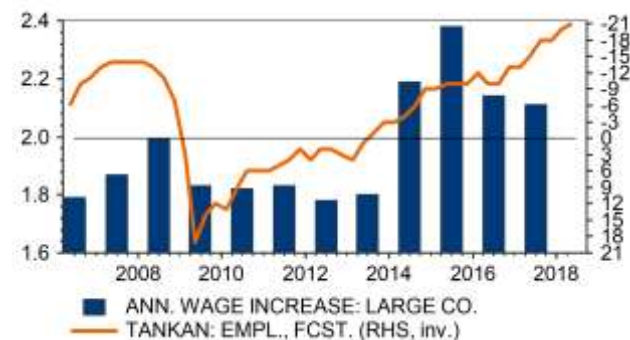
Nota: Stime Cabinet Office. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Tasso di disoccupazione in caduta libera



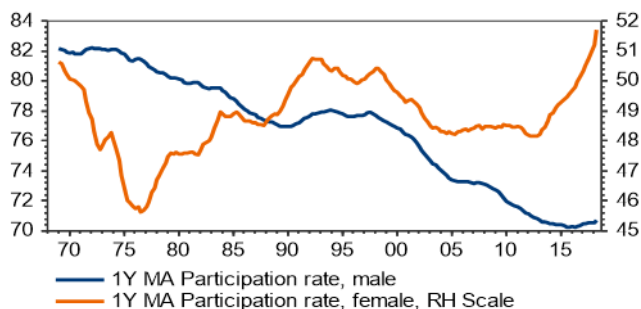
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Eccesso di domanda di lavoro in aumento, ma i salari non accelerano



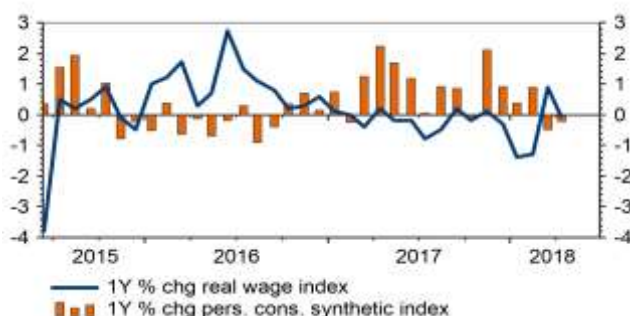
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Tankan empl fcst.: indice di eccesso di domanda di lavoro per il trimestre successivo riportato dalle imprese nell'indagine Tankan

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Consumi deboli a inizio 2018

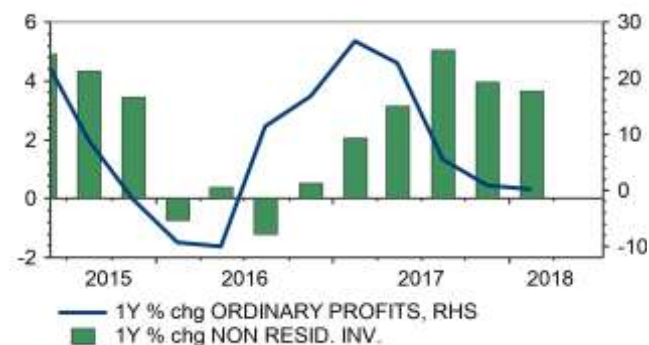


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Scenario Macroeconomico

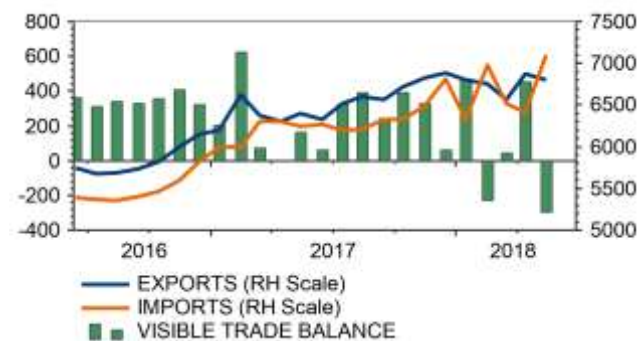
Giugno 2018

Fig. 7 – Investimenti: freni dall'apprezzamento del cambio, spinte dalle condizioni finanziarie e dalle Olimpiadi



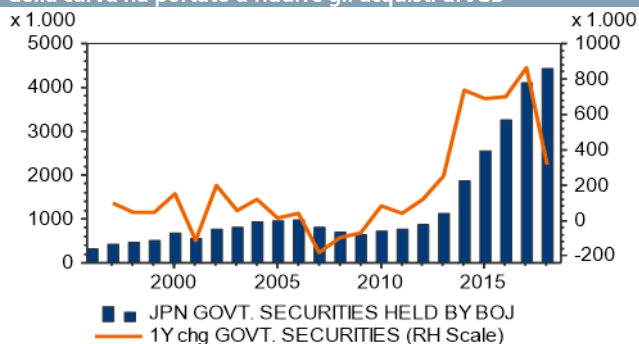
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - Bilancia commerciale: l'avanzo non è più una certezza



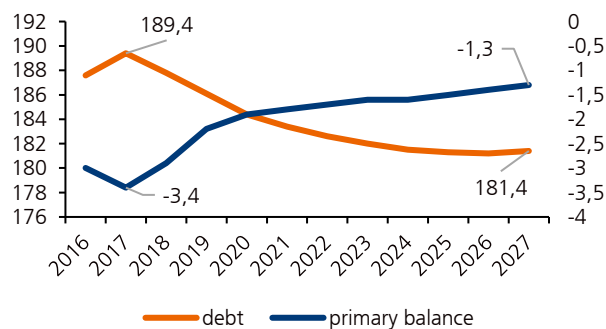
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – La BoJ non può controllare tassi e quantità: il controllo della curva ha portato a ridurre gli acquisti di JGB



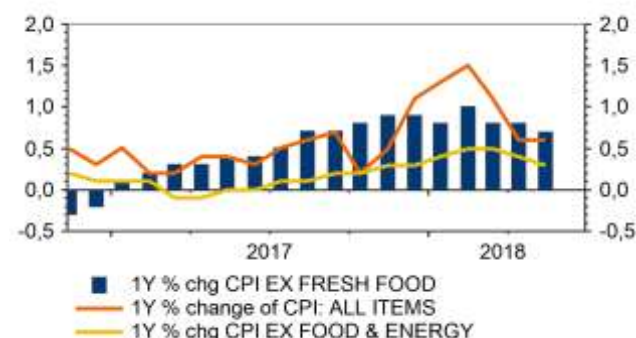
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



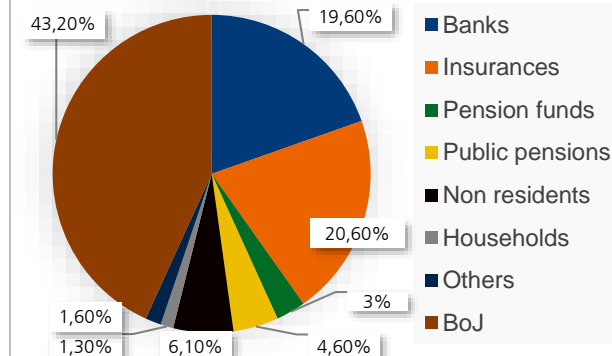
Fonte: Cabinet Office, Economic and Fiscal Projections for Medium to Long Term Analysis. Scenario base: crescita del PIL reale all'1,5% nel 2020 e al 2% negli anni successivi; inflazione al 2% nel 2021

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Nota: dati a fine dicembre 2017; totale JGB: 988,2 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1092,4 tln di yen. I non residenti detengono il 62,7% dei T-bills. La vita media del debito è 8anni e 10 mesi.

Fonte: Ministry of Finance

## Cina: la PBOC cambia passo aggiustando la liquidità

Nel 1° trimestre il PIL ha registrato un **aumento del 6,8% a/a**, invariato rispetto ai due precedenti trimestri, ma la **crescita trimestrale è rallentata a 1,4% t/t da 1,6% t/t** nel 4° trimestre 2017. Dal lato dell'offerta, l'accelerazione del settore industriale e delle costruzioni ha compensato il rallentamento del settore agricolo e dei servizi, la cui dinamica rimane comunque elevata. Dal lato della domanda la crescita degli investimenti è risalita, sostenuta dagli investimenti delle imprese private e del settore immobiliare, mentre il rimbalzo della spesa delle famiglie rurali ha compensato la decelerazione di quella delle famiglie urbane, mantenendo stabile la crescita dei consumi privati. La spesa pubblica è rallentata e l'apporto del canale estero è stato negativo.

Silvia Guizzo

**I dati della primavera sono stati misti. La produzione industriale si è stabilizzata** tra aprile e maggio (6,8% a/a) su tassi di crescita lievemente superiori a marzo, grazie all'accelerazione della produzione delle imprese statali. Gli **indici PMI** sono stati in lieve miglioramento nella rilevazione del NBS e sostanzialmente stabili nella rilevazione Markit: entrambi in area 51, **segnalano ancora una modesta espansione dell'attività**. Gli **ordini esteri restano più deboli di quelli interni**, in linea con i risultati dell'indagine della PBOC sulle imprese industriali per il 2° trimestre che rileva, inoltre, **un livello della fiducia delle imprese ancora elevato ma in calo dal picco del 4° trimestre 2017**. L'introduzione delle sanzioni commerciali da parte degli USA, e le dichiarazioni dell'Amministrazione americana seguite alle ritorsioni cinesi, lasciano i **rischi al ribasso sulla dinamica del commercio estero**, finora elevata per le importazioni ma in rallentamento per le esportazioni.

La **fiducia dei consumatori è salita ulteriormente** nella rilevazione Unionpay e rimasta sostanzialmente stabile su livelli elevati in quella del NBS, **sostenuta dal buon andamento del mercato del lavoro**. Il rapporto tra domanda e offerta di lavoro è, infatti, sopra uno, in aumento e sui massimi storici, il tasso di disoccupazione è ancora in calo e l'indagine Manpower conferma un aumento della percentuale di imprese che intende assumere nel 3° trimestre. Il quadro dipinto dalla componente occupazione dei PMI appare stabile ma meno roseo, ad eccezione del settore dei servizi. Le **vendite al dettaglio hanno continuato però a rallentare** (da 8,6% a/a in marzo a 6,8% a/a in maggio in termini reali), nonostante la riaccelerazione delle vendite di auto. Il rallentamento ha coinvolto sia le zone urbane sia quelle rurali e anche le vendite on-line. I consumi restano comunque ancora supportati dal buon andamento del mercato del lavoro e dalla riduzione dei dazi all'importazione sulle automobili e su oltre mille beni di consumo, che entreranno in vigore dal 1° luglio. La fiducia dei consumatori potrebbe però cominciare a risentire della correzione della borsa (del 10,5% nelle ultime 4 settimane e del 19,2% dai picchi di fine gennaio) e le vendite di beni durevoli dell'atteso rallentamento del mercato immobiliare.

Dopo il recupero nel 1° trimestre gli **investimenti hanno ripreso a decelerare**. Il rallentamento dai picchi di marzo (8,6% cum. a/a in maggio vs. 9,2%) ha coinvolto sia il settore statale sia quello privato e, a livello settoriale, appare guidato dalla decelerazione degli investimenti nelle infrastrutture di trasporto e nella gestione dei servizi pubblici. Gli **investimenti del settore immobiliare continuano invece a tenere**, in particolare quelli in edilizia residenziale, sostenuti dalla crescita a due cifre degli acquisti di terreni e dalla moderata ripresa dei prezzi degli immobili anche nelle città di seconda e terza fascia negli ultimi mesi. Le misure anti-speculative introdotte in molte città e tassi sui mutui di ca. 100pb superiori rispetto all'anno scorso prefigurano però un'inversione del trend nel corso dell'anno. **Il credito ha continuato a rallentare** nel corso del 2° trimestre. Anche se lo stock di credito bancario ha registrato una decelerazione marginale (da 12,8% a/a in marzo a 12,6% a/a in maggio) l'aggregato più ampio della finanza sociale (incluse le emissioni dei governi locali) è rallentato in maniera più marcata (a 11,7% a/a in maggio da 13% a/a in marzo) toccando il minimo dal 2015, frenato da una regolamentazione sempre più stringente del settore finanziario non bancario e da minori emissioni di titoli dei governi locali via via che si esaurisce il programma di swap del debito. Il calo dei nuovi investimenti nel settore immobiliare, la decelerazione degli investimenti in comparti diversi (impianti, ristrutturazioni) e il generale rallentamento del credito forniscono ulteriore supporto alle nostre **previsioni di rallentamento della crescita economica a 6,4% nel 2018 e 6,2% nel 2019**.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo, dopo il picco di 2,9% a/a in febbraio, è **scesa** stabilizzandosi a 1,8% a/a in aprile e maggio grazie al calo dei prezzi degli alimentari, che hanno più che

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2018

controbilanciato gli aumenti nel comparto dei trasporti dettati dal balzo del prezzo dei carburanti. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è invece scesa da 2,5% a 1,9% a/a nello stesso arco di tempo, grazie alla decelerazione dei prezzi nel comparto dei servizi sanitari e dei medicinali. **Non c'è quindi evidenza di pressione al rialzo sui prezzi**, per cui manteniamo sostanzialmente invariate le previsioni di aumento contenuto dell'inflazione a 2,2% nel 2018.

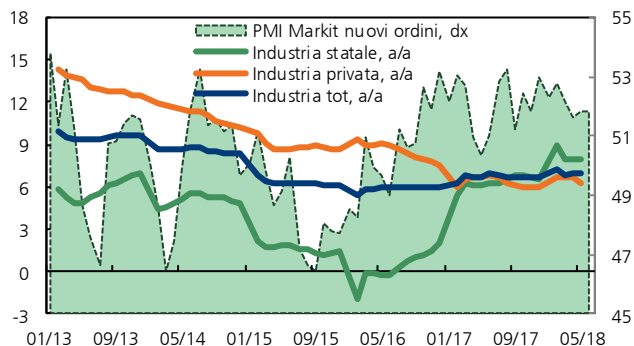
Il Governo, nella primavera, ha approvato diverse **misure a supporto di famiglie e imprese**: oltre ai tagli ai dazi sulle importazioni di beni di consumo, riduzioni delle aliquote IVA per diversi settori (dal 1° maggio), innalzamento della soglia di reddito minima per le piccole e medie imprese a 5 milioni di CNY a fini fiscali (permettendo così a molte imprese di pagare una minore aliquota IVA) e misure amministrative per ridurre le procedure per l'avvio di nuove attività. La politica fiscale rimarrà comunque meno espansiva rispetto al 2017, a causa delle misure di maggiore controllo del debito degli enti locali e di scrutinio dei progetti in partenariato-pubblico privato.

La PBOC ha continuato a **tenere ampia la liquidità** sulla parte brevissima della curva e **ha evitato di alzare i tassi sulle operazioni di rifinanziamento in corrispondenza del rialzo Fed di giugno**, come fece nel 2017. I tassi con scadenza superiore al mese hanno però iniziato a risalire da metà maggio, scontando la restrizione stagionale di liquidità tra giugno e luglio. In giugno, oltre agli effetti della valutazione macro-prudenziale della PBOC, si aggiungono quelli derivanti dalla scadenza di 259 miliardi di CNY di operazioni a medio lungo termine (MLF) e di altri 670 miliardi di *reverse repo* (nell'ultima settimana) e luglio è un mese di scadenze fiscali. Il **recente taglio del coefficiente di riserva obbligatoria** (Required Reserve Ratio, RRR) di 50pb (in vigore dal 5 luglio, dopo quello di 100pb di aprile e quello selettivo di inizio anno) è stato motivato come **misura a favore del programma di debt-to-equity swap per le grandi banche e a sostegno delle piccole e medie imprese**, le cui condizioni rimangono di difficoltà. Il taglio non è però da intendersi strettamente come allentamento della politica monetaria, che ha ormai spostato il proprio obiettivo sulla stabilità del tasso repo a 7gg, ma anche come uno **strumento di aggiustamento della liquidità in graduale sostituzione delle operazioni della MLF** (le cui scadenze saranno in netto aumento in agosto e nell'ultima parte dell'anno) e a **vantaggio delle banche interessate** (che hanno più fondi a disposizione senza vincoli, rinunciano a ricevere un interesse di 1,62% sulla riserva obbligatoria ma risparmiano un interesse di 3,3% sulla MLF a un anno), in linea con ciò che il Governatore Yi Gang ha definito un uso "esauriente" dei diversi strumenti. Nonostante la retorica quasi invariata sulla neutralità della *stance* di politica monetaria e sulla necessità di *deleveraging*, **l'allentamento di fatto delle condizioni monetarie è gradito alle Autorità**, preoccupate del rallentamento della crescita in un momento di aumento degli spread corporate e dell'ammontare dei titoli in *default* (il numero rimane in linea con il 2017) e di correzione della borsa. Ci aspettiamo che le Autorità effettuino **altri due tagli del RRR entro fine anno**, ma mantengano **fermo il tasso repo a 7gg**, a meno di un rallentamento dell'economia superiore alle attese nel corso dell'estate o di una più forte correzione della borsa. Riteniamo inoltre che il **cambio USD/CNY** possa continuare a deprezzarsi gradualmente, in linea con la chiusura del differenziale dei tassi, con un massimo a 6,90 nel corso del 4° trimestre.

Previsioni	2013	2014	2015	2016	2017	2018p	2019p
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.4	6.2
Consumi privati	7.9	8.2	8.1	8.2	7.8	7.6	7.1
Consumi pubblici	5.1	3.7	7.8	9.9	8	7.3	6.4
Investimenti fissi	9.3	6.9	7.3	6.7	5.5	5.5	5.1
Esportazioni	7.9	5.7	0.1	1.8	6.6	5.2	4.1
Importazioni	10.6	7.7	0.8	3.3	8	6.2	5.7
Produzione industriale	8	7.4	6.2	6.3	6.1	5.5	4.8
Inflazione (CPI)	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.2	2.2
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	4.50	4.20
Cambio USD/CNY (media)	6.15	6.16	6.28	6.64	6.76	6.55	6.51
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	912	1458	1912	1335	1109	542	449
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.5	2.3	2.8	1.8	1.3	0.6	0.5
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.7	-3.7	-3.9

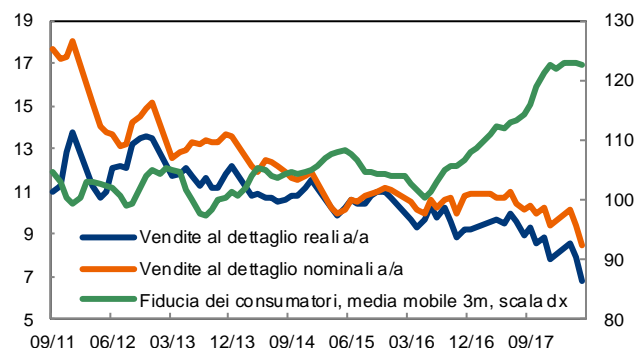
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; \* IMF Article IV, August 2017. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Produzione industriale e ordini



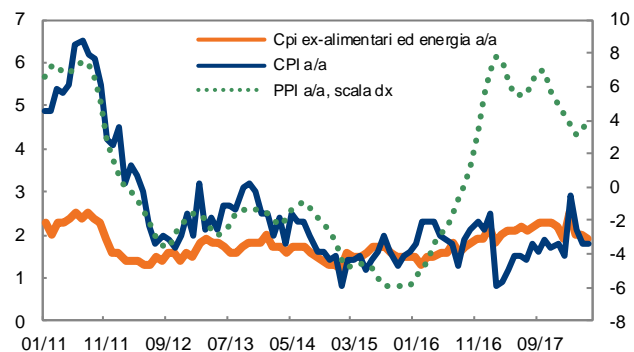
N.B. produzione industriale cumulata, var. a/a.  
Fonte: CEIC, IHS Markit

Vendite al dettaglio



Fonte: CEIC

Inflazione



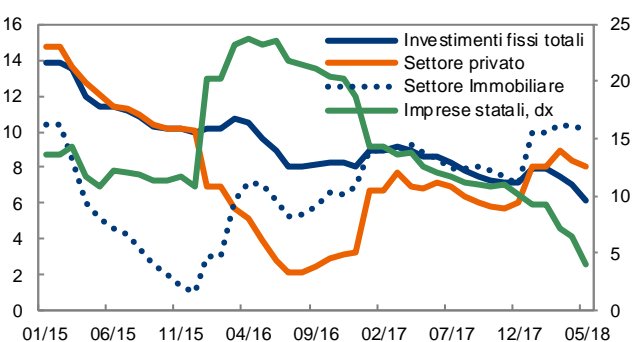
Fonte: CEIC

Prezzi degli immobili



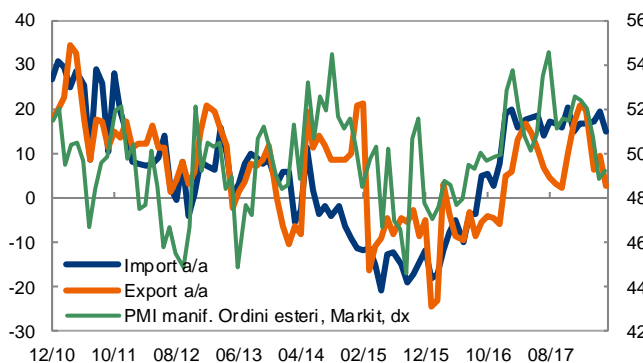
N.B. variazione m/m, media 70 città, mercato primario.  
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti nominali a/a



Fonte: CEIC

Commercio estero



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



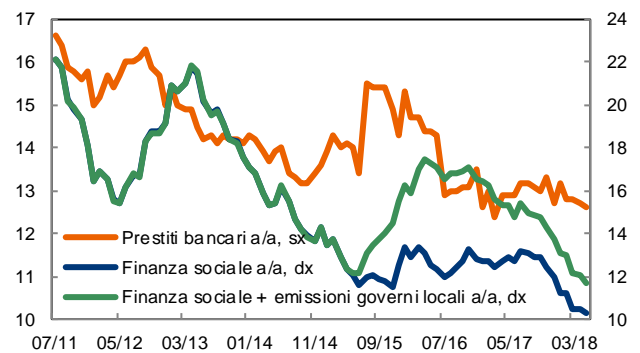
## Scenario Macroeconomic Giugno 2018

### La borsa correge



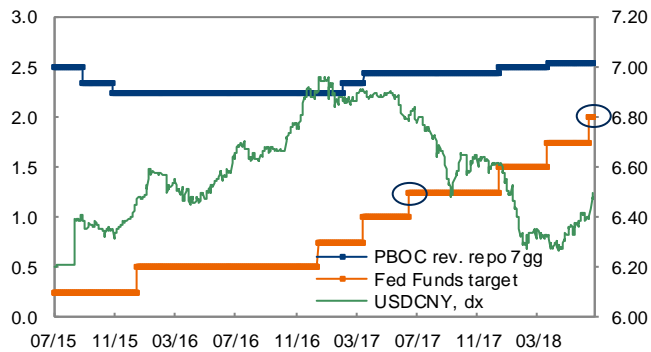
Fonte: CEIC

### La dinamica del credito rallenta



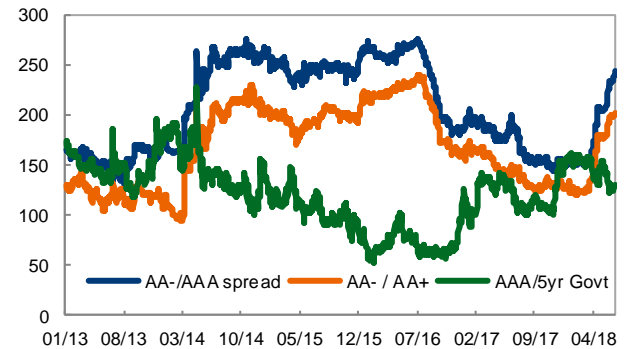
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### La PBOC non segue la Fed a giugno, il cambio si deprezza



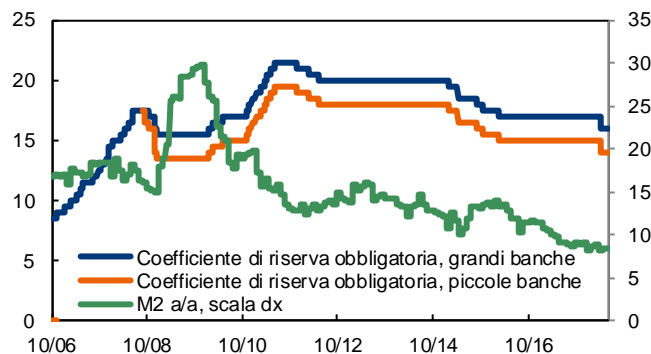
Fonte: CEIC, Bloomberg

### I corporate spread si allargano



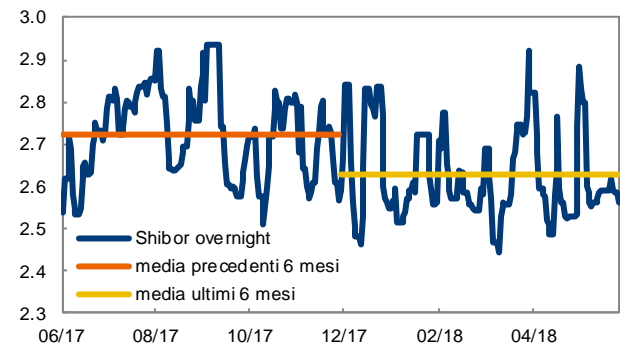
Fonte: Bloomberg

### Coefficiente di Riserva Obbligatoria ancora molto elevato



Fonte: Bloomberg

### I tassi sulle scadenze brevissime restano stabili e bassi



Fonte: Bloomberg

## India: la ripresa si consolida e l'inflazione *core* accelera

L'Ufficio Statistico a maggio ha rivisto al ribasso le stime del PIL per l'AF 2017-18, in particolare con una minor crescita di consumi e investimenti nella seconda parte del 2017 rispetto al profilo precedente. La revisione ha comportato una **crescita del PIL del 6,2% a/a nel 2017**, due decimi in meno rispetto alle nostre attese. Il PIL è però salito del 7,7% a/a nel 1° trimestre del 2018, in netta accelerazione rispetto ai trimestri precedenti e alle nostre stime, portando la crescita dell'AF 2017-2018 a 6,7% a/a. Nel 1° trimestre la **riaccelerazione della crescita dei consumi privati e un netto rimbalzo degli investimenti e della spesa pubblica** hanno compensato un contributo negativo del commercio estero. Dal lato dell'offerta la crescita dei servizi è rimasta stabile mentre sia il settore agricolo e sia quello industriale sono accelerati, il primo supportato dal netto aumento della produzione di cereali e ortaggi, il secondo trainato dalla forte accelerazione del settore delle costruzioni (+11,5% a/a) e del manifatturiero (+9,1% a/a).

Silvia Guizzo

I **dati mensili** tra marzo e maggio **confermano la stabilizzazione dell'attività su ritmi sostenuti** sebbene **inferiori rispetto al picco del 1° trimestre**. **Importazioni ed esportazioni** sono sensibilmente decelerate rispetto ai primi mesi dell'anno, anche al netto del petrolio, principalmente a causa di un forte effetto base sfavorevole, ma la dinamica mensile resta solida. La **produzione industriale** è salita del 5,4% 3m a/a in aprile, in rallentamento dal massimo del 7,8% di gennaio, supportata dalla produzione di beni per le infrastrutture che ha compensato la decelerazione di quelli intermedi e per le infrastrutture. La **fiducia delle imprese** è rimasta elevata anche nel 2° trimestre e l'indice **PMI manifatturiero** si è mantenuto in territorio espansivo poco al di sotto della media del 1° trimestre (51,8) con una dinamica degli ordini esteri di poco inferiore a quella degli ordini interni in linea con i dati dei movimenti cargo che mostrano un rallentamento del traffico internazionale rispetto a quello domestico.

La dinamica del **commercio internazionale dei servizi** rimane ottima e sui massimi storici. Il PMI del settore dei **servizi** ha continuato ad oscillare intorno a 50, mentre la componente aspettative ha ripreso a salire portandosi sui massimi da agosto 2016. I ricavi del settore turistico rimangono supportati dall'aumento delle presenze di turisti nonostante la correzione dai picchi di fine 2017, le sottoscrizioni dei telefoni cellulari sono invece rallentate mentre le vendite di veicoli utilitari e commerciali restano sostenute. La **fiducia dei consumatori** dopo essere salita fino a 96,9 nel 4° trimestre, è tornata a scendere nella primavera, continuando a rimanere in zona di pessimismo (al di sotto di 100) anche se al di sopra dei minimi di dicembre. Le aspettative sono state invece più elevate e in aumento. La percentuale di consumatori che riporta un aumento delle intenzioni di spesa continua ad essere positiva anche se in calo rispetto al trimestre precedente, a causa di una valutazione ancora negativa del mercato del lavoro. L'accelerazione del traffico passeggeri domestico fornisce però un segnale positivo per l'andamento di consumi e servizi.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo, dopo essere scesa fino a un minimo di 4,3% a/a in marzo, grazie a un netto calo dei prezzi degli alimentari, in gran parte stagionale, è risalita fino a 4,9% a/a in maggio. L'inflazione al netto di alimentari, carburanti ed energia è salita fino a un massimo del 6,2% a/a in maggio, trainata dai rialzi nel comparto dell'abitazione, dei trasporti, dei servizi sanitari e dell'istruzione, e dell'abbigliamento. Un effetto base molto favorevole dovrebbe far scendere l'inflazione totale nella seconda metà dell'anno nonostante l'atteso incremento dei prezzi degli alimentari e dei carburanti. L'aumento dell'inflazione è stato al di sotto delle nostre attese in primavera, impattando sul profilo dell'anno. Rivediamo pertanto **le nostre previsioni sull'inflazione** di due decimi al ribasso **a 4,6% nel 2018 e a 4,4% 2019**. Le misure di sostegno ai prezzi delle derrate agricole introdotte nel budget (prezzo minimo garantito), l'aumento del prezzo del petrolio, gli esborsi scaglionati dei governi locali per le indennità sugli affitti e il deprezzamento del cambio mantengono i rischi al rialzo.

L'**aumento repentino dell'inflazione core** e delle aspettative d'inflazione nel round di maggio dell'indagine sui Consumatori **ha indotto la RBI ad alzare i tassi di 25pb al meeting del 6 giugno**, un po' in anticipo rispetto alle nostre aspettative che lo collocavano nel corso dell'estate. La Banca centrale ha rivisto leggermente al rialzo le previsioni di inflazione nel range 4,8-4,9% nel 1° semestre dell'AF 2018-19 (1 aprile - 31 marzo) e a 4,7% nel 2° semestre e le previsioni di crescita a 7,5%-7,6% nel 1° semestre e a 7,3-7,4% nel 2°, con i rischi bilanciati, segnalando che l'output gap si è quasi azzerato. Le previsioni della RBI sono in linea con il nostro scenario nella prima metà dell'anno e lievemente al di sopra nella seconda. Ci aspettiamo che la RBI effettui un

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2018

altro rialzo di 25pb entro fine anno, già al meeting di agosto se il prezzo del petrolio e l'inflazione *core* non dessero segnali di rientro nell'estate. La RBI ha infatti lasciato la *stance* neutrale e nei verbali i membri del comitato sottolineano la **notevole incertezza** sull'evoluzione del prezzo del greggio, dei deficit gemelli e i rischi sui mercati finanziari internazionali, fattori che rendono necessario mantenere una flessibilità di azione a seconda dei dati macro.

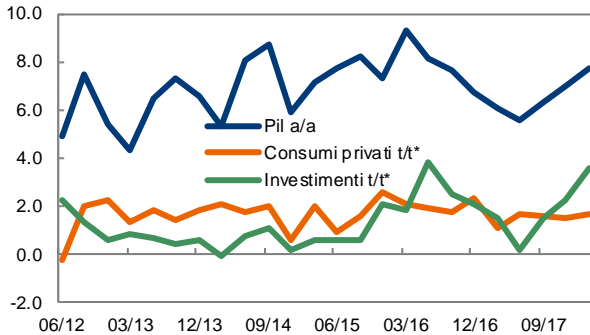
Il **deficit delle partite correnti** è salito a 1,5% del PIL nel 2017, dopo un minimo a 0,5% nel 2016, e la media a 4 trimestri registra un **peggioramento** a 1,9% nel 1° trimestre del 2018, a causa di un deterioramento della bilancia commerciale destinato a continuare per l'aumento del prezzo del petrolio e delle importazioni al netto di petrolio e metalli preziosi. I flussi di **investimenti di portafoglio netti**, ancora positivi nel 1° trimestre, sono stati **negativi** nel 2°, con un sensibile **impatto sulla rupia**, che si è deprezzata del 5,5% da metà marzo vs USD, tornando in area 68, sui massimi di fine 2016. Il **rischio di sfioramento dell'obiettivo di deficit pubblico** (3,3% nell'AF 2018-19) rimane inoltre invariato a causa dell'aumento del prezzo del petrolio, di una maggiore spesa per interessi e per finanziare misure espansive pre-elettorali in vista delle elezioni generali del 2019. Riteniamo quindi che il cambio continuerà a rimanere sotto pressione da qui a fine anno, in area 68-69, per poi ritornare a riapprezzarsi.

La crescita ancora a due cifre delle importazioni di macchinari (+24,2% 3m a/a in aprile), l'aumento dei nuovi progetti di investimento presentati dalle imprese industriali, l'andamento ancora buono della produzione di beni capitali (7,3% 3m a/a in aprile) e un aumento del credito, anche se per ora limitato ai settori delle costruzioni e dei servizi, sostengono la **ripresa degli investimenti**, che potrebbe trovare ulteriore supporto da una risoluzione più veloce dei casi di ristrutturazione aziendale secondo il nuovo Codice di Bancarotta. Gli investimenti dovrebbero fornire il maggior contributo alla crescita nel corso dell'anno insieme ai consumi, compensando un apporto negativo del canale estero. Le ultime previsioni del dipartimento di meteorologia indiano puntano, inoltre, a una piovosità normale per il monzone estivo, offrendo prospettive ancora positive per la produzione del settore agricolo. L'accelerazione di consumi e investimenti, un 1° trimestre più elevato delle attese, e un effetto base favorevole ci inducono a **rivedere al rialzo la crescita per il 2018 da un precedente 7,2% a/a a 7,5%, con una decelerazione a 7,2% nel 2019**. I rischi sullo scenario **restano al ribasso**: l'entità dei crediti incagliati potrebbe mantenere ancora debole la dinamica del credito, il rallentamento dei redditi reali causato dall'aumento dell'inflazione potrebbe impedire la ripresa dei consumi privati e l'aumento delle politiche protezionistiche a livello internazionale peserà negativamente sulle esportazioni. Anche l'India ha infatti recentemente risposto alle sanzioni americane sull'acciaio annunciando un aumento dei dazi sulle importazioni di 28 prodotti a partire dal 4 agosto.

Previsioni	2013	2014	2015	2016	2017E	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	7.2	7.1
Consumi pubblici	2.6	5.3	3.7	9	11.7	10.2	8.2
Investimenti fissi	2.5	1.9	3.9	10.5	5.4	10.6	5.5
Esportazioni	4.2	6.6	-6.2	2.5	6.5	6.3	6.3
Importazioni	-6.3	0	-5.9	1.3	11.4	7.1	8
Produzione industriale	1.9	4.5	2.5	5.2	3.5	6.3	6.2
Inflazione (CPI)	10.1	6.4	4.9	4.9	3.3	4.6	4.4
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	12.8
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.3	9.1	8	7.2	6.5	7.5	7.8
Cambio USD/INR (media)	58.57	61.04	64.15	67.21	65.12	67.25	65.34
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-2780	-1661	-1451	-815	-2530	-4671	-5464
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.6	-1.4	-1.1	-0.5	-1.5	-2.6	-2.6
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-4.2	-3.4	-3.7	-4.0	-3.6	-3.5

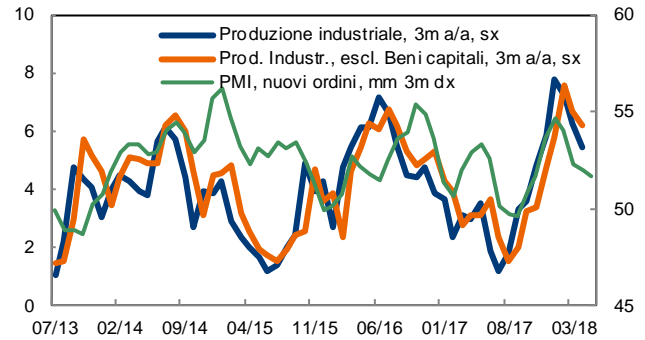
Nota: variazioni % sul periodo precedente, salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

La dinamica degli investimenti continua a migliorare



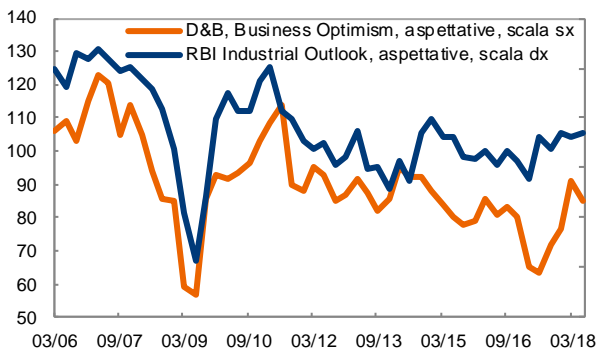
\* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

La produzione industriale decelera



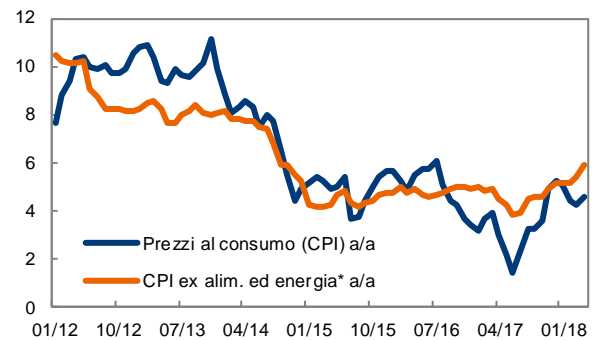
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

La fiducia delle imprese resta elevata



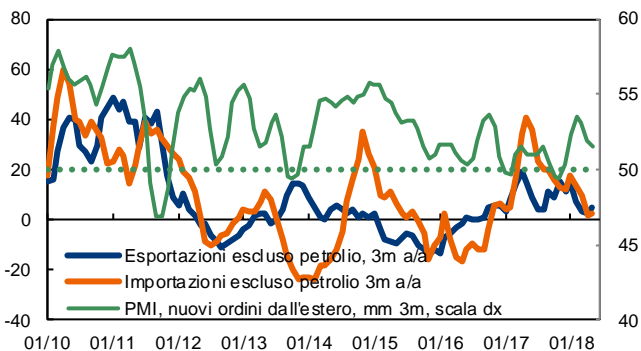
Fonte: CEIC

Inflazione



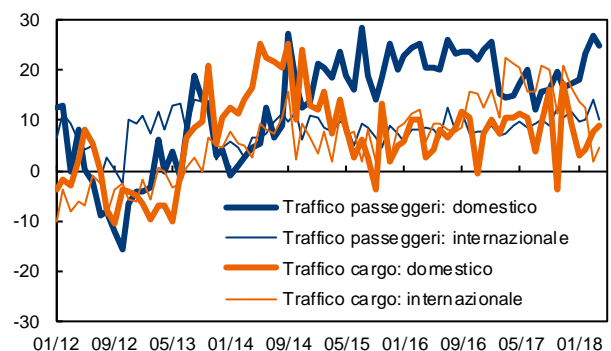
Nota: (\*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Commercio estero



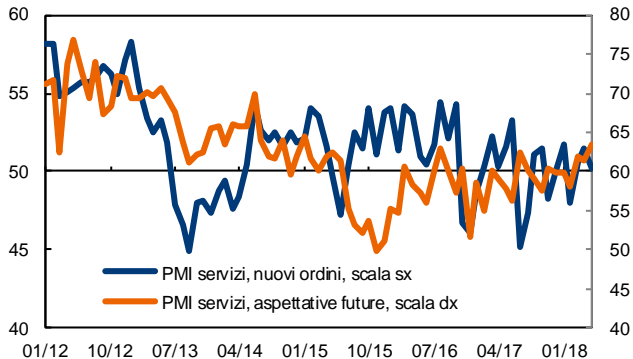
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico passeggeri e cargo



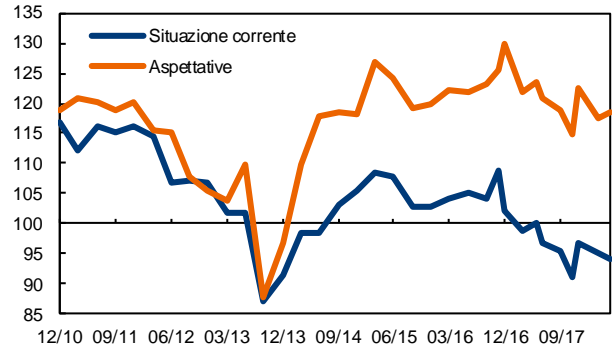
Fonte: CEIC

Servizi: PMI debole e volatile ma le aspettative salgono



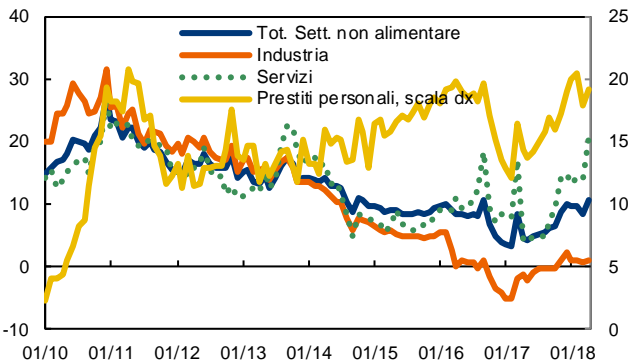
Fonte: Markit

Fiducia dei consumatori



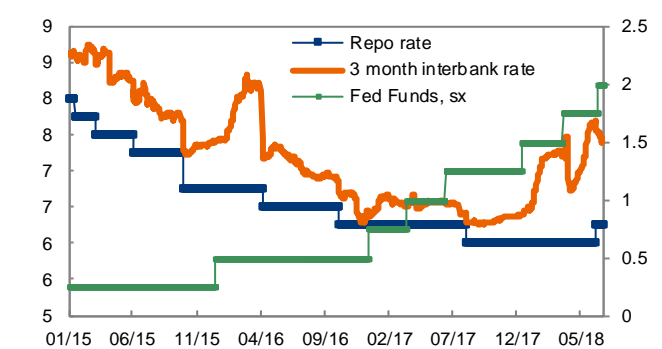
Nota: Indagini trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



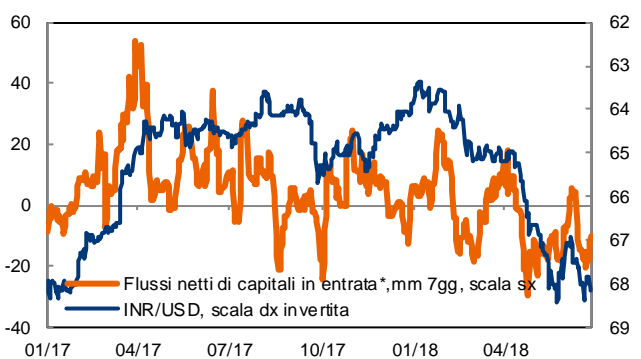
Fonte: CEIC

La RBI alza i tassi



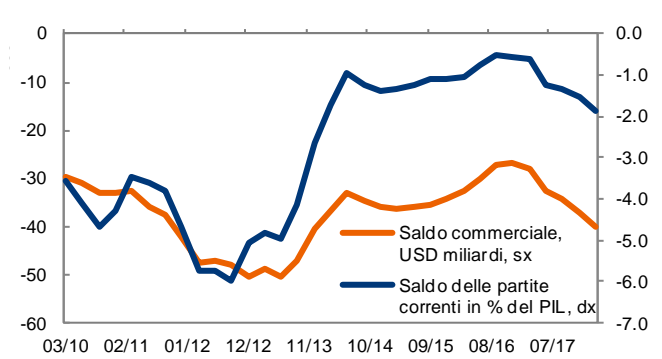
Fonte: CEIC

Flussi di portafoglio (miliardi di INR)



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

Partite correnti (media mobile 4 trimestri)

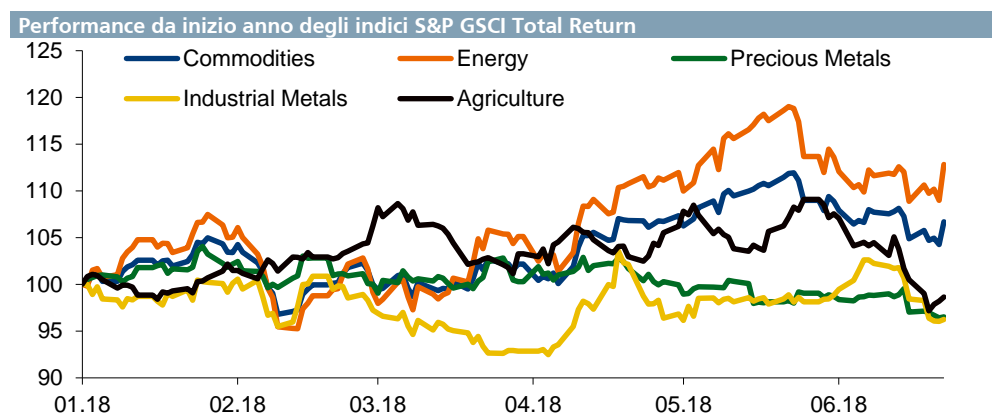


Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Materie prime: lo scenario è complicato da rischi esogeni

Troppi elementi di rischio stanno gravando negativamente sul comparto e smorzano le spinte positive derivanti dai fondamentali di domanda e offerta, nonostante l'appetibilità delle commodity come asset class.

Daniela Corsini



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I mercati delle commodity tengono gli investitori incollati agli schermi dei terminali: come in una avvincente serie tv ricca di colpi di scena, varie *story line* si intrecciano e rendono il quadro estremamente complesso. Data l'imprevedibilità delle mosse che potrebbero essere compiute da vari attori, lo scenario nei mesi estivi si prospetta incerto. Una sola cosa è sicura: avremo molto da leggere sotto l'ombrellone, grazie a mercati ricchi di spunti di investimento e alla rapida successione di scelte strategiche, commerciali e geopolitiche.

Nei mesi estivi, i mercati energetici seguiranno con apprensione le politiche petrolifere dei principali paesi produttori. Nel meeting del 22 giugno, l'OPEC ha promesso di incrementare l'offerta a fronte di un calo strutturale dell'output in Venezuela, del rischio di minori esportazioni dall'Iran una volta che le sanzioni americane entreranno in vigore, e della elevata domanda stagionale, guidata da *driving season* statunitense e consumi mediorientali di energia per esigenze di raffrescamento. Ci saranno molte variabili da monitorare, sia sul piano commerciale (entità degli incrementi pianificati, risposta di paesi inizialmente contrari alle modifiche apportate all'accordo, evoluzione di produzione ed esportazioni di greggio statunitense), sia sul piano politico (evoluzione dell'accordo nucleare, crisi degli equilibri e nuove relazioni diplomatiche in Medio Oriente). Anche gli sviluppi normativi consentiranno un ampio ventaglio di letture estive, *in primis* possibili impatti sui mercati di prodotti petroliferi e greggio della nuova regolamentazione IMO 2020, sviluppi regolamentari sui mercati del gas (ad esempio modifiche al livello di produzione a Groeningen, rinegoziazione dei contratti russi di transito) e delle emissioni (grazie alla Fase 4 dell'ETS in progressiva definizione).

Anche i mercati delle materie prime industriali saranno ricchi di temi da monitorare: i rischi di guerre commerciali, nuove tariffe mirate contro singoli paesi o settori restano ben reali e potrebbero scoraggiare gli investimenti e influenzare le quotazioni, estremamente vulnerabili all'evoluzione del sentiment di mercato. Infine, le trattative sulla denuclearizzazione della penisola coreana potrebbero avere impatti sul comparto, dato il ruolo storicamente ricoperto dalla Cina nel sostenere e finanziare il regime nord-coreano.

I preziosi, e l'oro in particolare, saranno principalmente guidati dall'evoluzione delle dinamiche monetarie e valutarie. Complessivamente, politiche più restrittive nelle principali economie dovrebbero scoraggiare gli investimenti in oro ed alimentare nei mesi estivi strutturali pressioni al

## Scenario Macroeconomico

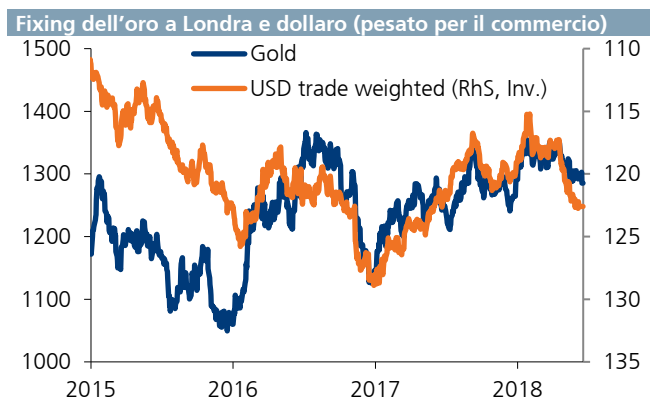
Giugno 2018

ribasso, che ci attendiamo solo parzialmente controbilanciate da temporanei picchi di avversione al rischio e domanda di beni rifugio.

Le materie prime agricole seguiranno le evoluzioni delle trattative commerciali, soprattutto fra Cina e Stati Uniti data la rilevanza delle importazioni cinesi in questo settore. I fattori meteorologici (anche se al momento non si evidenziano rischi particolari) ed i progressi nei raccolti di cereali in Europa e Nord America, di caffè in Brasile aggiungeranno nuovi driver al tema strutturale di aumento dei consumi e rialzo dei costi degli input al processo produttivo.

A complicare il quadro di analisi, già ricco di elementi esogeni difficilmente prevedibili, contribuisce lo scenario macroeconomico. Infatti, rispetto a pochi mesi fa notiamo un indebolimento del ciclo congiunturale, evidenziato anche dagli indici di sorpresa economica che mostrano come negli ultimi mesi i dati macroeconomici si siano spesso rivelati più deboli delle attese nei principali paesi sviluppati ed emergenti. L'incertezza legata alle nuove sanzioni americane e alla minaccia di nuove misure protezionistiche nei prossimi mesi hanno negativamente influenzato la fiducia delle imprese in molti paesi. Inoltre, in Cina, dopo l'accelerazione registrata in primavera per anticipare l'entrata in vigore di varie misure restrittive sul commercio, è ragionevole attendersi un rallentamento delle esportazioni nella seconda metà dell'anno.

Un altro fattore che ha favorito il comparto delle commodity nei primi mesi dell'anno, ma che ora è venuto meno, è il dollaro americano. Nel 2° trimestre, i prezzi di energetici e metalli industriali sono saliti nonostante l'apprezzamento della valuta di denominazione. Ora, i più deboli spunti rialzisti legati ai fondamentali potrebbero non essere sufficienti per controbilanciare possibili pressioni al ribasso legate al possibile rafforzamento della correlazione storicamente negativa con il dollaro.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Previsioni per l'universo commodity

Complessivamente, non ci attendiamo un brillante trimestre estivo: troppi elementi di rischio stanno gravando negativamente sul comparto e smorzano le spinte positive derivanti dai fondamentali di domanda e offerta. In particolare, nonostante vari modelli base di teoria della finanza continuino a segnalare l'appetibilità delle commodity come asset class, riteniamo che i flussi di inflow sui mercati finanziari non saranno sufficienti per innescare un sostenuto incremento delle quotazioni.

**Energia.** Il comparto è molto esposto a gravi rischi geopolitici in Medio Oriente e Venezuela, solo parzialmente compensati dalla svolta di Russia e Arabia Saudita, che hanno adottato una politica petrolifera più reattiva e condizionata al bilancio di mercato. Seppure in miglioramento, i fondamentali del petrolio restano deboli e le più autorevoli agenzie che hanno pubblicato stime per il 2019 si attendono un mercato circa bilanciato se e solo se l'OPEC manterrà una produzione

cumulata stabile. Di conseguenza, manteniamo la nostra previsione di quotazioni del petrolio in trading range nel corso del 2018, ma rispetto al precedente scenario trimestrale vediamo maggiori rischi al ribasso concentrati nel terzo trimestre. Per il gas, prevediamo che prosegua il calo delle quotazioni nel corso del prossimo trimestre per l'atteso rialzo dell'offerta di gas naturale liquefatto e il calo stagionale della domanda. Come principale spunto rialzista vediamo il rischio di mercati tesi sul power europeo in occasione delle manutenzioni periodiche agli impianti nucleari.

**Metalli industriali.** L'incertezza dei futuri sviluppi delle guerre commerciali limita le possibilità di rialzi dei prezzi nel comparto. Complessivamente, in media nei mesi estivi ci attendiamo ancora quotazioni marginalmente superiori rispetto a quanto registrato nel 2° trimestre. Come sottolineato nel precedente scenario, riteniamo probabili brevi rally alimentati da contrattazioni collettive in America Latina e resource nationalism in Asia. Tuttavia, siamo maggiormente preoccupati da pressioni al ribasso spiegate da rischi politici, preoccupazioni sulla forza dell'economia cinese e dinamiche valutarie.

**Metalli preziosi.** Le condizioni macroeconomiche, il progressivo tightening delle principali Banche centrali e la forza relativa del dollaro statunitense rappresenteranno un notevole freno sul comparto. Tuttavia, le pressioni al ribasso saranno almeno in parte controbilanciate da domanda di beni rifugio per i rischi politici e geopolitici e desiderio di diversificazione. Manteniamo comunque l'attesa che i metalli maggiormente esposti alla domanda industriale, come il palladio, registrino rendimenti più elevati.

**Agricoli.** Nel prossimo trimestre ci attendiamo un modesto recupero per le quotazioni di gran parte degli agricoli rispetto ai minimi di metà giugno, ma il nostro scenario di base è ora meno positivo: il rischio di una guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina esercita forti pressioni al ribasso sul comparto, nonostante gran parte dei mercati stiano diventando più tesi e i costi di produzione siano in aumento, incorporando in ritardo il passato rialzo delle quotazioni energetiche.

Previsioni di prezzo per le principali commodity		3Q18	4Q18	1Q19	2018	2019	2020
CO1 Comdty	ICE BRENT	75.0	78.0	80.0	73.7	80.0	80.0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	66.0	70.0	72.7	66.6	74.0	75.0
NG1 Comdty	NYMEX NATURAL GAS	2.70	3.20	3.20	2.89	3.00	3.00
GOLDLNPM Index	LME GOLD	1,280	1,290	1,300	1,302	1,300	1,320
SLVRLND Index	LME SILVER	16.7	16.9	17.0	16.7	17.2	17.5
PLTMLNPM Index	LME PLATINUM	870	870	870	907	850	820
PLDMLNPM Index	LME PALLADIUM	1,000	1,050	1,100	1,016	1,125	1,150
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	6,970	7,000	7,000	6,974	7,000	7,150
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	2,310	2,400	2,400	2,285	2,400	2,400
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	15,500	16,700	17,000	15,002	17,000	17,000
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	3,100	3,300	3,400	3,229	3,500	3,500
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	2,400	2,450	2,500	2,441	2,600	2,660
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	20,500	21,000	21,000	20,873	21,000	21,000
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	65	70	65	68.9	62	60
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	880	850	850	792	800	750
C 1 Comdty	CBOT CORN	385	390	400	381	400	420
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	510	500	500	490	500	510
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	950	970	1,000	984	1,025	1,050
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	125	130	130	123	135	138
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,780	1,800	1,820	1,774	1,850	1,880
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	340	320	320	346	320	320
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	29.0	28.0	28.0	30.1	28.0	28.0

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: si teme un rialzo dell'offerta

Nel lungo periodo, è probabile che le quotazioni del greggio sorprendano al rialzo grazie alla resilienza della crescita della domanda mondiale e a possibili rallentamenti della crescita dell'offerta non-OPEC. Tuttavia, nei mesi estivi le quotazioni dovrebbero rimanere in trading range a causa della preoccupazione che il promesso aumento di produzione da parte dell'OPEC vada oltre quanto stimato necessario per bilanciare i mercati.

### Prezzi del petrolio: in estate è tornato l'ottimismo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In maggio, le quotazioni del petrolio hanno registrato nuovi massimi, sospinte al rialzo da rischi geopolitici e dall'annuncio di nuove sanzioni statunitensi contro Venezuela e Iran, ma anche da revisioni positive alle stime sui fondamentali di domanda e offerta. Tuttavia, i fondamentali del petrolio restano deboli e le più autorevoli agenzie che hanno pubblicato stime per il 2019 si attendono un mercato circa bilanciato se e solo se l'OPEC manterrà una produzione cumulata stabile.

I dati pubblicati in giugno dall'U.S. Energy Information Administration (EIA) mostrano che dopo aver registrato un significativo deficit nel 2017 (-0,5 mb/g), il mercato si manterrà circa bilanciato sia nel 2018 (-0,1 mb/g) che nel 2019 (+0,2 mb/g).

### Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a giugno 2018

Stime pubblicate a giugno 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 OPEC mercato**
2017	98.5	58.7	9.4	6.8	32.4	32.9	-0.5
2018	100.3	61.2	10.8	7.0	32.0	32.1	-0.1
Variazione a/a	1.8	2.5	1.4	0.1	-0.4	-0.8	
2019	102.0	63.0	11.8	7.2	32.1	31.9	0.2
Variazione a/a	1.7	1.8	1.0	0.2	0.0	-0.2	

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

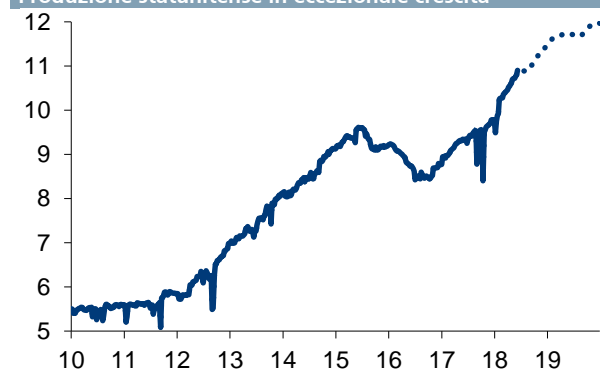
Rispetto a un mese fa, questa revisione è molto positiva: in maggio l'EIA stimava un piccolo surplus nel 2018 (+0,2 mb/g) e un significativo surplus nel 2019 (+0,6 mb/g). Tuttavia, entrando più nel dettaglio vediamo che l'EIA ha mantenuto stime di domanda mondiale invariate per entrambi gli anni, rivisto in modestissimo rialzo la stima di crescita dell'offerta non-OPEC nel 2019, ma rivisto in significativo ribasso la stima di offerta OPEC di greggio. Ciò significa che:

- il mercato sarà bilanciato solo se l'OPEC manterrà sotto controllo la propria produzione cumulata. Evidentemente, una previsione di offerta OPEC stabile è possibile solo se i membri con capacità produttiva in eccesso sono attesi compensare diminuzioni involontarie dell'offerta in altri paesi. Tale ipotesi è in linea con quanto promesso dai membri OPEC al termine della riunione semestrale del 22 giugno;
- la capacità produttiva in eccesso (*spare capacity*) dell'OPEC dovrebbe diminuire sino ad un minimo di 0,91 mb/g nel 4Q19 (al termine dell'orizzonte previsivo): si tratterebbe della metà esatta del livello medio di 1,8 mb/g registrato nel quinquennio 2013-2017.

Un tale livello di *spare capacity* sarebbe addirittura inferiore al minimo registrato nel 3Q16 e rappresenterebbe un segnale rialzista per i prezzi perché, rispetto al 2016, ora le scorte mondiali sono più basse. Per questo motivo, da un lato, l'erosione della *spare capacity* rende ancora più grave il rischio di interruzioni o riduzioni inattese della produzione e rende ancora più critici i conflitti e gli squilibri geopolitici in Medio Oriente.

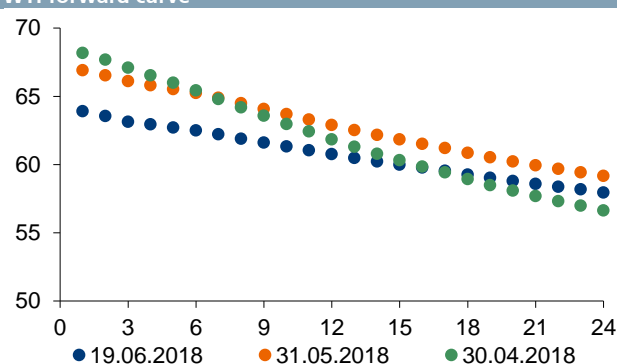
Dall'altro lato, il mercato sarebbe anche estremamente vulnerabile ad incrementi della domanda più forti del previsto. Ad esempio, l'introduzione della nuova regolamentazione IMO 2020 potrebbe portare a mercati fisici tesi su *middle distillates* ed incrementare la domanda di greggi più pesanti rispetto al benchmark WTI. Di conseguenza, riteniamo preoccupante che la principale componente di crescita dell'offerta sia petrolio leggero derivante da rocce *shale* negli Stati Uniti: questo possibile *mismatch* di qualità fra crescita dell'offerta (petrolio leggero o leggerissimo) e crescita della domanda (*middle distillates*) potrebbe alimentare un rialzo delle quotazioni, necessario a stimolare nuovi investimenti in estrazione.

Produzione statunitense in eccezionale crescita



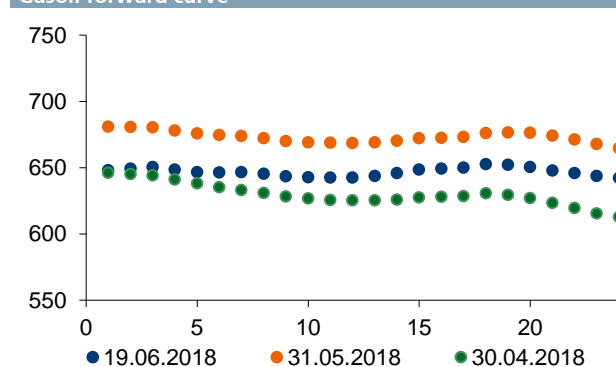
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

WTI forward curve



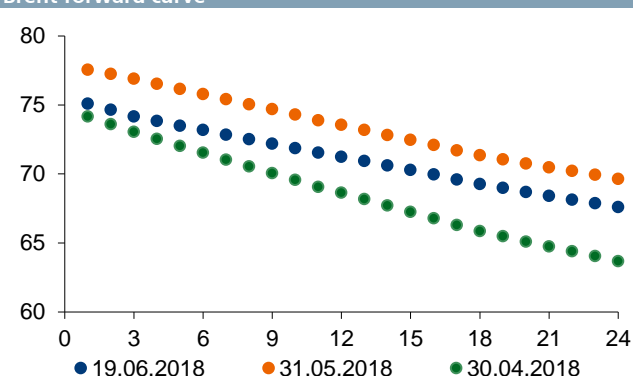
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gasoil forward curve



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent forward curve



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Scenario Macroeconomico

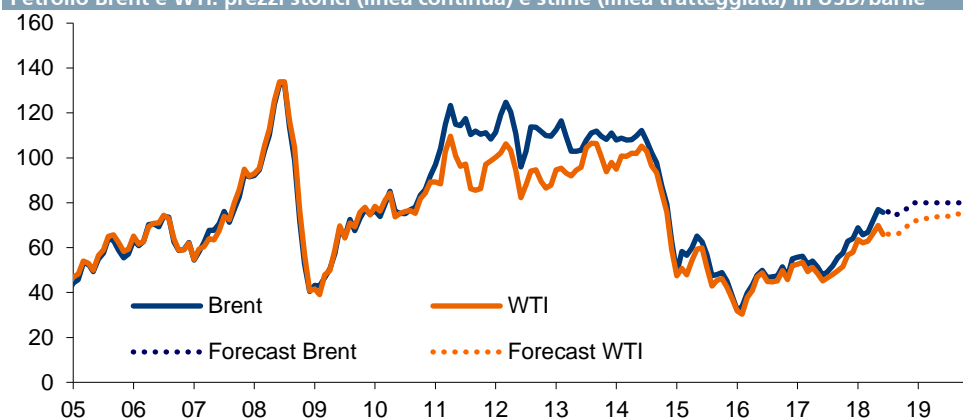
Giugno 2018

Secondo il nostro modello di base, nel prossimo trimestre il Brent dovrebbe scambiare in un ampio trading range attorno ad una media di 75 dollari al barile, mentre dovrebbe spostarsi con più decisione verso livelli superiori sino ad assestarsi nel 2019 su un più alto livello di trading range attorno ad una media di 80 dollari.

Nel breve periodo, riteniamo che i rischi siano circa bilanciati: pressioni al ribasso legate alla fragilità dei fondamentali (il mercato sarà appena bilanciato se l'OPEC manterrà stabile la produzione cumulata sino a fine 2019) saranno compensate da pressioni al rialzo spiegate da ottimismo per una solida crescita della domanda mondiale e interesse dei mercati finanziari verso gli investimenti in commodity.

Lo spread fra petrolio Brent e WTI si manterrà ampio. Nel nostro modello di base ci attendiamo uno spread medio di 9 dollari nel corso del prossimo trimestre, che dovrebbe ridursi verso una media di 6 dollari nel 2019. Infatti, nel breve periodi il WTI sconta non solo maggiori costi di trasporto dai bacini *shale* verso l'Asia, ma anche colli di bottiglia legati a insufficienti oleodotti e gasdotti che presto potrebbero rallentare la crescita dell'offerta statunitense.

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 22.06.2018	2T18	3T18	4T18	1T19	2018	2019	2020
ICE BRENT	75,0	78,0	80,0	80,0	73,7	80,0	80,0
Mediana, Bloomberg	70,0	68,5	67,9	68,0	69,4	68,0	67,8
Forward Curve	73,8	72,8	72,0	71,4	72,7	71,0	67,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 22.06.2018	3T18	4T18	1T19	2T19	2018	2019	2020
NYMEX WTI	66,0	70,0	72,7	73,7	66,6	74,0	75,0
Mediana, Bloomberg	64,6	64,5	63,0	63,0	64,3	63,3	64,8
Forward Curve	67,2	65,1	64,0	62,7	66,2	62,6	59,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'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](http://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/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/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/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l’archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo 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.