

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Marzo 2017

Indice

Verso un cauto ritiro dello stimolo monetario	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	4
Materie prime: lo scenario macroeconomico è favorevole	6
Petrolio: un delicatissimo equilibrio	9
Stati Uniti: scenario 2017 positivo, strada difficile per le riforme	12
Area euro: la ripresa accelera su di uno sfondo politico ad alto rischio	16
La ripresa acquista velocità	17
Inflazione: le apparenze ingannano	22
La BCE comincia a preparare i mercati all'uscita dal super stimolo	24
Germania: è ancora l'anno di Angela?	27
Francia: un passaggio cruciale per l'Eurozona	31
Focus: come funziona il sistema elettorale francese?	31
Italia: meno incertezza sul 2017, i rischi sono rimandati al 2018	40
Spagna: l'espansione continua, per ora senza eccessi	47
Paesi Bassi: passate le elezioni, l'economia continuerà a crescere	51
Grecia: nuove tensioni in arrivo quest'estate	55
Portogallo: sprint a fine 2016 e uscita (teorica) dal braccio correttivo	56
Asia	58
Giappone: 2017 - congiunzione astrale positiva per la crescita	58
Cina: stabilità della crescita e politica monetaria meno accomodante	62
Focus: il programma di lavoro del governo per il 2017	66
India: crescita elevata e rischi al rialzo sull'inflazione modificano la <i>stance</i> di politica monetaria	73
Mercati valutari: lo slancio del dollaro si ridimensiona (correttamente)	79

Marzo 2017**Nota trimestrale**

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income ResearchMacroeconomic Research
TeamLuca Mezzomo
ResponsabileDaniela Corsini
Economista – Materie PrimeAnna Maria Grimaldi
Economista - Area EuroAsmara Jamaleh
Economista – Mercati ValutariPaolo Mameli
Economista - Area EuroGuido Valerio Ceoloni
Economista - Area EuroGiovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Verso un cauto ritiro dello stimolo monetario

Dopo la Federal Reserve, anche per la BCE si avvicina il momento di ridurre lo stimolo monetario. Per ora la reazione è stata modesta e ordinata, grazie anche ai segnali di accelerazione della crescita mondiale arrivati negli ultimi mesi. D'altronde, ci sono buone probabilità che la restrizione monetaria sia molto blanda, sia per fattori strutturali, sia per l'incertezza del contesto politico.

Luca Mezzomo

La maturazione della fase di espansione dell'economia globale, che lo scorso anno ha superato un periodo transitorio di rallentamento guidato dai paesi emergenti, sta portando diverse banche centrali a rivedere l'orientamento della politica monetaria: lo smantellamento delle misure straordinarie introdotte negli anni successivi alla grande crisi finanziaria sembra ormai avviato. Non avendo dovuto fare i conti con la crisi del debito che ha colpito l'Eurozona dal 2010, o con un problema strutturale di insostenibilità del debito pubblico (Giappone), la Federal Reserve è un po' più avanti su questo cammino. Il programma di acquisto delle attività finanziarie è stato sospeso già nel 2014, preparando i mercati all'evento fin dall'anno prima, mentre i tassi ufficiali sono stati già alzati tre volte (dicembre 2015, dicembre 2016 e marzo 2017). La Banca Centrale Europea ridurrà da aprile il volume mensile di acquisti del suo APP (Asset Purchase Programme), ma non ha ancora annunciato che cosa accadrà dal gennaio 2018. Il programma di operazioni di rifinanziamento a lungo termine del sistema bancario (TLTRO) non è stato rinnovato, mentre a marzo è stata formalmente riproposta la previsione che i tassi ufficiali restino a livelli pari o inferiori a quelli attuali ben oltre la fine del programma di acquisti. Tuttavia, i mercati hanno iniziato a scontare un rialzo dei tassi ufficiali (in particolare del tasso sui depositi, che in regime di piena allocazione è il vero tasso guida) già tra la fine del 2017 e l'inizio del 2018, confortati in ciò da dichiarazioni dei banchieri centrali che mettono chiaramente in discussione la sequenza fin qui ipotizzata di normalizzazione della politica monetaria. Se le previsioni sulla continuazione dell'espansione economica e sulla vittoria di candidati moderati alle elezioni politiche in Francia saranno confermate, quindi, è probabile che anche nell'Eurozona lo stimolo monetario venga ridotto nell'arco dei prossimi dodici mesi – più facilmente il prossimo anno che nel 2017.

Il rafforzamento dell'economia e l'aumento dell'inflazione aumentano la pressione a togliere lo stimolo monetario

Mentre l'avviso dato da Bernanke nel 2013 che la Federal Reserve stava per dismettere il programma di acquisti aveva causato turbolenze sui mercati finanziari mondiali e sulle monete dei paesi emergenti, in questo caso l'adattamento delle aspettative sembra avvenire senza problemi. La diversa risposta potrebbe dipendere da una maggiore fiducia nella resilienza dell'economia globale, aiutata dai segnali di rafforzamento della crescita arrivati negli ultimi mesi. Inoltre, si è manifestata una maggiore attenzione ai fondamentali specifici dei paesi rispetto a quelli globali, che si è tradotta anche in un calo delle correlazioni fra *asset class*, settori e regioni geografiche¹. Dal novembre 2016, lo stesso aumento dell'incertezza sulla politica economica ha assunto un 'colore' espansivo negli Stati Uniti, ove gli investitori azionari si sono (troppo?) rapidamente convinti che la nuova amministrazione avrebbe ridotto il carico fiscale sulle imprese. Ma un ultimo e finora decisivo fattore è costituito dal fatto che le aspettative di rialzo dei tassi rimangono molto moderate. I *future* sui fed funds arrivano appena a sfiorare il 2% nel 2020, restando perciò sotto la più bassa delle stime fornite dai membri del FOMC. Nell'Eurozona, i *future* sull'Euribor 3 mesi rimangono estremamente piatti, scontando tassi inferiori allo 0,5% fino a tutto il 2020.

Le attese dei mercati sull'entità della restrizione restano molto modeste

La moderazione delle aspettative di rialzo dei tassi potrebbe essere giustificata. Un'accelerazione della restrizione monetaria potrebbe avvenire a fronte di minacce alla stabilità dei prezzi o di segnali che le condizioni monetarie troppo accomodanti stanno minacciando la stabilità

¹ Si veda *BIS Quarterly Review*, March 2017, pp. 2 e ss.

finanziaria. Riguardo al secondo problema, però, non è universalmente condiviso che la risposta debba essere una restrizione della politica monetaria, se si dispone di strumenti macroprudenziali selettivi per tenere a bada gli eccessi finanziari. Riguardo alla dinamica dei prezzi, è probabile che il rimbalzo delle quotazioni petrolifere dai minimi di un anno fa alimenti nei prossimi mesi una certa ripresa dell'inflazione sottostante. Tuttavia, ci sono anche ottimi motivi per ritenere che l'inflazione resterà moderata ancora per parecchio tempo. Innanzi tutto, a meno di inattesi shock negativi di offerta, non pare che le quotazioni petrolifere siano destinate a salire molto nel prossimo biennio. Perciò, l'impulso dato dal costo dell'energia sarà mediamente neutro. In secondo luogo, la globalizzazione ha creato un eccesso globale di capacità produttiva e ridotto la rilevanza dei fattori domestici nel processo generativo dell'inflazione, offrendo maggiori opportunità ai produttori di sostituirli con input importati. Il legame fra le misure di inflazione e quelle di *global slack* sembra dipendere dalle importazioni e dalle esportazioni di beni intermedi² più che dalla concorrenza sui prodotti finiti. In un simile contesto, nell'industria è più difficile per i lavoratori sfruttare la scarsità di manodopera per spuntare migliori condizioni salariali, ma anche per i produttori di beni intermedi aumentare i prezzi di vendita. Almeno sui mercati dei beni, le pressioni inflazionistiche faticheranno a prendere piede. Infine, lo scenario politico internazionale resta caratterizzato da notevole incertezza.

Ciò potrebbe essere giustificato dalla modestia delle pressioni inflattive globali

Negli Stati Uniti, l'amministrazione Trump si è arenata sul primo scoglio parlamentare, quello della riforma sanitaria. L'episodio ha dimostrato che sarà tutt'altro che agevole realizzare le divisive promesse della campagna elettorale, inclusa quella sul taglio della pressione fiscale; ma le difficoltà nell'implementazione dell'agenda economica potrebbero pericolosamente spingere l'amministrazione a garantirsi il consenso della propria base elettorale sul fronte della politica estera. In Europa il quadro è ancora molto fluido. Le elezioni olandesi hanno confermato un certo rafforzamento degli euroscettici, ma questi non saranno in alcun modo cruciali per la formazione del prossimo governo, che resterà fortemente pro-europeo. Anche i sondaggi per le elezioni francesi continuano a mostrare la leader del FN perdente al ballottaggio delle elezioni presidenziali contro il centrista Macron, e in Germania nessuno dei maggiori partiti ha ceduto alle lusinghe del populismo anti-euro. Però, l'Eurozona dovrà affrontare altre criticità nei prossimi mesi, fra le quali elezioni politiche in Italia (inizio 2018): queste ultime rischiano di produrre un parlamento bloccato e caratterizzato da una massiccia presenza di partiti che propugnano, sebbene con diversi livelli di convinzione, la necessità di uscire dall'unione monetaria. D'altro canto, sia in Francia sia in Germania candidati di primo piano (Macron, Schulz) dimostrano di aver compreso la necessità di proporre soluzioni nuove ai problemi dell'Eurozona; la loro presenza indica che i rischi non sono soltanto al ribasso.

L'incertezza sugli sviluppi di politica economica resta elevata, anche se l'Europa sta disinnescando i rischi immediati più estremi

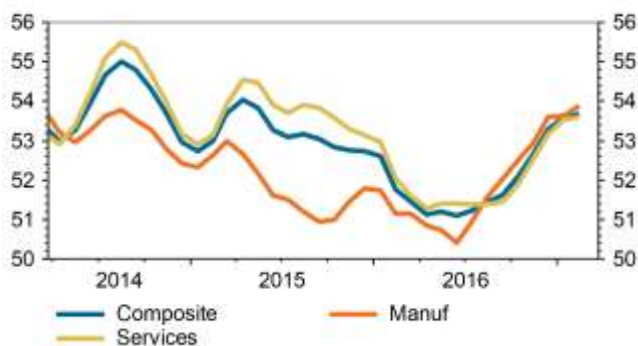
Le nostre proiezioni sulla crescita del PIL hanno subito revisioni marginali rispetto a dicembre, mentre quelle sull'inflazione 2017 sono salite significativamente. Continuiamo ad attenderci una maggiore diffusione della crescita e un modesto aumento del ritmo di espansione globale, nonché un rientro parziale del recente aumento dei tassi di inflazione. Anche le stime di consenso risultano pressoché invariate negli ultimi mesi, con una lieve tendenza al rialzo che riguarda la crescita 2018 e l'inflazione 2017, ma revisioni prevalentemente al ribasso per la crescita degli Stati Uniti nel 2017. Quest'ultima fase di divergenza delle politiche monetarie potrebbe forse ancora produrre un ultimo e transitorio rafforzamento del dollaro. Gli eventi delle ultime settimane suggeriscono che i mercati potrebbero già essere entrati nella fase successiva, potenzialmente più favorevole a una ripresa dell'euro, ma la situazione è ancora abbastanza fluida.

Le nostre previsioni sono cambiate molto poco rispetto a dicembre, così come quelle di consenso

² R. Auer, C. Borio e A. J. Filardo, "The globalisation of inflation. The growing importance of global value chains", CEPR Discussion Paper Series 11905, March 2017.

Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



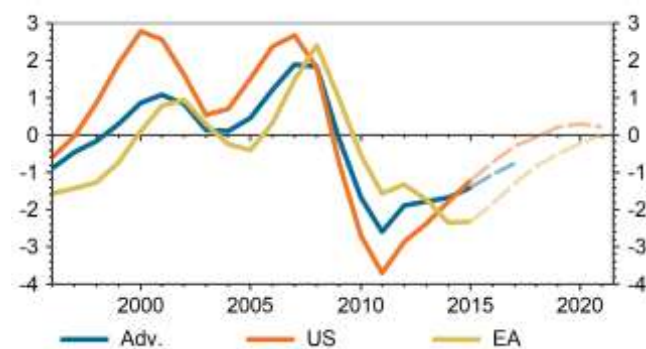
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



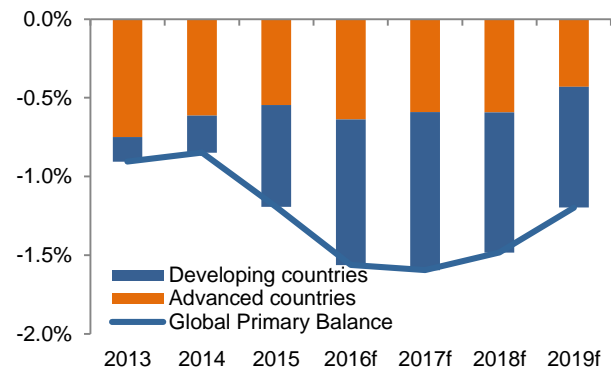
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



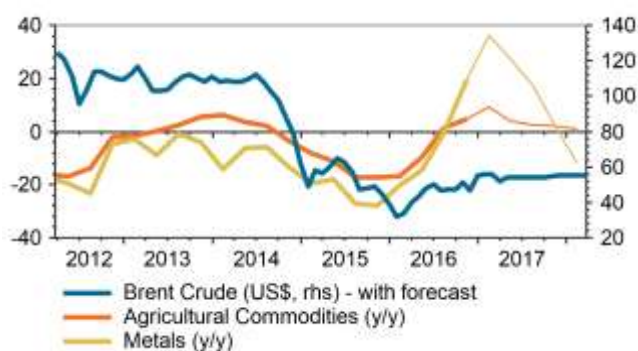
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



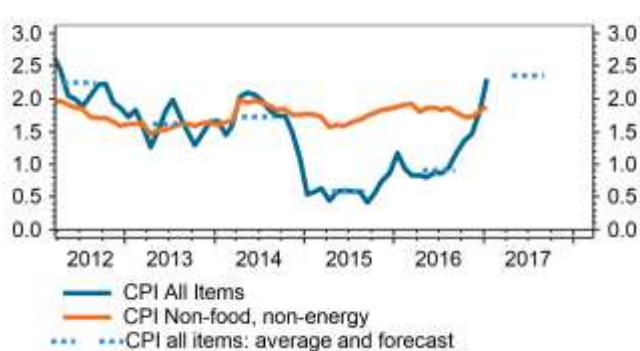
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



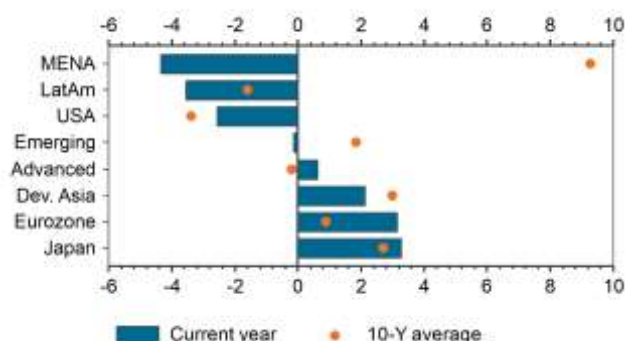
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



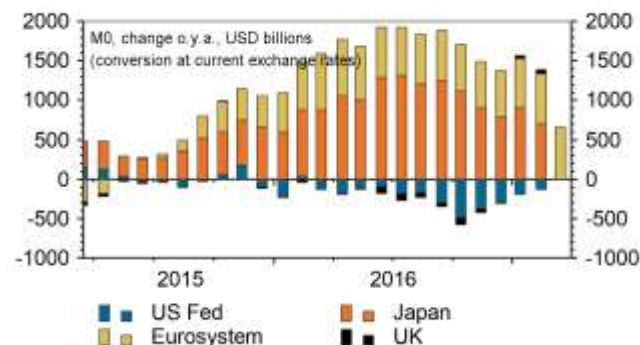
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



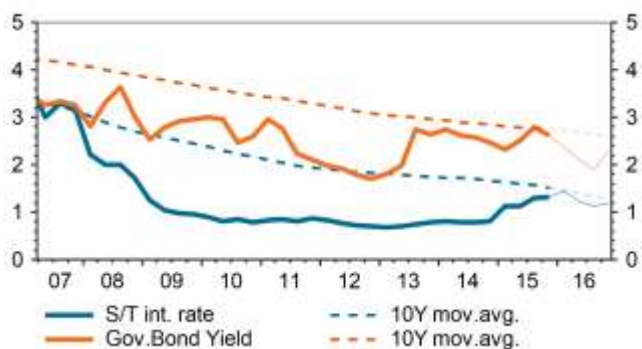
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



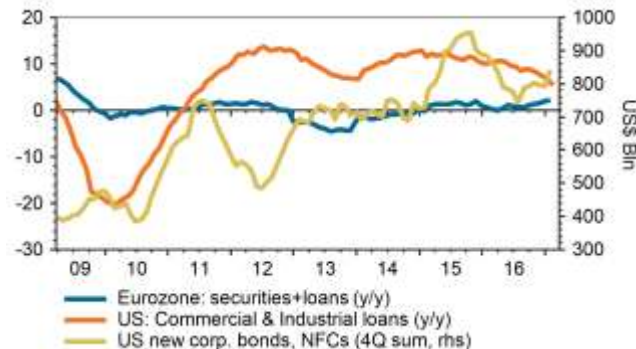
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



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

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



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

Tab. 1 – La crescita economica per area geografica

	2015	2016	2017	2018	2019
Stati Uniti	2.6	1.6	2.1	2.5	2.3
Giappone	1.2	1.0	1.1	1.0	0.7
Area euro	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6
Europa Orientale	-0.5	1.1	2.1	2.2	2.1
America Latina	-0.8	-1.0	1.2	2.7	3.2
OPEC	2.6	1.7	2.6	3.8	4.0
Asia Orientale	6.9	6.7	6.4	6.1	6.0
Africa	7.4	7.5	7.2	7.4	7.3
Crescita mondiale	3.2	3.0	3.4	3.7	3.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

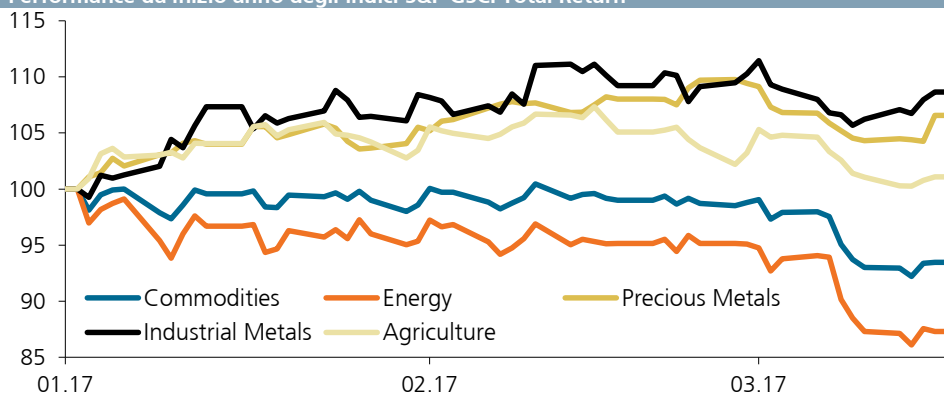
Materie prime: lo scenario macroeconomico è favorevole

Daniela Corsini

Lo scenario macroeconomico resta favorevole al comparto delle materie prime: la crescita mondiale è buona e riteniamo sarà guidata dai Paesi emergenti, le politiche fiscali e monetarie dovrebbero mantenersi accomodanti, il *momentum* è eccezionalmente positivo sia nei paesi sviluppati, sia nei paesi emergenti e si è notevolmente ridotto il rischio di un eccessivo apprezzamento del dollaro americano. Ci aspettiamo che questo quadro così positivo continui ad alimentare pressioni al rialzo sul comparto, ma a nostro avviso saranno i fondamentali di domanda e offerta il driver più importante nel determinare le performance registrate dalle singole materie prime.

Escludendo il settore energetico, il 2017 si è aperto positivamente per i principali indici di materie prime: industriali e preziosi sono ben superiori ai livelli di chiusura del 2016, mentre gli agricoli sono di poco variati.

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

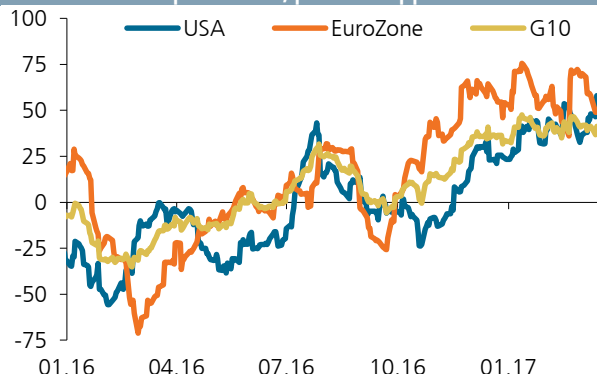


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Lo scenario macroeconomico resta favorevole al comparto delle materie prime: la crescita mondiale è prevista in accelerazione e riteniamo sarà guidata dai paesi emergenti, caratterizzati da modelli economici a maggiore intensità di utilizzo di materie prime; sono state annunciate politiche fiscali pro-cicliche e sono stati delineati nuovi progetti di sviluppo di infrastrutture, i più importanti dei quali in India e Cina; la liquidità rimane abbondante grazie a politiche monetarie ancora accomodanti. Ad esempio, anche la Federal Reserve in occasione del rialzo dei tassi di marzo si è affrettata a rassicurare i mercati, scegliendo parole e toni tanto convincenti che anche l'oro ha guadagnato dopo la riunione (seppure normalmente il prezzo dell'oro sia correlato negativamente con livello dei tassi di interesse americani e forza del dollaro).

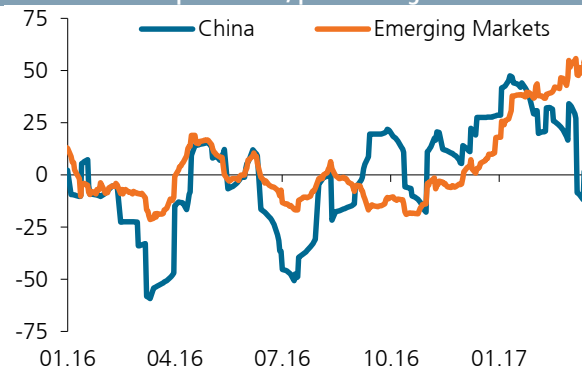
Come mostrano gli indici di sorpresa economica di Citigroup, il *momentum* è eccezionalmente positivo sia nei paesi sviluppati, sia nei paesi emergenti. Inoltre, gli indicatori considerati più importanti per valutare la domanda di materie prime industriali (produzione industriale, PMI manifatturieri) sono stati forti. In Cina, le sorprese negative registrate a inizio marzo sono state in parte spiegate con problemi di destagionalizzazione e non dovrebbero modificare significativamente lo scenario di complessiva stabilità.

Citi Economic Surprise Index, paesi sviluppati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

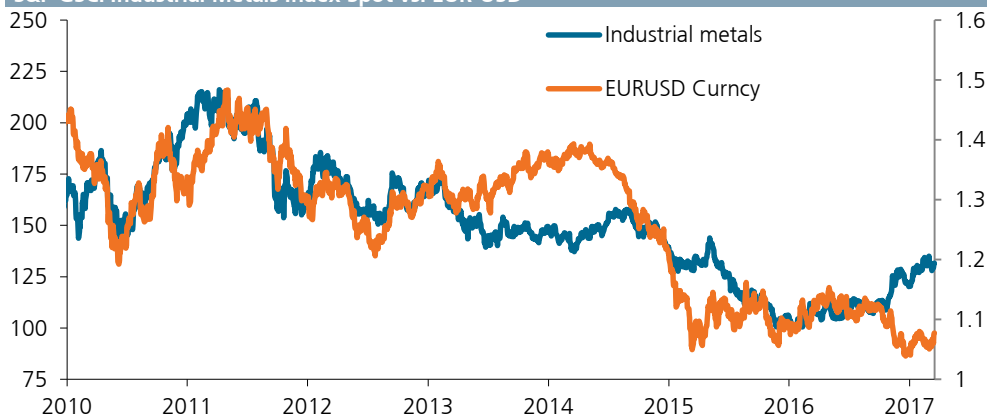
Citi Economic Surprise Index, paesi emergenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

A coronamento di questo scenario macroeconomico particolarmente favorevole al comparto delle materie prime, sottolineiamo la riduzione del rischio di un eccessivo apprezzamento del dollaro americano. Infatti, la forza registrata a fine 2016 dalla valuta statunitense era giustificata dall'attesa di una politica monetaria americana più restrittiva di quanto previsto in precedenza e di una crescita economica sostenuta da investimenti in infrastrutture e politiche fiscali espansive. Al momento in cui scriviamo, entrambi i temi sembrano quasi esauriti: il mercato si è perfettamente allineato allo scenario delineato dalla Fed di tre rialzi nel 2017, mentre l'amministrazione Trump non ha ancora annunciato i dettagli dei promessi stimoli fiscali e piani di investimento. Nel nostro scenario di base manteniamo quindi la previsione di un modesto indebolimento della valuta statunitense nella seconda metà del 2017. Eventuali rischi al rialzo per il dollaro sono soprattutto concentrati nel 2° trimestre e spiegati da un possibile rialzo della domanda di beni rifugio in concomitanza con le elezioni francesi.

S&P GSCI Industrial Metals Index Spot vs. EUR-USD

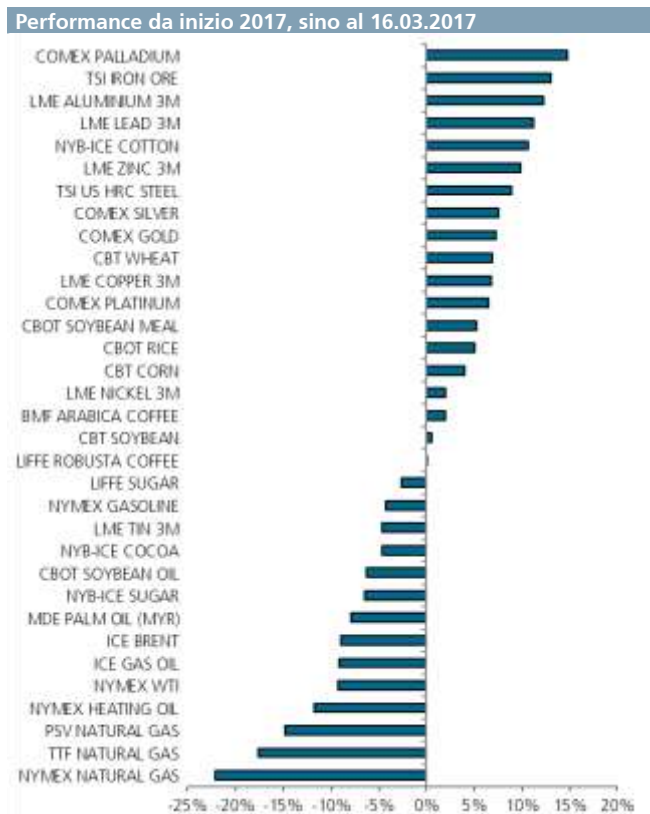


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

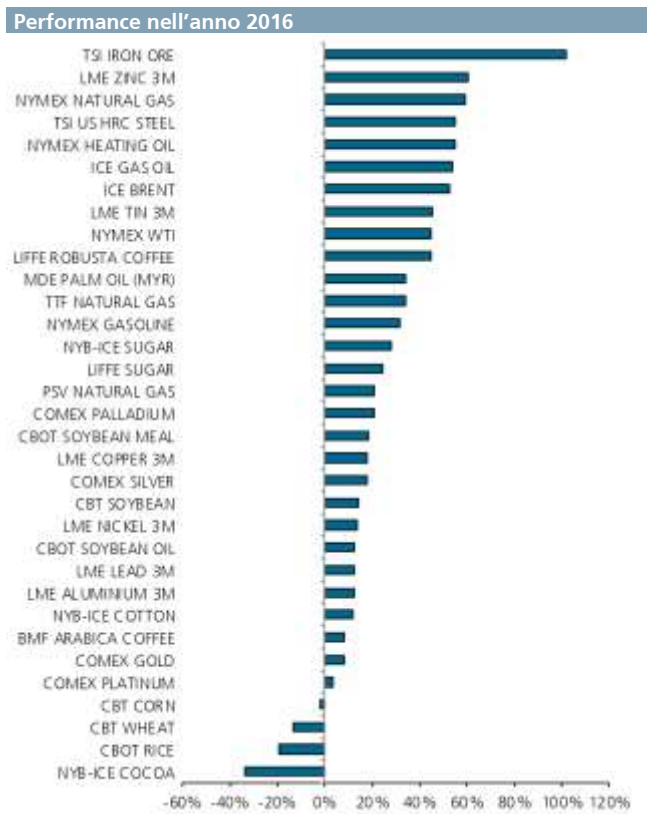
Questo benigno scenario macroeconomico ha accompagnato il rialzo delle quotazioni dei metalli, i cui mercati fisici sono diventati complessivamente più tesi per la forza della domanda industriale e alcune limitazioni all'offerta (scioperi in Cile, sospensione di miniere nelle Filippine, proposte di limiti alla capacità produttiva in Cina), ed ha sinora impedito un calo delle quotazioni nel comparto degli agricoli, caratterizzati da più deboli fondamentali per le elevate scorte accumulate.

Al contrario, il comparto energetico non ha beneficiato di queste positive condizioni macroeconomiche poiché hanno prevalso serie preoccupazioni legate a debolezza della domanda (evidente soprattutto per il mercato del gas naturale, che ha sofferto di condizioni meteorologiche complessivamente più calde della media storica sia negli Stati Uniti che in

Europa) e abbondanza dell'offerta (il *sell-off* registrato a marzo sul mercato del petrolio è stato innescato da forti dati di crescita della produzione statunitense di *shale oil* e dalle elevate scorte domestiche).



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Leggiamo positivamente questa eterogeneità dei rendimenti registrata da inizio anno: l'asset class delle commodity sta infatti riacquistando il proprio potenziale di diversificazione. Riteniamo che inserire commodity in un portafoglio di investimento sia ora particolarmente interessante perché la correlazione con altre asset class è in calo, dato che si sta esaurendo l'impatto di commodity *super-cycle*, crisi finanziaria e bolla di liquidità. E anche la correlazione fra coppie di materie prime sta diminuendo, dopo anni di valori elevati. Stiamo finalmente tornando alla «normalità»: i fondamentali di domanda e offerta sono tornati il principale driver dei prezzi.

Previsioni per l'universo commodity

Il nostro scenario di base per il petrolio è formulato tenendo conto delle seguenti ipotesi: a) l'OPEC rispetterà efficacemente il *target* di produzione per circa un anno, imponendo limiti all'offerta anche nel 2° semestre, b) la produzione totale non-OPEC non sorprenderà eccessivamente al rialzo, nonostante l'attiva politica di *hedging* da parte di alcuni produttori e le difficoltà di monitorare il rispetto degli impegni assunti dai paesi che intendono condividere lo sforzo dell'OPEC, c) la domanda mondiale non deluderà le stime. In particolare, i principali rischi sono legati a possibili rallentamenti sia del processo di accumulo di scorte strategiche, principalmente in Cina, sia della crescita dei consumi nei paesi emergenti, a causa della recente rimozione di parte dei sussidi sul carburante e del crescente utilizzo di bio-carburanti, soprattutto nel Sud-Est asiatico. In questo scenario, ci attendiamo mercati del petrolio in *trading range*, che faticeranno a superare stabilmente il livello di 60 dollari al barile, ma non scenderanno sotto il livello di 45 dollari al barile, a meno che l'OPEC non decida di abbandonare ogni velleità di

controllo della propria offerta cumulata. Prevediamo che Brent e WTI si mantengano in media all'interno di un intervallo di 50-55 dollari al barile per gran parte del prossimo trimestre.

Nel 2017, i metalli industriali dovrebbero registrare una performance positiva su base annua, ma nel breve periodo temiamo una correzione. Infatti, le quotazioni dei metalli industriali sono cresciute troppo e troppo velocemente in parte sospinte da fattori temporanei, come scioperi, sospensioni delle esportazioni da alcune miniere, proposte di più stringenti regolamentazioni ambientali. Riteniamo quindi appropriato un ritracciamento quando verranno meno queste limitazioni temporanee dell'offerta. Tuttavia, i fondamentali di domanda e offerta molto positivi e lo scenario macroeconomico favorevole ci suggeriscono un aumento dei rischi al rialzo per il comparto nel 2° semestre.

Nel nostro scenario di base, l'oro dovrebbe beneficiare di un rialzo della domanda di investimento per copertura contro i rischi di inflazione e di un recupero, seppur lento, della domanda sul mercato fisico. I principali rischi al ribasso sono una politica monetaria americana più restrittiva delle attese e un dollaro più forte del previsto.

Per quanto riguarda gli agricoli, l'impatto delle condizioni metereologiche sui principali cereali sembra essere positivo, favorendo le coltivazioni. Di conseguenza, abbiamo mantenuto invariati i nostri target per fine anno, ormai vicini agli attuali prezzi di mercato.

Petrolio: un delicatissimo equilibrio

A fronte di una domanda mondiale che non si preannuncia particolarmente brillante, le due principali incognite da monitorare nei prossimi mesi sono il livello di produzione dell'OPEC e la conseguente reazione dell'offerta non-OPEC ai prezzi. Riteniamo che l'OPEC tenterà di aggiustare la propria produzione con l'obiettivo di ridurre le elevatissime scorte mondiali, ma limitando per quanto possibile l'impatto sui prezzi per contenere la crescita della produzione da fonti non-convenzionali. Per questo motivo ci attendiamo ancora a lungo prezzi del petrolio in *trading range*.

L'aderenza all'accordo siglato a fine novembre da parte dei membri dell'OPEC è stata esemplare: nei primi due mesi dell'anno il gruppo ha implementato il 98% dei tagli promessi, secondo le stime dell'International Energy Agency (IEA). Non si può dire lo stesso per i paesi non-OPEC: nello stesso periodo questi produttori hanno effettuato solo il 37% delle riduzioni concordate, secondo stime dell'IEA. Le stime del comitato di monitoraggio dell'OPEC sono molto più ottimistiche e vedono un'aderenza di circa il 65% nei primi due mesi.

Nei prossimi mesi, le due criticità più importanti saranno proprio il rispetto degli accordi da parte di membri OPEC e non-OPEC, ed il livello di produzione da parte dei membri OPEC esentati dai tagli: Libia e Nigeria. A nostro avviso, se l'Arabia Saudita vuole proteggere l'accordo siglato a novembre e rafforzare la credibilità dell'OPEC dovrà continuare a ricoprire il ruolo di "*swing supplier*", ovvero compensare eventuali temporanei sforamenti del tetto di produzione da parte di altri paesi OPEC. Inoltre, dovrà porre molta attenzione alla comunicazione: eventuali disallineamenti fra stime di produzione riportate dal governo (*direct communication*) ed elaborate da fonti secondarie (*secondary sources*) dovranno essere evitati per quanto possibile o almeno tempestivamente giustificati. Infatti, il divario riportato nel report mensile di marzo dell'OPEC fra i dati da *direct communication* (+263 mila barili al giorno m/m) e *secondary sources* (-68 mila barili al giorno m/m) ha accelerato il *sell-off* in corso e alimentato fortissimi dubbi sulla capacità e volontà di Arabia Saudita e OPEC di mantener fede all'accordo. Riteniamo che sinché i Sauditi beneficeranno dell'attuale accordo, faranno il possibile perché questo venga rispettato.

Nel nostro scenario di base ipotizziamo che l'OPEC estenderà i tagli nel 2° semestre, probabilmente aggiustando i volumi per tener conto dell'evoluzione dei fondamentali di domanda e offerta e probabilmente saranno discussi limiti di produzione anche per Libia e

Scenario Macroeconomico

Marzo 2017

Nigeria. Al contrario, pensiamo che i paesi non-OPEC non rinnoveranno il proprio impegno a tagliare, ma potrebbero impegnarsi a congelare la produzione ai livelli di gennaio o febbraio, almeno per mostrare supporto allo sforzo dell'OPEC. Si tratterà ancora una volta di una decisione puramente politica presa dalla Russia, che valuterà se mantenere una relazione cooperativa o meno con i produttori mediorientali.

Fondamentali di domanda e offerta

In generale, tutti i principali previsori ritengono che il ribilanciamento sia ben avviato e si attendono un temporaneo deficit nel 3° trimestre. Se l'OPEC mantenesse per tutto l'anno la produzione media registrata in febbraio di 32,0 mb/g (secondo quanto riportato dalle fonti secondarie dell'OPEC), il mercato mondiale sarebbe mediamente in deficit nel 2017 e le scorte mondiali si eroderebbero. La variazione sarebbe più o meno significativa a seconda delle stime dei fondamentali formulate dai vari previsori e oscillerebbe da una contrazione media di 0,4 mb/g per l'OPEC ad un (molto ottimistico) calo di 1,2 mb/g per l'IEA.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2016				
Stime per il 2016 pubblicate a marzo 2017 in mb/g	Domanda totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	95.1	57.3	6.1	31.9
Variazione a/a	1.4	-0.7	0.2	1.9
IEA*	96.6	57.7	6.7	32.2
Variazione a/a	1.6	-0.8	0.2	2.2
EIA	96.6	58.2	6.5	31.8
Variazione a/a	1.6	-0.6	0.2	1.8

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA; * dati IEA a febbraio 2017

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2017				
Stime per il 2017 pubblicate a marzo 2017 in mb/g	Domanda totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	96.3	57.7	6.2	32.4
Variazione a/a	1.3	0.4	0.1	0.7
IEA*	98.0	58.0	6.8	33.2
Variazione a/a	1.4	0.5	0.1	0.8
EIA	98.2	58.7	6.8	32.6
Variazione a/a	1.6	0.5	0.4	0.6

Nota: * dati IEA a febbraio 2017. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA

Ovviamente, a fronte di una domanda mondiale che non si preannuncia particolarmente brillante, le due principali incognite di questa equazione sono il livello di produzione dell'OPEC e la conseguente reazione dell'offerta non-OPEC ai prezzi. Ad esempio, a marzo l'US Energy Information Administration (EIA) stima che l'offerta di greggio continuerà ad aumentare sia da parte dei paesi OPEC, sia da parte dei produttori non-OPEC e quindi prevede che il mercato faticherà a mantenersi bilanciato nel corso dell'anno, rendendo quindi impossibile una effettiva riduzione delle elevatissime scorte mondiali. Anzi, l'EIA prevede un incremento medio delle scorte di 0,1 mb/g nel 2017 e di 0,2 mb/g nel 2018.

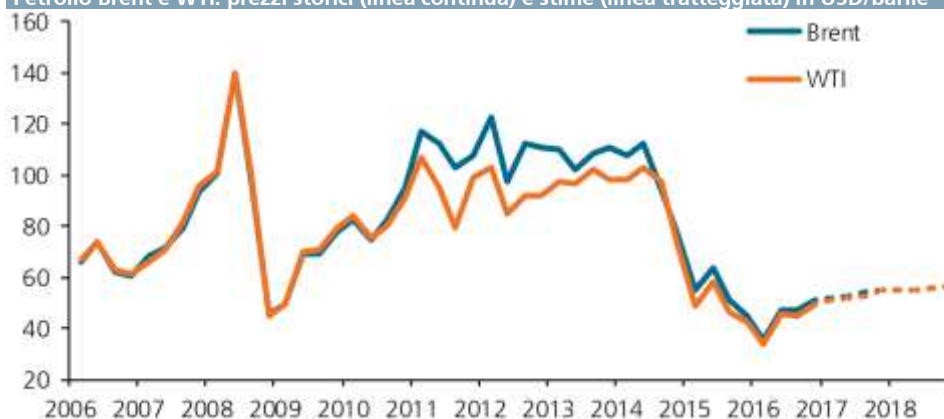
Stime di domanda e offerta pubblicate dall'US EIA a marzo 2017							
Stime pubblicate a marzo 2017 in mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2016	96.6	58.2	8.9	6.5	32.5	32.0	0.5
Variazione a/a	1.6	-0.6	-0.5	0.2	0.8	2.0	
2017	98.2	58.7	9.2	6.8	32.7	32.6	0.1
Variazione a/a	1.5	0.5	0.3	0.4	0.2	0.6	
2018	99.7	59.7	9.7	7.0	33.2	33.0	0.2
Variazione a/a	1.6	1.0	0.5	0.2	0.5	0.4	

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 US EIA

L'OPEC è ben consapevole che la crescita della produzione di *shale oil* statunitense rappresenta la principale minaccia ai propri sforzi. Di conseguenza, riteniamo che il gruppo tenterà di aggiustare la propria offerta per mantenere i mercati bilanciati o in deficit, ma limitando l'impatto sui prezzi. Infatti, eccessive pressioni al rialzo sulle quotazioni stimolerebbero la produzione da fonti non-convenzionali, aumentando quindi l'offerta totale e giustificando successivamente un calo delle quotazioni.

Per questo motivo ci attendiamo ancora a lungo prezzi del petrolio in *trading range*: il Brent dovrebbe scambiare per la maggior parte del tempo fra i 47 e i 60 dollari al barile. Prevediamo un prezzo medio di 54 dollari nei due trimestri centrali dell'anno e una modesta risalita nel 4° trimestre, giustificata dalla prospettiva di una domanda mondiale più forte nel 2018. Il WTI dovrebbe ridurre il differenziale con il Brent non appena inizieranno ad erodersi le scorte domestiche (probabilmente già nel 2° trimestre avremo un mercato più teso) e potrebbe chiudersi per fine anno se almeno parte degli stimoli fiscali promessi dall'amministrazione Trump saranno implementati, favorendo le esportazioni di greggio e i consumi di carburante.

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 20.03.2017	1T17	2T17	3T17	4T17	2017	2018	2019
ICE BRENT	54.5	54.0	54.0	55.0	54.4	55.8	60.0
Median, Bloomberg	54.5	55.0	57.0	59.0	55.8	62.0	63.5
Forward Curve	54.6	52.1	52.4	52.4	52.9	52.0	51.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 20.03.2017	1T17	2T17	3T17	4T17	2017	2018	2019
NYMEX WTI	52.0	52.0	53.0	55.0	53.0	55.8	60.0
Median, Bloomberg	53.0	54.0	55.3	57.0	54.8	60.0	61.5
Forward Curve	51.9	49.8	50.4	50.5	50.6	50.3	50.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: scenario 2017 positivo, strada difficile per le riforme

La **rivoluzione degli equilibri politici** avvenuta in autunno negli Stati Uniti ha il potenziale per modificare profondamente lo scenario economico, con un possibile mix di riforme strutturali e di altre misure (riforma del sistema tributario, rialzo della spesa per infrastrutture e per la difesa, allargamento del deficit federale, protezionismo, deregolamentazione). **L'ampio spettro di interventi** nell'agenda dell'Amministrazione è ancora **estremamente incerto nei dettagli e nei tempi** di attuazione, anche perché richiede, su molti fronti, un coordinamento con il Congresso.

Giovanna Mossetti

Pertanto, per ora lo scenario economico deve essere valutato sulla base del **sentiero di crescita positiva e moderata ereditato dall'era pre-Trump**, in attesa di maggiori informazioni sulla definizione delle misure e sui loro effetti. I dettagli delle riforme (livello delle aliquote di imposta, possibile correzione territoriale per le imposte sulle imprese, metodo di finanziamento dell'aumento della spesa per infrastrutture, protezionismo, per esempio) emergeranno nel corso dell'anno, ma richiedono tempo per essere definiti, approvati e sortire i loro effetti.

Il **nostro scenario 2017 rimane in larga misura invariato** rispetto a quello formulato a dicembre: la previsione è di **crescita di 2,1% nel 2017, 2,5% nel 2018 e 2,3% nel 2019**, con l'aspettativa di ritorno verso la crescita potenziale dal 2020 in poi. Per l'**inflazione**, il rialzo sopra il 2% atteso per la parte centrale del 2017 dovrebbe essere transitorio, ed essere seguito da un rientro verso il 2%, sulla base delle nostre previsioni per le materie prime, il cambio e il ciclo economico. Lo scenario è basato su **due ipotesi**: 1) le eventuali riforme saranno approvate non prima dell'autunno 2017 e avranno **effetti economici a partire da metà 2018**; 2) gli **effetti netti complessivi dovrebbero essere moderatamente espansivi** (+0,5-0,6pp su due anni), con probabili ampie redistribuzioni fra settori per le imprese e fra classi di reddito per i consumatori, ma possibili rischi verso il basso (protezionismo, regressività delle imposte, riduzione della forza lavoro immigrata).

Sul fronte della **politica monetaria**, la Fed dovrebbe continuare a **rimuovere lo stimolo in modo graduale (altri due rialzi nel 2017)**, in attesa di convalidare lo scenario economico successivo sulla base delle riforme e delle misure di politica fiscale e deregolamentazione.

1. Scenario macroeconomico: la ripresa è vecchia, ma sana. La ripresa attuale è matura (terza più lunga del secondo dopoguerra) ma, al contrario di quanto avvenuto alla fine dei cicli precedenti, non sono evidenti segni di usura: la crescita è diffusa, intorno al potenziale, l'*output gap* è circa azzerato, l'inflazione è moderata. La dinamica del PIL nel 2017 dovrebbe essere sostenuta dalla crescita di tutte le componenti della domanda domestica privata.

I **consumi** restano sostenuti dall'andamento positivo del reddito da lavoro, con espansione occupazionale solida e moderata accelerazione dei salari. Il **mercato del lavoro** è il motore della spesa delle famiglie. La crescita solida degli **occupati**, in media vicina a 200 mila nuovi posti al mese nel 2015-16, dovrebbe rallentare nel 2017, portandosi verso livelli coerenti con la stabilizzazione del tasso di disoccupazione (stima Fed 65-125 mila). Il tasso di partecipazione dovrebbe tornare sul trend in calo dal secondo semestre, portando il **tasso di disoccupazione** sotto il livello di equilibrio e ulteriore, modesta accelerazione dei salari. La previsione è di **crescita dei consumi stabile a 2,7% nel 2017 e in rialzo a 2,8% nel 2018**, seguita da un rallentamento.

Gli **investimenti non residenziali** sono tornati a crescere nel corso del 2016, grazie alla svolta dell'estrattivo legata al prezzo del petrolio, alla ripresa del manifatturiero e degli ordini dall'estero. La previsione è di **accelerazione nel 2017 a +3% (da -0,5% nel 2016) e a +4,6% nel 2018**, ma è soggetta ad ampia incertezza. Da un lato gli indicatori correnti puntano a uno scenario moderato (per esempio, crescita dei prestiti industriali e commerciali in rallentamento). Dall'altro, i dettagli della riforma tributaria avranno particolare influenza su questa voce (aliquote, ammortamento accelerato, correzione territoriale). Nel breve termine, l'incertezza sullo scenario fiscale potrebbe anche frenare le decisioni delle imprese in attesa di dettagli sulla riforma. Gli **investimenti residenziali** dovrebbero espandersi a un ritmo solido (+4,6% nel 2017), mentre il **canale estero** dovrebbe contribuire negativamente alla crescita (-0,6pp).

2. Politiche dell'Amministrazione: azioni su più fronti, effetti da metà 2018, stimolo netto moderato e ampia redistribuzione. L'azione di governo è ad ampio raggio, su più temi: 1) riforma sanitaria, 2) riforma tributaria, 3) riallocazione della spesa discrezionale (aumento per infrastrutture e difesa, calo delle altre voci), 4) deregolamentazione, 5) immigrazione, 6) delocalizzazione e commercio internazionale. I primi tre temi richiedono **coordinamento con il**

Congresso per l'attuazione legislativa e probabilmente vedranno interventi con effetti netti espansivi sulla crescita. Gli altri tre, sono di **competenza dell'esecutivo** e hanno potenziali implicazioni negative per la crescita domestica e globale, alla luce del forte **bias protezionistico** dell'Amministrazione. Gli ordini esecutivi emessi finora non implicano conseguenze dirette sulla crescita, ma lasciano aperti rischi di guerre commerciali e freno alla crescita della forza lavoro.

La **riforma sanitaria** ha segnato una pesante sconfitta per la leadership repubblicana e per il **presidente Trump**. La proposta di riforma è stata ritirata dalla discussione alla Camera per l'opposizione del gruppo dei conservatori repubblicani. **L'impossibilità di trovare un consenso nel partito repubblicano sulla sanità mette in dubbio i tempi e l'entità delle altre riforme**-L'espansione attesa della **spesa infrastrutturale** darà modesto stimolo dal 2018, incerto anche per il suo finanziamento e per eventuali effetti di *crowding out*.

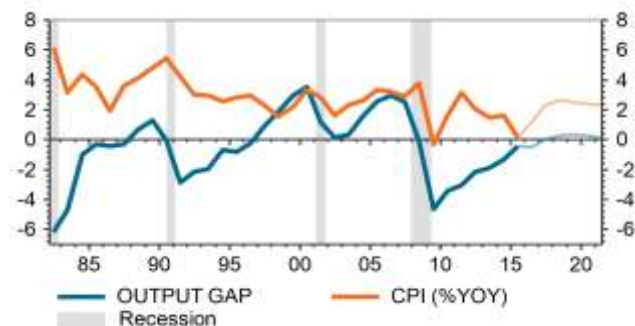
Il tema principale è la **riforma tributaria per imprese e individui**. La base di partenza è il piano Ryan. a) **Imprese**: ridefinizione dell'imponibile dagli utili al valore aggiunto, con correzione territoriale (esclusione di import ed export), riduzione delle aliquote per società semplici e società per azioni, allargamento della base imponibile, rimpatrio degli utili dall'estero, ammortamento immediato degli investimenti. b) **Individui**: riduzione del livello e del numero di aliquote dell'imposta sul reddito e sui *capital gains*, eliminazione di imposte su donazione e successione, minori detrazioni. L'impatto netto in 10 anni sul deficit cumulato è un aumento di 2,4 tln di dollari (stima statica) e fra 0 e circa 400 mld (stima dinamica), v. tab. 1. Un accordo è difficile, anche all'interno del Congresso, per via degli ampi effetti redistributivi fra settori industriali e fra classi di reddito. La correzione territoriale (*Border Adjustment*, BA) è cruciale perché genera entrate per circa 1,1 tln in 10 anni e "finanzia" altre parti della riforma (aliquote, ammortamento), oltre a incentivare la rilocalizzazione della produzione ed eliminare l'elusione fiscale delle multinazionali. Al momento è difficile prevedere quali elementi del piano Ryan sopravvivranno ai negoziati, ma l'arrivo delle elezioni midterm nel 2018 implica **elevata probabilità di un accordo sulla riforma entro metà 2018**. La combinazione di caratteristiche della riforma a nostro avviso darà luogo ad ampi effetti redistributivi, maggiori di quelli espansivi, e a una moderata spinta alla crescita nel 2018-19.

3. Politica monetaria: graduali rialzi verso la neutralità. La Fed ha raggiunto gli obiettivi di massima occupazione e inflazione vicina al 2%. L'obiettivo ora è una politica monetaria neutrale: le stime del tasso neutrale reale di breve termine sono intorno a zero e la previsione è che nel più lungo termine il tasso salga gradualmente verso l'1%. La politica di reinvestimento dovrebbe proseguire almeno fino a metà 2018; la *duration* del portafoglio è in calo costante (6 anni, da 7,5 nel 2013) con un effetto equivalente, secondo Yellen, a due rialzi dei fed funds nel 2017. **Probabili altri due rialzi nel 2017, ma il sentiero dipenderà dai dati e dalle politiche della nuova Amministrazione.**

Previsioni	2016			2017			2018			2019			
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.6	2.1	2.5	1.3	1.7	1.9	2.2	2.3	1.9	2.0	2.1	2.4	2.6
- trim./trim. annualizzato				1.4	3.5	1.9	2.1	1.7	1.9	2.1	2.8	2.9	2.8
Consumi privati	2.7	2.7	2.8	4.3	3.0	3.0	2.6	2.2	2.5	2.2	3.0	3.2	3.2
IFL - privati non residenziali	-0.5	3.0	4.6	1.0	1.4	1.3	3.5	4.4	4.5	4.0	4.5	5.1	5.0
IFL - privati residenziali	4.9	4.6	5.8	-7.8	-4.1	9.6	6.2	6.2	6.9	6.5	6.2	4.9	4.7
Consumi e inv. pubblici	0.8	0.3	0.7	-1.7	0.8	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.9	0.7	0.8
Esportazioni	0.4	0.9	2.2	1.8	10.0	-4.0	-0.3	1.3	0.9	1.5	2.5	2.6	3.0
Importazioni	1.1	4.2	4.4	0.2	2.2	8.5	3.5	3.7	3.9	4.2	4.6	4.6	4.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.1	-1.2	0.4	0.9	0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.7	-2.9	-2.9										
Deficit Federale (% PIL)	-5.0	-5.0	-5.5										
Debito pubblico (% PIL)	127.1	126.8	126.7										
CPI (a/a)	1.3	2.6	2.3	1.0	1.1	1.8	2.6	2.4	2.8	2.6	2.2	2.4	2.3
Produzione Industriale (a/a)	-1.0	1.3	2.2	-0.2	0.4	0.1	0.3	0.6	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4
Disoccupazione (%)	4.9	4.6	4.6	4.9	4.9	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
Federal Funds (%)	0.5	1.1	1.8	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0	1.3	1.3	1.5	1.8	1.8
Cambio effettivo (1973=100)	91.7	95.3	97.3	89.6	90.2	93.7	94.5	94.8	95.7	96.3	96.7	97.2	97.5

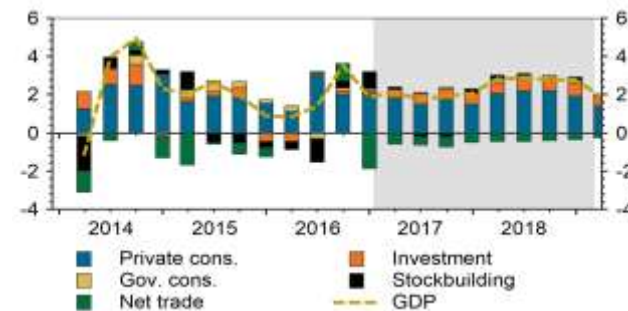
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'economia USA è in equilibrio



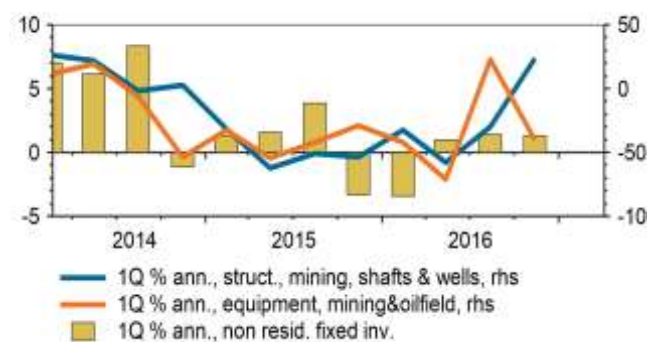
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Previsioni di crescita moderata per tutte le componenti della domanda domestica



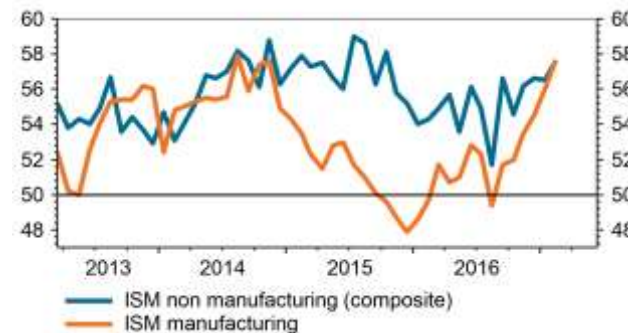
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Gli investimenti non residenziali in moderato rialzo



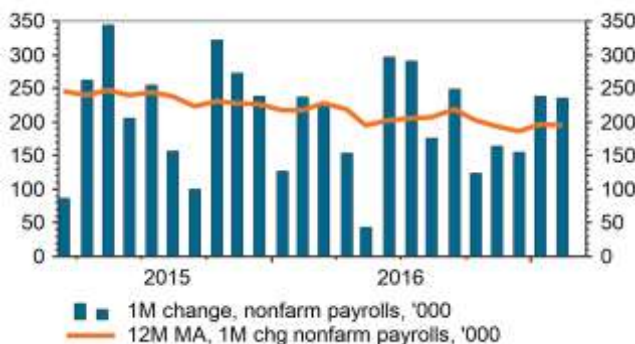
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ISM: indicazioni positive per la crescita



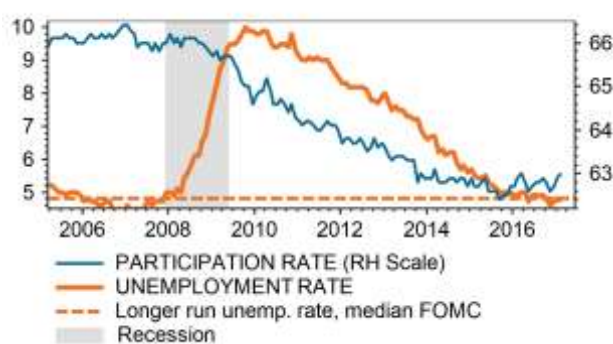
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Nuovi occupati: il trend resta superiore alla creazione "normale", stimata intorno a 60 mila posti!



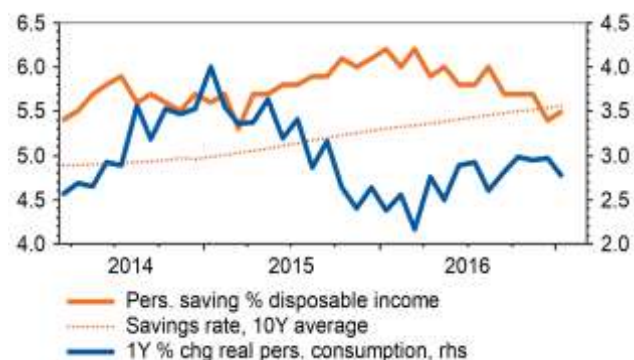
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Consumi e risparmio: equilibrio sostenibile



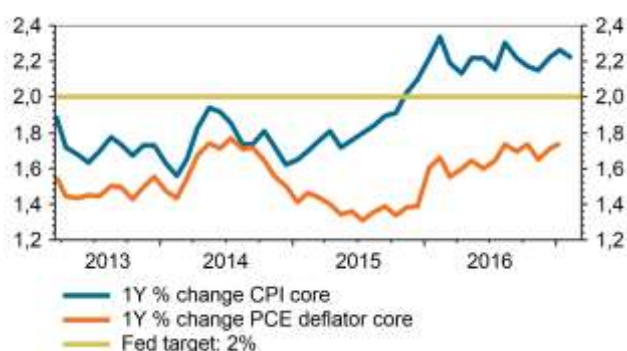
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – I salari riflettono la scarsità di risorse disponibili



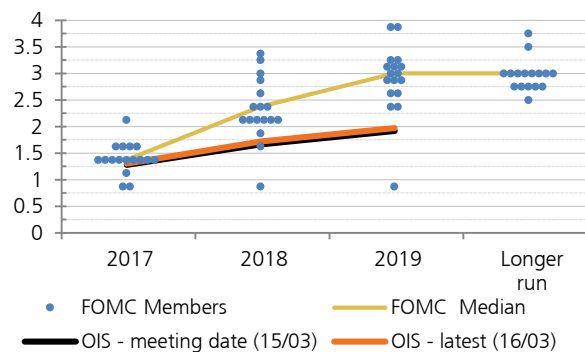
Fonte: Atlanta Fed, wage growth tracker

Fig. 9 – L'inflazione è vicina al 2%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Il mercato continua a non credere al FOMC



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 - L'aritmetica del piano Ryan

Impatto del piano Ryan 2016-25 - stime alternative

Migliaia di miliardi di USD	TF statico	TF dinamico	TPC statico	TPC dinamico
Gettito	-2.4	-0.2	-3.1	-3.0
Persone fisiche	-0.981	-0.566	-2.0	
Società	-1.197	-1.324	-0.891	
di cui				
- ammort. Accelerato & eliminazione detrazione interessi	-1.042	0.293	-0.447	
- BA	1.069	0.936	1.179	
- aliquota al 20% & eliminazione AMT	-2.161	-0.429	-1.844	
PIL (%)		9.1		1.0

Nota: TF=Tax Foundation; TPC= Tax Policy Center. Statico= senza feedback macroeconomico; dinamico= con feedback macroeconomico. Segno "-" => riduzione di gettito, segno "+" => aumento di gettito. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Tax Foundation, Tax Policy Center

Area euro: la ripresa accelera su di uno sfondo politico ad alto rischio

Siamo più positivi sulla crescita rispetto a tre mesi fa. La ripresa della domanda estera sostiene l'attività nel manifatturiero. I servizi crescono ancora a un ritmo sostenuto e le costruzioni sono avviate verso un ciclo più espansivo. Le indagini di fiducia segnalano che il PIL sta accelerando (0,5% t/t da 0,4% nella seconda metà dello scorso anno). La ripresa è diffusa a tutta l'area, sia pure con intensità diverse. Abbiamo, quindi, rivisto ancora al rialzo la stima per il 2017 all'1,7% da un precedente 1,5%. Per il 2018, ci aspettiamo un lieve rallentamento all'1,6%.

Anna Maria Grimaldi

La domanda estera spinge la dinamica del PIL più di quanto ci aspettavamo tre mesi fa, ma è ancora la domanda interna che fa da volano, grazie al supporto delle politiche BCE. I consumi delle famiglie avanzeranno ancora a ritmi sostenuti (1,4%) ma meno che nei due anni precedenti perché la crescita dell'occupazione (+1,4%) non sarà sufficiente a contrastare la perdita di potere d'acquisto. Gli investimenti in macchinari dovrebbero accelerare ma i rischi sono verso il basso. Le politiche espansive della BCE rimangono l'unico supporto al ciclo eurozona. La politica fiscale sarà solo marginalmente espansiva e vi è il rischio che torni ad essere restrittiva nel 2018.

La fase di espansione al di sopra del potenziale (1,3%) prosegue ormai da metà 2014. Tuttavia, il ciclo non è ancora maturo: l'ampio eccesso di offerta verrà riassorbito solo per fine 2018. La disoccupazione è ancora elevata e la varianza tra paesi rimane assai ampia, continuando a frenare salari e prezzi interni. L'inflazione è tornata al 2% a febbraio, ma soltanto per il rincaro del prezzo del petrolio, mentre l'inflazione sottostante è pressoché stabile.

Anche se ridotti rispetto a tre mesi fa, i rischi per lo scenario sono ancora verso il basso e rimangono di natura prevalentemente politica. Scongiurata una vittoria dei populistici in Olanda, restano le elezioni in Francia (aprile-giugno), Germania (24 settembre) e successivamente in Italia.

La bassa inflazione *core* e l'elevata incertezza politica giustificano la cautela della BCE. Ma, al consolidarsi della ripresa, si avvicina la fine del super stimolo (tassi negativi e QE). Annunci formali sull'APP si avranno probabilmente solo dopo le elezioni tedesche. Alla riunione di giugno la BCE potrebbe modificare la *guidance* sui tassi in modo più simmetrico e segnalare che la sequenza di uscita dalle misure non convenzionali potrebbe essere rivista.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016			2017			2018			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.8	1.7	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	
- t/t				0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	
Consumi privati	1.9	1.6	1.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	
Investimenti fissi	2.5	3.8	5.4	1.2	-0.7	0.6	1.6	1.3	1.2	1.0	1.5	1.5	1.4
Consumi pubblici	1.8	1.3	1.1	0.3	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
Esportazioni	2.7	3.4	3.0	1.3	0.3	1.5	0.9	0.5	0.6	0.8	0.7	0.9	0.7
Importazioni	3.4	4.2	4.3	1.4	-0.1	2.0	1.0	0.9	0.8	0.8	1.1	1.4	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.8	2.0	2.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-1.7	-1.4	-1.4										
Debito pubblico (% PIL)	91.5	90.4	89.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	1.7	1.5	-0.1	0.3	0.7	1.9	1.7	1.6	1.5	1.1	1.4	1.7
Produzione industriale (a/a)	1.4	2.1	1.5	1.0	1.0	2.2	1.9	2.4	2.5	1.5	1.1	1.4	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	10.0	9.3	8.9	10.1	9.9	9.7	9.5	9.4	9.3	9.1	9.0	8.9	8.8
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	-0.2
EUR/USD	1.11	1.07	1.11	1.13	1.12	1.08	1.06	1.06	1.08	1.09	1.09	1.10	1.11

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

La ripresa acquista velocità

Il PIL è cresciuto di 0,4% t/t e nella seconda metà dello scorso anno. Da ottobre, le indagini di fiducia hanno segnalato un'accelerazione della dinamica congiunturale, che però non si è tradotta in una maggiore crescita del PIL. Nel 1° trimestre 2017, il PMI composito e l'indice di fiducia economica sono migliorati ulteriormente, tornando sui massimi dal 2011 (rispettivamente a 55,7 da un precedente 53,9 e 109 da 106,8). Il PIL dell'Eurozona dovrebbe accelerare a 0,5%t/t (v. fig. 1). Si noti che a stessi livelli di fiducia corrisponde una crescita più bassa del PIL rispetto ai livelli pre-crisi, per effetto di una rottura strutturale nella serie che in parte riflette attese di crescita potenziale più basse. La Commissione UE ha dettagliato su quella che viene definita "nuova modestia" nelle stime d'inverno 2017³. L'entrata della produzione industriale nella media area euro per il 1° trimestre indica un lieve rallentamento della dinamica congiunturale rispetto a fine 2016 (v. fig. 2). Tuttavia, le indagini settoriali segnalano un consolidamento della fase espansiva nell'industria anche a febbraio e marzo (v. fig. 3). La domanda mondiale ha sorpreso verso l'alto grazie al recupero degli emergenti (v. fig. 4) e la tendenza dovrebbe essere confermata nei prossimi mesi stando alle indicazioni dal PMI globale (v. fig. 5). L'espansione continua nei servizi e nel commercio al dettaglio. L'altro aspetto positivo di questa fase di crescita è che la ripresa è diffusa a tutta l'area, sia pure con intensità diversa e sembra, quindi, più sostenibile (v. fig. 6).

Abbiamo, quindi, rivisto ancora al rialzo la stima per il 2017 all'1,7% da un precedente 1,5%. Per il 2018, ci aspettiamo un lieve rallentamento all'1,6%. La fase di espansione al di sopra del potenziale (1,3%) prosegue ormai da metà 2014. Tuttavia, **il ciclo non è ancora maturo: l'ampio eccesso di offerta verrà riassorbito solo a fine 2018**. La disoccupazione è tornata al 9,6% dal 12,1% del 2013, ma è ancora al di sopra del NAIRU e la varianza tra Paesi rimane ampia. L'eccesso di offerta è anche più ampio se si guarda al tasso di disoccupazione allargato che tiene conto degli inattivi (v. figg. 11 e 12).

La ripresa della domanda globale (v. fig. 5) suggerisce una crescita dell'export più vivace rispetto alle nostre stime di dicembre. Tuttavia, manteniamo una **previsione di cauta riaccelerazione del commercio estero rivolto alla zona euro** (3,0% nel 2017-18, dal 2,1% di quest'anno, meno del 3,4% registrato nel 2012-14). L'andamento della domanda mondiale soprattutto nel 2018 appare assai incerto. Il rischio di svolta protezionistica negli Stati Uniti persiste, ma in concreto le misure adottate sono scarse; anche la riforma fiscale è ancora da definire. Rimane, quindi, incerto l'effetto combinato della nuova amministrazione sulla crescita americana e internazionale. **Il rialzo del prezzo del petrolio (22% espresso in euro) peserà sulla crescita** per almeno lo 0,4% del PIL, con un impatto più forte nella prima metà dell'anno, dal momento che il grosso dell'aumento si è già verificato e nei prossimi mesi non dovrebbero vedersi scostamenti significativi dai livelli recenti. **Il cambio potrebbe limare uno due decimi alla crescita nell'anno in corso**. Il trend di modesto apprezzamento dovrebbe consolidarsi nei prossimi mesi con il cambio euro dollaro in salita a 1,10 a 12 mesi e 1,15 a 24 mesi, anche se il cambio effettivo dovrebbe essere circa stabile.

Verso un triennio di crescita stabile al di sopra del potenziale

Domanda estera recupero confermato, ma le prospettive restano incerte

Il petrolio torna a pesare sul ciclo. Cambio circa neutrale

³ Si veda Commissione UE previsioni d'inverno, Box 1.2: *A 'new modesty'? Level shifts in survey data and the decreasing trend of 'normal' growth* pp. 52-54. Nel periodo pre-crisi, a un livello dell'indice di fiducia economica della Commissione UE pari a 100 corrispondeva un tasso di crescita del PIL AE del 2%, mentre nel periodo recente lo stesso livello è coerente con un tasso di crescita di poco superiore all'1%. Si noti che la media di lungo termine degli indici di fiducia dovrebbero riflettere quello che gli agenti economici ritengono sia un livello normale di attività economica. Il fatto che a stessi livelli degli indici di fiducia siano associati tassi di crescita variabili, in questo caso decrescenti nel tempo, suggerisce che gli agenti economici adattano la percezione di ciò che è normale agli eventi recenti.

La **principale spinta alla crescita e in particolare della domanda interna verrà ancora dalla politica monetaria**. Secondo la BCE, le misure adottate tra dicembre 2015 e dicembre 2016 dovrebbero aver potenziato la crescita del PIL di 1,7% nel periodo 2015-18⁴. Con il consolidarsi della ripresa si avvicina l'inizio della fine del "super stimolo monetario" (v. sezione su politica monetaria a seguire), anche se dovrebbero prevalere ancora condizioni ultra vantaggiose per Governi e imprese almeno fino a metà 2018. La **politica fiscale non potrà raccogliere il testimone, se le regole europee saranno rispettate**. Dopo un periodo di neutralità o di modesto allentamento nel 2016-17, la politica fiscale dovrebbe tornare a essere restrittiva nel 2018 (v. fig. 13) in almeno sei Paesi (Italia, Francia, Spagna, Portogallo, Belgio, Slovenia e Finlandia) per lo 0,3-0,6% del PIL (v. fig. 14).

Per quanto riguarda la composizione della crescita, in linea con le stime di domanda estera rivolta alla zona euro, prevediamo un'accelerazione dell'export al 3,4% nel 2017 e un rallentamento al 3,0% nel 2018. La crescita più vivace delle esportazioni sarà compensata da una crescita dell'import superiore al 4,0% nel 2017-18. Di riflesso, il **contributo del commercio estero sarà negativo sia quest'anno che il prossimo**. Il **principale motore di crescita** sarà ancora la **domanda interna** (+1,6%) anche se meno rispetto ai due anni precedenti (1,9%/2,0%). I **consumi privati** sono attesi ancora crescere a ritmi solidi (1,6% nel biennio in corso) ma meno che nei due anni precedenti (1,9% in media) in parte per la perdita di potere d'acquisto associato al rialzo del prezzo del greggio e risalita dell'inflazione all'1,7% da 0,2% di quest'anno. La dinamica dei salari nominali è rallentata più del previsto nel 2016 anche se è risalita all'1,9% a/a a fine 2016. Nel 2017, non ci aspettiamo aumenti significativi delle retribuzioni, in parte perché **l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro rimane ampio** (v. **figg 11 e 12**). Gli effetti di seconda battuta sui salari sembrano, però, essersi ridotti rispetto a tre mesi fa, per effetto del rimbalzo del prezzo dell'energia e risalita delle attese di prezzo delle imprese (si veda sezione sulla dinamica inflazionistica). La tenuta dei consumi dipende, quindi, da una crescita ancora solida degli occupati (1,3%). Il lieve aumento del tasso di **risparmio** nella prima metà del 2016 dovrebbe offrire un cuscinetto in caso di shock avversi (v. fig. 7). Gli **investimenti fissi** hanno recuperato (+0,6% t/t a fine 2016, dopo -0,7% t/t) grazie al rimbalzo delle costruzioni, stando ai dati paese. Sono, invece, rallentati gli investimenti in macchinari (+0,6% t/t) ma potrebbe trattarsi di una pausa dopo la forte crescita dei mesi centrali del 2016 (+2,8% t/t). La tenuta dei profitti, l'elevato livello di utilizzo della capacità produttiva (v. fig. 8), condizioni finanziarie ancora espansive dovrebbero spingere la spesa in macchinari delle imprese nel corso del 2017-18. L'attività nelle costruzioni sembra orientata a una stabilizzazione su tassi di crescita modesti (v. fig. 3) stando alle indicazioni delle imprese. Il nostro indicatore sulla **spesa in costruzioni**⁵ **stima una crescita di 0,5% t/t a inizio 2017** (v. fig. 9). Spagna e Germania guidano questo ciclo espansivo (+2,1% nel 2017 da 2,3%).

I **rischi per lo scenario sono verso il basso e sono prevalentemente di natura politica**. L'incertezza regna sovrana; più che l'avvicinarsi dei negoziati sull'uscita del Regno Unito, contano le elezioni politiche in Francia, Germania (settembre) e successivamente in Italia. Una vittoria di Le Pen e FN alle elezioni francesi disturberebbe mercati, fiducia e investimenti ben più di Brexit. Però appare alquanto improbabile che la leader del FN Le Pen possa portare la Francia fuori dall'unione monetaria, sia perché dovrebbe essere sconfitta al secondo turno delle presidenziali, sia per le scarse possibilità di ottenere una maggioranza parlamentare. Inoltre, va detto che **insieme a sorprese negative potrebbero esservi anche sorprese positive**. In Germania, con la leadership di Schulz i social democratici SPD hanno guadagnato circa 12 punti nei sondaggi e sono solo a due

Principale supporto alla crescita verrà dalla politica monetaria

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

L'export più vivace sarà compensato dall'accelerazione dell'import

La domanda interna rimarrà il principale motore di crescita. Per i consumi privati il picco è alle spalle mentre si attende un'accelerazione degli investimenti

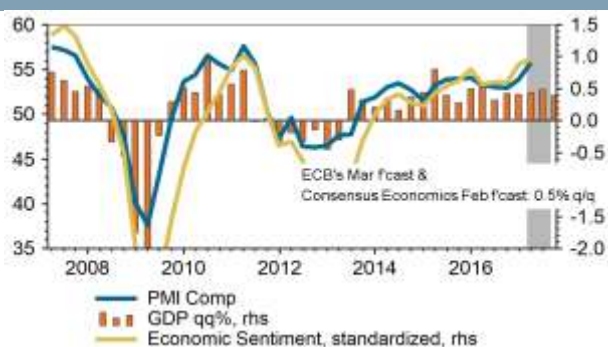
I rischi sono prevalentemente di natura politica. Ma potrebbero esservi anche sorprese positive: un asse Macron-Schulz potrebbe spingere per politiche più europeiste

⁴ Draghi conferenza stampa dello scorso 9 marzo 2017. Si veda anche ECB working paper No 1956, 2016: The ECB's asset purchase programme: an early assessment. Il lavoro stima che acquisti pari all'11% del PIL, dovrebbero avere un impatto massimo di 0,4% sull'inflazione e dell'1,0% sulla crescita dopo due anni.

⁵ Si veda il *Weekly Economic Monitor* del 20.05.2016

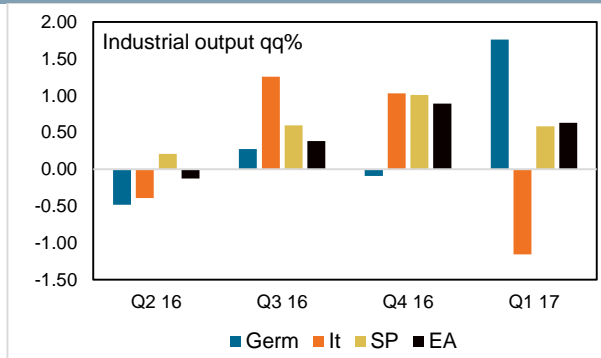
punti di distanza (32%) dalla CDU (34%). Non è da escludere che se Schulz saprà consolidare il recupero di consensi nei prossimi mesi si possa arrivare a una coalizione CDU/SPD in cui è Schulz e non Merkel a guidare la cancelleria. Con Macron alla guida della Francia e Schulz cancelliere, sarebbe più facile far progredire nel 2018 il dibattito sulle riforme europee e su un'Europa a più velocità (per sicurezza e difesa).

Fig. 1 – Il PIL è atteso accelerare a +0,5% t/t a inizio 2017, ma le indagini di fiducia suggeriscono rischi verso l'alto



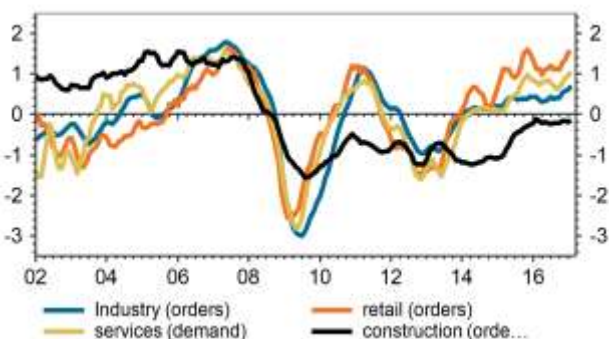
Fonte: Consensus Economics previsioni di febbraio, BCE stime di marzo 2017, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Andamento positivo della produzione industriale nella media area euro a inizio 2017, ma per ora coerente con una crescita del PIL sui ritmi di fine 2016



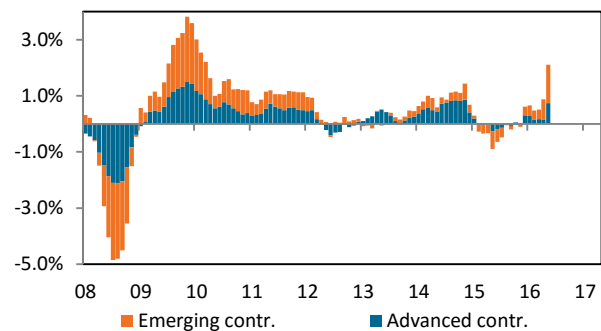
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Tutti i settori spingono la ripresa



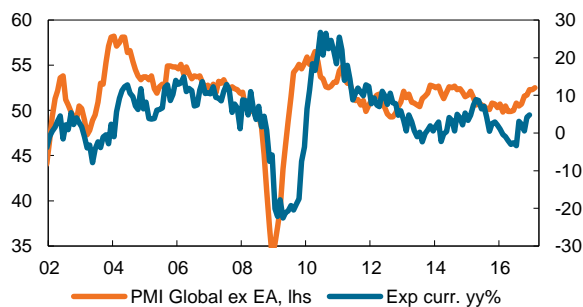
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Riaccellera l'export verso i paesi emergenti



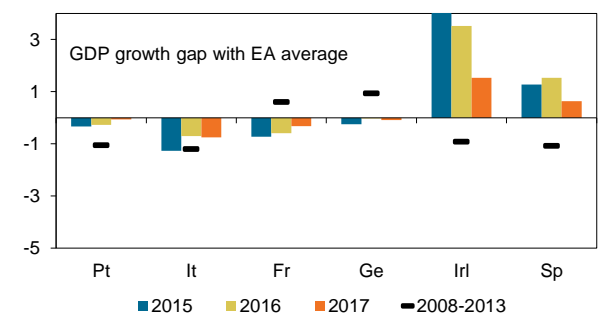
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il recupero del commercio mondiale dovrebbe proseguire nei prossimi mesi



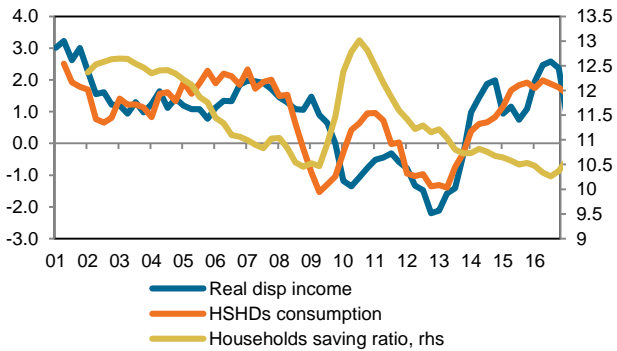
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La ripresa è diffusa a tutta l'area



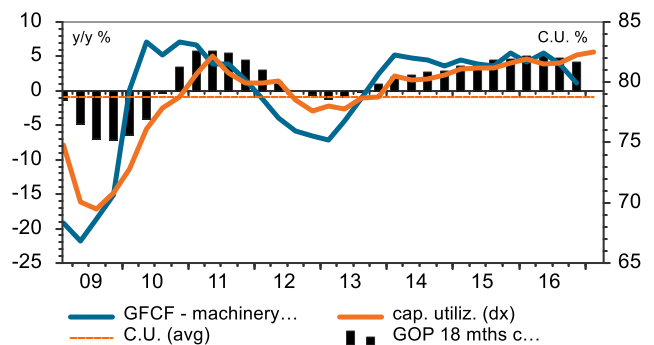
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La domanda interna crescerà ancora a ritmi sostenuti ma il picco per i consumi è alle spalle. Il tasso di risparmio potrà compensare solo in parte il calo di reddito disponibile



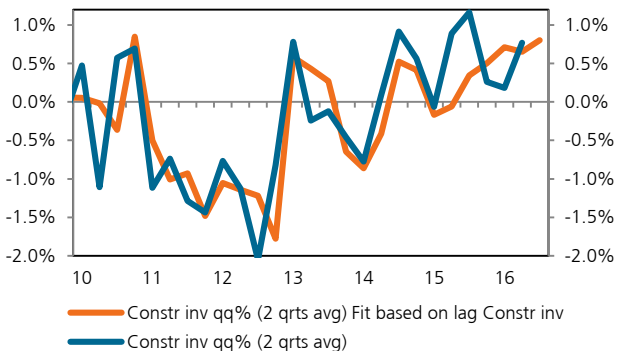
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Investimenti in attesa di una crescita più vivace



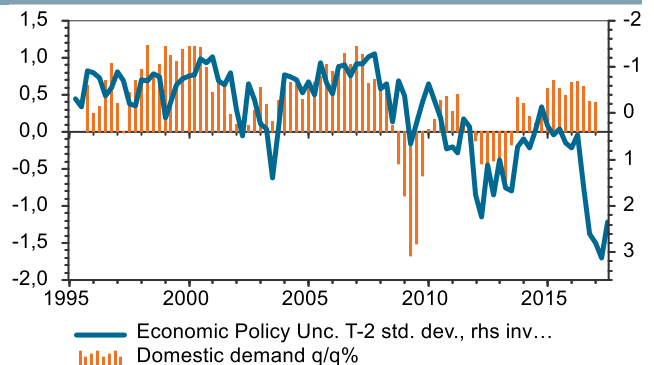
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Costruzioni avviate verso un ciclo moderatamente espansivo



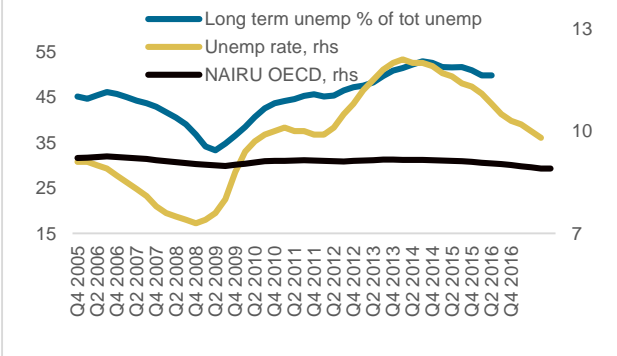
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – L'incertezza politica rimane la spada di Damocle per la zona euro



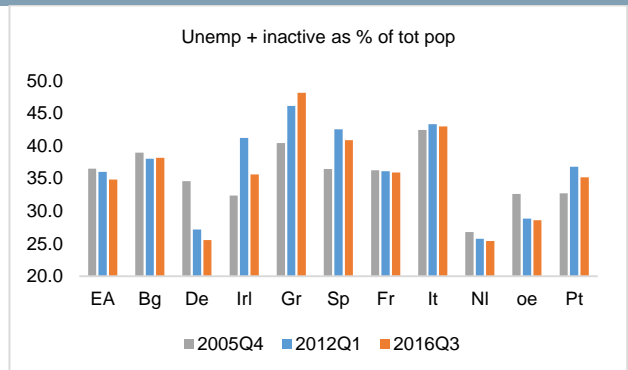
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Il ciclo non è ancora maturo ma una politica monetaria fortemente espansiva non sarà più facilmente giustificabile dopo il 2017



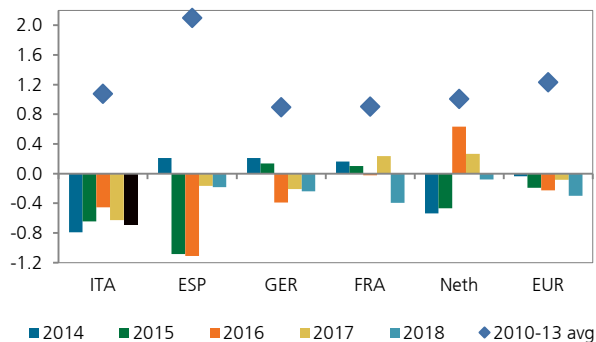
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Il tasso di disoccupazione allargato è calato meno del tasso di disoccupazione



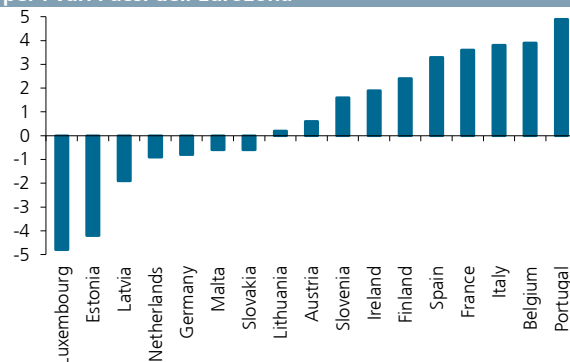
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – La politica fiscale nella zona euro è solo marginalmente espansiva



Nota: variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Fonte: Commissione UE stime di inverno 2017 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Margini di allentamento (-) o necessità di stretta (+) per i vari Paesi dell'Eurozona



Fonte: "Towards a Positive Euro Area Fiscal Stance", EU Commission Issue 20, 23 novembre 2016

Inflazione: le apparenze ingannano

L'inflazione euro zona è salita al 2% a marzo, livello che non si vedeva da quattro anni, e circa mezzo punto sopra le previsioni dello staff BCE di dicembre (v. fig. 1) e di quelle di *Consensus Economics* (a febbraio la media degli analisti si aspettava l'inflazione a 1,6% nel 1° trimestre 2017). Il rialzo dell'inflazione di quasi due punti tra agosto e febbraio è spiegato dal rimbalzo della componente energia (+9,4% a/a da -6,7% a/a a luglio), associato al rincaro del prezzo del greggio e ad un confronto favorevole con lo scorso anno. La risposta dei prezzi energetici al rimbalzo del prezzo del petrolio è stata più forte rispetto alle nostre stime. È anche vero che il prezzo del petrolio si è aggirato sui 55,6 dollari al barile tra dicembre e febbraio, leggermente sopra dei prezzi impliciti nei *future* a novembre; inoltre il cambio è stato marginalmente più debole. Al netto di energia alimentari e tabacchi, l'inflazione era ancora ferma a 0,9% a febbraio, stesso livello di fine 2013. La mediana calcolata su diverse misure di inflazione è finanche calata a febbraio (v. fig. 2) e questo nonostante due anni e mezzo di crescita al di sopra del potenziale. Dati gli sviluppi degli ultimi mesi, abbiamo rivisto la stima 2017 a 1,6% da 1,2%. Per il 2018, ci aspettiamo un calo dell'inflazione **all'1,5% nel 2018 e prevediamo che la dinamica dei prezzi torni più stabilmente verso il target BCE solo nel 2019**. Le nostre stime sono circa in linea con quelle di consenso e con le ultime previsioni BCE (IPCA: 1,7% nel 2017, 1,6% nel 2018 e 1,8% nel 2019).

Il ritorno dell'inflazione complessiva verso il target dipende ancora in larga misura dalla dinamica dei prezzi *core* (v. fig. 3) dal momento che ci aspettiamo, in linea con le ipotesi BCE di marzo, un petrolio poco variato (56 dollari al barile nel 2018 e a 55 dollari nel 2019) e un tasso di cambio effettivo circa stabile. Ciò spiega perché il focus del Consiglio BCE si è spostato sulla dinamica dei prezzi interni. La BCE, a marzo, ha rivisto al rialzo di un decimo la stima di inflazione core all'1,8%, ma ha sottolineato che permane ancora un ampio margine di incertezza sull'ampiezza dell'eccesso di offerta⁶ e/o sulla velocità di reazione dell'inflazione sottostante. In particolare, la BCE ha messo l'enfasi sulla dinamica salariale che ancora stenta ad accelerare. Nel 4° trimestre del 2016, il costo del lavoro è salito all'1,6% da un precedente 1,4%, i salari nominali crescevano di 1,6% da un precedente 1,5%. Il rialzo dei salari è spiegato da Germania e Irlanda, mentre si registra un rallentamento in Spagna (0,2% a/a da 0,6% a/a), una dinamica ancora strisciante anche se non più negativa in Italia (0,1% a/a da -0,2%) e un andamento stabile in Francia (1,5% a/a da 1,7% a/a di un anno prima). La dinamica strisciante del costo del lavoro in particolare nella periferia (v. fig. 5) contrasta con il calo del tasso di disoccupazione piuttosto marcato osservato nel 2016 al 9,6%, un minimo dal 2009. In prospettiva, le pressioni dal ciclo sulla dinamica salariale e prezzi interni saranno meno forti: se la crescita del PIL si stabilizzerà sul ritmo del 2016 (1,7% anche nel 2017-18), la riduzione dell'eccesso di offerta aggregato sarà meno marcata rispetto al periodo 2014-15 (v. fig. 6 & 7). La mancata accelerazione dei salari potrebbe riflettere una risposta alle condizioni cicliche più lenta rispetto al passato probabilmente a causa dell'ampio eccesso di offerta nel mercato del lavoro accumulatosi in questi anni. Tuttavia, non è da escludere che le riforme attuate negli anni di crisi in molti paesi della zona euro abbiano ridotto la reattività dei salari sia all'andamento dei prezzi energetici che alla riduzione dell'eccesso di offerta. I rischi per la dinamica dell'inflazione core spiegano perché le colombe all'interno del Consiglio BCE siano riuscite a spingere per mantenere ancora elevato il grado di stimolo monetario. Va però riconosciuto che i rischi verso il basso per l'inflazione euro zona si sono in parte ridotti rispetto a dicembre scorso, perché la ripresa si va consolidando ed è diffusa a tutta l'area. La dinamica delle attese di prezzo, derivabili dalle indagini di fiducia presso le imprese, suggerisce che il rischio di deflazione è archiviato (v. fig. 8), del resto i prezzi alla produzione per i beni di consumo hanno svoltato (v. fig. 9). Inoltre il rincaro del prezzo del greggio ha ridotto il rischio di effetti di seconda battuta negativi (v. fig. 10).

Anna Maria Grimaldi

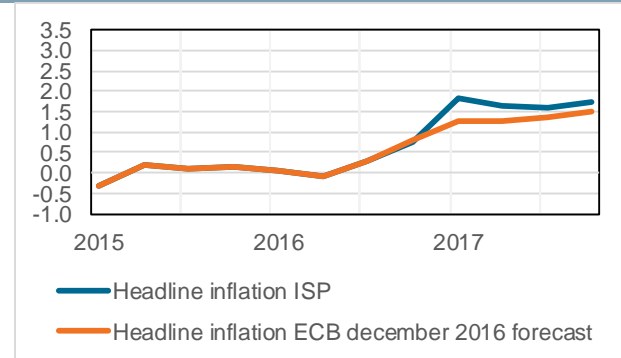
L'inflazione *headline* è salita più delle attese a inizio 2017, su spinta dell'energia. Ma l'inflazione *core* resta ancora ferma a 0,9%

Il ritorno dell'inflazione all'1,8% in media nel 2019 dipende dalla risalita della dinamica sottostante

I rischi verso il basso per l'inflazione *core* si sono in parte ridotti rispetto a tre mesi fa

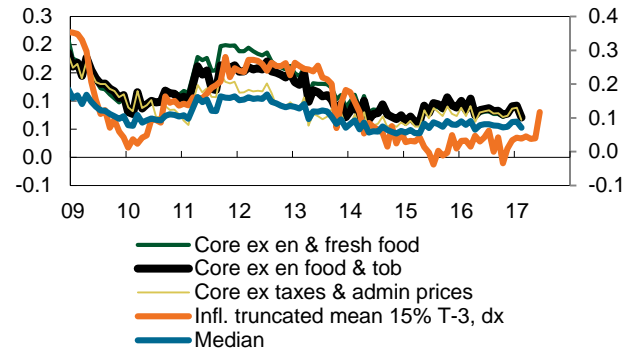
⁶ Si veda ECB working paper no 1966 *An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area*.

Fig. 1 – L’inflazione euro zona è salita più delle attese BCE a inizio 2017



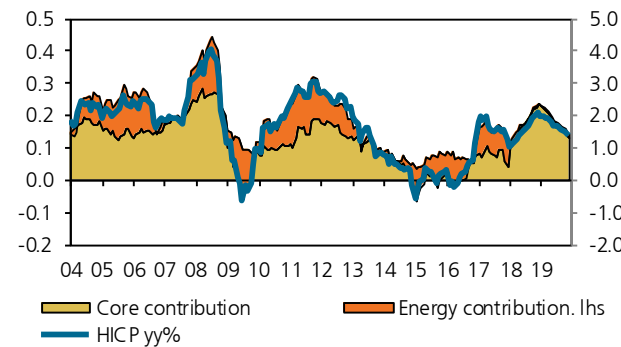
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il contributo dall’energia sarà circa nullo di qui a fine 2018, la risalita dell’inflazione verso il target BCE dipende dall’accelerazione della dinamica sottostante



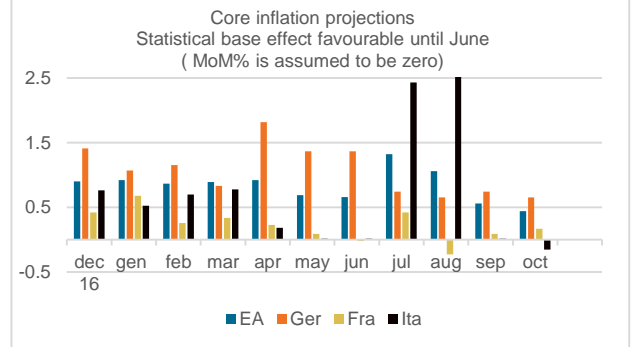
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L’inflazione core rimane su livelli storicamente bassi e la mediana è tornata a calare a febbraio. Solo la media troncata al 15% fa sperare in un aumento nei prossimi mesi



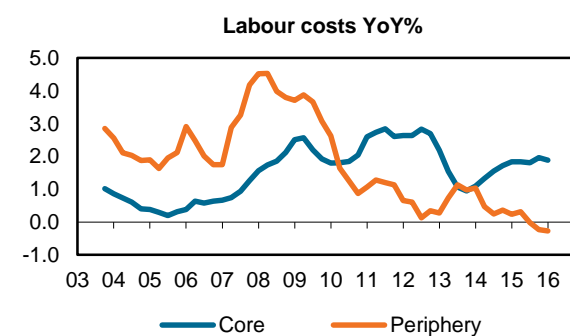
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – L’inflazione core sarà aiutata da un effetto base favorevole in primavera ma dall’estate saranno necessari aumenti genuini dei prezzi interni



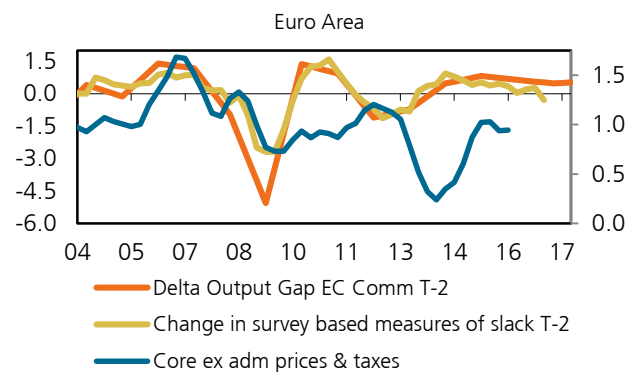
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il costo del lavoro ancora non accelera nella periferia



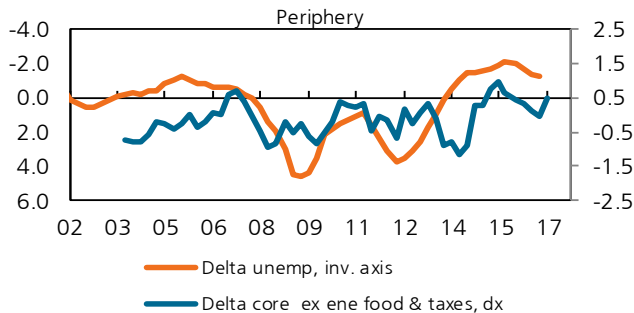
Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nell’IPCA Eurozona. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La spinta dal ciclo sarà meno forte. Il ritmo di chiusura dell’eccesso di offerta si ridurrà nel 2017



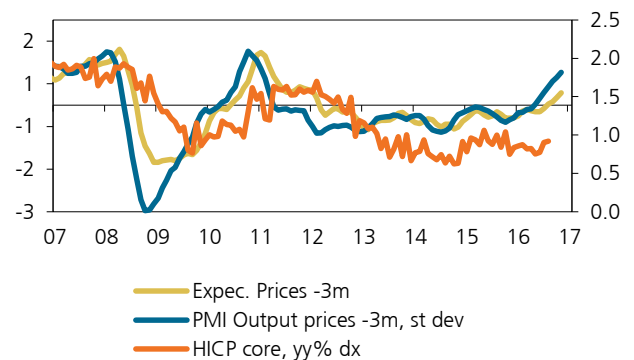
Nota: *Output gap* Commissione UE, variazione su anno precedente. Le misure di eccesso di offerta derivate dalle indagini si basano sulla domanda dall’indagine trimestrale della Commissione UE: “la domanda è un limite alla produzione?” per industria, costruzioni, servizi e commercio al dettaglio. Le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

Fig. 7 – La disoccupazione è attesa calare meno rapidamente nei prossimi trimestri rispetto al 2016



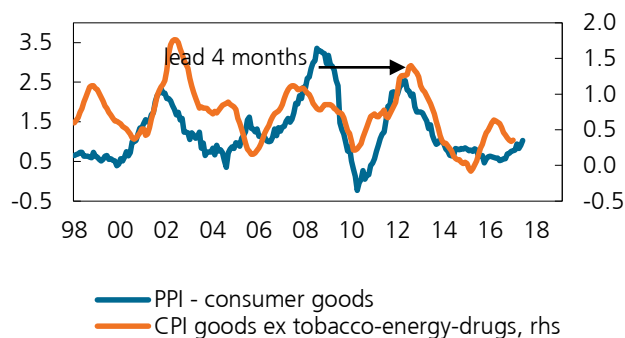
Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nell'IPCA Eurozona per inflazione e con i pesi paesi per la forza lavoro per la variazione del tasso di disoccupazione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Le imprese segnalano che il rischio deflazione è ormai alle spalle. I prezzi di vendita dalle indagini di fiducia sono tornati sui massimi dal 2009



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

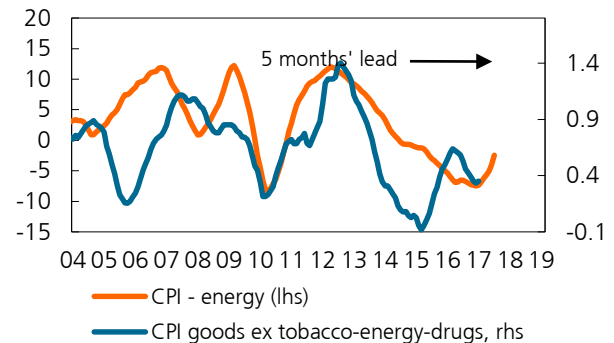
Fig. 9 – I prezzi alla produzione per i beni di consumo hanno svoltato



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

Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Il rimbalzo della componente energia indica minori rischi di effetti di seconda battuta negativi sui prezzi interni



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La BCE comincia a preparare i mercati all'uscita dal super stimolo

A marzo, nonostante le indicazioni positive sul ciclo euro zona e la sorpresa dai dati di inflazione *headline*, il Consiglio ha mantenuto lo *status quo* sulle misure non convenzionali (tassi negativi e programma di acquisti) e ha lasciato pressoché inalterata la comunicazione e il *bias* inflazionistico. La cautela della BCE è motivata dall'inerzia dell'inflazione *core* ma anche dall'incertezza politica associata con il fitto calendario elettorale europeo e in particolare in vista delle elezioni presidenziali francesi. Tuttavia, la fine di questa fase della politica monetaria si avvicina e riteniamo che la BCE comincerà a preparare i mercati alla svolta. Durante la conferenza stampa, Draghi ha ricordato che le misure BCE adottate tra marzo 2015 e marzo 2016 dovrebbero aver alzato crescita e inflazione di circa lo 0,55% all'anno nel periodo 2016-18 (v. tabella 1 a seguire). La rimozione dei tassi negativi e la conclusione degli acquisti dovranno però essere gestiti con cautela, per evitare un brusco restringimento delle condizioni finanziarie, che potrebbe pesare sulla crescita 2018 soprattutto nelle economie più vulnerabili dell'Eurozona.

Anna Maria Grimaldi

Nowotny (Austria) a fine gennaio, ha per primo indicato giugno come data possibile per avviare il dibattito formale sul programma di acquisti dopo dicembre 2017. È chiaro che i Membri del Consiglio hanno già cominciato a discutere sui tempi e modalità di uscita dalle misure non convenzionali; per ora il dibattito riguarda la *guidance* sui tassi. Il Consiglio, infatti, non dovrà decidere solo i tempi e le modalità di spegnimento del QE ma anche del regime di tassi negativi. La BCE, con la *guidance*, ha in un certo senso tracciato la sequenza di uscita dalle misure non convenzionali indicando che "i tassi rimarranno sui livelli attuali o più bassi fin dopo la fine degli acquisti". Mersch⁷ e Weidmann, a fine febbraio, avevano dichiarato di essere favorevoli a una modifica della *guidance* sui tassi, in modo da rendere la comunicazione più simmetrica. Visco, lo scorso 20 febbraio, ha dichiarato che il regime di tassi negativi è in un certo senso la misura meno convenzionale adottata dalla BCE, mentre l'espansione del bilancio di una Banca centrale per aumentare la base monetaria e stimolare l'economia reale non è così inusuale⁸. Non è, quindi, da escludere che la BCE possa decidere di rimuovere la misura più eterodossa ovvero i tassi negativi prima della fine degli acquisti. Nowotny, il 16 marzo scorso, ha detto che "la BCE potrebbe decidere di alzare il tasso sui depositi prima del tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento". Quello di interrompere gli acquisti prima del rialzo dei tassi "è il modello americano", ed è necessario valutare se sia il più adatto alla realtà europea. Draghi durante la conferenza stampa di marzo ha spiegato che "la *guidance* sui tassi è un'aspettativa, aspettativa la cui probabilità può cambiare". Secondo Visco (20 marzo), "l'attesa di tassi negativi oltre la fine degli acquisti potrebbe essere interrotta". La *guidance*, ha detto Visco, fa riferimento a un pacchetto di misure (QE e tassi) che potrebbe essere rimodulato quando la BCE riterrà che i tempi saranno maturi per ridurre lo stimolo monetario.

La guidance su "tassi negativi ben oltre la fine degli acquisti è un'aspettativa che può essere interrotta" Visco 20.03.2017

Non ci aspettiamo annunci sulle modalità di uscita alla riunione di aprile. Ma già nei prossimi mesi è possibile che i membri del consiglio direttivo cercheranno di preparare i mercati all'uscita dal super-stimolo monetario. Riteniamo che la BCE procederà per gradi. A giugno, se il rischio Le Pen sarà scongiurato, verrà prima rimosso formalmente **il riferimento a tassi più bassi rispetto ai livelli attuali**. Sei dati continueranno a sorprendere verso l'alto e i rischi verso il basso per la crescita si saranno ulteriormente ridotti, la BCE potrebbe segnalare in modo più esplicito modifiche alla *guidance* sui tassi. Tuttavia ci sembra poco probabile che la BCE riveda il comunicato e la sequenza di uscita dalle misure non convenzionali prima delle elezioni tedesche e, quindi, prima della riunione di ottobre. Una possibilità è che la BCE indichi che il tasso sui depositi potrebbe cominciare a salire prima della fine degli acquisti e che il corridoio di oscillazione del *refi* venga ridotto dagli attuali -40 punti base. I mercati stanno in realtà stanno prezzando con una probabilità di circa il 40% un rialzo del tasso sui depositi a -0,25% per fine 2017 (v. fig. 2). Ad oggi, un rialzo per fine anno ci sembra poco probabile ma non escludiamo che il Consiglio decida di alzare il tasso sui depositi nella prima metà del 2018, optando però per un'uscita più graduale dal QE entro settembre 2018 o non indicando una data ultima di spegnimento ma solo l'aggiustamento che riterrà opportuno per i tre/sei mesi successivi all'annuncio, in modo da cercare di limitare gli effetti sulle condizioni finanziarie. Contestualmente la BCE potrebbe impegnarsi a mantenere i tassi a zero ben oltre la fine degli acquisti.

I mercati stanno già prezzando un aumento del tasso sui depositi ed una graduale estinzione del QE. Quello che non è prezzato è che le Istituzioni e i Governi europei potrebbero scoprirsi impreparati alle conseguenze della sospensione degli acquisti

Un'estensione degli acquisti, anche se a volumi progressivamente più ridotti, fino al 3° trimestre 2018 rappresenta anche una parziale assicurazione contro i rischi che il calendario elettorale potrebbe ancora generare. Nel contempo, un rialzo del tasso sui depositi prima della fine degli acquisti sarebbe sicuramente gradito al sistema finanziario, che lamenta da tempo gli effetti perversi di tassi negativi sulla redditività. Tuttavia, va considerato che le decisioni sulla durata

⁷ In particolare, sembrerebbe che Mersch volesse eliminare il riferimento a tassi più bassi rispetto ai livelli attuali già a dicembre.

⁸ La Banca del Giappone vi aveva fatto ricorso nella seconda metà degli anni 90.

residuale del programma di acquisti, dopo dicembre 2017, non sono indipendenti dai vincoli di scarsità sulla curva tedesca, ma anche su quella portoghese e di altri paesi minori, vincoli che potrebbero risultare stringenti con i parametri di implementazione degli acquisti attualmente in vigore. A fine 2017, la BCE arriverà a detenere il 41% del debito tedesco, il 37% di quello del Lussemburgo e il 32% del debito portoghese e di Cipro (si veda IRS, 21.03.2017 EAPP *update*).

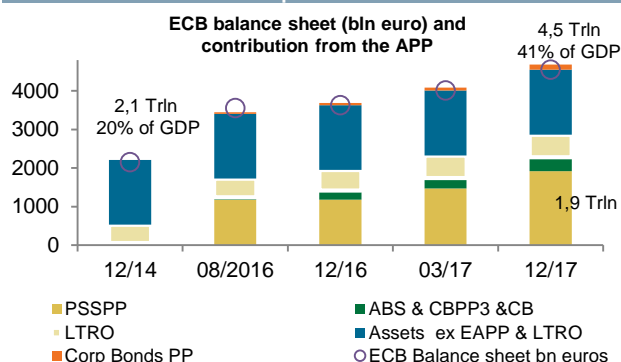
La bassa inflazione ha consentito al Consiglio BCE di avviare e ampliare gli acquisti di titoli governativi e privati negli ultimi due anni, di liberare spazio fiscale abbattendo il costo medio del debito e, infine, di migliorare la sostenibilità del debito anche per gli anni a venire. Ma l'opposizione al programma potrà soltanto aumentare se l'inflazione tedesca dovesse risalire all'1,6% nel 2017 come da nostre stime, allineate con il Consenso degli analisti. Il rischio che, subito dopo il fitto calendario elettorale di quest'anno, la BCE si trovi a dover preparare un'uscita definitiva, anche se graduale, dagli acquisti non è trascurabile, ma tale rischio sembra essere in parte prezzato dal mercato. Quello che non è prezzato è che i Governi europei potrebbero scoprirsi impreparati alle conseguenze dell'intrecciarsi fra sospensione degli acquisti e il calendario di appuntamenti elettorali 2017-18.

Tab. 1 – Il pacchetto “super stimolo” BCE a regime avrà fatto salire il bilancio BCE di 20 punti di PIL e dovrebbe aver spinto crescita e inflazione per 1,7 punti nel 2017-18

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

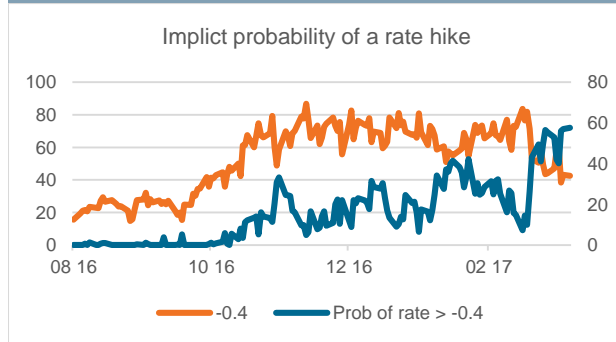
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il bilancio BCE a fine dicembre 2017 sarà il doppio che nel 2014, in larga misura grazie agli acquisti nell'ambito del PSPP. La nostra previsione è che il bilancio continui ad aumentare anche nel 2018 per ancora 300 miliardi di euro



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – I mercati cominciano a prezzare un rialzo dei tassi prima della fine degli acquisti



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania: è ancora l'anno di Angela?

La campagna di Angela Merkel si prospetta più dura del previsto. La ri-candidatura della Cancelliera per una 4° legislatura ha fermato l'ascesa dei populistici di destra di *Alternative für Deutschland* (AfD), anche se restano il 3° partito su scala nazionale, davanti ai Verdi e Die Linke, all'8% (v. figg. 1 e 2). I sondaggi indicano che anche l'FDP potrebbe superare la soglia di sbarramento del 5%. Ma la vera novità è che da quando l'europeista Schultz è alla guida dell'SPD, i socialdemocratici sono schizzati nei sondaggi di circa 12 punti al 31%, solo 3 punti dietro la CDU (v. fig. 2). I tedeschi moderati intravedono in Schultz un'alternativa alla leadership attuale, che Der Spiegel ha definito "stanca" dopo 11 anni di potere. Resta da verificare se Schultz riuscirà a consolidare i successi degli ultimi due mesi e a rispondere alle esigenze di risveglio democratico. A maggio prossimo si avrà un test importante con le elezioni in Holstein e in particolare in Renania, dove la stampa suggerisce come possibile una coalizione tra FDP e SPD, che avrebbe ripercussioni segnaletiche anche su scala nazionale. Riteniamo, sulla base dei sondaggi (v. fig. 2), che una coalizione SPD/CDU rimanga lo scenario più probabile, ma la partita sulla guida della cancelleria è aperta. Se l'SPD dovesse consolidare i successi degli ultimi mesi, Schultz potrebbe divenire un'alternativa alla Merkel. Una leadership di Schultz spingerebbe molto probabilmente verso politiche più europeiste e un'interpretazione meno stringente delle regole fiscali, che sarebbe positiva non solo per l'Europa ma anche per la stessa Germania. Una politica fiscale più espansiva contribuirebbe a fermare, almeno in parte, l'ascesa del surplus di parte corrente (8,7% del PIL nel 4° trimestre, ben al di sopra dei limiti previsti dalla MIP, *Macro Imbalance Procedure*). Per ora, il Governo in carica si è impegnato, con il budget 2017, a mantenere un surplus strutturale di 0,8% del PIL come nel 2016 e a portare il debito al 62,4% nel 2018.

Le indagini di fiducia IFO e PMI (v. fig. 6) suggeriscono un'accelerazione del PIL a inizio 2017 a 0,6% t/t dal +0,4% t/t a fine 2016. Tuttavia, l'andamento degli ordini all'industria e le vendite al dettaglio ci inducono a mantenere una previsione più cauta di 0,5% t/t. L'economia tedesca, al di là della volatilità trimestrale, rimane più che solida, data l'assenza di significativi squilibri interni e condizioni finanziarie di ampio stimolo per famiglie, imprese e Governo. In media 2017, ci aspettiamo una crescita dell'1,6% (1,5% se si escludono gli effetti di calendario), in rallentamento dall'1,8% del 2016. Per il 2018, prevediamo una stabilizzazione della crescita all'1,6%. Il ciclo espansivo al di sopra del potenziale (1,3%) è iniziato nel 2014 e l'eccesso di offerta si chiuderà per inizio 2018.

Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo un contributo più deciso dell'export, che è già accelerato a fine 2016 (+1,8% t/t in termini reali). I dati sul commercio estero mostrano un recupero generalizzato dei flussi commerciali sia verso il resto della zona euro che verso paesi terzi, e in particolare gli Stati Uniti (per effetto del deprezzamento del cambio euro contro dollaro), Cina e Giappone, mentre sono calate le esportazioni verso il Regno Unito (a causa del deprezzamento della sterlina) e la Russia. Nel 2017-18, stimiamo un'accelerazione dell'export al 3,4% dal 2,4% del 2016, ancora inferiore al ritmo di crescita pre-crisi (8,3% nel 2000-07). Dopo il balzo di fine 2016 (3,1% t/t), le importazioni cresceranno a ritmi più normali e in media del 4,2% nei prossimi due anni. Di riflesso, il contributo dal commercio estero tornerà ad essere negativo e la crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna (v. fig. 3). I **consumi delle famiglie** rimarranno il principale motore anche se il picco dovrebbe essere alle spalle (1,3% dall'1,8% dei due anni precedenti), nonostante condizioni finanziarie ultra-accomodanti e misure fiscali di supporto (trasferimenti pubblici, riduzione degli oneri contributivi e aggiustamenti delle pensioni minime). Il reddito da lavoro reale è atteso rallentare all'1,3% nel 2017 dal 2,5% del 2016, per effetto della perdita di potere d'acquisto associata al rincaro del prezzo del greggio (-0,3% del reddito disponibile) e alla risalita dell'inflazione all'1,7% da 0,4%. L'occupazione è cresciuta ancora oltre le attese a fine 2016 (1,3% a/a occupati totali, e 2,3% a/a occupati soggetti a contribuzione, in lieve aumento rispetto all'estate scorsa). Il trend positivo è atteso proseguire nei prossimi mesi, con le indagini IFO e PMI che segnalano un aumento delle intenzioni ad assumere. Il numero di posizioni vacanti rispetto ai senza lavoro è sui massimi assoluti (26,0%). Ci sembra, però, difficile che l'occupazione possa continuare a crescere ai ritmi

Anna Maria Grimaldi

La Merkel cercherà di mantenere consensi. Schultz (SPD) sta diventando un'alternativa possibile alla guida della Cancelleria

Schultz impartirebbe un impulso per politiche più europeiste

L'economia è ancora solida

Export più vivace, ma la crescita rimane trainata dalla domanda interna

Crescita dei consumi: il picco è alle spalle. Il reddito disponibile rallenterà nel 2017-18

del 2016 (1,3%). Il **tasso di disoccupazione** è calato ancora al 5,9% a gennaio, **nuovo minimo storico**, lasciando il numero dei senza lavoro a 2,65 milioni. Il **mercato del lavoro è quasi al pieno impiego** (NAIRU: 5% secondo l'OCSE) e la creazione di forza lavoro è soddisfatta principalmente tramite l'immigrazione da altri paesi dell'Unione Europea. La partecipazione di forza lavoro nazionale al mercato del lavoro è, difatti, scesa ancora di mezzo punto nel 2016 al 54,6%, mentre il contributo alla crescita della forza lavoro dall'afflusso recente di rifugiati rimane lento⁹. Nonostante l'eccesso di domanda sul mercato del lavoro, la **crescita dei salari negoziali nel 2016 è rallentata** di un decimo in media al 2,1%¹⁰ (1,9% a fine 2016). Una possibile spiegazione è che le imprese stiano concedendo ai lavoratori benefit diversi dagli aumenti retributivi. **Per il 2017, gli accordi sinora siglati indicano una crescita dei salari solo poco più forte** (2,5%). Il rialzo dell'**inflazione** all'1,7% da 0,4% eroderà, quindi, in parte il potere d'acquisto delle famiglie. Tuttavia, il risparmio è salito nel 2016 al 9,7% (v. fig. 8) e potrebbe offrire un cuscinetto in caso di shock. Gli investimenti in **costruzioni residenziali** hanno recuperato (1,6% t/t) a fine 2016 dopo il calo cumulato del 2,0% t/t nei mesi centrali dello scorso anno. Ci aspettiamo un proseguimento del ritmo di crescita più sostenuto anche nel 2017, al di là della volatilità trimestrale, dato l'andamento recente di ordini, permessi e fiducia presso i costruttori (v. fig. 9). Gli **investimenti in macchinari** sono rimasti **deboli** (v. fig. 10) anche a fine 2016, dopo i cali del 2° e 3° trimestre. Probabilmente è l'incertezza, prima sulla domanda mondiale nei mesi centrali del 2016, e, più di recente, sulla situazione politica interna ed esterna (v. fig. 11) che fa da freno. I fondamentali restano di ampio supporto.

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

Costruzioni residenziali: l'espansione è solida

Investimenti aziendali: l'unico freno è l'incertezza

I rischi per lo scenario sono circa bilanciati. Nel dopo elezioni, rimossa in parte l'incertezza, la dinamica degli investimenti potrebbe accelerare. Inoltre, se dalle elezioni di settembre dovesse emergere Schultz come cancelliere, è probabile che il Governo adotti un orientamento più morbido sulla politica fiscale. I rischi sulla domanda estera almeno per quest'anno ci sembrano bilanciati.

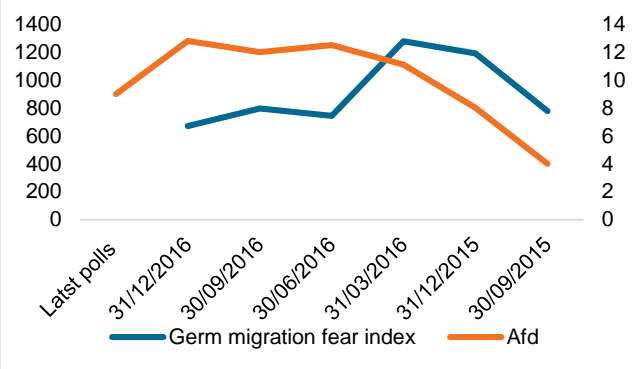
Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018				
PIL (prezzi costanti, a/a) *	1.7	1.5	1.6	1.8	1.7	1.8	1.5	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
- t/t				0.5	0.1	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
Consumi privati	1.8	1.3	1.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.1	2.4	3.1	-1.5	-0.2	0.8	1.1	0.9	0.6	0.8	0.7	0.9	0.6
Consumi pubblici	4.0	2.2	1.4	0.9	0.2	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	2.4	3.7	3.4	1.2	-0.3	1.8	1.1	0.9	0.4	0.8	1.1	0.8	0.8
Importazioni	3.6	5.5	4.0	0.1	0.4	3.1	1.6	1.0	0.8	0.6	1.5	1.0	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.5	0.0	-0.1	0.3	0.3	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.3
Partite correnti (% PIL)	8.7	8.3	8.0										
Deficit pubblico (% PIL)	0.6	0.5	0.4										
Debito pubblico (% PIL)	68.2	65.5	62.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	1.7	1.6	0.0	0.2	0.6	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
Produzione industriale (a/a)	1.0	2.7	1.8	0.4	0.8	1.2	0.8	2.7	3.6	3.7	2.3	1.9	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	6.1	5.9	5.8	6.1	6.1	6.0	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.8	5.8
Tasso a 10 anni (%)	0.10	0.37	0.87	0.12	-0.12	0.11	0.24	0.30	0.39	0.54	0.70	0.83	0.93

* Corretto per gli effetti di calendario. Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

⁹ Secondo la Bundesbank, su circa 700 mila posti di lavoro soggetti a contribuzione creati, nel 2016 solo 55 mila hanno occupati rifugiati e/o immigrati da paesi al di fuori dell'Unione Europea.

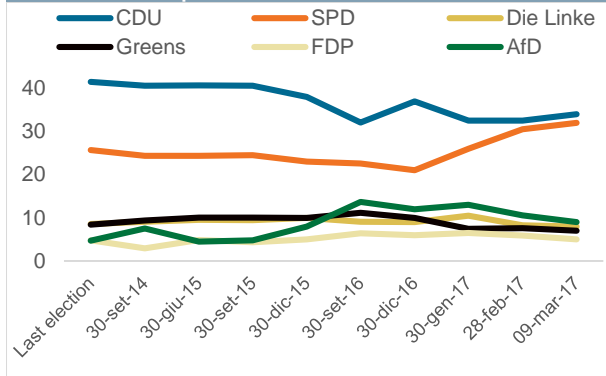
¹⁰ La crescita delle retribuzioni effettive è stata del 2,5%, superiore a quella dei salari negoziali, ma è comunque rallentata rispetto a un anno prima.

Fig. 1 – Il consenso per l'AfD sta diminuendo al calare della paura per l'immigrazione



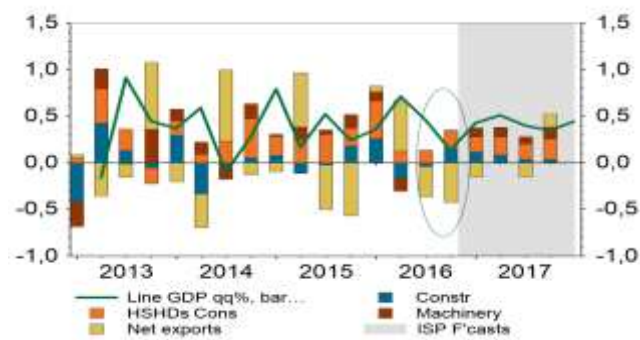
Fonte: Baker, Bloom & Davies Migration Fear indices via Bloomberg, sondaggi elettorali sulle prossime elezioni parlamentari Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Una coalizione CDU e SPD avrebbe ancora la maggioranza, ma una coalizione di sinistra CDU/Die Linke/Verdi/FDP potrebbe essere un'alternativa



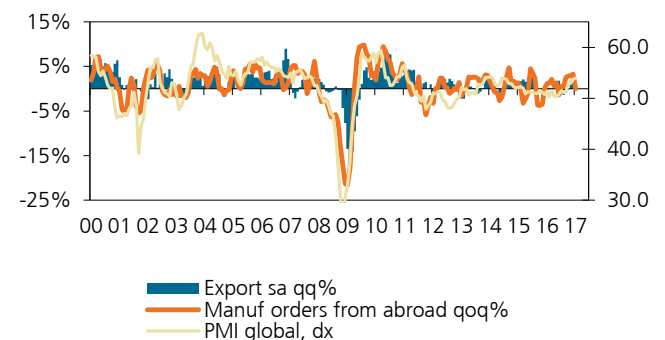
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il commercio estero offrirà un contributo meno negativo nei prossimi trimestri



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Esportazioni sostenute dalla domanda dal resto della zona euro, in calo verso altri paesi avanzati



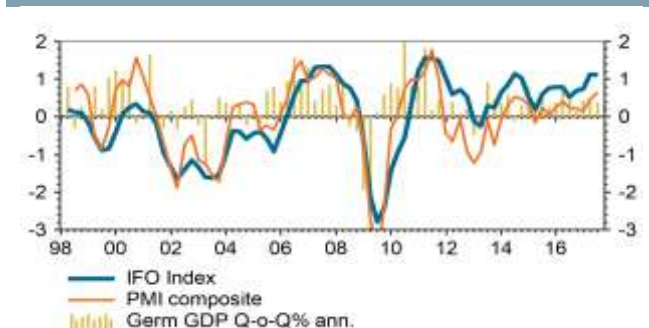
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – L'industria ha agganciato la ripresa. Servizi, il picco è alle spalle. Commercio al dettaglio a pieni giri. Costruzioni è boom



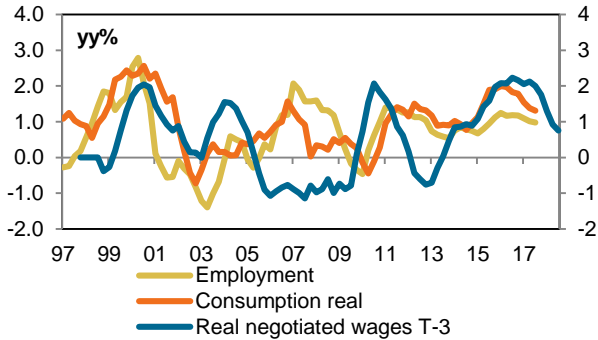
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – PIL in accelerazione a 0,5% t/t, anche se l'IFO nel periodo recente si è rivelato troppo ottimista



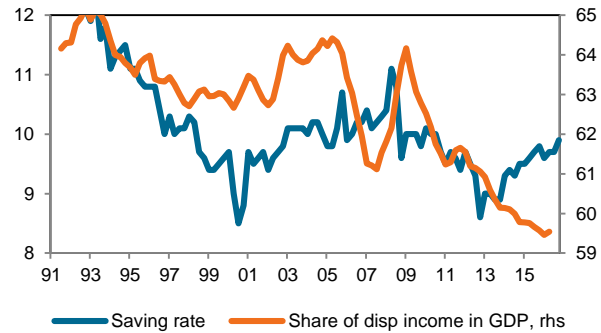
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Il picco per i consumi privati è alle spalle. Le condizioni finanziarie rimarranno ampiamente espansive, ma occupazione e salari reali sono attesi rallentare



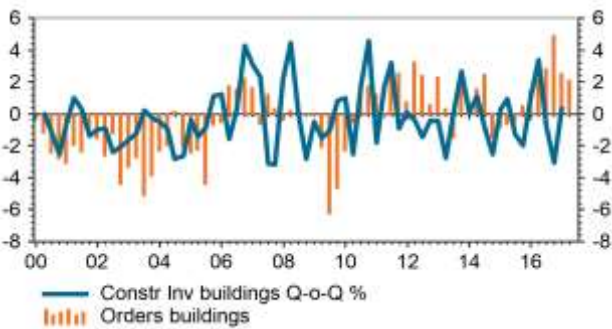
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



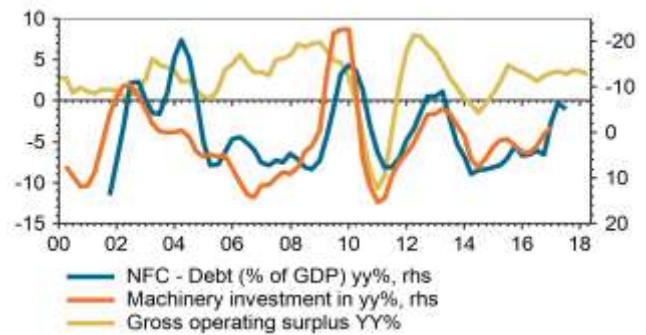
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

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



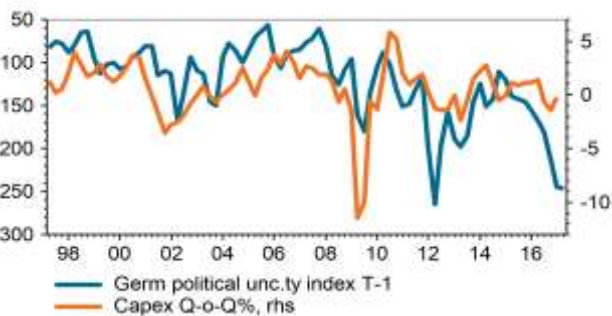
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



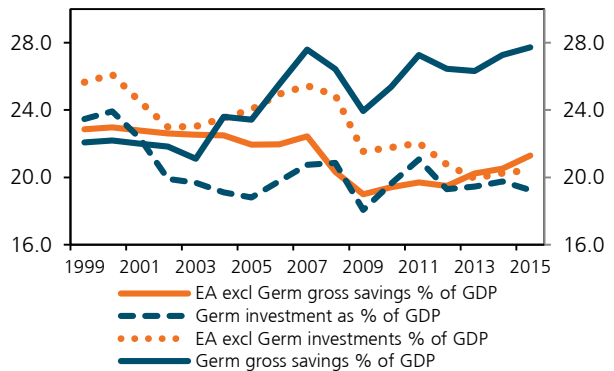
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



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

Fig. 12 – Sfide per il dopo elezioni: ribilanciare gli eccessi di bilancia commerciale, figli dell'eccesso di risparmio aggregato



Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datstream

Francia: un passaggio cruciale per l'Eurozona

La Francia affronta quest'anno delle elezioni decisive non solo per il Paese ma per tutta l'Eurozona. Il **23 aprile** si terrà il primo turno delle consultazioni **per nominare l'ottavo presidente della Quinta Repubblica**. L'attenzione è molto più alta del solito per gli scenari di coda che potrebbero verificarsi nel caso vicesse Marine Le Pen, che ha dichiarato l'intenzione di portare la Francia fuori dall'unione monetaria. I principali nomi in corsa sono quattro: **François Fillon** per la destra moderata (Les Republicains), **Marine Le Pen** per la destra estrema (Front National), **Benoit Hamon** per i socialisti (Parti socialiste) ed **Emmanuel Macron** con il suo partito *En Marche!* fondato l'estate scorsa.

Guido Valerio Ceoloni

Non va dimenticato che, dopo le presidenziali, **l'11-18 giugno avranno luogo anche le legislative per la nomina della nuova Assemblea Nazionale**. Per gli equilibri politici saranno cruciali entrambi gli appuntamenti.

La novità di queste presidenziali sta nel fatto che, per la prima volta dal 1965, ci sono forti possibilità che nessuno dei principali partiti che si sono alternati da sempre alla guida del Paese riuscirà ad accedere al secondo turno. Inoltre, entrambi i possibili finalisti (Macron e Le Pen) non hanno una precedente esperienza politica di lungo corso. Nel caso del Front National, nel 2002 Jean Marie, padre di Marine, era arrivato al secondo turno delle presidenziali per essere poi sonoramente sconfitto da Chirac, mentre Macron è stato brevemente ministro di Hollande. Le Pen e Macron sono riusciti tuttavia a costruire delle macchine elettorali che si stanno rivelando più efficienti di quelle dei socialisti e dei repubblicani, minati al loro interno da correnti e contrasti, gli uni per la discussa eredità di François Hollande, la cui rinuncia a candidarsi ha inevitabilmente indebolito il partito di Governo, e gli altri per lo scandalo giudiziario di Fillon e il suo diniego a ritirarsi a favore di Juppé, che lo sta facendo correre senza il supporto delle élite del suo partito.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.1	1.4	1.6	1.1	1.0	1.2	0.8	1.5	1.6	1.6	1.7	1.6	1.7
- t/t				-0.1	0.2	0.4	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.8	1.3	1.5	0.1	0.1	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.7	1.3	2.1	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.6	1.4	1.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	1.1	3.1	3.7	0.0	0.8	1.3	0.4	1.0	0.6	0.8	0.9	1.1	0.9
Importazioni	3.7	2.9	3.0	-1.5	2.7	1.0	0.3	0.6	0.4	0.5	0.8	1.0	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.1	-0.2	-0.8	0.6	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.1	-1.7	-1.4										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-2.9	-3.1										
Debito pubblico (% PIL)	96.5	96.7	97.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	1.2	1.5	0.0	0.3	0.5	1.2	1.0	1.2	1.2	1.1	1.4	1.6
Produzione industriale (a/a)	0.2	1.4	1.8	0.4	-0.5	0.3	1.0	1.6	1.7	1.3	1.5	1.8	2.1
Disoccupazione (ILO, %)	10.1	9.7	9.5	9.9	10.1	10.0	9.8	9.8	9.7	9.6	9.6	9.5	9.4

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

Focus: come funziona il sistema elettorale francese?

A parte una temporanea parentesi del proporzionale nel 1986, in Francia dall'instaurazione della V Repubblica (1958) vige il sistema **maggioritario uninominale a doppio turno** (maggioritario alla francese) per la nomina dei **577 deputati dell'Assemblea Nazionale**. A differenza dell'elezione del Presidente della Repubblica, le modalità di scrutinio per l'elezione dei deputati non sono scritte nella Costituzione, e possono quindi essere modificate con una legge. Attualmente esistono 577 circoscrizioni elettorali che nominano ciascuna un deputato. Nel caso già al primo turno qualcuno riporti la maggioranza assoluta dei voti che rappresentino almeno il **25% degli**

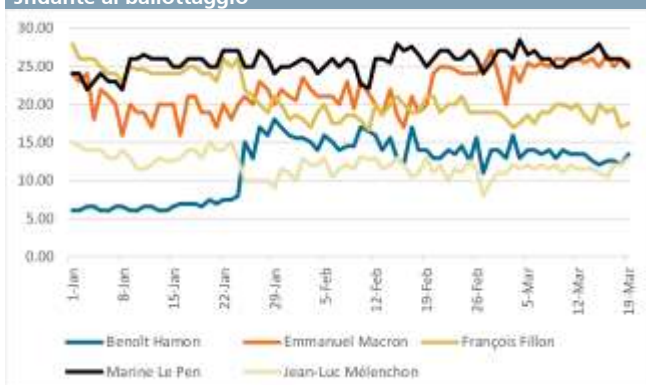
elettori, il candidato si ritiene eletto; altrimenti, si svolgerà un secondo turno in cui passeranno tutti i candidati che hanno ottenuto voti validi pari almeno al **12,5% degli elettori** o, se solo uno o nessuno rispetta questo criterio, solo i due candidati più votati al primo turno. Il seggio va al candidato che ha ottenuto più voti. **Il sistema maggioritario tende a limitare la rappresentazione delle minoranze**; sono inoltre avvantaggiati i partiti che vincono di misura in molti collegi mentre sono svantaggiati quelli che vincono in pochi collegi con forti maggioranze; sfavorisce i partiti con elettorato molto delocalizzato, favorendo invece i partiti localistici con base elettorale concentrata. **Il maggioritario tende inoltre a incoraggiare gli elettori a esprimere un voto sincero al primo turno, ma uno strategico al secondo turno**, specialmente nel caso si presentino le cosiddette "triangolari", cioè scrutini al secondo turno con tre candidati in cui nessuno si ritiri e veicoli i propri voti a favore di un altro. Inoltre, **il maggioritario alla francese tende storicamente a favorire i partiti di centro o le ali moderate rispetto alle fazioni estreme**.

Cosa dicono i sondaggi?

Una volta emerso che Hollande non avrebbe corso per un secondo mandato, l'andamento dei sondaggi aveva visto **Fillon** come grande favorito a gennaio, forte di un partito solido, agguerrito e con un ampio consenso popolare (oltre 25%). Lo scandalo che lo ha raggiunto a febbraio e che si trascinerà per la restante parte della campagna elettorale gli ha già fatto perdere oltre sei punti di consenso e ora i sondaggi lo danno **in terza posizione attorno al 19%**. **Marine Le Pen**, invece, è da subito apparsa la sfidante da battere al secondo turno, **accreditata di un 25% dei consensi** che non accenna a calare nonostante anche lei sia stata oggetto di indagini da parte della giustizia francese per l'uso che il FN ha fatto dei fondi pubblici: stando a simulazioni condotte da varie fonti, **la probabilità che acceda al secondo turno è stimabile al 90%**. Secondo le intenzioni di voto finora raccolte, l'80% dei suoi elettori si dice convinto della scelta. **Macron invece parte da un consenso molto più volatile** (solo il 48% dei suoi elettori è convinto della propria scelta), ma la sua ascesa è stata costante, alimentata a destra dall'inizio dello scandalo Fillon, a sinistra dalle posizioni programmatiche di Hamon e al centro dal sostegno offertogli da Bayrou: **i sondaggi danno ora Macron testa a testa con la Le Pen al 25-26%** da un paio di settimane. **Hamon** è il più distanziato tra i quattro, con i sondaggi che gli accreditano circa il **14% dei voti**, con il 55% degli elettori convinti della scelta.

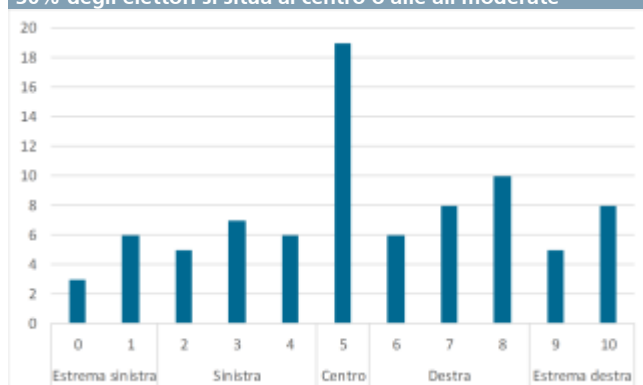
La volatilità degli elettori di Macron, se da un lato lascia aperta la possibilità che alle urne possa raccogliere meno voti delle attese, dall'altro conferma che molto difficilmente quei voti di indecisi potranno finire alle posizioni estreme di Le Pen, perché segnalano elettori moderati, di destra o sinistra, forse delusi dai candidati dei principali partiti, che non vogliono però passare a posizioni estreme. Pertanto in un secondo turno, anche se Macron non dovesse accedervi, quei voti defluirebbero strategicamente all'avversario della Le Pen, che sia Fillon o Hamon. **Ci aspettiamo inoltre un aumento dell'affluenza alle urne quest'anno rispetto al passato, sia per le presidenziali sia per le legislative, cosa che andrà a vantaggio degli avversari di Le Pen. Storicamente, le elezioni presidenziali in Francia sono un appuntamento molto sentito dagli elettori**, che vanno in massa a votare: l'affluenza media dal 1974 a oggi si è aggirata attorno all'81,5% (fig. 6): questo dovrebbe in parte moderare, anche se non azzerare, il rischio di "sorprese alle urne".

Fig. 1 - Intenzioni di voto al primo turno delle presidenziali: Macron è in rimonta su Le Pen e sarà molto probabilmente lo sfidante al ballottaggio



Fonte: Ifop-Fiducial, Ipsos, Elabe, BVA, OpinionWay, Cevipof, Kantar

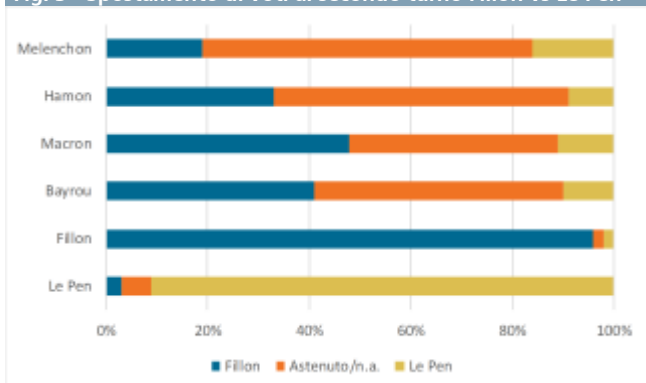
Fig. 2 - Auto percezione degli elettori rispetto all'appartenenza politica: scala da 0 a 10 dove 0 è "a sinistra" e 10 è "a destra". Il 30% degli elettori si situa al centro o alle ali moderate



Fonte: Opinionway

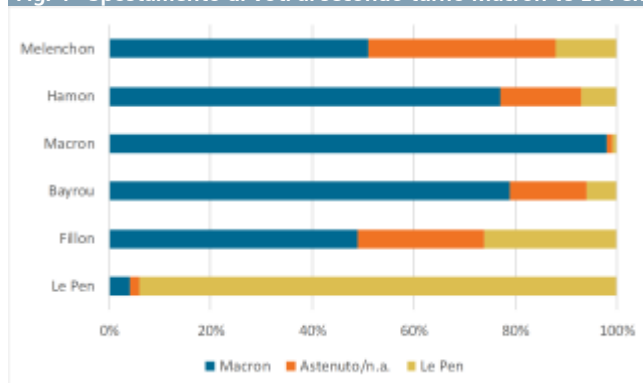
I dati raccolti (fig. 2) da numerosi sondaggi del resto confermano che **il grosso dell'elettorato si situa su posizioni di centro**: circa il 20% si ritiene di centro, un altro 10% ha una lieve propensione per posizioni di destra/sinistra e un altro 14% si dichiara di destra/sinistra non radicale. La vera battaglia quindi si giocherà per raggiungere i voti di quel 30% di elettori moderati, che potranno votare per Macron, Fillon o forse anche Hamon, ma molto difficilmente per Marine Le Pen, sulla base della gran parte dei sondaggi e delle indagini demoscopiche diffuse da gennaio a oggi. Altri sondaggi poi confermano che nel secondo turno delle presidenziali nel caso di un **ballottaggio Fillon-Le Pen** (fig. 3), Fillon raccoglierebbe circa il 40% dei voti degli altri sfidanti, mentre gli elettori residui si asterebbero in massa, mentre meno del 10% di loro si sposterebbe su Le Pen.

Fig. 3 - Spostamento di voti al secondo turno Fillon vs Le Pen



Fonte: Ifop-Fiducial

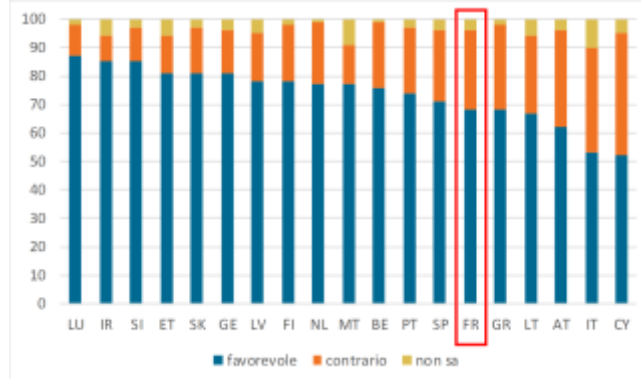
Fig. 4 - Spostamento di voti al secondo turno Macron vs Le Pen



Fonte: Ifop-Fiducial

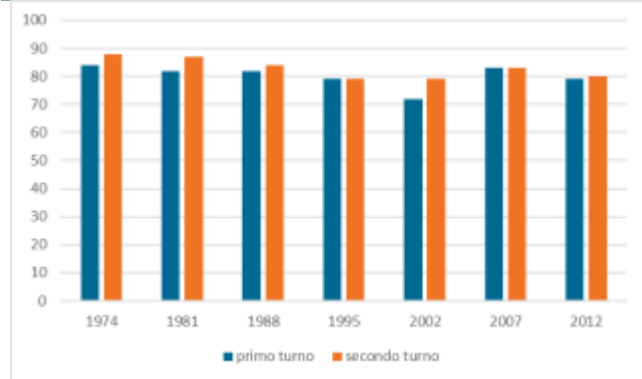
Nel caso al ballottaggio finisse Macron (fig. 4), lo scenario sarebbe simile: raccoglierebbe quasi il 70% dei voti degli altri sfidanti, con una maggiore adesione a sinistra, mentre anche qui solo un 10% circa voterebbe Le Pen. In entrambi gli scenari quindi riteniamo assai improbabile che la Le Pen possa vincere il ballottaggio.

Fig. 5 - Supporto all'appartenenza all'Eurozona e alla valuta unica: il 68% dei francesi vuole rimanere nell'Eurozona e mantenere l'euro



Fonte: Eurobarometer

Fig. 6 - Affluenza alle urne delle presidenziali: dal 1974 in poi oltre l'81% degli elettori va a votare. Il rischio di esiti inattesi è inferiore quanto più alta è l'affluenza



Fonte: Consiglio Costituzionale della Repubblica

Cosa vogliono i candidati? I programmi dei principali candidati in pillole

Ormai tutti i candidati hanno presentato, in modo più o meno ampio, le loro piattaforme elettorali. L'impatto delle proposte di Le Pen e Hammon sarebbero ampiamente negative per i conti pubblici, la prima per il progetto di uscita dall'eurozona (oltre a tutte le criticità connesse), il secondo per i programmi di spesa pubblica massiccia che farebbero balzare in alto il debito pubblico, in completa controtendenza, nonostante tutto, rispetto alle ultime presidenze. Fillon, all'opposto, prevede una restrizione dal 2018 della spesa e dei dipendenti pubblici di inusitato rigore (e difficile da realizzare, vista la storica resistenza al cambiamento della macchina statale francese). Il programma di Macron si situa tra questi due estremi e punta al rispetto (unico dei quattro) del vincolo del deficit al 3% già da quest'anno. Le proiezioni di crescita del PIL di Le Pen e Fillon sono un po' troppo ottimistiche (tra 2% e 2,5%) a nostro avviso, mentre quelle di Macron sono più moderate; Hammon non ha diffuso finora proiezioni chiare, inoltre in vari punti specifici il suo programma è il più lacunoso dei quattro, forse anche perché è stato presentato per ultimo (v. tab. 1). Su altri temi caldi, quali la riforma delle pensioni, del mercato del lavoro i programmi di Le Pen e Hammon sembrano toccarsi, al lato opposto si situa Fillon e nel mezzo Macron, le cui proposte si situano nella scia dell'eredità di Hollande.

Gli scenari dopo le presidenziali e le legislative: probabile la coabitazione

A meno di una rimonta in extremis (e improbabile stando ai sondaggi) di Fillon, lo scenario verosimile sarà quello di un Presidente della Repubblica senza una chiara maggioranza parlamentare (c.d. *maggioranza presidenziale*). Sia che vinca Le Pen sia che vinca Macron, nessuno dei due può sperare di governare senza allearsi con qualche altro partito. In questi casi, nel sistema francese si parla di **coabitazione**, in cui il Presidente eletto governa con un primo Ministro che non è espressione esclusiva del suo partito: tipicamente, il primo guida la politica internazionale e il secondo quella nazionale. Sarebbe la quarta volta che ciò accade nella quinta Repubblica.

Se vince Marine Le Pen

Riteniamo improbabile che il Front National ottenga la presidenza, e ancora più improbabile che riporti una maggioranza alle legislative di giugno. Anche solo mantenere quanto gli attribuiscono oggi i sondaggi pre-elettorali sarebbe un risultato straordinario, visto che, nelle passate consultazioni, i voti reali ottenuti al primo turno sono stati sempre ben inferiori alle attese, e sono crollati al secondo turno (tab. 2). Uniche eccezioni le europee e le regionali, dove però vigeva il sistema proporzionale. Il maggioritario a doppio turno è stato quindi sempre un argine invalicabile per il FN. Ci aspettiamo che anche questa volta sia lo stesso. Inoltre, nello spirito della coabitazione proprio del sistema francese, che è storicamente avverso agli

estremismi, gli elettori "strategici" del secondo turno che avessero portato alla presidenza la Le Pen non andrebbero poi a ingrossare i seggi del FN, ma sosterebbero partiti più moderati, garantendo pertanto un equilibrio ai vertici dello Stato. **In caso di vittoria, Marine Le Pen si troverebbe poi a dover coabitare con un Governo probabilmente guidato dai Repubblicani.** Costoro chiederebbero di scegliere il Primo Ministro, sempre per il principio della coabitazione, e pensiamo quindi che cercherebbero di apportare anche un sensibile ridimensionamento del programma populista della Le Pen, in particolare sull'uscita dall'euro. È incerta a questo punto la piega che prenderebbero gli eventi. Il Presidente potrebbe anche sciogliere l'Assemblea Nazionale, come è nei suoi poteri, ma difficilmente nuove elezioni darebbero esiti molto diversi a meno di un cambio della legge elettorale.

	Fillon	Le Pen	Hamon	Macron
Crescita del PIL	>2% medio	2% 2018 a tendere al 2,5%		n.d. 1,4% 2017 a tendere 1,8% nel 2022
Deficit e debito	-3,7% 2017; -3,5% 2018; -2,9% 2019	-4,5% 2018; a tendere al -1,3% al 2022; debito all'89% entro 2022		n.d. < -3,0% dal 2017 in poi; debito in media europea al 91% entro il 2022
Stimolo fiscale ¹¹	50 mld in 5 anni	40 mld in 5 anni		n.d. +20 mld in 5 anni
Aumento dell'IVA	+2% sull'aliquota marginale	no		no
Nuovi investimenti	n.d.	60 mld in 5 anni	edilizia sociale, piano di rinnovo urbano, aumento della spesa in R&S al 3% del PIL, piano di rinnovo energetico	60 mld in 5 anni
Spesa pubblica	-100 mld in 5 anni, -500mila dipendenti pubblici	-60 mld in 5 anni	Forte aumento della spesa	-60 mld in 5 anni, max -120mila dipendenti pubblici
Effetto netto sulla spesa pubblica	Contrazione della spesa di 0,5% PIL annuo	Aumento della spesa di 0,4% PIL annuo		Aumento della spesa di 0,2% PIL annuo
Effetto netto sui consumi	Incerto / restrittivo	Espansivo	Espansivo	Espansivo
Disoccupazione	5% nel 2022	n.d.	n.d.	7% nel 2022
Mercato del lavoro: 35 ore	Abolizione 35 ore	Mantenimento	Riduzione a 32 ore	Abolizione solo per i giovani
Età pensionabile	Aumento a 65 anni	Abbassamento a 60 anni	Mantenimento a 62 anni	Mantenimento a 62 anni
Europa	Più integrazione	Uscita dall'euro	Rinegoziazione dei vincoli Maastricht, più integrazione, mutualizzazione del debito	Più integrazione, budget comune

Fonte: programmi elettorali diffusi dai singoli candidati tramite interviste, comizi, stampa, convention, confronti TV, documenti programmatici

In ogni caso, **tutti i sondaggi danno oltre il 68% dei francesi decisamente a favore del mantenimento dell'euro** (fig. 5), per cui di tutti i punti controversi del programma della Le Pen, **l'uscita dall'euro rimane la più complessa da ottenere, sia tramite un voto parlamentare sia tramite un referendum popolare.** Vi sarebbero però sicuramente ricadute negative per il processo di integrazione europea e per la riforma delle strutture di Governo dell'Eurozona.

Tornata elettorale	Sondaggi	Primo turno	Secondo turno	Seggi ottenuti
Legislative 2007	6-7%	4,3%	0,1%	0/577
Legislative 2012	14-17%	13,6%	3,6%	2/577
Europee 2014 ¹²	21-25%	24,9%		24/72
Dipartimentali 2015 ¹³	26-33%	25,2%	22,2%	62/4.103
Regionali 2015	21-30%	27,7%	27,1%	358/1.910

Fonte: Assemblée Nationale, Ministère de l'Intérieur

¹¹ Al netto dell'aumento dell'IVA

¹² Da notare che, a differenza di tutte le altre consultazioni che usano il sistema maggioritario, per le regionali e le europee vale il sistema proporzionale.

¹³ Significativo il caso delle dipartimentali di marzo 2015 che, a differenza delle regionali tenute nello stesso anno, a dicembre, venivano condotte con il maggioritario: a fronte di un 25,2% dei voti al primo turno, il FN ha ottenuto 62 seggi, pari all'1,5% del totale, rispetto ai 358 seggi delle regionali, pari al 18,7% del totale.

Se vince Emmanuel Macron

Anche nello scenario centrale di vittoria di Macron, la coabitazione sarà assai probabile. A meno di un exploit elettorale di *En Marche!* anche alle legislative, **Macron avrà bisogno del sostegno del centrista Bayrou e dell'UDI di Lagarde e di una parte del Partito Socialista**. Si configurerebbe quindi una coalizione di centro-sinistra che escluda l'ala meno moderata dei socialisti, espressione della candidatura di Hamon. In questo caso, la situazione potrebbe essere simile alla presidenza di Giscard d'Estaing (1974-81), un centrista che aveva il supporto della destra gollista e come primo ministro Jacques Chirac, il che ha richiesto una negoziazione continua tra il Presidente e il suo Governo, che aveva ampiamente ridimensionato qualsiasi slancio riformista.

Un possibile programma di Governo sarebbe una sintesi delle proposte comuni della nuova maggioranza: deciso impulso europeista volto a ulteriore integrazione, rientro del deficit appena sotto il 3% e del debito pubblico alla media Eurozona, calo della spesa pubblica inferiore ai promessi 60 miliardi in cinque anni, piano d'investimenti da 50-60 mld nel quinquennio, nessun aumento dell'IVA, mantenimento o deroga solo parziale delle 35 ore, parziale riforma delle pensioni ma mantenimento dell'età pensionabile a 62 anni, stimolo fiscale più moderato delle attese. L'ipotesi di un'alleanza con i Repubblicani, non esclusa da Macron, appare meno probabile di quella con i socialisti, soprattutto se all'interno di un Governo di larga coalizione.

In sintesi, sulla base dei sondaggi attuali, **lo scenario centrale rimane un secondo turno tra Marine Le Pen ed Emmanuel Macron, in cui quest'ultimo dovrebbe prevalere**. La candidatura di François Fillon appare ormai irrimediabilmente compromessa dallo scandalo che lo ha investito. Sebbene il consenso del Front National sia in forte aumento, il maggioritario a doppio turno e l'adesione dei francesi alla moneta unica (che i sondaggi indicano quasi al 70%) dovrebbero impedire anche l'ingresso massiccio in Parlamento del partito di estrema destra alle prossime legislative di giugno. **Si prefigura pertanto uno scenario di coabitazione**, visto l'ultima volta con Jacques Chirac (1997-2002).

Le prospettive per l'economia: lo scenario centrale di una vittoria di Macron

Nello scenario centrale, **ci aspettiamo che il PIL acceleri quest'anno di tre decimi a 1,4% da 1,1%**. La fine del 2016 è stata in linea con le attese e l'economia ha chiuso con un solido +0,4% t/t. Nel primo trimestre ci aspettiamo che l'attività rallenti di un decimo (0,3% t/t) per poi riaccelerare nel secondo trimestre (0,5% t/t) riavvicinandosi alla media Eurozona e portando la crescita acquisita nella prima metà dell'anno all'1,1%.

I **consumi delle famiglie** rallenteranno un po' per effetto del calo del potere d'acquisto indotto dal rialzo dei prezzi al consumo. Nel 2016 il potere d'acquisto è aumentato dell'1,9%, sostenendo ampiamente i consumi (1,8% a/a a fine 2016), mentre quest'anno ci aspettiamo un rallentamento del potere d'acquisto indotto dall'effetto dei prezzi (0,7% a/a) che comporterà una pausa dei consumi (1,3% a/a) e quindi un contributo minore alla formazione del PIL. Prevediamo quindi i consumi rallentare a 0,2% t/t da 0,6% t/t nel trimestre in corso per poi riaccelerare marginalmente nel prossimo, anche grazie all'effetto positivo che storicamente le campagne elettorali hanno sul morale delle famiglie.

Il clima degli affari è rimasto positivo a cavallo d'anno, leggermente al di sopra della media storica in tutti i settori. Il miglioramento del morale recente è spinto in particolare dal comparto manifatturiero, dove l'indice di fiducia ha raggiunto a febbraio i massimi del 2011 grazie al beneficio sugli ordini esteri della ripresa della domanda mondiale. Ci aspettiamo quindi che la **produzione industriale** acceleri quest'anno sopra l'1% a/a da 0,2%, specialmente grazie al contributo del manifatturiero (atteso a 0,8% a/a da 0,3% a/a). Anche nelle **costruzioni**, ormai dopo due anni (2014-15) di contrazione, nel 2016 l'attività è ripartita (0,7% a/a) e nel primo trimestre ci aspettiamo una crescita di 0,3% t/t per poi accelerare nel secondo trimestre (media annua a 1,5%).

Il PIL dovrebbe accelerare di tre decimi a 1,4% quest'anno

Consumi delle famiglie in leggero rallentamento quest'anno

Produzione industriale in accelerazione quest'anno, così come le costruzioni

Tra i fattori positivi nella prima metà dell'anno saranno anche gli **investimenti produttivi** delle aziende, che continueranno ad approfittare fino a metà aprile degli ammortamenti speciali garantiti dal Governo. Dopo un terzo trimestre di stagnazione, gli investimenti produttivi hanno rimbalzato nell'ultimo trimestre (0,8% t/t) grazie alle vendite di auto. Le indagini congiunturali rimangono orientate positivamente al riguardo sia nel manifatturiero sia nei servizi e ci aspettiamo quindi un altro solido avanzamento nel trimestre in corso (0,9% t/t) e un rallentamento il prossimo (0,7% t/t). Anche gli **investimenti delle famiglie** dovrebbero tenere un buon ritmo dopo essere avanzate di 0,7% t/t nel quarto trimestre (2,5% a/a, 2,0% in media annua), specialmente a inizio 2017 (0,8% t/t) spinti dal settore immobiliare, come suggerito dai permessi a costruire.

Le **esportazioni** hanno accelerato in chiusura d'anno a 1,3% t/t, sostenute dalla domanda mondiale e da consegne straordinarie nel settore aeronautico. Pertanto nel trimestre in corso prevediamo un fisiologico rallentamento a 0,4% t/t per poi riaccelerare in primavera a 1,0% t/t per le nuove consegne navali. Sull'anno le importazioni dovrebbero accelerare a 3,0% da 1,1% del 2016. Le **importazioni** rimarranno dinamiche nei primi due trimestri, ma non tali da impedire un contributo lievemente positivo del commercio estero alla formazione del PIL di circa un decimo nel primo semestre. In media annua le importazioni dovrebbero rallentare quest'anno a 2,9% da 3,8% del 2016. L'allargamento del deficit di **bilancia commerciale** continuerà nel corso del 2017 per arrivare a -10,5% PIL da -8,8% del 2016.

L'**inflazione** ha nettamente accelerato a inizio anno, toccando in Francia l'1,2% da 0,6% di fine anno, sulla scia della risalita dei prezzi energetici, di un effetto statistico sfavorevole e dal rincaro delle accise sui tabacchi. Ci aspettiamo una stabilizzazione nei prossimi mesi attorno a 1,2% (media annua 2017 a 1,3% da 0,2% del 2016); l'**inflazione core** dovrebbe rimanere stabile attorno a 0,5% anche quest'anno come nel 2016.

Sul fronte del mercato del lavoro, nel 2016 sono stati creati oltre 210mila nuovi posti nel settore privato, un massimo dall'inizio della crisi del 2007: il dato è stato sostenuto dal lavoro interinale (+12% a/a) e a livello settoriale la crescita è stata nei servizi (+1,2% a/a), mentre l'industria ha distrutto posti di lavoro; così anche le costruzioni, che però hanno visto un calo di posti inferiore nel 2016 rispetto al 2015 (-0,8% a/a). Per l'anno in corso ci aspettiamo che il ritmo si stabilizzi attorno ai 190mila nuovi posti, dovuto alla stabilizzazione nei servizi. Prevediamo quindi che l'**aumento dell'occupazione** rallenterà di un paio di decimi a 0,6% a/a da 0,8% a/a. Di riflesso, la **disoccupazione** totale è attesa migliorare quest'anno di circa quattro decimi a 9,7% da 10,1% del 2016 (e a 9,4% per la Francia metropolitana) ed è già in rotta per un calo di quasi due decimi nel trimestre in corso.

L'anno in corso dovrebbe vedere il ritorno del deficit al -3,0% da -3,4% per la prima volta dal 2007 se il Governo riuscirà a recuperare 0,8 mld pari alle maggiori spese stanziare per l'anno in corso per difesa, sicurezza e aggiustamenti salariali dei dipendenti pubblici che erano congelati fino al 2016. Ovviamente le misure che saranno prese dal nuovo Governo non sono incluse in queste stime. Il deficit strutturale dovrebbe anch'esso migliorare di due decimi a -2,3% da -2,5%. I rischi sono orientati verso il basso in quanto dal calcolo è esclusa la ricapitalizzazione di Areva, non ancora affrontata, che potrebbe pesare fino a 0,2% del PIL. Nel 2018 il deficit tornerà sopra il 3% per via del differimento di spese da quest'anno al prossimo, in assenza di misure ad hoc. Infine, il debito pubblico è atteso crescere di mezzo punto circa a 96,5%.

Investimenti produttivi in rallentamento dal secondo trimestre dopo un 2016 in espansione decisa

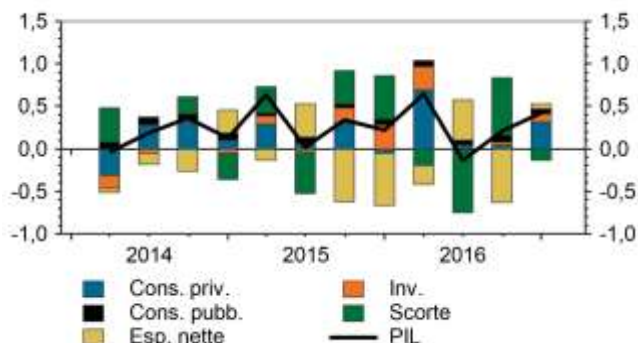
Il deficit di bilancia commerciale si allargherà anche nel 2017

L'inflazione ritornerà sopra l'1% quest'anno

La disoccupazione tornerà quest'anno sotto al 10% e l'occupazione migliorerà solo di poco

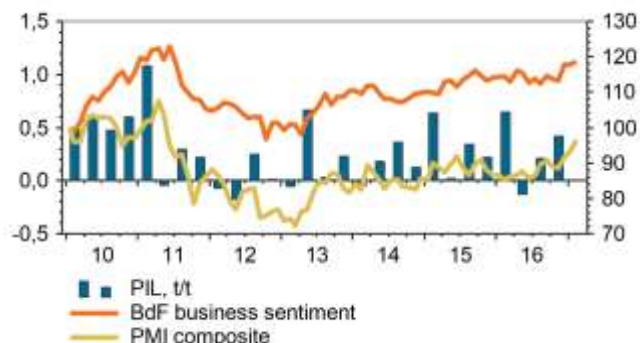
Il 2017 dovrebbe essere l'anno del deficit sotto il 3%, ma potrebbe risalire nel 2018

Fig. 7 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 8 – PIL e indicatori di fiducia



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

Fig. 9 – 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. 10 – Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



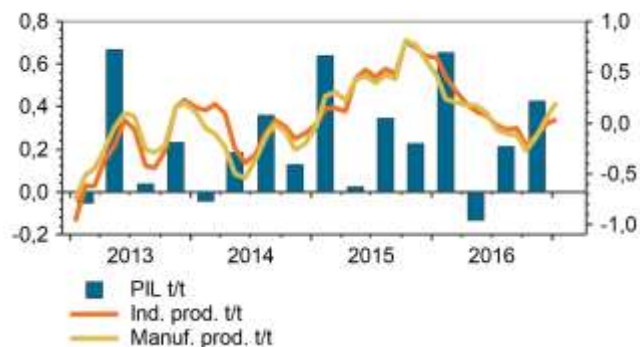
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



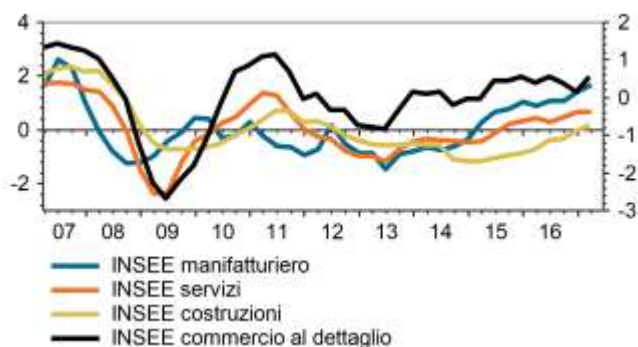
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Produzione industriale e PIL



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

Fig. 13– Indici di attività nei vari settori produttivi



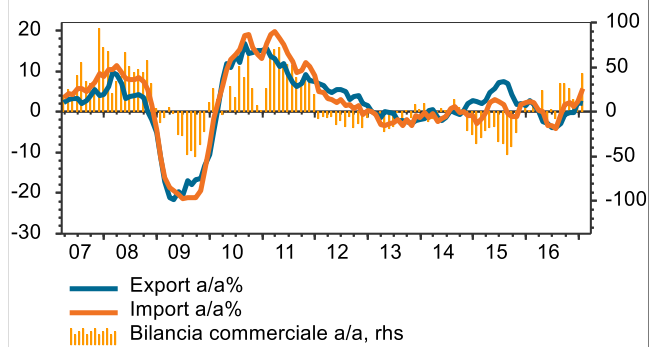
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Utilizzazione della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



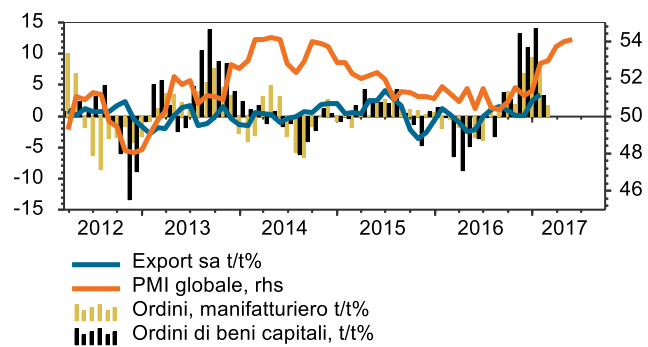
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 15 – Andamento della bilancia commerciale



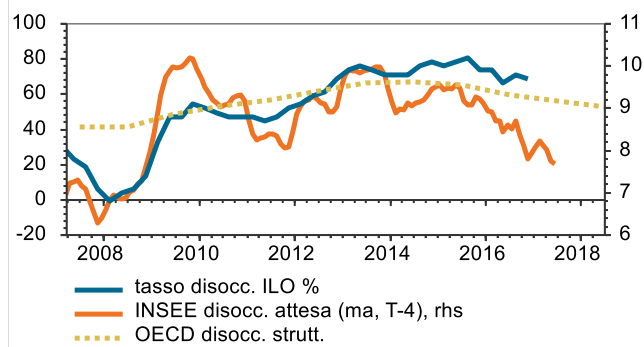
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 16 – Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



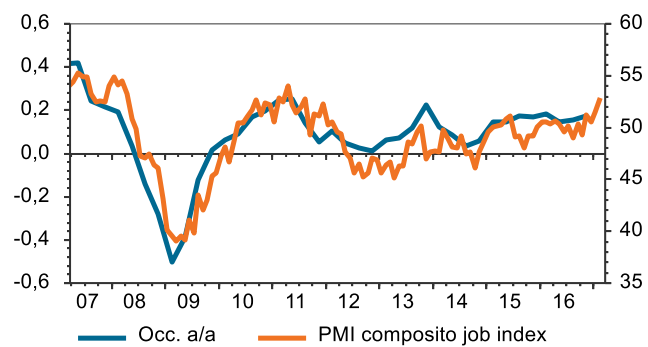
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 17 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Fig. 18 – Andamento dell'occupazione



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

Italia: meno incertezza sul 2017, i rischi sono rimandati al 2018

I dati macroeconomici relativi ai primi mesi del 2017 hanno mostrato: **1) una ripresa della fiducia delle imprese**, in particolare nel settore manifatturiero (evidenziata concordemente da tutti i principali indicatori ovvero Istat, PMI, Commissione UE); **2) un recupero del commercio con l'estero** (in particolare verso i Paesi extra-UE), che, a differenza di quanto accaduto a fine 2016, ha riguardato più le esportazioni che le importazioni; **3) una ulteriore perdita di vigore della spinta proveniente dai consumi**, anche e soprattutto per via del rallentamento dell'occupazione (nonché della salita dell'inflazione che ha riportato in negativo i salari reali per la prima volta da quattro anni).

Dopo il lieve rallentamento congiunturale evidenziato dal PIL a fine 2016 (a 0,2% t/t da 0,3% t/t dei mesi estivi), **l'attività economica potrebbe essere rallentata ulteriormente a inizio 2017**, a 0,1% t/t. La principale causa sta nel venir meno del contributo positivo dell'industria che era stato il più importante motore di crescita nella seconda metà del 2016. Tuttavia, si tratta a nostro avviso di un rallentamento temporaneo in quanto il crollo della produzione a gennaio appare legato a problemi di correzione per i giorni lavorativi vista la particolare distribuzione delle festività tra dicembre e gennaio (in tal senso, ci aspettiamo un rimbalzo dell'output già a febbraio). Inoltre, **il venir meno dell'apporto dell'industria potrebbe essere compensato da un contributo finalmente positivo degli scambi con l'estero**, che anche a fine 2016, pur in un quadro di accelerazione per entrambi i flussi, aveva frenato la crescita come accaduto pressoché costantemente negli ultimi tre anni e mezzo. Peraltro, il recupero evidente delle indagini di fiducia delle imprese del settore tra fine 2016 e inizio 2017 segnala una riaccelerazione sia della produzione industriale che del PIL in corso d'anno: **stimiamo che il PIL possa riprendere vigore, a 0,3% t/t, nei restanti trimestri del 2017.**

Questo scenario è coerente con una crescita media 2017 molto simile a quella vista nel 2016 (0,9% in termini grezzi ovvero 1% corretta per i giorni lavorativi). Rispetto a questo scenario centrale, **sembra persistere qualche rischio verso il basso, tuttavia più contenuto rispetto a quanto evidenziavamo tre mesi fa.** Confermiamo inoltre l'idea che, nel biennio 2017-18, rispetto a quanto visto lo scorso anno, il mantenimento di una velocità di crociera di circa l'1% sia possibile nonostante un **probabile rallentamento della domanda interna** (stimiamo infatti una decelerazione nel 2017 dei consumi e nel 2018 degli investimenti). Ciò in quanto: 1) dovrebbe gradualmente venire meno il freno significativo (-0,4% nel 2016) rappresentato dalle scorte; 2) il contributo del commercio con l'estero, da lievemente negativo, potrebbe tramutarsi in lievemente positivo (in relazione al restringersi del differenziale di crescita tra domanda interna ed estera).

Appare già in corso l'atteso rallentamento dei consumi privati, in coerenza con il trend di deciso calo della fiducia dei consumatori che dura oramai da oltre un anno. **Stimiamo che la spesa delle famiglie possa crescere dello 0,7% nel biennio 2017-18, ovvero sia ad un ritmo pari a meno della metà di quello visto nel biennio precedente.** I motivi sono principalmente due:

- 1) da quasi un anno (overosia dai picchi raggiunti nella primavera scorsa) è evidente un trend di **minor vigore del mercato del lavoro**:
 - a. il tasso di **disoccupazione**, dal minimo di 11,5% toccato a più riprese tra l'estate del 2015 e quella del 2016, è poi risalito sino a 11,9% nei mesi a cavallo d'anno, anche se la ragione principale sta nell'aumento della partecipazione alle forze di lavoro (nei mesi tra agosto 2016 e gennaio 2017, il tasso dei senza-lavoro è aumentato di quattro decimi, quello di attività di sei decimi);
 - b. il tasso di crescita tendenziale degli **occupati** è rallentato a +236 mila unità (+1%) a/a a gennaio 2017, dopo il picco a +412 mila (+1,8%) toccato nel maggio scorso;

Paolo Mameli

L'inizio del 2017 potrebbe vedere un rallentamento congiunturale del PIL, ma le indagini segnalano una riaccelerazione in corso d'anno

Sono diminuiti i rischi al ribasso sul mantenimento di una velocità di crociera vicina all'1% nell'orizzonte prevedibile

Confermiamo comunque la nostra idea di un rallentamento della domanda domestica, in particolare per consumi...

c. la crescita occupazionale rimane confinata alle **classi di età più anziane** (+4,4% a/a per gli ultracinquantenni, -1,3% a/a per i 35-49enni e zero per coloro che hanno meno di 35 anni), anche se tale dinamica è meno accentuata se computata al netto della componente demografica (+2,5% oltre 50 anni, +0,7% la classe intermedia e +0,9% i più giovani);

d. vi sono infine dei segnali di peggioramento della "qualità" dell'occupazione: è rallentata soprattutto l'**occupazione permanente** (+57 mila occupati a/a a gennaio 2017, dal picco di +321 mila toccato a febbraio 2016), per via del venir meno dell'effetto-incentivi;

- 2) **la risalita in corso dell'inflazione, in un contesto di salari contrattuali stagnanti** (a 0,4% a/a a gennaio, un minimo storico; in assenza di rinnovi, si potrebbero anzi raggiungere nuovi minimi nei primi mesi del 2017), **ha spinto in territorio negativo le retribuzioni reali** già a fine 2016 come non accadeva da quasi quattro anni; tale tendenza è destinata ad accentuarsi nella prima parte del 2017.

Di conseguenza, riteniamo che il significativo recupero di reddito disponibile reale visto nel 2016 (2,3% in media), che peraltro si è tradotto in un aumento del tasso di risparmio (dall'8,4% al 9,1%) visto che i consumi nell'anno sono anzi rallentati (a 1,3% da 1,6% del 2015), non sia destinato a ripetersi nel 2017-18: per quest'anno stimiamo una frenata da 2,3% ad almeno 0,9%. Infatti ci attendiamo una decelerazione degli occupati (ad almeno 0,7% da 1,3% precedente), e un tasso di disoccupazione poco variato (11,6% da 11,7% del 2016). Di conseguenza, **vediamo un rallentamento dei consumi a 0,7% nel 2017 da 1,3% del 2016.**

Viceversa, la recente revisione dei dati di contabilità nazionale ha evidenziato un **andamento migliore del previsto degli investimenti** nel corso del 2016: gli investimenti fissi totali sono accelerati a 3,1% (da 1,6% del 2015), e il miglioramento ha riguardato non solo la spesa in mezzi di trasporto (cresciuta ad una media annua superiore al 20% per tre anni di fila), ma anche la spesa in macchinari e attrezzature nonché le costruzioni (in quest'ultimo caso, si tratta del primo anno di crescita in un decennio). La spesa in **macchinari e attrezzature** si è riallineata maggiormente alle indicazioni di ripresa che erano emerse dalle indagini, accelerando a 2,1% nel 2016 (da 1,9% del 2015), mentre in precedenza era stimata una sostanziale stagnazione. Riteniamo ci siano ulteriori margini di recupero nel 2017, stimiamo infatti una accelerazione a 2,8%, sulla scia di un ulteriore miglioramento della profittabilità delle imprese. Il principale rischio è rappresentato dall'incertezza di policy; non è escluso inoltre un rallentamento l'anno prossimo in conseguenza del venir meno degli incentivi governativi. Inoltre, riteniamo non sia esaurita del tutto la spinta dagli investimenti in **mezzi di trasporto**, che potrebbero anche quest'anno crescere al di sopra del 20% (ma è possibile una frenata l'anno prossimo). Viceversa, i segnali sono più contrastati nel caso delle **costruzioni**, che vediamo in decelerazione da 1,4% a 0,9%; in effetti, il recupero della fiducia delle imprese nel comparto non si è ancora riflesso pienamente nei dati di produzione, per via verosimilmente di un persistente eccesso di offerta nel settore.

Infine, come detto, un importante motore di crescita nel 2017-18 dovrebbero essere gli scambi con l'estero. Già a fine 2016 si è visto un significativo rimbalzo di entrambi i flussi commerciali, ma più marcato per l'import che non per l'export. Riteniamo che il recupero in corso possa continuare nel 2017 (e verosimilmente anche nel 2018). **Stimiamo per l'anno in corso una crescita di entità simile in termini percentuali (attorno al 4%) sia per le esportazioni che per le importazioni**, che sarà sufficiente a determinare un contributo lievemente positivo del commercio estero al PIL (+0,1%, che potrebbe diventare +0,3% nel 2018) dopo il -0,2% medio del triennio 2014-16. Per quanto riguarda le vendite all'estero, ancora trainanti dovrebbero essere i mezzi di trasporto, ma ad essi si affiancheranno i macchinari (mentre potrebbero gradualmente perdere forza i farmaceutici). Alcuni Paesi emergenti (Russia, OPEC e Mercosur), che nel complesso hanno dato un contributo negativo alla crescita dell'export italiano di -0,6%

... mentre ci sono ancora margini per una accelerazione degli investimenti in macchinari

Il contributo del commercio estero è atteso tornare positivo già quest'anno

in media nel triennio 2014-16 (con un impatto diretto sul PIL pari a -0,2% l'anno), stanno ora vedendo una decisa ripresa delle vendite (destinata a nostro avviso a proseguire nel corso dell'anno). Inoltre, dopo la semi-stagnazione del 2016, ci attendiamo una riaccelerazione delle vendite verso gli Stati Uniti (per effetto sia del deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro visto nella seconda metà dell'anno scorso, sia di una possibile accelerazione dell'economia americana), da cui dovrebbe venire il maggior contributo alla crescita dell'export italiano.

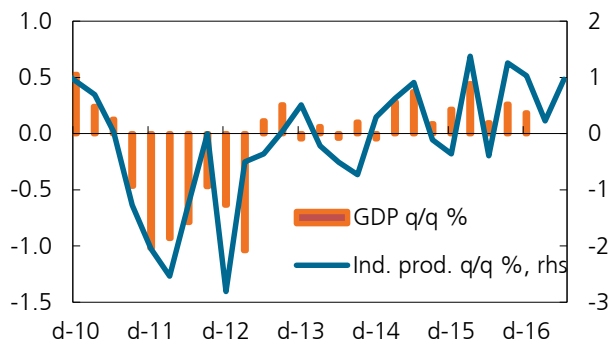
Sul fronte della finanza pubblica, **nel 2016 il Governo ha centrato gli obiettivi sia sul deficit** (al 2,4% del PIL dal 2,7% del 2015, ai minimi dal 2007) **che sul debito** (anzi, al 132,6% del PIL, inferiore di due decimi al target, anche se in aumento di sei decimi rispetto all'anno precedente). Peraltro, come accaduto negli ultimi anni, il raggiungimento degli obiettivi è avvenuto non tramite un miglioramento del saldo primario (salito solo marginalmente da 1,4% a 1,5% del PIL, in linea con i due anni precedenti) ma grazie ai risparmi sulla spesa per interessi. **Per il 2017, incorporando la correzione in corso d'anno richiesta dalla Commissione UE (da dettagliare entro aprile) pari allo 0,2% del PIL, ci aspettiamo un deficit in modesto miglioramento al 2,3%**, ma ancora per via della spesa per interessi visto che l'avanzo primario è stimato in lieve calo all'1,4% del PIL. **Il debito potrebbe toccare un nuovo massimo** a 132,8% del PIL (per via anche del difficile raggiungimento del target sulle privatizzazioni, nonché delle emissioni finalizzate al sostegno del settore bancario). Il punto più critico sarà il budget per il 2018, con lo scenario programmatico che dovrebbe essere anticipato nel Documento di Economia e Finanza (DEF) di aprile. In base allo scostamento tra il disavanzo strutturale stimato a legislazione invariata dalla Commissione UE nelle previsioni economiche d'inverno (atteso peggiorare di -0,5%) e la correzione che sarebbe richiesta dalle regole europee (+0,6%), lo scostamento da colmare sarebbe pari a ben l'1,1% del PIL (19 miliardi). Anche applicando una flessibilità massima di mezzo punto, **sarebbe necessaria una stretta pari allo 0,6% del PIL (oltre 10 miliardi)**. Peraltro, l'imminenza delle elezioni politiche potrebbe indurre il governo a limitare l'entità della stretta, con una manovra netta probabilmente restrittiva (potrebbe essere rischioso proporre meno dello 0,3-0,4% del PIL) ma una manovra lorda che potrebbe contenere alcune misure espansive (si parla di una riduzione del cuneo fiscale sul lavoro, che non è da escludere possa essere finanziata con un parziale ricorso all'aumento delle aliquote IVA).

Il quadro sulla finanza pubblica si intreccia agli sviluppi politici. È di recente diminuita la probabilità di elezioni anticipate al 2017, dunque **lo scenario più probabile è che la consultazione si svolga come previsto nei primi mesi del 2018** (febbraio o al più tardi marzo). Nel frattempo il governo Gentiloni, con un orizzonte temporale meno angusto di quanto inizialmente preventivato, potrebbe essere maggiormente legittimato nella prosecuzione dell'agenda di riforme iniziata dal precedente esecutivo (completamento della riforma della PA, approvazione della legge sulla concorrenza, riordino del processo civile e penale, riforma del catasto). **Il rischio, all'approssimarsi della fine della legislatura, è quello di un esito elettorale che produca una sostanziale ingovernabilità**: in tal senso, appare auspicabile introdurre correttivi maggioritari alla legge elettorale, che allo stato attuale rischierebbe di produrre una frammentazione tale da rendere sfidante l'obiettivo di formare un governo all'indomani delle urne. Al momento in cui si scrive, tale obiettivo appare non scontato, visto che non è ancora iniziata una seria discussione fra i principali partiti in merito a una possibile riforma del sistema di voto. Non è da escludere che un esito inconcludente della consultazione elettorale possa portare a un ritorno di tensioni sui mercati finanziari con eventuali effetti negativi sull'economia reale. In ogni caso, **il rischio appare per il momento rimandato al 2018**.

Il DEF di aprile e il budget autunnale dovrebbero incorporare una correzione fiscale per il 2018, che potrebbe però essere attenuata dall'approssimarsi della scadenza elettorale

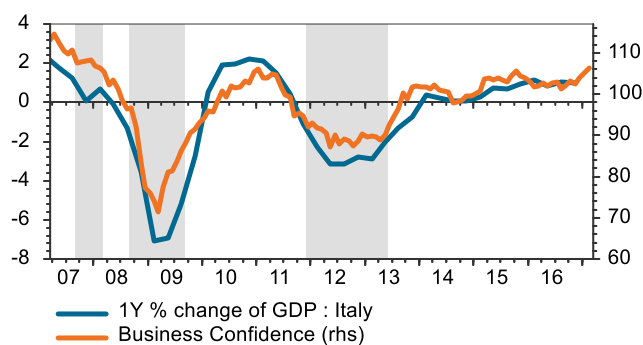
Le elezioni politiche dovrebbero svolgersi alla scadenza naturale, ma, in assenza di modifiche sulla legge elettorale, potrebbero causare ingovernabilità

Fig. 1 – La ripresa ha perso slancio in termini congiunturali tra fine 2016 e inizio 2017, ma dovrebbe recuperare vigore già dal trimestre primaverile



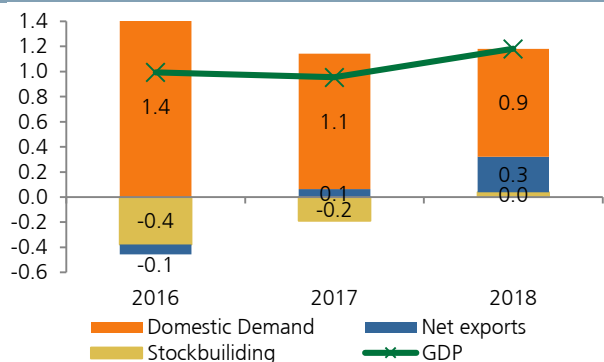
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli indici anticipatori sono coerenti con una possibile accelerazione tendenziale in corso d'anno



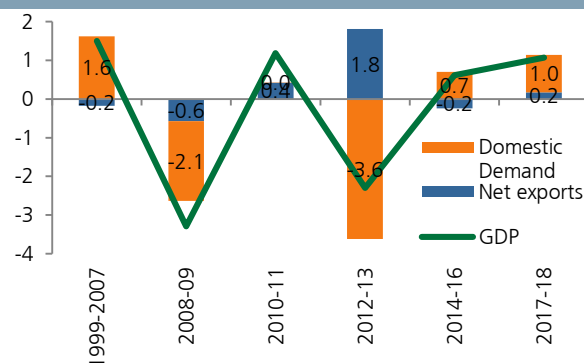
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – La crescita nel 2017-18 potrebbe venire meno dalla domanda interna e più dal commercio con l'estero (nonché dal venir meno del freno dalle scorte)



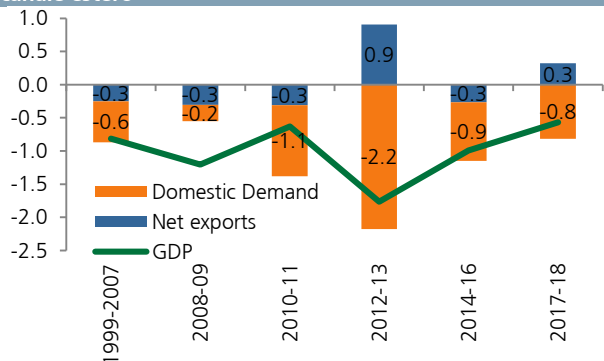
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – Sarebbe il secondo biennio consecutivo di espansione dopo i cicli brevi dell'ultimo decennio



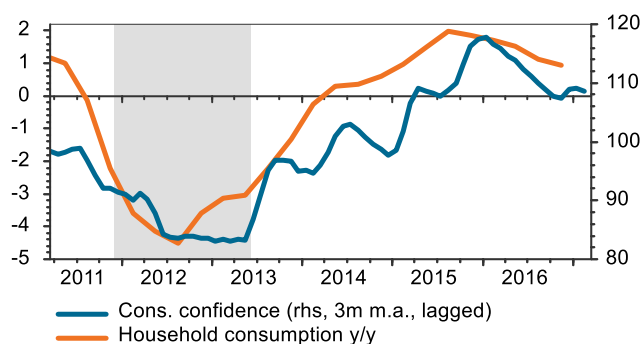
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – Il differenziale di crescita con la media area euro potrebbe ridursi grazie proprio al maggior contributo del canale estero



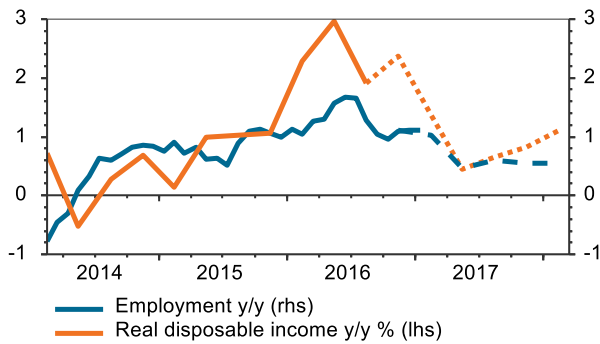
Nota: differenziale tra PIL e contributi al PIL (variazioni % medie annue) Italia vs Media Eurozona. elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Eurostat

Fig. 6 – Dal lato della domanda interna, dovrebbe proseguire il rallentamento in corso dei consumi privati



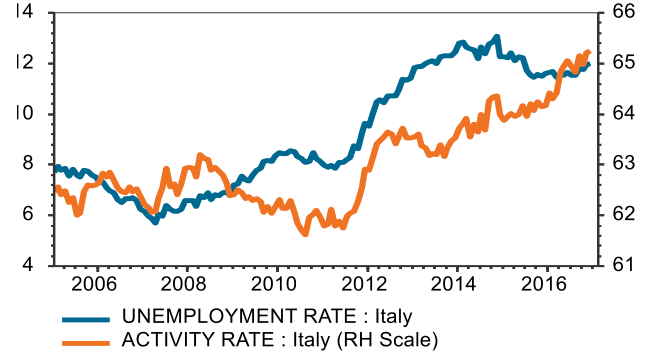
Nota: variazioni % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (nominali) e profitti (risultato lordo di gestione). Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Il rallentamento dell'occupazione favorirà una minor crescita del reddito disponibile reale delle famiglie



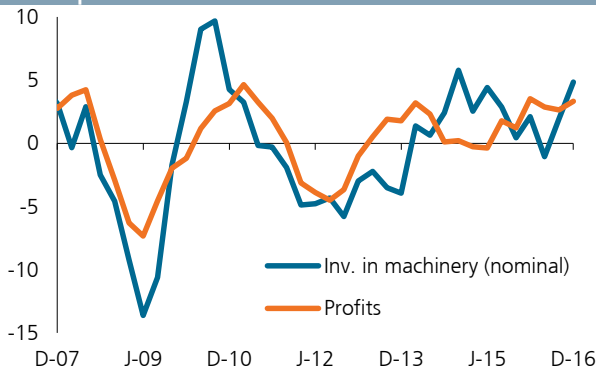
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – L'aumento della partecipazione continuerà a esercitare una pressione verso l'alto sul tasso di disoccupazione



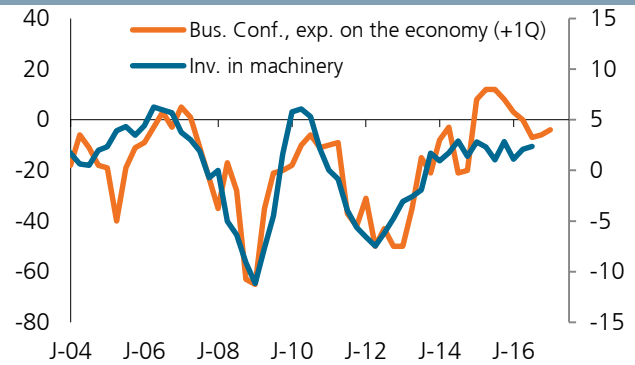
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Sembra essersi finalmente avviato un ciclo degli investimenti, anche grazie al miglioramento della profittabilità delle imprese



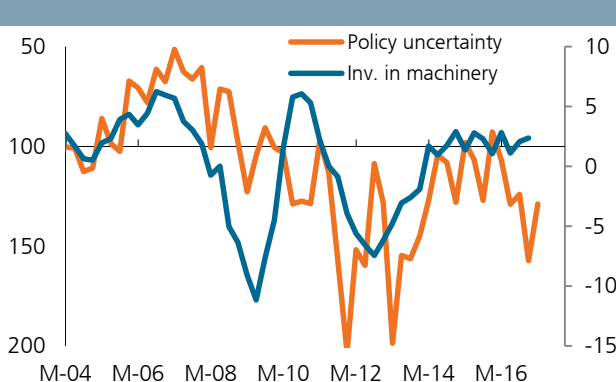
Nota: variazioni % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (nominali) e profitti (risultato lordo di gestione). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 10 – Le aspettative delle imprese sull'economia sono coerenti con un ulteriore miglioramento degli investimenti in macchinari e attrezzature



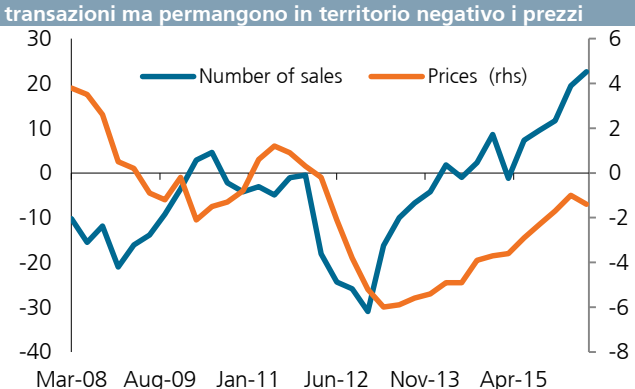
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – Un rischio è rappresentato dall'incertezza di policy



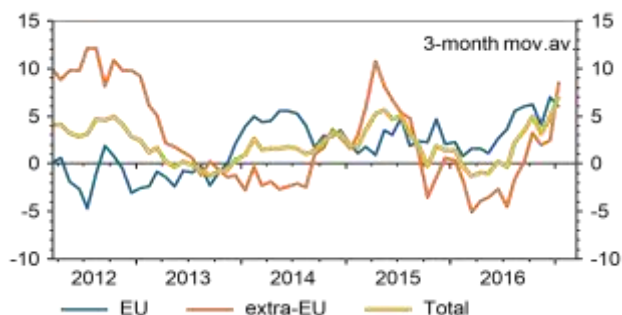
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: Istat, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 12 – Sul mercato immobiliare prosegue la ripresa delle transazioni ma permangono in territorio negativo i prezzi



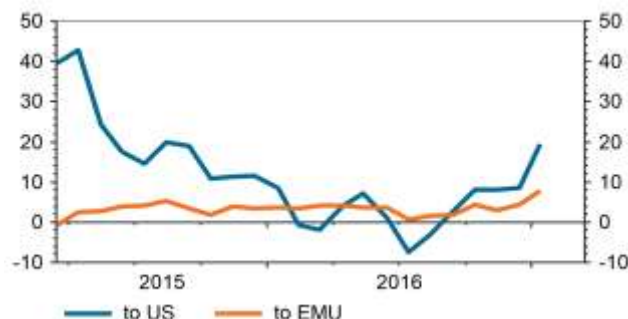
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 13 – Trainanti in questa fase le esportazioni verso i Paesi extra-UE



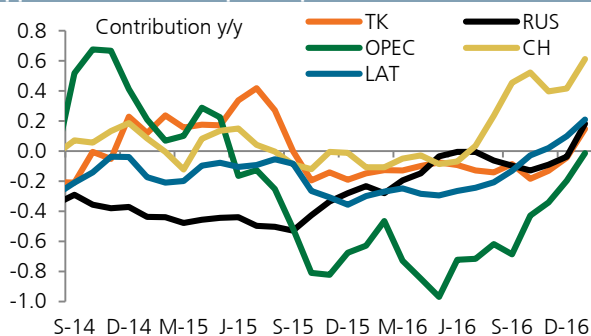
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Riaccelerano le vendite verso gli USA (in presenza di una dinamica meno vivace verso l'Eurozona)...



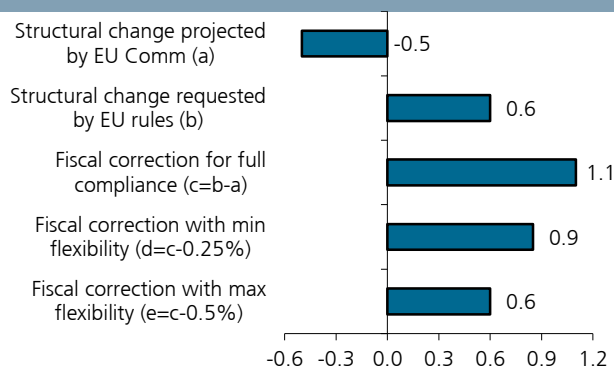
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 15 – ... e sta virando in positivo il contributo alla crescita da diversi Paesi emergenti che in precedenza avevano rappresentato un freno per l'export



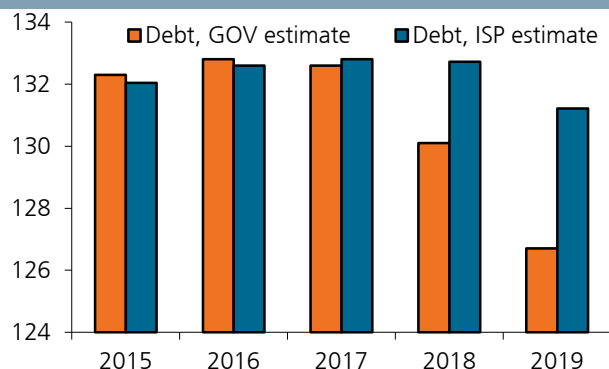
Nota: contributo alla crescita % annua delle esportazioni italiane (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 16 – Il budget per il 2018 dovrebbe in teoria includere una restrizione pari almeno allo 0,6% del PIL (oltre 10 miliardi)



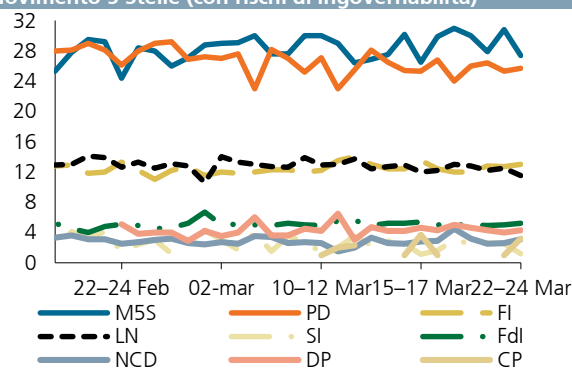
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE

Fig. 17 – La discesa troppo lenta del debito pubblico sarà ancora al centro di un rapporto dialettico con l'Europa



Fonte: MEF e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 – L'evoluzione dello scenario politico italiano rimarrà sotto osservazione all'approssimarsi delle elezioni. Le intenzioni di voto ad oggi mostrano un testa a testa tra PD e Movimento 5 Stelle (con rischi di ingovernabilità)



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

Scenario Macroeconomico

Marzo 2017

Previsioni													
	2016	2017	2018	2016			2017				2018		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	1.0	1.2	0.8	1.0	1.0	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2	1.1
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.3	0.7	0.7	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Investimenti fissi	3.1	3.2	2.0	0.4	1.5	1.3	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
Consumi pubblici	0.6	0.5	0.5	-0.3	-0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
Esportazioni	2.6	4.0	3.2	2.2	0.3	1.9	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
Importazioni	3.1	4.1	2.5	2.2	1.0	2.2	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.2	0.0	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.8	2.6	2.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.4	-2.3	-2.5										
Debito pubblico (% PIL)	132.6	132.8	132.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.1	1.6	1.6	-0.4	0.0	0.1	1.4	1.7	1.6	1.8	1.4	1.5	1.6
Produzione industriale (a/a)	1.9	2.5	1.2	0.5	1.9	3.3	2.1	3.5	2.7	1.6	1.5	1.1	1.1
Disoccupazione (ILO, %)	11.7	11.6	11.2	11.6	11.6	11.9	11.8	11.6	11.5	11.4	11.3	11.2	11.1
Tasso a 10 anni (%)	1.48	2.32	2.78	1.48	1.19	1.77	2.15	2.22	2.38	2.53	2.67	2.79	2.81

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

Spagna: l'espansione continua, per ora senza eccessi

L'economia spagnola continua a crescere a ritmi sostenuti e superiori alle attese. Il 2016 ha chiuso al +3,2%, mezzo punto al di sopra delle stime di *Consensus Economics* di un anno fa, mentre la sorpresa per la media area euro è stata di appena un decimo. Le indicazioni recenti dalle indagini PMI e di fiducia economica suggeriscono una tenuta della dinamica congiunturale intorno a 0,7% t/t, anche a inizio 2017: abbiamo quindi rivisto le **stime per l'anno in corso al 2,5%**, da un precedente 2,3%. Nel 2018, il PIL dovrebbe rallentare all'1,9% quando le condizioni finanziarie diventeranno meno espansive e la politica fiscale dovrebbe, secondo le prescrizioni del Patto di Stabilità e Crescita, stringere di almeno lo 0,5% del PIL.

Le prospettive per l'**export** sono di crescita più sostenuta, in linea con le indicazioni di recupero degli ordini dall'estero (v. fig. 3). Già a fine 2016, le esportazioni sono accelerate marcatamente (3,1% t/t a prezzi correnti +2,0% t/t nei dati di contabilità nazionale) rispetto alla stagnazione dei mesi centrali dell'anno. In media, nel 2017 ci aspettiamo una crescita del 4,6%, non di molto superiore allo scorso anno. Va considerato che l'export in Spagna ha fatto meglio che nel resto della zona euro nel 2014-16 grazie alla diversificazione geografica e ai recuperi di competitività di costo, ma non ci sono stati ulteriori progressi che possano spiegare un andamento delle esportazioni significativamente al di sopra della media Eurozona. Nel 2017, dovrebbe vedersi un aumento di salari e retribuzioni e, per la prima volta dopo anni, un recupero del costo del lavoro. Le **importazioni** sono attese in crescita del 4,0%, dal momento che nel periodo recente la domanda interna è meno soddisfatta con beni importati rispetto al passato. **Il contributo del commercio estero sarà moderatamente positivo sull'orizzonte di previsione (0,2%)**. Nel corso del 2016, il saldo merci è variato marginalmente per destinazione (v. fig. 4) e questo grazie al miglioramento ancora del saldo energetico, ma per le altre categorie di beni si è avuto un peggioramento (v. fig. 5). Il saldo energetico riteniamo tornerà ad allargare nel 2017 con il rimbalzo del prezzo del petrolio data l'elevata dipendenza dall'estero della bolletta energetica. Il rallentamento atteso della domanda interna dovrebbe limitare l'allargamento del saldo merci nei prossimi anni (v. fig. 6). Il saldo merci di parte corrente è atteso stringere fino all'1,5% nel 2018, dall'1,8% dello scorso anno.

Nel biennio 2017-18 riteniamo sarà ancora la **domanda interna** a fare da volano. Tuttavia il picco dovrebbe essere alle spalle: ci aspettiamo in media una crescita del 2,0% a/a nel 2017, dal 2,8% dei due anni precedenti. I **consumi delle famiglie** sono attesi frenare al 2,6%, dal 3,0% del 2015-16, per effetto del rincaro del prezzo del petrolio implicito nelle nostre stime, di una crescita meno robusta degli occupati (v. sotto) e di una crescita modesta dei salari nominali intorno allo 0,7% a/a e solo in modesta accelerazione rispetto ai due anni precedenti (v. fig. 9). Il potere d'acquisto delle famiglie ci aspettiamo verrà in parte eroso dall'**aumento dell'inflazione** da -0,2% a +2,5% nel 2017. Inoltre verrà meno il supporto da parte dalla politica fiscale.

L'**occupazione** ha continuato a fare meglio delle indicazioni dalle indagini di fiducia nella seconda metà del 2016, crescendo del 2,5% a/a. Tuttavia, la creazione di posti di lavoro è già rallentata rispetto al 2015 (3,0%). Per i prossimi mesi, le indagini di fiducia indicano un'ulteriore moderazione verso il 2%. Nei mesi finali del 2016, la creazione di posti di lavoro si è avuta più nell'industria (+4,7% a/a) che nei servizi e nelle costruzioni. Il tasso di disoccupazione è calato al 18,2% a inizio 2017 da un picco del 26,3% a inizio 2013. A meno di aumenti del tasso di partecipazione e di politiche attive per il lavoro che possano incidere sul tasso di disoccupazione naturale, riteniamo che il calo della disoccupazione sarà più lento nei prossimi anni e al massimo fino al 17,5% a fine 2018. Il tasso di partecipazione è tornato a calare nel corso del 2016, al 59,4%, per effetto di un aumento degli inattivi e rimane ancora più basso che nel 2012-13 (60,5%). Il tasso di disoccupazione rimane su livelli inaccettabili per la coesione sociale, e la sua riduzione resta una delle principali sfide per il prossimo esecutivo.

Anna Maria Grimaldi

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

Il commercio estero darà un contributo marginalmente positivo alla crescita

La domanda interna cresce a ritmi solidi ma meno sostenuti che nel 2015-16

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

Tasso di disoccupazione verso cali più limitati. Il livello, 18,2%, rimane socialmente inaccettabile

Scenario Macroeconomico

Marzo 2017

Il comparto delle **costruzioni residenziali** ha svoltato¹⁴. Il valore aggiunto è tornato a contribuire a ritmi pre-crisi (v. fig. 11). Il ciclo espansivo può proseguire ma a ritmi più lenti (1,5%) rispetto al 2016. Anche gli **investimenti in macchinari** sono visti rallentare nel 2017-18 al 3,0% dal 5,0% (sulle medie annue pesa la dinamica trimestrale di inizio 2016), dal momento che la crescita su base trimestrale è stata ben al di sopra della variazione della capacità produttiva (v. fig. 12).

Costruzioni residenziali e investimenti in macchinari, la ripresa proseguirà a ritmi più moderati

Nonostante i ritmi di crescita più che solidi (3,3% nel 2015-16) e ampiamente al di sopra della media area euro, le sfide per il paese restano. Il tasso di disoccupazione, nonostante i cali recenti, rimane su livelli estremamente elevati (v. sopra). L'elevata posizione debitoria sull'estero richiede un ulteriore sforzo di ribilanciamento degli squilibri interni: il settore privato ha fatto la sua parte, lo stesso non può dirsi il settore pubblico. La Spagna rimane difatti nel braccio correttivo del patto di Stabilità fino al 2018. Il **deficit** è atteso ritornare al 3% solo nel 2018 e il debito stabilizzarsi al 100%. Benché il Paese non rispetti l'obiettivo nominale sul deficit neanche nel 2017, (dovrebbe chiudere nelle stime della Commissione al 3,6% contro il 3,1% programmato), lo sforzo strutturale per il periodo 2016-17 è valutato adeguato. Questo risulta nelle stime della Commissione pari allo 0,7% del PIL, grazie alle misure adottate a inizio dicembre dal nuovo esecutivo (misure prevalentemente dal lato delle entrate: tassazione delle imprese, aumento delle accise su alcol e tabacchi, ampliamento della base imponibile per i contributi sociali). Nel 2018, il Paese è in teoria tenuto a una correzione strutturale di almeno 0,5% del PIL secondo le regole del Patto. Secondo la Commissione, l'incertezza è legata in particolare alla dinamica del saldo tendenziale e all'effetto che potrebbero aver avuto in particolare le misure dal lato delle entrate.

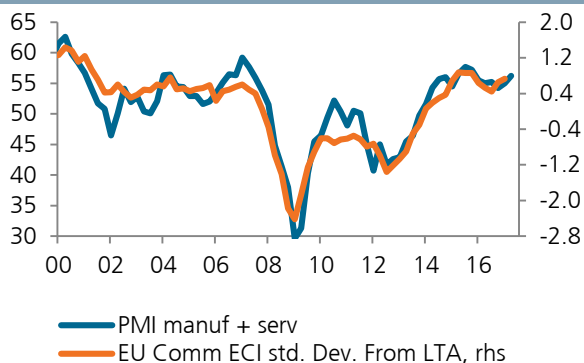
Lo scenario è **soggetto a moderati rischi verso il basso** derivanti da un andamento della domanda internazionale più debole del previsto e da una risalita più rapida del prezzo del petrolio, data l'elevata dipendenza energetica del paese dall'estero. Inoltre, le condizioni finanziarie potrebbero risentire di un allargamento del premio al rischio in caso di un aumento dell'incertezza in altri paesi dell'area.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.2	2.3	1.8	3.4	3.2	3.0	2.9	2.5	2.1	1.9	1.8	1.8	1.9
- t/t				0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.6	0.4	0.5
Consumi privati	3.2	2.6	2.1	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4
Investimenti fissi	3.1	2.3	2.1	1.4	-0.1	0.5	0.8	0.5	0.6	0.3	0.6	0.7	0.5
Consumi pubblici	0.8	0.7	0.9	-0.6	0.5	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	3.0	2.3	1.6	0.8	0.2	0.5	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Importazioni	3.3	3.9	4.1	2.6	-2.0	1.8	1.4	0.8	1.2	0.8	1.0	1.0	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	1.8	1.7	1.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-4.9	-3.5	-3.1										
Debito pubblico (% PIL)	99.9	101.0	99.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.2	2.4	1.6	-0.9	-0.2	1.0	2.9	2.7	2.2	1.9	1.0	1.5	1.8
Disoccupazione (ILO, %)	19.6	18.7	18.7	19.9	18.8	18.8	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7

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

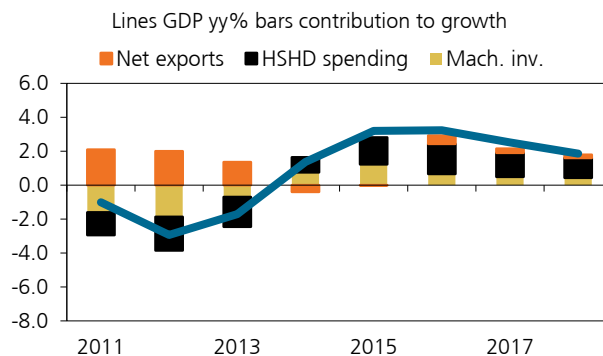
¹⁴ La quota delle costruzioni residenziali in rapporto al PIL è tornata al 5,4% nel 2015 da un picco dell'11% nel 2007, ed è ora circa in linea con la media dell'area euro.

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



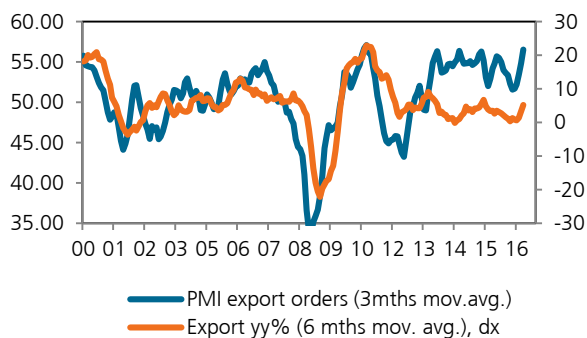
Fonte: PMI Markit, Commissione UE e elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



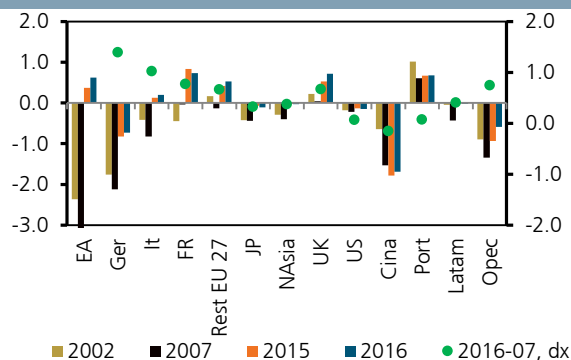
Fonte: INE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'export ha fatto peggio delle attese negli ultimi sei mesi. La riaccelerazione della domanda globale fa sperare in un recupero più deciso nel 2017



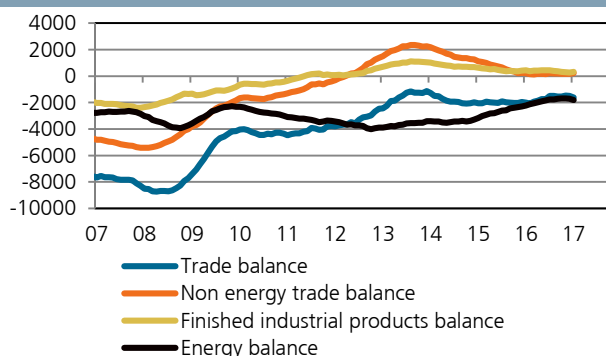
Fonte: Eurostat, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



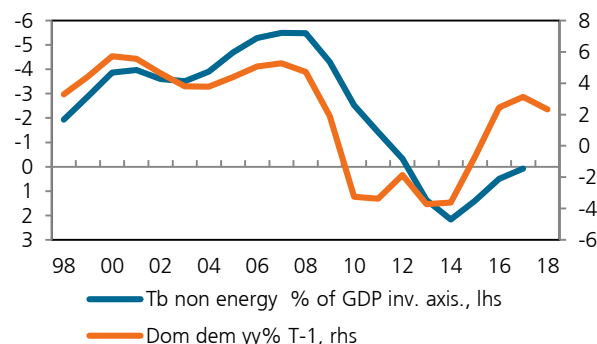
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il saldo merci tiene fin quando il saldo energetico non tornerà in rosso



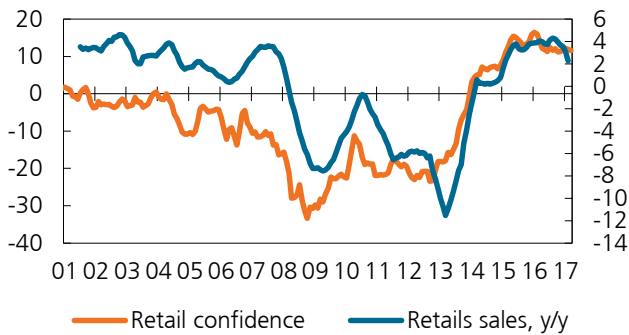
Fonte: Banco de Espana ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



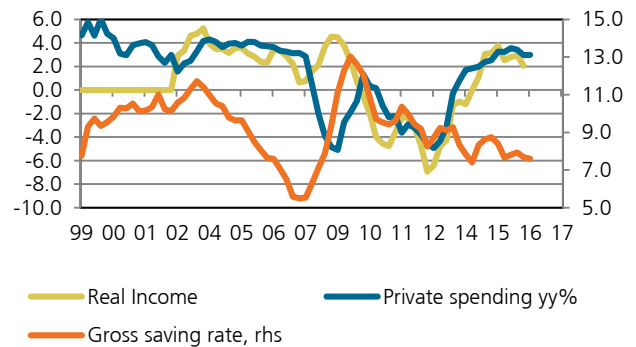
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Il picco per i consumi privati potrebbe essere alle spalle. Ma la crescita resterà solida



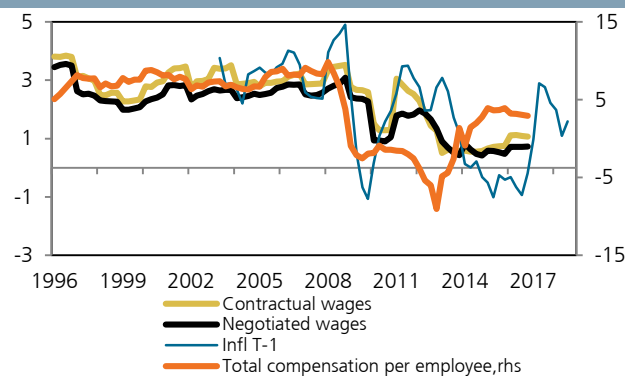
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



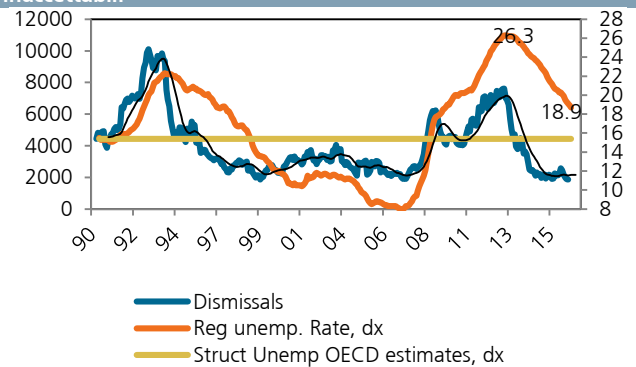
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – ...del rialzo dell'inflazione. I salari restano stagnanti, effetto delle riforme del 2012



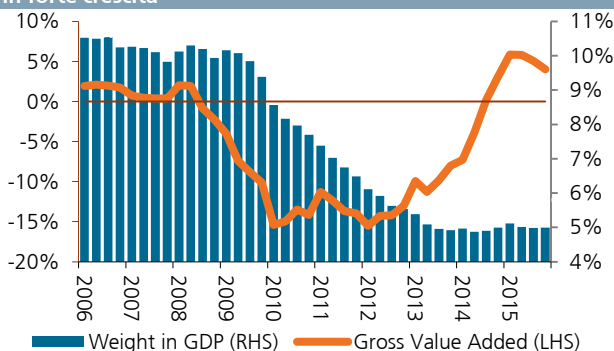
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Crescita dell'occupazione solida. La disoccupazione è calata di quasi 8 punti ma resta su livelli socialmente inaccettabili



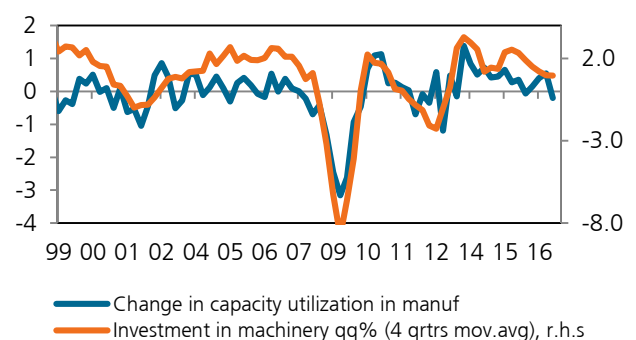
Fonte: Commissione UE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

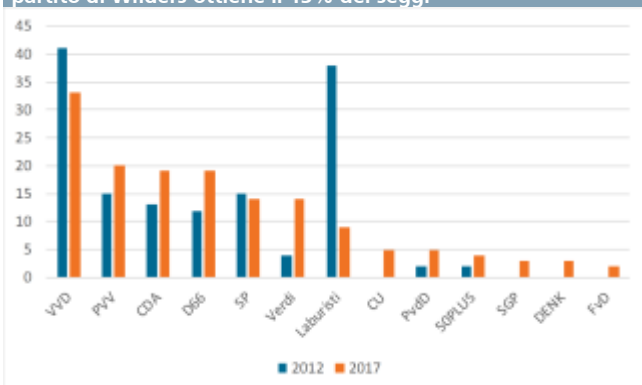
Paesi Bassi: passate le elezioni, l'economia continuerà a crescere

Le elezioni si sono chiuse con la vittoria dell'attuale premier Rutte che, in linea con i sondaggi, nelle ultime settimane prima del voto ha recuperato consensi contro il partito populista di Wilders. La nuova camera vede ora il VVD di Rutte primo partito con 33 seggi (5 meno di prima), seguito dal PVV di Wilders con 20 seggi (5 più di prima) e da D66 e CDA (entrambi con 19 seggi, complessivamente 13 più di prima). La sinistra esce sconfitta dall'alleanza di Governo con Rutte, il partito laburista ampiamente ridimensionato a 9 seggi (29 in meno) e i socialisti fermi a 14 seggi (1 meno di prima). Guardando allo spaccato della distribuzione dei voti, la forza di Rutte ne esce confermata, visto che il sistema proporzionale gli ha garantito la maggioranza relativa in quasi il 75% delle circoscrizioni, con un'affluenza alle urne molto più alta del solito (81,4%). Lo scenario politico è oggi però più frammentato di prima e una maggioranza di Governo dovrà coinvolgere almeno quattro partiti. L'opzione più probabile vede il VVD e i naturali alleati di CDA e D66 (71 seggi): Rutte potrebbe cercare i cinque seggi dei Cristiani Uniti (CU), piuttosto che i 14 dei Verdi. Queste elezioni infatti hanno dimostrato che l'alleanza trasversale destra-sinistra non è gradita all'elettorato. Anche i Verdi potrebbero in questo senso preferire solo un appoggio esterno a Rutte. Un Governo di sinistra, del resto, è molto improbabile perché non avrebbe seggi sufficienti a garantire una maggioranza. In ogni caso, i rischi sistemici per l'Eurozona derivanti dall'appuntamento elettorale olandese sono scongiurati e l'impostazione filo-europea del precedente Governo dovrebbe rimanere intatta anche se forse

Guido Valerio Ceoloni

Il nuovo parlamento è più frammentato ma Rutte rimarrà premier

Fig. 1 - Il nuovo Parlamento: Rutte tiene, i laburisti crollano, il partito di Wilders ottiene il 13% dei seggi



Fonte: <https://www.tweedekamer.nl/>

Tab. 1 - Possibili nuove coalizioni di Governo: quella di centro destra guidata nuovamente da Rutte la più probabile

Coalizione	Partiti coinvolti	Seggi ottenibili	Politica fiscale	Posizione sull'Europa
Centro destra	VVD, CDA, D66, CU	76	Poco espansiva	Mista
Centro destra	VVD, CDA, D66, CU, altri	76+	Poco espansiva	Mista
Centro sinistra	VVD, CDA, D66, Verdi	85	Poco espansiva	Pro EU
Sinistra	D66, Verdi, Socialisti, Laburisti, altri	70	espansiva	Misto

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati <https://www.tweedekamer.nl/>

meno di supporto per promuovere ulteriore integrazione o nuovi bailout (Grecia).

In questo scenario prevediamo che l'economia avanzerà senza scossoni per la restante parte dell'anno. **Nel trimestre in corso il PIL dovrebbe rallentare a 0,3% t/t da 0,6% t/t** principalmente a causa di una pausa dei consumi per poi riaccelerare attorno a 0,4% t/t in primavera. In media annua il rallentamento della domanda interna (1,7% a/a) dopo due anni di forte espansione (2,0% nel 2016 e 2,7% nel 2015) dovrebbe moderare la crescita del **PIL a 1,9% da 2,1%**. Ci attendiamo poi una stabilizzazione a 1,6% dal 2018 quando il ciclo sarà ormai maturo e gli effetti di Brexit cominceranno a materializzarsi più concretamente di quanto visto finora.

PIL in rallentamento quest'anno a 1,9% da 2,1%

A febbraio la **fiducia dei consumatori** era ai massimi da oltre nove anni, a 14, ben al di sopra della media storica (8) sostenuta in particolare da migliori prospettive riguardo al ciclo economico e da forti intenzioni di acquisto delle famiglie; il reddito disponibile è aumentato di 0,3% t/t a dicembre, in rallentamento da 0,6% t/t del terzo trimestre; prevediamo che nella restante parte dell'anno rimanga di supporto ai consumi, con un avanzamento medio attorno a 0,3% t/t nel primo semestre. Prevediamo pertanto che i **consumi** rimangano orientati

Consumi in rallentamento sulla scia della risalita dei prezzi dopo due anni molto positivi, ma il reddito disponibile continua a crescere

positivamente (in media a +0,2% t/t nei primi due trimestri 2017), contribuendo positivamente alla formazione del PIL. La spesa privata nel 2017 dovrebbe crescere in media di 1,6% a/a da 1,7% a/a dello scorso anno, sostenuta anche dal pacchetto da 0,1% del PIL a favore del potere d'acquisto e dei redditi più bassi che il Governo varerà prossimamente.

Dopo aver visto nel biennio 2015-16 di uscita dalla crisi una crescita media del 7,4% ed essere stato il principale veicolo della crescita, gli **investimenti fissi** dovrebbero rallentare quest'anno in media a 3,3%. Le indagini di fiducia presso le imprese rimangono comunque molto positive, con gli indici a febbraio sui massimi dal 2008; anche il **mercato immobiliare** rimane ben impostato. I **prezzi delle case** erano a gennaio del 6,4% più alti rispetto al 2016, ma sono quasi del 10% inferiori ai picchi della bolla del 2008; il trend dei prezzi non sta mostrando comunque un'accelerazione rispetto alla media 2016; le compravendite sono aumentate quasi del 40% a/a a gennaio, indicando che il mercato immobiliare rimane molto dinamico e parzialmente compensando le perdite consolidate nei patrimoni mobiliari dei consumatori durante la crisi. Pertanto stimiamo che gli investimenti fissi rallenteranno decisamente nel primo trimestre rispetto al balzo del quarto (a 0,7% t/t da 4,4% t/t) per poi risollevarsi in primavera. In media annua ci aspettiamo comunque un rallentamento apprezzabile (a 4,9% a/a da 9,9%).

Il **commercio con l'estero** nei primi mesi dell'anno ha proseguito la fase espansiva di fine anno: le esportazioni sono cresciute a gennaio del 5,7% a/a sostenute in particolare dagli ordini esteri di macchinari, materie prime e prodotti chimici, mentre le importazioni sono avanzate del 4,0% a/a. Nel trimestre in corso prevediamo che l'export netto contribuirà per un paio di decimi alla formazione del PIL da 0,5 precedente. Le **esportazioni** dovrebbero crescere di 0,6% t/t dopo 1,4% t/t nel trimestre in corso, ma in media annua dovrebbero mantenere un ritmo prossimo a quello del 2016, a 3,6% a/a. Le **importazioni** invece risentiranno del rallentamento dei consumi e dovrebbero crescere di 0,9% t/t da 1,1% t/t nel trimestre in corso e attorno a 3,3% a/a da 3,8% a/a per il 2017. Nel corso dell'anno lo sviluppo delle trattative per Brexit potrebbe impattare sui flussi di commercio estero visto che la Gran Bretagna è il secondo partner commerciale dell'Olanda. Il **saldo di bilancia commerciale** ha chiuso il 2016 al 7,5% del PIL: ci aspettiamo una lieve contrazione di circa un paio di decimi a trimestre per chiudere l'anno a 6,7%.

Dopo essere passata a gennaio a 1,7% da 1,0%, **l'inflazione è attesa in accelerazione quest'anno a 1,4% in media annua da 0,3%** sull'indice nazionale (HCPI a 1,4% da 0,1%), supportata da un effetto base favorevole dei prezzi energetici e delle accise sui consumi energetici, oltre che dall'aumento dei salari orari. **L'indice core** è atteso quest'anno in aumento rispetto al 2016, in accelerazione di due o tre decimi (a 0,7-0,8%), ma i rischi sono rivolti verso l'alto in particolare per le pressioni dei prezzi in input nel settore manifatturiero, che già a gennaio hanno toccato un picco dal 2008 (+9,5% a/a).

I disoccupati negli ultimi tre mesi sono calati al ritmo di 9 mila al mese mentre circa 13 mila nuovi posti al mese sono stati creati: **l'occupazione** è aumentata di 0,5% t/t a dicembre ed è in rotta per un nuovo aumento di 0,3% t/t a marzo: al 66,2%, il tasso è ormai superiore a quello di prima della crisi. Con circa 473 mila senza lavoro, a febbraio la **disoccupazione** è calata di un altro decimo a 5,3% da 5,4% di fine 2016. In media annua è attesa calare quest'anno di altri sei decimi a 5,4% da 6,0% del 2016, ormai anch'essa vicina ai livelli pre-crisi (5%).

Il **deficit** nel 2016 si dovrebbe essere ampiamente ridotto da -1,9% a -0,1% grazie alle maggiori entrate fiscali e punterà con l'anno in corso all'avanzo, mentre il **saldo strutturale** dovrebbe avere già chiuso il 2016 in avanzo dello 0,2%; anche il **debito pubblico** è calato di quasi tre punti a 62,2% l'anno scorso e ci aspettiamo quest'anno che scenda a 60%, in linea con i parametri di Maastricht. Data la situazione assai positiva dei conti pubblici, un allentamento

Investimenti positivi ma in rallentamento, mercato immobiliare frizzante

Il rallentamento dei consumi dovrebbe stimolare le esportazioni nette nel 2016

Inflazione sopra l'1% nel 2017

Occupazione superiore ai livelli pre-crisi, disoccupazione non ancora

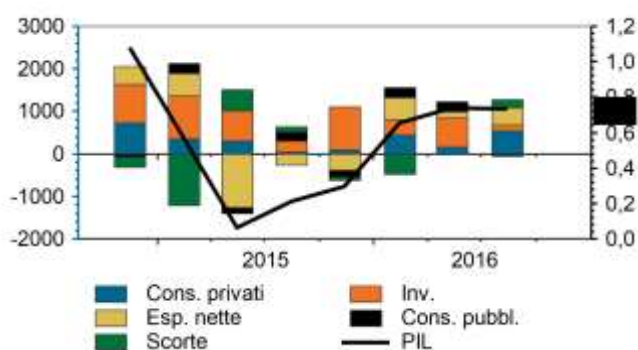
Parametri di Maastricht rispettati del tutto

fiscale dell'ordine dello 0,2% PIL nell'orizzonte 2018-21 è verosimile dopo che negli ultimi quattro la contrazione è stata di 0,6%.

Superate le elezioni, i rischi allo scenario sono bilanciati: la formazione del nuovo governo potrebbe portare qualche incertezza negli operatori economici, che tuttavia rimangono positivi sullo stato dell'economia e del mercato del lavoro; l'indebitamento delle famiglie è in riduzione ma rimane elevato rispetto alla media europea. Rischi esogeni potrebbero venire da un'evoluzione protezionistica del commercio mondiale indotta dall'amministrazione Trump e da un'evoluzione sfavorevole dei negoziati su Brexit che verranno avviati a fine marzo.

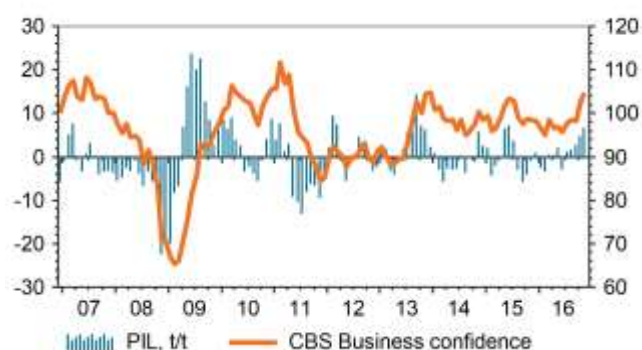
Superata l'alea delle elezioni, i rischi allo scenario sono ora bilanciati

Fig. 2 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 3 – Fiducia economica e andamento del PIL



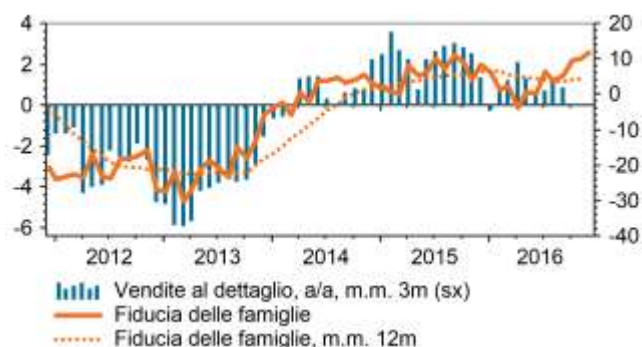
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Spesa delle famiglie, acquisto di beni durevoli e andamento dei consumi privati



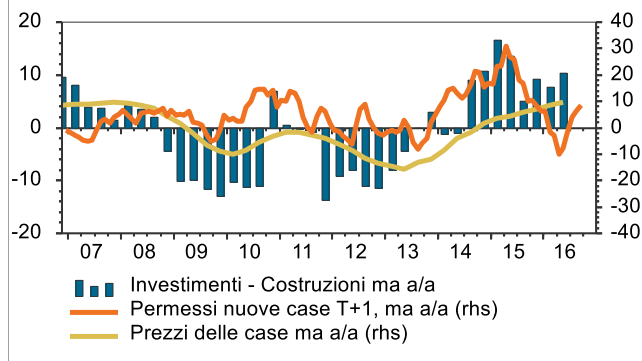
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



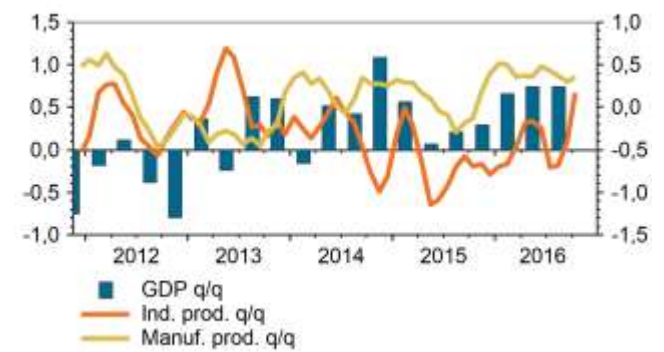
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Investimenti residenziali, attività nel settore edilizio e prezzi delle case



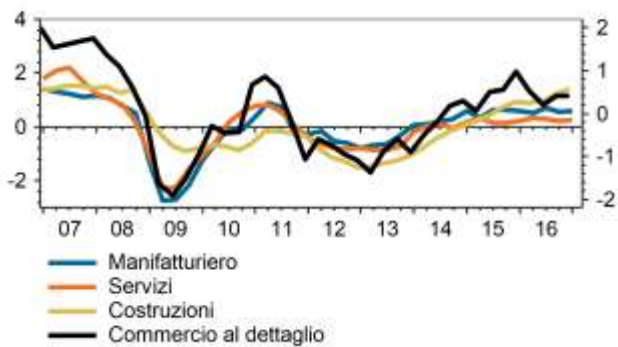
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Produzione industriale e PIL



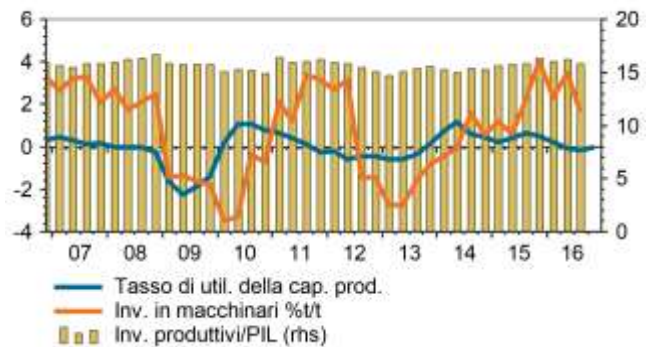
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Indici di attività nei vari settori produttivi



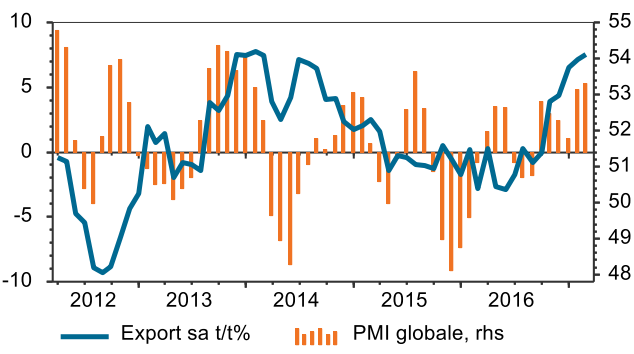
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Utilizzazione della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



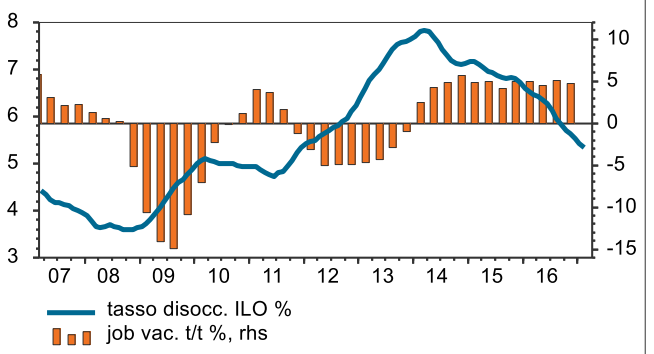
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 11 – Andamento della disoccupazione e job vacancies



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

Previsioni													
	2016	2017	2018	2016			2017				2018		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.9	1.6	1.9	2.5	2.9	2.5	2.1	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7
- t/t				0.7	0.8	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	1.6	1.2	0.3	1.0	0.7	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.8	3.7	3.0	1.5	0.0	-2.5	3.4	1.4	1.0	1.2	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.0	1.0	1.0	0.6	-0.1	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.3	3.3	2.9	0.3	1.0	0.9	0.6	0.9	0.9	1.0	0.7	0.6	0.4
Importazioni	3.6	2.6	2.5	0.2	0.9	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.7	-0.4	0.1	0.2	0.2	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	7.7	8.1	8.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-0.8	0.1	0.2										
Debito pubblico (% PIL)	62.6	60.0	58.5										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.1	1.0	1.8	-0.2	-0.2	0.5	1.5	1.1	1.0	0.5	0.7	1.4	2.2

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

Grecia: nuove tensioni in arrivo quest'estate

Si profilano nuvole all'orizzonte per la Grecia, visto il proseguimento da dicembre dello stallo sulla seconda revisione del programma, che si trascina da cinque mesi senza nessun progresso concreto. Anche la scadenza dell'Eurogruppo del 20 marzo è passata senza novità; la prossima scadenza utile per finalizzare la revisione o un nuovo **Memorandum of Understanding (MoU)** sarà per l'Eurogruppo di maggio (quello di aprile sarà dedicato a Brexit). **Il PIL nel quarto trimestre è crollato nuovamente di -1,2% t/t** (rivisto al ribasso da -0,4% t/t¹⁵), dopo due trimestri positivi, sulla scia di un calo dell'export del -1,9% t/t da +3,6 t/t e della domanda interna, indotta dalla frenata dei consumi del settore pubblico (-2,1% t/t da 0,1% t/t) e dall'incertezza legata al programma di aiuti che ha pesato sugli investimenti (-6,4% t/t). Complessivamente, nel 2016 i consumi delle famiglie sono avanzati dell'1,4% in media annua, il miglior dato dal 2008 e la produzione industriale ha accelerato di 2,2% a/a da 1,1% a/a; la contrazione della spesa pubblica è continuata (a -2,1%, un ritmo inferiore alla media dal 2008 di -3,1%); mentre il contributo del canale estero ha sottratto -0,6% alla formazione del PIL per la debolezza delle esportazioni. **La crescita 2016 è tornata quindi negativa a -0,1%, rendendo quasi impossibile raggiungere l'obiettivo ufficiale della Commissione del 2,7% per il 2017, che sarà di nuovo un anno di consolidamento fiscale.** Stimiamo che nel primo trimestre il PIL rimbalzerà di +0,8% t/t per rallentare poi nel secondo trimestre con l'aumentare delle tensioni legate alla scadenza obbligazionaria di quest'estate. **Prevediamo che l'output avanzi attorno allo 0,9% quest'anno. Ancora irrisolto appare il nodo dell'avanzo primario al 3,5% dal 2018**, che il FMI continua a criticare e rimane di ostacolo al suo coinvolgimento. Per garantirne il raggiungimento è stata richiesta una stretta fiscale correttiva almeno del 2,0%¹⁶ del PIL nel caso i budget intermedi 2017 e 2018 non fossero raggiunti. A fine 2016 l'avanzo primario dovrebbe aver superato l'obiettivo di 0,5% del PIL di due decimi¹⁷, tuttavia il risultato è stato raggiunto non grazie a una posizione strutturale di solidità fiscale ma a misure straordinarie, dato che attualmente il 50% dei contribuenti è esonerato dal pagamento di imposte sul reddito a fronte di un sistema pensionistico che rimane "generoso" e non allineato alle entrate. **Il debito pubblico potrebbe stabilizzarsi quest'anno attorno al 180% del PIL** sul livello di fine 2016 (179,7%) per poi iniziare

Guido Valerio Ceoloni

Revisione al ribasso del PIL 2016; le stime ufficiali per il 2017 sono irrealistiche. Nell'estate sono attese nuove tensioni per la scadenza di luglio da 6 miliardi

¹⁵ Vista la revisione al ribasso del PIL del quarto trimestre da -0,4% t/t a -1,2% t/t, non sono escluse ulteriori revisioni al ribasso del PIL che potrebbero abbassare il dato in territorio negativo. Le ampie revisioni delle componenti potrebbero essere indotte anche dal fatto che ormai l'economia sommersa tocca il 20% del PIL.

¹⁶ Ripartita in 0,75% PIL in nuove tasse che abbassino la soglia minima di esenzione, 0,75% in taglio alle pensioni e 0,5% in misure non ancora precisate. Le misure saranno efficaci dal 2019.

¹⁷ Ai fini del programma, il saldo primario si intende al netto dei costi straordinari di ricapitalizzazione delle banche.

a scendere dal 2018; anche il servizio del debito dovrebbe iniziare a calare dal 2018 per la scadenza dei vecchi prestiti e l'inizio della nuova linea di assistenza ESM a tassi inferiori. Il tasso del decennale è calato in media nel 2016 a 8,2% da 9,7% del 2015 e negli ultimi tre mesi è ulteriormente sceso al 7,2%, nonostante i timori dei mercati. Lo stallo attuale sulla chiusura della seconda revisione e l'erogazione dei fondi collegati lascia nell'incertezza il pagamento di 6 miliardi in scadenza: tuttavia ora un accordo tra i partner internazionali potrebbe essere più complicato da raggiungere, con il FMI che potrebbe defilarsi per effetto delle pressioni della nuova amministrazione Trump contro nuovi esborsi a favore della Grecia e una linea meno morbida anche in sede europea, alla luce dell'esito delle elezioni olandesi e dell'attesa di quelle tedesche.

I rischi allo scenario rimangono pertanto orientati verso il basso, in particolare per la possibilità che non si trovi un accordo che includa il FMI o che il consolidamento fiscale o le clausole di salvaguardia da approvare in Parlamento possano deprimere la ripresa, innescando proteste di piazza e nuovi confronti tra il Governo e i partner internazionali. Una chiusura della seconda revisione potrebbe portare di certo maggior ottimismo negli operatori, sbloccando nuovi investimenti privati.

Portogallo: sprint a fine 2016 e uscita (teorica) dal braccio correttivo

Il balzo degli investimenti e la stagione turistica 2016 più positiva delle attese hanno prodotto una **revisione al rialzo del PIL di fine anno, da 0,3% t/t a 0,6% t/t**, innalzando la media annua 2016 a 1,4%. Il vettore della crescita è stata la domanda interna, e in particolare i consumi, che hanno chiuso il 2016 in accelerazione a 3,1% a/a (2,3% in media annua). Per il **2017** ci aspettiamo che la risalita dell'inflazione intacchi il potere d'acquisto delle famiglie, le quali d'altra parte stanno assistendo a un miglioramento del mercato del lavoro, che abbatta la disoccupazione a 11,1% da 12,6% e fa salire i salari. Prevediamo pertanto un **moderato rallentamento dei consumi quest'anno, da 2,2% a 1,5% a/a**. Invece, la dinamica degli **investimenti**, che era rimasta debole per la gran parte dell'anno passato a causa dell'esaurirsi dei programmi europei e di una contrazione del credito, dovrebbe riprendersi nel 2017 a 3,2% dopo il -0,2% del 2016, consolidandosi nel 2018 grazie ai fondi europei. **Il canale estero è rimasto debole lo scorso anno**, sottraendo nel complesso -0,1 al PIL a causa della forza delle importazioni, alimentate dai consumi. Nella prima metà dell'anno le esportazioni nette dovrebbero contribuire positivamente alla formazione del PIL per **l'accelerazione dell'export** sostenuto dalla ripresa della domanda mondiale, ma nel complesso nel 2017 ci aspettiamo un contributo circa nullo. Per il trimestre in corso confermiamo un fisiologico rallentamento del PIL a 0,4% t/t seguito da una stabilizzazione nel trimestre successivo; qualche sorpresa al rialzo nell'orizzonte di breve periodo potrebbe materializzarsi, stando alle indagini di fiducia economica della Commissione, con l'ESI che mostra un miglioramento per il trimestre in corso da 108,5 a 110 (sui livelli pre-2008¹⁸), in particolare per il manifatturiero, i servizi e il commercio al dettaglio, mentre il morale nelle costruzioni rimane stagnante. **In media annua 2017 rivediamo la stima precedente al rialzo di un decimo a 1,7% da 1,4% del 2016**. Nel corso dell'anno le condizioni del **mercato del lavoro** dovrebbero continuare a migliorare, con la disoccupazione, seppur al di sopra della media eurozona, in calo di un altro punto a 10,2% da 11,2%, mentre **l'inflazione** tornerà sopra l'1% da 0,6% del 2016 sulla scia della risalita dell'indice *core* e della componente energetica.

Guido Valerio Ceoloni

Chiusura d'anno migliore delle attese, PIL 2017 a 1,7% da 1,4% con consumi in rallentamento, investimenti in stabilizzazione ed esportazioni nette poco vivaci

¹⁸ Ma il PIL rimane ancora del 4% al di sotto dei livelli pre-crisi.

Il deficit 2016 si confermerà sotto la soglia del 3%, a -2,3% da -4,4%, in linea con le stime ufficiali, grazie ad entrate superiori alle attese per lo 0,25% del PIL dovute alla sanatoria sulle tasse e sui contributi non pagati¹⁹ e al taglio degli investimenti pubblici, che hanno compensato le minori entrate fiscali del 2016. Compiuto con successo lo sforzo strutturale 2016 (+1,6% PIL), **la procedura di deficit eccessivo in cui si trovava il Paese dovrebbe essersi chiusa a dicembre**, sebbene nel 2017 il Paese rimarrà per un anno in "osservazione". Lo sforzo strutturale 2017 sarà prossimo a zero (-0,1% PIL) contro una previsione iniziale della Commissione di +0,6%: tuttavia, lo scostamento di 0,5% rimarrebbe all'interno della soglia di tolleranza delle regole europee. Il deficit nominale è atteso in correzione di altri tre decimi a -2,0%²⁰ quest'anno. **Il debito pubblico dovrebbe calare, ma solo marginalmente** nel 2017 a 129,0% da 130%. A febbraio, DBRS ha confermato il rating sovrano portoghese con Outlook stabile, ma lo spread ha risentito ugualmente del clima europeo di incertezza, salendo vicino a 380pb a marzo.

Nel 2017 il rifinanziamento è assicurato grazie all'estensione dell'APP della BCE, ma nel lungo termine **l'elevato debito pubblico e privato, oltre alle criticità del settore finanziario** (le sofferenze rappresentano oltre il 16% dei crediti totali) rappresentano ancora dei rilevanti fattori di rischio.

Obiettivo 2016 di deficit raggiunto, il Paese dovrebbe essere uscito dal braccio correttivo della Commissione

¹⁹ Limitato a tutte le posizioni debitorie fino a fine 2015 per privati e imprese.

²⁰ Grazie al recupero della garanzia statale concessa a BPP Bank e che vale 0,25% del PIL. Tuttavia quest'anno è prevista anche la ricapitalizzazione di CGD.

Asia

Giappone: 2017 - congiunzione astrale positiva per la crescita

Giovanna Mossetti

Lo scenario economico giapponese per il 2017-18 è positivo: espansione dell'attività diffusa, politiche economiche espansive e, al contrario degli altri paesi avanzati, nessun appuntamento elettorale o rischio di instabilità politica. La **crescita** nel prossimo biennio dovrebbe mantenersi moderatamente al di sopra del potenziale, con una previsione di 1,2% nel 2017 e 1% nel 2018. Il Cabinet Office ha recentemente rivisto verso l'alto la crescita potenziale, a 0,9% e la BoJ a 0,5%. Secondo la BoJ l'*output gap* è praticamente azzerato. L'**inflazione** core rimane intorno a zero, e dovrebbe salire gradualmente nel prossimo biennio, pur restando sempre lontana dal 2%.

Nel 2016, la crescita è stata sostenuta da una combinazione di fattori che si sono rinforzati a vicenda: rafforzamento del ciclo globale, indebolimento dello yen e aspettative di stimolo fiscale. Questi elementi dovrebbero restare in vigore nel 2017 e sostenere l'espansione attraverso una **dinamica solida della domanda domestica ed estera**. L'**espansione fiscale** dovrebbe rafforzarsi quest'anno e la ripresa degli utili e degli investimenti delle imprese dovrebbe trascinare verso l'alto salari e consumi. Il contributo del canale estero dovrebbe essere positivo nel 2017, per il terzo anno consecutivo. La **politica monetaria** passerà sempre più in secondo piano come motore ciclico, anche alla luce sia del *tapering* silenzioso che la BoJ sta attuando sia della difficoltà a mantenere in atto l'obiettivo sulla curva dei rendimenti. La Banca centrale sta mantenendo, se pure con qualche difficoltà, i tassi reali negativi grazie al controllo della curva.

1. Quadro macroeconomico: crescita diffusa. L'elemento fondamentale della svolta della crescita nel 2016 è stato l'indebolimento dello yen, "importato" dalla svolta del dollaro, piuttosto che dalla politica monetaria della BoJ.

Con la svolta del manifatturiero e delle esportazioni nette, si è messo in moto il circolo virtuoso della ripresa degli utili societari e degli investimenti fissi non residenziali (v. figg.1-2). Le indagini delle imprese restano positive a inizio 2017, con rialzi degli indici compositi e degli ordini e indicazioni di **espansione della spesa in conto capitale** anche nel 2017 (previsione: +2,8%). La fase positiva per la redditività delle imprese si riflette non solo sulla domanda per investimenti ma anche sul mercato del lavoro, con probabili risvolti su salari e consumi.

Il **mercato del lavoro** è in una situazione di eccesso di domanda dovuto a fattori demografici. Le indagini presso le imprese puntano ad accelerazione della dinamica occupazionale, con probabili rialzi salariali nella tornata di rinnovi contrattuali primaverili, sostenuti anche dal recente aumento del salario minimo. Il Governo presenterà entro marzo i dettagli della **riforma del mercato del lavoro**, che dovrebbe avere effetti sulla partecipazione femminile, sulla riduzione della segmentazione del mercato (con conseguenze positive per salari medi e retribuzioni totali), sul massimo del monte ore di straordinari, sulla produttività e su altri dettagli operativi. Il Primo Ministro si è impegnato a ottenere accordi con sindacati e imprese entro la primavera.

Nonostante la ripresa dei salari reali e la crescita delle retribuzioni, i **consumi** restano frenati dall'aumento del risparmio, nell'aspettativa di nuovi rialzi delle imposte. A fine 2016, la spesa per consumi è rimasta pressoché invariata su base trimestrale e il risparmio ha continuato a crescere (v. fig. 8). Le aspettative di inflazione restano stazionarie e solo recentemente si è registrata una modesta svolta dell'inflazione core in territorio marginalmente positivo. Tuttavia, il continuo miglioramento degli utili delle imprese dovrebbe determinare rialzi salariali nel 2017 ea sostenere un'accelerazione dei consumi, dallo 0,4% del 2016 allo 0,7%. Nel 2018 tornerà sul tavolo la questione dell'imposta sui consumi, con possibile conseguente volatilità.

Il **canale estero** risente positivamente dell'indebolimento del cambio e della ripresa della domanda internazionale (v. fig. 10). I dati della bilancia commerciale e degli ordini dei primi mesi del 2017 puntano a un'accelerazione dell'export, mentre le importazioni dovrebbero essere

calmierate dalla stabilizzazione del prezzo del petrolio. Il **contributo delle esportazioni nette alla crescita complessiva nel 2017 è previsto a 0,3pp**, dopo +0,5pp nel 2016.

2. Politica fiscale ancora espansiva. La politica fiscale dovrebbe contribuire in misura più ampia alla crescita del 2017, grazie all'entrata a regime dell'aumento della spesa pubblica deliberato nel 2016, in prevalenza convogliata sulla riforma del mercato del lavoro e su sussidi per investimenti in ricerca e sviluppo. Sul fronte degli investimenti, la spesa è stata poco variata nei trimestri recenti, ma dovrebbe accelerare per l'implementazione dello stimolo aggiuntivo contenuto nella manovra dell'a.f. 2016.

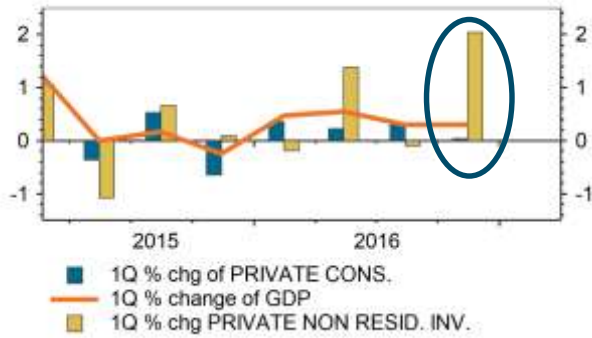
3. Politica monetaria e inflazione: BoJ in difficoltà. L'inflazione continua a restare lontana dall'obiettivo del 2%. L'indice al netto degli alimentari freschi e dell'energia è stato su un trend in calo per tutto il 2016 e solo a inizio 2017 ha dato un timido segnale di svolta che dovrebbe preludere a un sentiero modestamente positivo. L'ultima revisione delle proiezioni della BoJ a dicembre 2016 segnala un graduale rialzo dell'inflazione al netto degli alimentari freschi fra l'a.f. 2017 e l'a.f. 2018, da 1,5% a 1,7%, che continua ad apparire eccessivamente ottimistico. La revisione verso l'alto della crescita potenziale (Cabinet office a 0,9%, BoJ a 0,5% da 0-0,5%) implica che le pressioni inflazionistiche siano ancora contenute nonostante l'accelerazione della crescita e la chiusura dell'*output gap*. Il deprezzamento del cambio e l'accelerazione dei consumi dovrebbero determinare un modesto trend verso l'alto dei prezzi, non sufficiente a raggiungere l'obiettivo del 2% entro l'orizzonte previsivo che si estende per ora all'a.f. 2018.

La politica monetaria in questa fase deve affrontare la difficoltà di mantenere il **controllo della curva** in un contesto di rendimenti globali in rialzo. A fine febbraio, la BoJ non ha precisato l'ammontare indicativo atteso degli acquisti di JGB nel mese di marzo, e si è limitata a segnalare che gli acquisti saranno condotti "in maniera flessibile, tenendo conto delle condizioni di mercato, mirando a raggiungere il livello obiettivo del tasso di interesse di lungo termine specificato dalle linee guida delle operazioni di mercato", senza specificare come in passato l'intervallo fra 8 e 12 tln di yen al mese. È probabile che nel corso del 2017 gli acquisti di JGB rallentino rispetto agli anni precedenti (circa 80 tln di yen). Il conflitto fra l'obiettivo dei rendimenti a 10 anni intorno a zero e quello di acquisti su livelli prefissati impone una scelta fra i due strumenti. Prevediamo che la **BoJ sposti la scelta esplicitamente sull'obiettivo sulla curva**, lasciando i volumi di acquisti come residuo. Il mantenimento di tassi reali negativi, in un contesto di tassi reali in rialzo nel resto dei mercati obbligazionari, contribuisce comunque all'allentamento delle condizioni finanziarie e al sostegno della crescita della domanda privata.

Previsioni	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	1.2	1.0	0.9	1.1	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
- trim/trim annualizzato				2.2	1.2	1.2	0.9	1.5	1.2	1.1	0.7	1.1	1.1
Consumi privati	0.4	0.7	0.9	0.9	1.4	0.2	0.5	0.9	1.0	1.0	0.7	0.8	0.9
IPL - priv. non residenziali	1.5	2.8	1.2	5.7	-0.4	8.4	0.9	1.8	2.2	2.3	0.6	0.6	0.3
IPL - priv. residenziali	5.6	2.0	0.7	13.8	10.1	0.5	-0.4	-0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Investim. pubblici	-2.9	3.1	1.4	4.1	-3.6	-9.5	12.0	12.0	1.5	-0.3	-0.4	2.0	1.5
Consumi pubblici	1.5	1.1	1.3	-4.2	1.0	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	0.8	0.8
Esportazioni	1.2	3.1	1.6	-4.6	8.5	11.0	0.3	0.6	1.2	0.9	0.5	3.0	2.7
Importazioni	-1.7	1.2	1.6	-3.9	-1.0	5.3	0.8	1.0	1.2	1.4	1.7	1.9	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.3	0.0	1.2	-1.3	-0.7	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	3.8	4.1	4.1										
Deficit (% PIL)	-5.0	-6.2	-5.7										
Debito/PIL (% PIL)	219.7	223.3	224.7										
CPI (a/a)	-0.1	0.8	1.2	-0.4	-0.5	0.3	0.2	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
Produzione Industriale	-0.5	3.6	1.6	-1.7	0.6	2.6	4.3	4.6	3.6	2.0	1.8	1.6	1.5
Disoccupazione (%)	3.1	2.9	2.6	3.2	3.0	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6
Dollaro/Yen (Yen)	108.8	115.1	118.5	107.9	102.4	109.6	113.7	114.5	115.8	116.6	117.6	118.3	118.8

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

Fig. 1 – Crescita spinta dagli investimenti fissi non residenziali nel 4° trimestre



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Le imprese riprendono a investire, grazie all'aumento degli utili societari spinti dallo yen debole



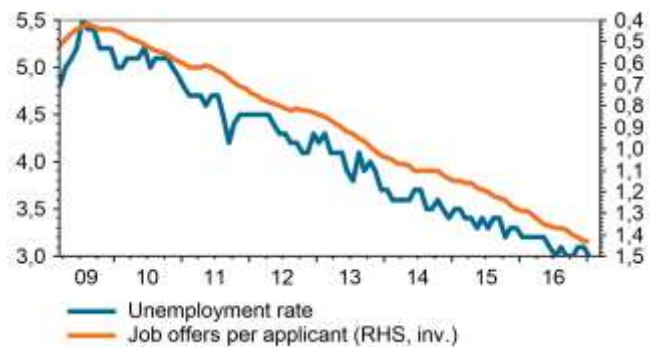
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Reuters Tankan manifatturiero e yen



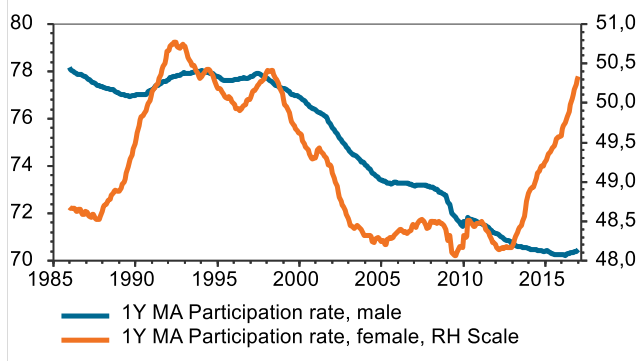
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La disoccupazione continua a calare



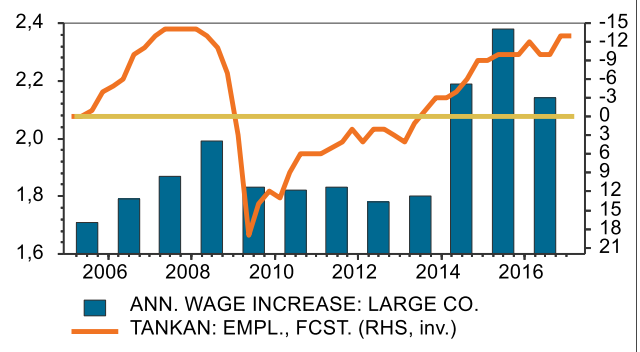
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - Aumento della partecipazione femminile



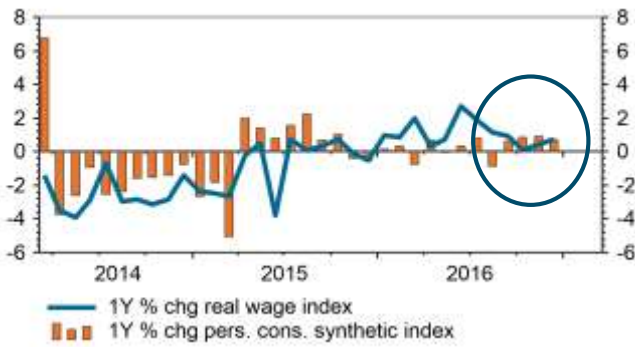
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Salari contrattuali annui in ripresa dal 2014



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Consumi deboli nonostante l'accelerazione dei salari...



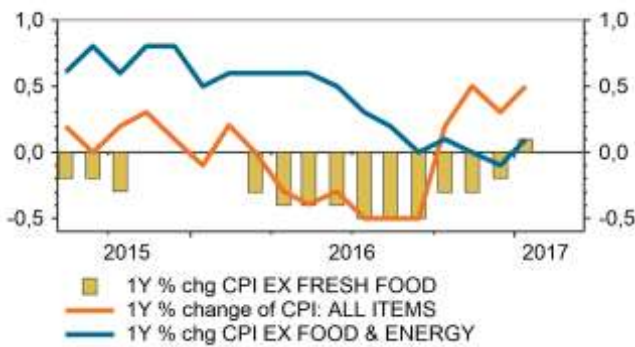
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



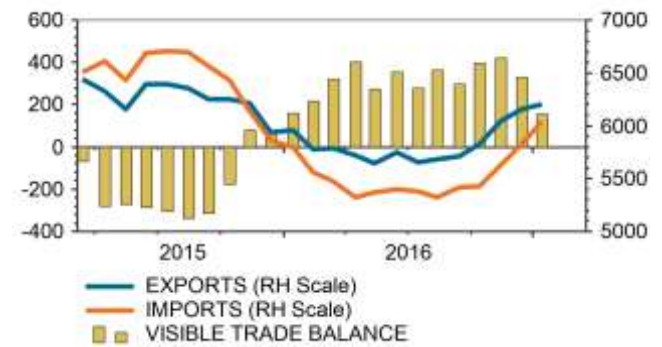
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione core verso lo zero



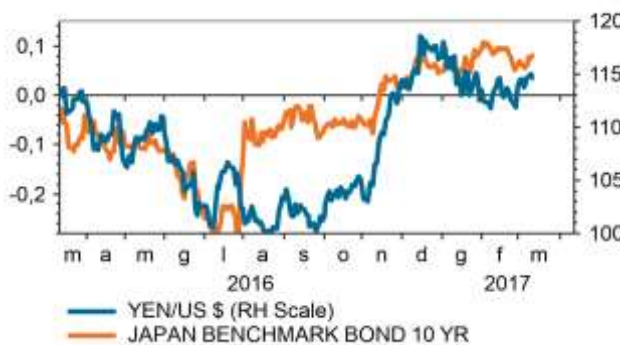
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Saldo commerciale finalmente positivo



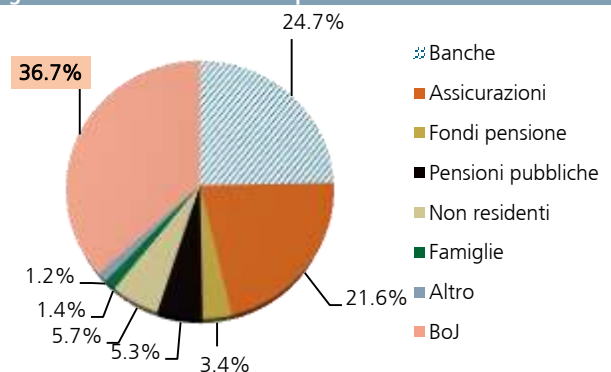
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Yen: dove non è riuscita la BoJ, è riuscito Trump!



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Nota: dati a fine settembre 2016; totale JGB: 971.1 tn di yen
Fonte: Ministry of Finance

Cina: stabilità della crescita e politica monetaria meno accomodante

- Nel 4° trimestre il PIL è salito del 6,8% a/a, poco al di sopra del 6,7% registrato nei primi tre trimestri, grazie all'accelerazione del settore dei servizi, in particolare di trasporto, spedizioni e stoccaggio e di accoglienza e catering. La crescita annua si è così attestata al 6,7%, due decimi al di sotto del 2015 ma nel *range* indicato dal governo. Nonostante la crescita trimestrale sia stata dell'1,7% t/t, lievemente al di sotto dell'1,8% t/t del 3° trimestre, **i dati a cavallo d'anno**, pur con la cautela di lettura necessaria a causa della volatilità legata alle festività del capodanno cinese, **hanno riconfermato il miglioramento dell'attività in atto**.
- Nella presentazione del Rapporto sul lavoro del Governo, all'annuale riunione primaverile del Parlamento, il primo ministro Li Keqiang ha confermato ufficialmente quanto già emerso nell'ultimo trimestre del 2016, ossia che il **controllo del rischio finanziario** ritorna ad essere **prioritario** rispetto all'accelerazione della crescita economica. Sul fronte dell'economia, infatti, sono **"di primaria importanza"** la **stabilità della crescita** e la **creazione di posti di lavoro**, con l'obiettivo di crescita a "circa 6,5%, o al di sopra se possibile", poco al di sotto dell'intervallo 6,5-7,0% relativo al 2016, e con un aumento dell'obiettivo sui nuovi occupati da 10 a 11 milioni.
- **La volontà di non alimentare ulteriori squilibri economici e finanziari** riduce lo spazio di manovra della politica fiscale e monetaria rispetto al 2016. La **politica fiscale**, definita **"proattiva ed efficace"**, prevede un obiettivo di bilancio pubblico per il 2017 invariato al 3%, con l'indicazione generale di **ridurre le spese e creare spazio per tagliare le imposte**, misura fondamentale per diminuire i costi delle imprese e aumentarne la competitività. La **stance di politica monetaria** è stata definita **"prudente"** e, per la prima volta, **"neutrale"**, segnalando una **politica monetaria meno accomodante** rispetto agli ultimi due anni. Il segnale, già arrivato con lo storno del mercato monetario e obbligazionario a cavallo d'anno, è stato riconfermato dalla PBOC con due rialzi di 10pb dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento. La ratio sta più nella volontà di stabilizzare la crescita del credito e ridurre i rischi finanziari che in quella di contenere l'inflazione o il deprezzamento del cambio, obiettivi, a nostro avviso, in questo momento non primari o raggiunti con mezzi più efficaci (controllo dei capitali).
- Una politica monetaria meno accomodante finirà **per rallentare la crescita del credito ridimensionando il sostegno agli investimenti**. Continuiamo a ritenere che la tenuta degli investimenti in infrastrutture pubbliche e dei servizi su cui il governo continua a puntare non riesca a compensare completamente un nuovo rallentamento degli investimenti nel settore immobiliare e manifatturiero. **Manteniamo quindi invariato il nostro scenario di moderato rallentamento della crescita economica a 6,4% nel 2017 e a 6,1% nel 2018.**

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.8	7.3	6.9	6.7	6.4	6.1
Consumi privati	9.6	7.9	8.2	7.6	7.5	7	7.1
Consumi pubblici	6.2	5.1	3.7	9.5	12.8	7.6	4.7
Investimenti fissi	8.7	9.3	6.9	7.5	6.2	4.7	4.7
Esportazioni	5.8	7.9	8.6	0.6	2.1	3.5	4.5
Importazioni	6.7	10.6	8.7	1.5	5.8	4.2	5.6
Produzione industriale	8.4	8	7.4	6.2	6.1	5.7	5.2
Inflazione (CPI)	2.6	2.6	2	1.4	2	2.4	2.6
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0
Salari medi	14.4	11.8	10.8	9.5	8.3	7.7	7.5
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	4.2	4.9	4.8	3.8	3	3.8	3.9
Cambio USD/CNY (media)	6.31	6.15	6.16	6.28	6.64	6.95	7.07
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1360	912	1713	2077	1561	1228	920
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.5	1.5	2.7	3.0	2.1	1.5	1.1
Saldo di bilancio (% del PIL)*	-1.6	-1.8	-1.8	-3.4	-3.8	-4.8	-4.8

Nota: *variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato;
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Crescita reale e inflazione

Nel 4° trimestre il PIL è salito del 6,8% a/a, poco al di sopra del 6,7% registrato nei primi tre trimestri, grazie all'accelerazione del settore dei servizi, in particolare di trasporto, spedizioni e stoccaggio e di accoglienza e catering. La crescita annua si è così attestata al 6,7%, due decimi al di sotto del 2015 ma nel *range* indicato dal governo. Nonostante la crescita trimestrale sia stata dell'1,7% t/t, lievemente al di sotto dell'1,8% t/t del 3° trimestre, e i **dati a cavallo d'anno**, pur con la cautela di lettura necessaria a causa della volatilità legata alle festività del capodanno cinese, **hanno riconfermato il miglioramento dell'attività in atto**.

Nei primi due mesi dell'anno sono **lievemente accelerati gli investimenti fissi nominali** (+8,9% a/a vs 8,1% per l'intero 2016) e **la produzione industriale** (+6,3% a/a vs 6% per il 2016). Sulla dinamica degli **investimenti** ha influito la riaccelerazione degli investimenti privati che ha riguardato in particolare il settore agricolo e quello terziario, spinto al rialzo dal rimbalzo degli investimenti nella gestione dell'acqua, delle utenze e della sanità. Gli investimenti totali continuano comunque ad essere guidati dal settore delle infrastrutture di trasporto e dal settore immobiliare e da una stabilizzazione degli investimenti del settore manifatturiero. Il settore delle costruzioni ha registrato invece un brusco calo (-37,3%), principalmente guidato dal settore privato. Al contrario all'aumento della **produzione industriale** ha contribuito il settore statale. In generale il miglioramento dell'attività è comunque confermato dall'aumento del consumo di energia elettrica, dall'aumento dei PMI (entrambi stabilmente in area 51 da ottobre) che ha riguardato soprattutto le grandi imprese (53,3 vs 50,5 per le medie e 46,4 per le piccole), degli ordini, in particolare interni, e della fiducia delle imprese.

Gli investimenti nel settore immobiliare sono risaliti a 8,9% a/a nei primi due mesi del 2017, verosimilmente trainati dal settore delle imprese non statali e soprattutto da quello non residenziale. La serie dell'indice di fiducia degli imprenditori immobiliari, che è stata dismessa da gennaio, aveva mostrato una stabilizzazione negli ultimi mesi del 2016 dopo la risalita nella prima metà dell'anno. La dinamica delle vendite rimane ancora elevata (+22,7% per gli edifici residenziali) anche se in rallentamento a causa di un effetto base sfavorevole, accompagnata da un aumento dei permessi di costruzione ma da un rallentamento dei prezzi medi di vendita.

Secondo le nostre stime i dati destagionalizzati di **commercio estero** mostrano un aumento nei primi due mesi dell'anno sia delle importazioni (+21,1% 2m a/a a febbraio) sia delle esportazioni (+3,7% 2m a/a), in linea con il **miglioramento degli ordini sia interni sia esteri** (per questi ultimi più forte nella rilevazione Markit, più concentrata nelle piccole e medie imprese, a 53 vs 50,8 in quella del NBS), e con l'aumento dei prezzi delle materie prime. La dinamica dei PMI dei **servizi** rimane buona nonostante la minima correzione di febbraio, in linea con la produzione del settore dell'8,2% a/a nei primi due mesi del 2017.

Le **vendite al dettaglio sono invece rallentate** a febbraio sia in termini nominali (9,4% cum a/a rispetto al 10,5% dell'intero 2016) sia in termini reali, spinte al ribasso dalla decelerazione delle vendite di automobili, sulle quali sono stati ridimensionati gli incentivi da inizio anno. Al contrario **la fiducia dei consumatori ha proseguito la risalita** in atto da metà 2016 e a febbraio nella rilevazione dell'ufficio statistico è arrivata **sui massimi del 2008**, supportata dal buon andamento della borsa e dal miglioramento del mercato del lavoro, soprattutto nel settore dei servizi.

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

Scenario Macroeconomico

Marzo 2017

I prezzi alla produzione sono saliti del 7,8% e quelli degli input del 9,9%, ai massimi dal 2008, tuttavia non sembrano influenzare troppo i prezzi ai consumatori. L'**inflazione** dei prezzi al consumo, infatti, è **scesa** fino a un minimo di 0,8% a febbraio rispetto al 2,5% di gennaio, per il rientro dei prezzi degli alimentari e dei servizi turistici dopo l'aumento stagionale legato alle festività del capodanno che quest'anno è caduto a fine gennaio. L'inflazione *core* invece è scesa solo da 2,2% a 1,8% nello stesso periodo, ritornando sui livelli di ottobre, sostenuta dalla dinamica dei servizi sanitari e dei medicinali, dei carburanti e delle spese per l'abitazione. Un effetto base favorevole (in gran parte nella seconda metà del 2017) sarà solo parzialmente compensato dalle pressioni al rialzo provenienti dall'aumento dei prezzi dei carburanti e da un marginale deprezzamento del cambio. **Ci aspettiamo quindi che l'inflazione dei prezzi al consumo resti ancora contenuta ma salga al 2,4% nel 2017 e al 2,6% nel 2018.**

Politica economica e fiscale

Il Rapporto sul lavoro del Governo, presentato dal primo ministro Li Keqiang alla riunione annuale del parlamento cinese (vedi Focus), ha confermato ufficialmente quanto già emerso nell'ultimo trimestre del 2016, ossia che il controllo del rischio finanziario ritorna ad essere prioritario rispetto all'accelerazione della crescita economica. Sul fronte dell'economia infatti sono **"di primaria importanza"** la **stabilità della crescita** e la **creazione di posti di lavoro**: l'obiettivo di crescita del PIL per il 2017 è rimasto infatti sostanzialmente invariato perché è stato lievemente abbassato "intorno al 6,5%, o più alto se possibile", dall'intervallo di 6,5-7,0% per il 2016 e da un effettivo 6,7%, mentre quello sui nuovi occupati è stato alzato da 10 a 11 milioni. Creare nuovi posti di lavoro e mettere in atto una politica del lavoro più proattiva è infatti descritto come uno degli obiettivi prioritari. Il target sugli investimenti, che nel 2016 è stato disatteso al ribasso per il terzo anno consecutivo, è stato abbassato dal 10% al 9% ma rimane al di sopra della crescita effettiva dell'8,1% raggiunta nel 2016. Sono stati inoltre abbassati gli obiettivi su M2 e sul credito.

Principali obiettivi per il 2017						
		target 2015	effettivo 2015	target 2016	effettivo 2016	target 2017
Variabili macroeconomiche						
PIL	%	~ 7.0	6.9	6.5-7.0	6.7	~6.5
CPI	%	3.0	1.4	3.0	2.0	3.0
M2	%	12.0	13.3	13.0	11.3	12.0
Nuovi occupati	milioni di persone	10.0	13.1	10.0	13.1	11
Tasso disoccupazione urbano	%	4.5	4.1	4.5	4.0	4.5
Investimenti fissi	%	15.0	10.2	10.5	8.1	9.0
Commercio estero	%	6.0	-8.1	-	-6.8	-
Vendite al dettaglio	%	13.0	10.7	11.0	10.4	10.0
Aggregato finanza sociale	%	-	-	13.0	15.6	12.0
Deficit pubblico/PIL	%	2.3	3.4	3.0	3.8	3.0
Capacità produttiva						
acciaio	Milioni di tonnellate				-65	-50
carbone	Milioni di tonnellate				-290	-150
Protezione ambientale						
Intensità energetica	%	-3.1	-5.6	-3.4		-3,4
Carbon dioxide (anidride carbonica)	%	-3.1				-3
Ossido di zolfo (sulfur dioxide)	%	-3				-3
Domanda ossigeno chimico		-2				-2
Emissioni ammoniaca solforosa		-2				-2
Foreste	ettari	666.667		1.000.000		800.000

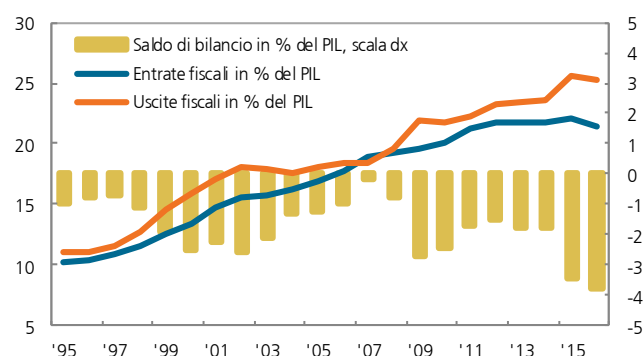
Fonte: Xinhua, CEIC

Il primo ministro ha sottolineato la necessità di essere **estremamente vigili** riguardo all'aumento dei **rischi finanziari**, in particolare quelli relativi ai crediti incagliati, ai default dei titoli, ai finanziamenti alternativi a quelli del sistema bancario e alla finanza on-line, ribadendo che verranno prese tutte le misure necessarie a mitigarli perché il Paese ha "la fiducia, la capacità e i

mezzi per prevenire i rischi sistemici". Il Paese, ha ribadito il primo ministro, "non si può permettere di oltrepassare la linea rossa per quanto riguarda la sicurezza finanziaria, il benessere dei cittadini o la protezione ambientale". Il governo inoltre dovrà porre maggiore attenzione nel guidare le aspettative.

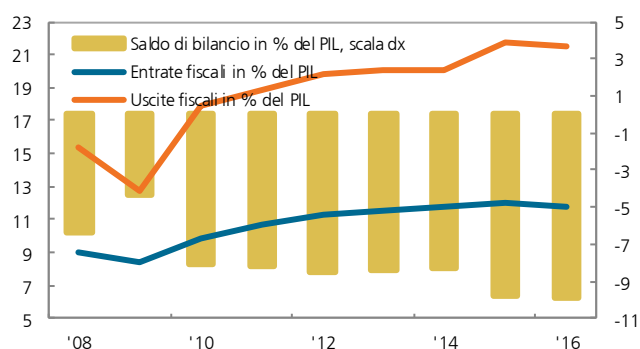
Secondo Li Keqiang, gli sviluppi sul fronte interno e internazionale richiedono al Paese di essere pronti ad affrontare situazioni più "complicate e gravi". Il ministro ha riconfermato il pieno sostegno all'iniziativa One Belt One Road (OBOR) nonché l'impegno della Cina a **facilitare il commercio e gli investimenti internazionali**, ribadendo che la globalizzazione è nell'interesse fondamentale di tutti i paesi in un mondo in cui, invece, la "deglobalizzazione" e il protezionismo stanno crescendo. La Cina è quindi pronta a promuovere la **cooperazione economica** con l'area ASEAN con la modifica dell'accordo quadro già esistente e a concludere i colloqui per la Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) e per far avanzare lo sviluppo di un'area di libero scambio nell'Asia e nel Pacifico. Si sottolinea inoltre di voler velocizzare lo sviluppo della Cina come **economia marittima**.

Andamento del saldo di bilancio pubblico centrale...



Fonte: CEIC

... e di quello dei governi locali



Fonte: CEIC

Per quanto riguarda la **politica fiscale**, definita "proattiva ed efficace", l'obiettivo di deficit di bilancio pubblico per il 2017 è rimasto invariato al 3% del PIL ma è ragionevole aspettarsi che sarà nuovamente disatteso come negli ultimi due anni per attestarsi intorno al 4%. Il saldo di bilancio è previsto a 2380 miliardi di yuan, in aumento di 200 miliardi rispetto al 2015, di cui 1550 del governo centrale e 830 miliardi dei governi locali. Il primo ministro ha comunque ribadito che, mentre in alcune aree la spesa sarà invariata, nei progetti non prioritari dovrà essere ridotta e tagliata per quelli che non stanno dando i frutti desiderati. I trasferimenti generali ai governi locali aumentano del 9,5% (vs 12,2% nel 2016) e dovranno essere principalmente utilizzati per migliorare l'accesso ai servizi pubblici essenziali e per aumentare i sussidi alle regioni in difficoltà economiche. I governi a tutti i livelli amministrativi dovranno tagliare le spese generali per non meno del 5% e non aumentare le spese di rappresentanza. Il premier Li nel discorso di chiusura del Congresso ha ribadito che il governo centrale deve agire da guida nel **ridurre le spese e creare spazio per tagliare le imposte**, misura fondamentale per diminuire i costi delle imprese e aumentarne la competitività, ma anche per aumentare la base fiscale. Recentemente, ad esempio, la NDRC, ha pubblicato le linee guida per imporre un'appropriata tassazione al settore della *sharing economy*. In ogni caso il primo ministro ha assicurato che non ci saranno deviazioni dal programma di apertura agli investitori esteri e ai mercati per favorire le imprese domestiche.

Focus: il programma di lavoro del governo per il 2017

Tra il 5 e il 15 di marzo si è tenuta la consueta **riunione annuale primaverile del parlamento cinese**, il Congresso Nazionale del Popolo, durante la quale vengono presentati il Rapporto sul lavoro del Governo, in cui si valutano i risultati raggiunti nell'anno precedente e si danno gli obiettivi per l'anno successivo, e il Bilancio pubblico. Nei dieci giorni precedenti sono state effettuate **alcune importanti sostituzioni e nuove nomine**, dopo quelle di novembre di Xiao Jie al ministero della finanza e Liu Shiyu alla China Securities Regulatory Commission (CSRC): He Lifeng alla presidenza della National Development and Reform Commission (NDRC), Zhong Shan al ministero del commercio, Zhang Jun al ministero della giustizia, e Guo Shuqin alla guida della China Banking Regulatory Commission (CBRC), tutti considerati dagli analisti molto vicino al presidente Xi Jinping e orientati alle riforme. Sul fronte politico gli interventi, in particolare quello del primo ministro, hanno riaffermato la centralità della figura di **Xi Jinping**, definito come il cuore della leadership, "*core of the leadership*", del partito comunista, definizione che in passato è stata applicata solo a Mao Zedong e Deng Xiaoping, e successivamente a Jiang Zemin ma non a Hu Jintao.

Nel **Rapporto sul lavoro del Governo** le indicazioni di politica economica e fiscale più rilevanti riguardano soprattutto le imprese e gli investimenti, e si collocano nello spirito delle riforme dal lato dell'offerta e di contemporaneo sostegno alla domanda.

Imprese. Il governo prevede di **ridurre il carico fiscale** per le imprese di circa 350 miliardi di yuan e di tagliare le imposte di 200 miliardi. Verranno dimezzate le imposte sul reddito per le piccole imprese con un reddito annuo massimo di 500.000 yuan, limite aumentato rispetto all'attuale di 300.000. Per le piccole e medie imprese produttrici di alte tecnologie la proporzione di spese in Ricerca e Sviluppo deducibile è innalzata dal 50 al 75%. Verranno sospese o abolite 35 tasse amministrative pagate dalle imprese al governo centrale e i governi locali sono incoraggiati a fare altrettanto. Il governo ha inoltre promesso la riduzione dei canoni operativi (*operating fees*) per le imprese, in particolare l'abolizione di quelli raccolti dagli intermediari²¹ non autorizzati e la riduzione di quelli delle imprese che operano nel settore finanziario e del trasporto ferroviario. Saranno inoltre ridotti i contributi pagati dalle imprese per l'assistenza sociale. Alcune di queste misure sono già state proposte dalla NDRC o dal Consiglio di Stato nei mesi precedenti, ad esempio l'eliminazione di alcuni servizi degli intermediari a fine gennaio o il decentramento dell'approvazione di grandi progetti di trasporto ai governi provinciali a febbraio.

Il Primo ministro ha ribadito la volontà di proseguire con la **riforma delle imprese di stato** (State Owned Enterprises, SOE) favorendo la partecipazione mista pubblico-privato in particolare nei settori dell'energia elettrica, del petrolio, del gas, delle ferrovie, dell'aviazione civile, delle telecomunicazioni e della difesa. Sul fronte degli IDE si ribadisce la volontà di ulteriore apertura agli **investitori stranieri**, secondo le linee guida già tracciate a cavallo d'anno dal Consiglio di Stato. Il Governo intende infatti rivedere il catalogo degli investimenti e rendere l'industria dei servizi, il settore minerario e quello manifatturiero più aperti agli investitori stranieri i quali sono incoraggiati ad emettere titoli nel mercato domestico e a prendere parte a progetti nazionali riguardanti la scienza e la tecnologia. Il Governo promette inoltre lo stesso trattamento rispetto agli investitori domestici, compresa la possibilità di godere delle politiche preferenziali dell'iniziativa Made in China 2025, e di agevolazioni finanziarie e fiscali, anche sull'acquisto dei terreni. I governi locali possono adottare politiche ulteriormente preferenziali per attrarre gli investitori ed è prevista l'apertura di 11 zone di libero scambio. Gli investimenti diretti esteri non

²¹ Alcuni grandi progetti devono ricevere l'approvazione governativa o presentare delle certificazioni, come ad esempio quelle di risparmio energetico per gli investimenti fissi. A questo scopo gli imprenditori si devono rivolgere a degli agenti intermediari di servizi, indipendenti o affiliati ai ministeri, con un ulteriore carico di pratiche burocratiche.

finanziari in entrata sono previsti a 126 miliardi di dollari e quelli in uscita a 170, entrambi invariati rispetto al 2016.

Il governo procederà in maniera "attiva" ma "prudente" alla riduzione dell'elevato livello di **indebitamento delle imprese** non finanziarie attraverso la cartolarizzazione delle attività, i debt-to-equity swap, l'aumento delle emissioni azionarie, e l'imposizione di limiti più stringenti all'aumento dell'indebitamento in particolare alle imprese statali.

Si promette ampio sostegno all'implementazione delle iniziative Made in China 2025 e Internet Plus, per promuovere lo sviluppo di un'economia digitale e di un **settore manifatturiero avanzato** e digitalizzato, spostato sempre di più verso la produzione di beni di qualità e di gamma medio/alta. A questo scopo si vuole favorire anche il commercio di beni intermedi e assemblati che servono alle catene produttive di **prodotti di media/alta gamma** e il suo spostamento verso le regioni centrali e occidentali, nonché l'importazione di tecnologie e di componenti avanzati. Riconfermato il sostegno all'innovazione tecnologica e accelerazione dello sviluppo delle industrie emergenti nei settori considerati strategici quali i nuovi materiali, l'intelligenza artificiale, i circuiti integrati, la bio-farmaceutica, le comunicazioni mobili 5G, con lo sviluppo di relativi distretti industriali.

Il governo vuole promuovere il **consumo di servizi** lanciando una serie di progetti pilota e favorendo la partecipazione del settore non governativo alla fornitura di servizi di istruzione, assistenza agli anziani, sanità e altri servizi quali quelli turistici, ricreativi e culturali. Vuole inoltre sostenere lo sviluppo dell'Internet delle cose (*Internet of Things*, IoT), dell'istruzione attraverso le piattaforme elettroniche (*e-learning*), dei servizi di consegna, nonché incoraggiare lo sviluppo integrato dei negozi fisici e delle vendite on-line. Si dà particolare enfasi alla necessità di sostenere il consumo di **prodotti di qualità**, di cui una **maggiore produzione è necessaria in loco**. La produzione di beni per il mercato domestico dovrà avvenire nelle stesse linee produttive e avere gli stessi standard nonché la stessa qualità dei beni destinati all'esportazione, e dovranno essere rafforzate le misure anti-sofisticazione e la protezione dei diritti dei consumatori.

Si sottolinea la necessità di promuovere la **protezione ambientale** e di abbattere ulteriormente l'inquinamento rafforzando l'applicazione della legislazione vigente in materia. Oltre agli obiettivi di abbattimento dei principali inquinanti e del particolato sottile (PM 2,5) il governo intende abbattere quello causato dall'utilizzo del carbone promuovendo sistemi di riscaldamento pulito nelle regioni settentrionali, la sostituzione del riscaldamento a carbone con quello a elettricità o gas per 3 milioni di famiglie, la modernizzazione delle centrali a carbone e l'integrazione dell'energia prodotta da fonti rinnovabili nella rete elettrica.

Infrastrutture. Si prevede una spesa di 800 miliardi di yuan per la costruzione di ferrovie e di 1800 per autostrade e vie d'acqua. Saranno avviati i lavori di 15 grandi progetti di conservazione dell'acqua e di 2000 km di metropolitane. Nel bilancio del governo centrale sono allocati per gli investimenti 507,6 miliardi di yuan in aumento dell'1,5% rispetto al 2016, molto meno del 4,7% del 2015, in quanto il governo sembra essere ottimista sulla partecipazione del settore privato, in particolare ai progetti in partenariato, che però finora non hanno dato i risultati sperati.

Riforma fiscale. Le aliquote dell'IVA verranno ridotte da 4 a 3 e si proseguirà nella riforma fiscale definendo ulteriormente i poteri finanziari e le responsabilità di spesa del governo centrale e dei governi locali, nonché la ripartizione delle entrate fiscali. Abolizione del roaming e delle tariffe di telefonia mobile a lunga distanza, confermata dall'annuncio dei tre principali gestori di telefonia dal prossimo ottobre.

Agricoltura. Riforma del prezzo dell'acqua per uso agricolo, introduzione dell'assicurazione contro le catastrofi, avanzamento della riforma dei diritti di proprietà collettiva. Riduzione delle aree di coltivazione del mais, aumento della produzione agricola di qualità, in particolare del riso e del grano, riduzione del consumo di fertilizzanti, sostegno ai prodotti locali di qualità.

Famiglie. Restauro di 6 milioni di unità abitative popolari, avanzamento della riforma del settore sanitario e dei servizi medici. Sarà avanzata la riforma dell'Hukou, il sistema di registrazione della residenza, con almeno 13 milioni di nuovi residenti urbani registrati come permanenti. Il Governo si propone di abbattere il numero di poveri nelle zone rurali di 10 milioni, compresi 3,4 milioni di persone che dovranno essere spostate da aree insospite. I fondi del governo centrale destinati all'abbattimento della povertà saranno aumentati del 30% e gli interventi si focalizzeranno nel miglioramento delle infrastrutture e dei servizi pubblici, quali istruzione e sanità, e attraverso la promozione di attività produttive locali tipiche e l'esportazione di forza lavoro.

In particolare l'istruzione obbligatoria verrà resa accessibile come servizio pubblico a tutti i residenti urbani permanenti anche privi di registrazione (Hukou) e verranno aumentati i sussidi per l'assicurazione sanitaria di base per le zone rurali e per i residenti urbani senza lavoro e verrà estesa la copertura dell'assicurazione medica a più medicinali. Verrà inoltre migliorata l'assistenza ai bambini figli di lavoratori migranti e verranno innalzate le pensioni minime. Particolare enfasi è data alla necessità di attuare politiche che aumentino l'occupazione, che riallochino il personale ex militare e che risolvano il problema dei ritardi di pagamento degli stipendi per i lavoratori migranti, che finora ha riguardato principalmente i settori in sovracapacità o le costruzioni ma ci sono evidenze che testimoniano l'estensione anche ai settori della "nuova economia" come i servizi²².

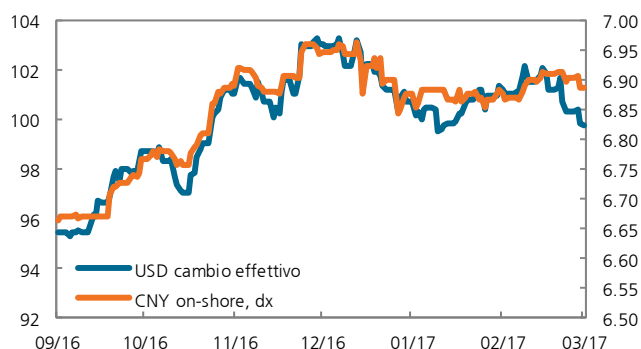
Settore finanziario. Il settore bancario dovrà sostenere maggiormente le piccole e medie imprese e la modernizzazione del settore agricolo e delle aree rurali. Si procederà nella riforma del mercato dei capitali, nello sviluppo della borsa ChiNext e delle borse regionali. A fine febbraio la CSRC ha annunciato di voler innalzare il tetto alla partecipazione nelle società di intermediazione mobiliare per gli investitori stranieri, ora al 49%.

Politica monetaria e cambio

Per quanto riguarda l'**apertura finanziaria, il cambio e la politica monetaria** è stata rilevante la conferenza stampa del governatore della PBOC (People's Bank of China) Zhou Xiaochuan alla fine dei lavori del parlamento. Il Governatore ha ribadito, ancora una volta, che non ci sono ragioni per un deprezzamento forte dello yuan o per una svalutazione competitiva e ha attribuito la debolezza del cambio nel 2016 ai flussi di investimenti in uscita dalla Cina e alla forza del dollaro, riaffermando che la moneta ritornerà ad essere stabile, supportata dalla fiducia degli investitori nelle prospettive di crescita del Paese. Secondo il Governatore le riserve sono molto ampie e un loro calo non sarebbe una cosa negativa, il cambio sarà sempre più governato dalle forze del mercato in un regime di fluttuazione controllata ma le Autorità continueranno a supportare la stabilità dello yuan. Zhou ha, inoltre, difeso le linee guida per gli investimenti esteri in uscita perché necessarie a limitare la speculazione e l'irrazionalità di alcuni investimenti, quali quelli nell'industria dello sport e dello spettacolo, perché non portano vantaggi all'economia domestica e sono poi anche mal accettati all'estero.

²² Hudson Lockett: "China Labour unrest spreads to *new economy*", Financial Times, 2 February 2017.

USD/CNY e USD cambio effettivo



Fonte: Bloomberg

CNY cambio effettivo



N.B. 31.12.2014=100. Fonte: Bloomberg, CFETS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il **cambio CNY/USD** dopo aver toccato un massimo a 6,96 a inizio di gennaio, è tornato ad apprezzarsi scendendo fino a 6,84 a metà mese, per poi risalire, in linea con l'andamento del cambio effettivo del dollaro. Al contrario lo yuan, in termini di cambio effettivo nominale, è rimasto sostanzialmente stabile in area 97 da ottobre. Da inizio gennaio il numero di valute comprese nel paniere²³ è stato allargato da 13 a 24, con l'abbassamento dei pesi di dollaro, euro e yen, e con l'entrata di altre valute come ad esempio il won coreano, che ha il peso più alto (11%) tra i nuovi entrati e appena al di sotto dello yen (12%), seguito dal rand sudafricano, dal peso messicano, dal ryal e dal dirham, con quote di ca. il 2% e da ultimi alcuni paesi dell'est e nord Europa e la lira turca con quote di ca. l'1%. L'allargamento del paniere conferma la volontà delle Autorità di puntare alla stabilità del cambio effettivo. **Manteniamo quindi il nostro scenario di contenuto deprezzamento dello yuan rispetto al dollaro.**

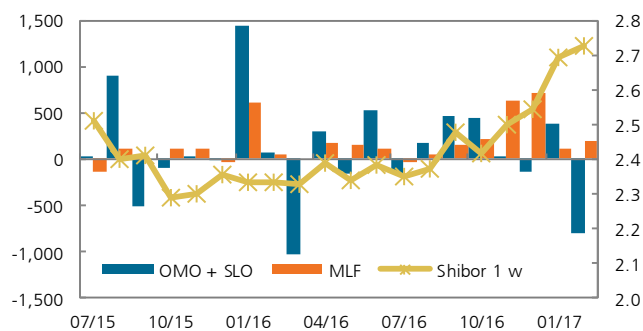
Riguardo all'**apertura del conto dei capitali**, Zhou ha ribadito che verrà ulteriormente aperto il mercato delle obbligazioni in maniera graduale, senza rincorrere l'inclusione negli indici internazionali. Quest'ultima ha comunque ricevuto un piccolo impulso con la **recente inclusione di titoli onshore in alcuni indici obbligazionari**²⁴, favorita anche dalla concessione agli investitori stranieri qualificati di partecipare al mercato dei derivati di cambio a fini di copertura del rischio cambio per gli investimenti nel mercato interbancario delle obbligazioni a partire da fine febbraio. L'inclusione riguarda comunque una quota contenuta di titoli e ancora non riguarda gli indici globali per la quale saranno necessarie maggiori garanzie sulla possibilità effettiva di rimpatrio dei capitali, alla luce dei recenti controlli introdotti. L'interesse degli investitori internazionali sta comunque crescendo. **Il mercato onshore dei titoli obbligazionari è il terzo più grande al mondo** dopo USA e Giappone e a fine 2016 aveva un circolante pari a 63,7 trilioni di yuan (ca. 9,3 trilioni di dollari). Secondo le dichiarazioni della SAFE (State Administration of Foreign Exchange) gli investitori stranieri detenevano 870 miliardi di yuan di titoli a fine 2016, solo l'1,4% del totale, ma in aumento del 10,6% rispetto al 2015. Il premier ha inoltre annunciato la prossima creazione di un **programma Bond Connect**, simile a quelli esistenti per il

²³ Ricordiamo che a fine 2015 la PBOC ha annunciato la pubblicazione di un indice di cambio effettivo basato su un paniere di 13 valute in linea con la pratica internazionale delle altre banche centrali per fornire una migliore indicazione ai mercati rispetto al cambio CNY/USD.

²⁴ All'inizio di marzo Bloomberg ha annunciato l'inclusione di titoli denominati in CNY (titoli governativi e delle banche di stato) in due nuovi indici Barclays di reddito fisso, il Global Aggregate + China Index (peso della Cina sul totale dell'indice 5,31%, quarto dopo dollaro, euro e yen) e l'Emerging Market Local Currency Government + China Index (peso della Cina 39,10%), e l'aggiornamento del China Aggregate Index, introdotto nel 2004. A una settimana di distanza è seguito l'annuncio di Citigroup di voler includere dei titoli cinesi onshore nei suoi tre indici di titoli governativi emergenti e regionali, l'Emerging Markets Government Bond Index (EMGBI), l'Asian Government Bond Index (AGBI), e l'Asia Pacific Government Bond Index (APGBI). Citigroup ha inoltre annunciato che costruirà due nuovi indici, l'EMGBI-Capped e l'AGBI-Capped, che impongono dei massimi ai pesi dei paesi.

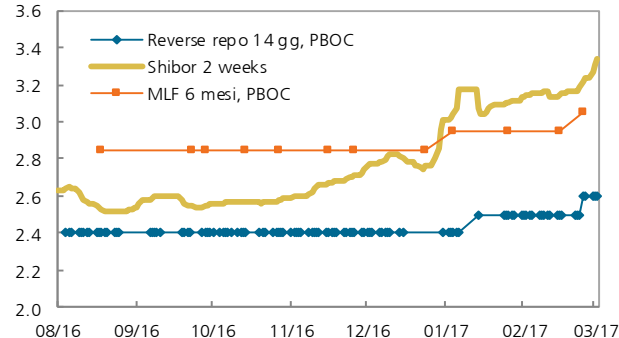
mercato azionario, che permetterà agli investitori stranieri di acquistare titoli *onshore* attraverso una piattaforma in Hong Kong.

La PBOC riduce le emissioni nette di liquidità (miliardi CNY) ...



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

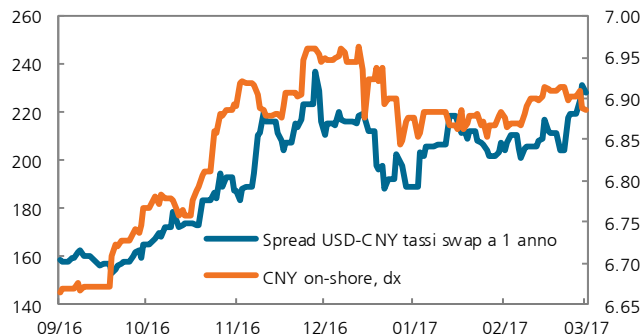
... e riaggusta i tassi nelle operazioni di rifinanziamento



Fonte: CEIC, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

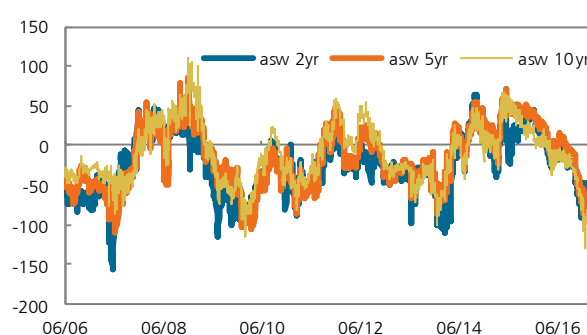
All'interno del Rapporto sul Lavoro del Governo la *stance* di **politica monetaria** è stata definita "prudente" e, per la prima volta, "neutrale". Il Governatore della PBOC ha poi sottolineato che un allentamento eccessivo è altrettanto dannoso di una restrizione eccessiva, perché può favorire l'inflazione anche delle attività finanziarie, nonché è in contrasto con le politiche di riforma dal lato dell'offerta, perché incentiva le imprese a rinviare le necessarie ristrutturazioni. Il vice governatore Yi Gang ha poi aggiunto che bisogna stabilizzare il debito (*leverage*) prima di poter cominciare a ridurlo. Il segnale, che già era arrivato sul mercato nei mesi a cavallo d'anno, è dunque di una **politica monetaria meno accomodante** rispetto agli ultimi due anni. I tassi sul mercato monetario, infatti, hanno iniziato a salire da fine novembre ma il rialzo stagionale tra fine anno e le festività del capodanno cinese non è poi più rientrato e, diversamente dagli ultimi due anni, la PBOC non ha immesso grandi quantità di liquidità a cavallo d'anno. Mentre i rialzi sulle scadenze tra l'overnight e la settimana sono stati di circa 10-15pb tra l'inizio di dicembre e metà marzo, quelli sulle scadenze tra 1 mese e 3 mesi sono stati di ca.130pb. La PBOC infatti ha cominciato ad agire sulle quantità, riducendo le emissioni di liquidità a breve termine con le operazioni di mercato aperto fin da novembre e successivamente quelle della finestra a lungo termine. A gennaio la Banca centrale ha poi alzato i tassi sulle operazioni di rifinanziamento a breve termine di 10pb, seguiti da altri 10pb il 16 marzo anche sulle operazioni a medio-lungo. Il Governatore ha poi dichiarato che non bisogna sovra-interpretare questo tipo di interventi che dipendono dalle condizioni di mercato e che non precludono a un rialzo dei tassi benchmark.

Differenziale di tasso USA e Cina e cambio USD/CNY



Fonte: Bloomberg

Si allargano gli ASW spread



N.B. Tassi governativi - tassi swap. Fonte: Bloomberg

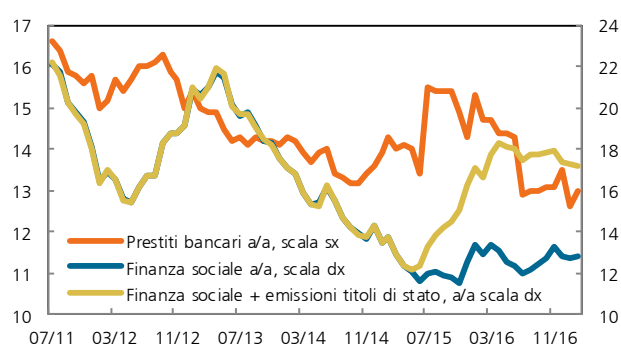
Secondo notizie di stampa, nella seconda metà di dicembre la CBRC avrebbe ordinato alle banche di differenziare la propria politica di credito verso le imprese in sovracapacità, limitando i prestiti alle attività di M&A per favorire la razionalizzazione dei settori dell'acciaio e del carbone. A fine gennaio inoltre, la PBOC avrebbe imposto alle banche di limitare il credito nel primo

trimestre del 2017, in particolare i mutui, evitando una crescita superiore a quella del 4° trimestre 2016. Zhou ha poi parlato del lavoro coordinato tra le varie Autorità di regolamentazione finanziaria necessario a regolamentare il mercato dei prodotti di gestione del risparmio. Su questo è già pronta la bozza di regolamento che mira a rendere chiaro ai risparmiatori che i prodotti non godono di garanzia governativa, a impedire alle istituzioni finanziarie di investire i proventi da tali prodotti in classi di attività non standard nonché a imporre un accantonamento obbligatorio pari al 10%.

Il nuovo credito bancario è sceso dell'1,1% a/a nei primi due mesi dell'anno, rispetto alla crescita del 7,9% dell'intero 2016. La crescita dello stock di credito a 13,0% a/a è stata marginalmente inferiore a dicembre (13,5%) ma sostanzialmente stabile rispetto ai mesi autunnali. Continua il trend positivo dei prestiti alle famiglie, in particolare dei mutui (+36% a/a), mentre rallenta marginalmente lo stock di credito alle imprese anche se solo a causa della componente a breve termine. Si registra infatti una moderata riaccelerazione dei prestiti a medio lungo termine alle imprese (+13,3%) rispetto ai minimi di ottobre (+11%). Lo stock dell'aggregato della finanza sociale registra una crescita stabile a 12,8% a/a nonostante il flusso sia rallentato nei primi due mesi dell'anno a 13,0% a/a da 15,6% dell'intero 2016.

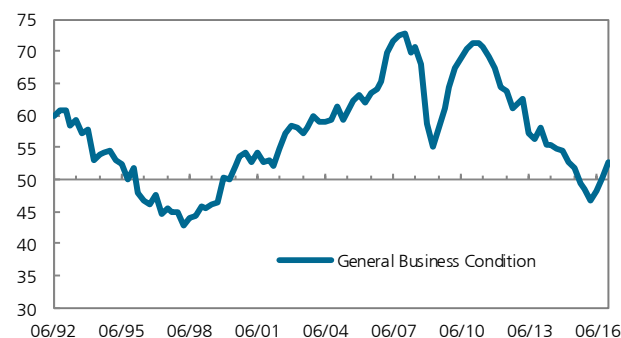
Riteniamo che la Banca centrale continuerà, insieme agli altri regolatori (CBRC, CSRC, CIRC) a regolamentare le varie tipologie di credito e i mercati finanziari e mantenga una **stance marginalmente restrittiva per stabilizzare la crescita del credito e limitare i rischi finanziari**, allo stesso tempo contenendo i rischi al rialzo sull'inflazione provenienti dall'aumento dei prezzi delle materie prime e limitando il potenziale di deprezzamento del cambio, su cui comunque influiscono di più i controlli ai flussi di capitale. Ci aspettiamo comunque che il grado di normalizzazione della politica monetaria dipenderà molto dall'evoluzione del mercato. In assenza di problemi di liquidità o di reazione troppo brusca dei mercati, come fu quella del 2015, ci aspettiamo pertanto che la **PBOC proceda ad altri rialzi delle operazioni di rifinanziamento nel corso dell'anno per complessivi 50pb**, senza necessariamente toccare i tassi benchmark, che nel lungo termine dovranno essere sostituiti da un tasso target o da un corridoio di tassi come nell'intenzione espressa dalla PBOC a inizio 2016.

La dinamica del credito è stabile



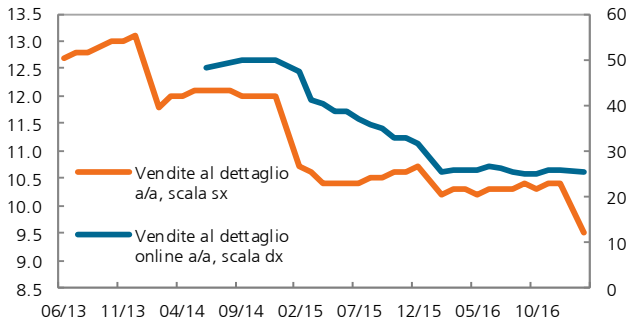
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La fiducia delle imprese migliora



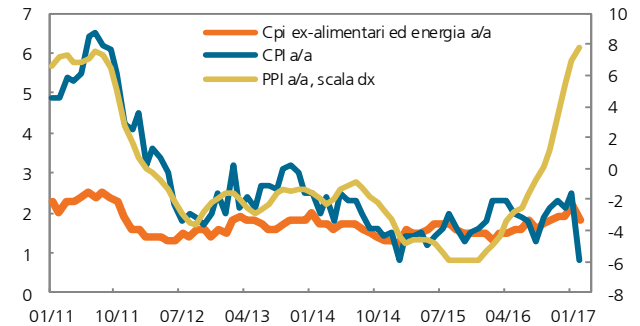
Fonte: Industrial Enterprise Survey PBOC da CEIC

Vendite al dettaglio nominali



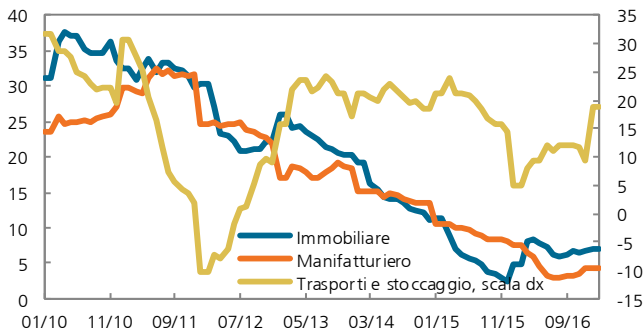
Fonte: CEIC

Inflazione



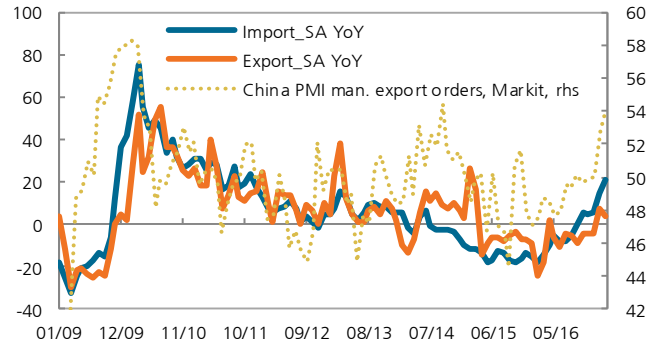
Fonte: CEIC

Investimenti nominali



Fonte: CEIC

Commercio estero



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

India: crescita elevata e rischi al rialzo sull'inflazione modificano la stance di politica monetaria

Silvia Guizzo

- Nonostante le attese di frenata per l'effetto della manovra di demonetizzazione, secondo le stime preliminari il PIL è comunque salito del 7% nel 4° trimestre del 2016, solo in modesto rallentamento dal 7,4% del 3° trimestre. Il 2016 si è chiuso con una crescita del 7,5%, invariata sul 2015, sostenuta dai consumi privati, dalla spesa pubblica, e da un marginale contributo positivo del canale estero, che hanno compensato la contrazione degli investimenti.
- La tenuta delle aspettative dei consumatori e il miglioramento degli ordini tra gennaio e febbraio ci inducono a pensare che l'impatto della manovra di demonetizzazione sui consumi e sul settore dei servizi sia temporaneo, limitato in prevalenza al 4° trimestre e, in misura minore, al 1° trimestre 2017. Nonostante ciò, data la revisione al rialzo della serie storica del PIL, manteniamo la stima della crescita a 7,5% a/a per il 2016.
- Il ministro delle finanze Jaitley ha presentato il bilancio pubblico per l'AF 2017-18 il primo febbraio, confermando il sentiero di consolidamento dei conti seppur con minore velocità (obiettivo di deficit al 3,2% del PIL e al 3% per l'anno fiscale successivo), e continuando a puntare sugli investimenti in infrastrutture, nell'aumento della spesa sanitaria e nello sviluppo delle zone rurali e più povere. La dinamica dei consumi dovrebbe rimanere solida nel resto dell'anno supportata dal buon andamento del settore agricolo e del mercato del lavoro. Al contempo, il profilo degli investimenti dovrebbe continuare in un sentiero di modesto recupero, sostenuto in particolare dagli investimenti pubblici e da una politica monetaria neutrale. Tenendo conto delle revisioni al rialzo del profilo di crescita del PIL nel 2015 e di un possibile 4° trimestre del 2016 più basso delle attese, manteniamo le nostre previsioni di crescita del PIL a 7,2% nell'anno solare 2017, con una lieve accelerazione a 7,4% nel 2018.
- Nonostante la persistenza dell'inflazione core, l'inflazione totale dovrebbe rimanere contenuta e in linea con gli obiettivi della RBI, anche se in aumento nella seconda parte dell'anno fino a superare il 5% a fine 2017. Un effetto base favorevole per gran parte dell'anno dovrebbe parzialmente compensare un moderato recupero dei prezzi degli alimentari e del prezzo dei carburanti, portando l'inflazione dei prezzi al consumo in media annua dal 4,9% del 2016 al 4,0% nel 2017 per risalire poi al 4,7% nel 2018. La mancata discesa dell'inflazione core e le prospettive di rimbalzo della crescita hanno indotto la RBI a modificare la stance di politica monetaria da accomodante a neutrale al recente meeting di febbraio, assumendo un atteggiamento di attesa per valutare gli effetti della monetizzazione sul profilo d'inflazione e sull'output gap. Riteniamo pertanto che non ci siano più margini per un eventuale taglio dei tassi che ci attendevamo nel primo semestre, e che la RBI manterrà i tassi fermi nel resto dell'anno.

Previsioni	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIL (prezzi costanti)	5.5	6.2	6.9	7.5	7.5	7.2	7.4
Consumi privati	6.7	5.7	7.4	6.2	7.7	6.1	7.5
Consumi pubblici	4.6	2.2	7.1	1.4	13.9	6	14
Investimenti fissi	2.3	7.4	0.9	7.6	-1.5	3.7	5.6
Esportazioni	10	4.4	7.1	-6.3	0.6	3.8	7.6
Importazioni	11.3	-6	0.5	-6.3	-1.9	4.5	4.3
Produzione industriale	0.7	0.6	1.8	3.2	0.3	1.4	5.4
Inflazione (CPI)	9.4	9.9	6.6	4.9	4.9	4.0	4.7
Tasso di disoccupazione (%)	5.6	5.6	5.6	5.5	5.4	5.5	5.5
Salari medi	19.3	11.1	10.8	10.4	10.3	9.9	9.8
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.3	9.1	8	7.2	6.6	7
Cambio USD/INR (media)	53.47	58.57	61.04	64.15	67.21	65.90	62.80
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-4893.2	-2779.6	-1661.2	-1450.6	-1648.7	-4675.6	-3581.2
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-5.1	-2.5	-1.4	-1.1	-1.1	-2.8	-1.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-5.5	-4.3	-3.4	-3.7	-3.3	-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

Economia reale e inflazione

Nonostante le attese di frenata per l'effetto della manovra di demonetizzazione, secondo le stime preliminari dell'Ufficio Centrale di Statistica (CSO) **il PIL è comunque salito del 7% nel 4° trimestre del 2016**, solo in modesto rallentamento dal 7,4% del 3° trimestre (rivisto al rialzo da un 7,3%). Le revisioni (gennaio e febbraio) al rialzo della serie storica del PIL, che hanno riguardato i dati fino al 2012, hanno abbassato la crescita nel 2014 dal 7% a/a al 6,9% a/a e l'hanno alzata nel 2015 dal 7,2% a/a al 7,5% a/a. **Il 2016 si è chiuso così con una crescita del 7,5%, invariata sul 2015**, sostenuta dai consumi privati, dalla spesa pubblica, e da un marginale contributo positivo del canale estero, che hanno compensato la contrazione degli investimenti. In termini di valore aggiunto il PIL è invece salito del 7,1% nel 2016 da un 7,3% nel 2015. La crescita tendenziale è progressivamente rallentata durante l'anno fino a 6,6% nel 4° trimestre, spinta al ribasso dalla decelerazione dei servizi e dell'industria ma sostenuta dalla rimonta del settore agricolo.

La dinamica della **produzione industriale** è migliorata negli ultimi tre mesi fino a 2,7% 3m a/a in gennaio, grazie al rimbalzo della produzione dei beni capitali, mentre al netto di questi ultimi è rimasta fragile, trinata al ribasso dalla contrazione nel comparto dei beni intermedi e di consumo. Il miglioramento dell'indice PMI manifatturiero, risalito a 50,7 a febbraio dal minimo di 49,6 a dicembre, prefigura però una ripresa nei prossimi mesi, confortata anche dall'aumento degli ordini, in particolare interni. L'andamento della produzione dell'industria pesante resta migliore sostenuto dalla produzione dell'energia e del cemento. L'utilizzo della capacità produttiva è ritornato sui livelli di novembre.

Dopo tre trimestri di variazioni tendenziali negative la dinamica degli **investimenti fissi** è tornata in territorio positivo nel 4° trimestre (3,5% a/a, e stimiamo dello 0,9% t/t destagionalizzato), anche se in parte sostenuta da un forte effetto base favorevole. Un segnale positivo viene dai progetti di investimenti industriali presentati al Ministero dell'Industria che nel 2016 sono saliti del 14,3% in numero vs. 8,3% dell'anno precedente e, dopo anni di cali tendenziali, sono saliti anche in valore, registrando un aumento del 33,1% a/a. La **fiducia delle imprese** nell'indagine della RBI è però scesa nel 4° trimestre, sia nella valutazione della situazione corrente, arrivata poco al di sopra dei minimi del 2015, sia nelle aspettative per il trimestre successivo, scese ancora più marcatamente nell'indagine *Dun&Bradstreet*. Il calo delle aspettative sugli ordini è stato però poi sconfessato dall'aumento della componente ordini del PMI tra dicembre e febbraio che ha riguardato sia il settore manifatturiero sia quello dei servizi. L'indagine della RBI registra anche un peggioramento delle condizioni finanziarie per il settore manifatturiero nel 4° trimestre con attese stabili per il primo trimestre, corroborate dalla frenata del credito all'industria, sceso del 5,1% a/a a gennaio. L'aumento dei crediti incagliati e i problemi di ricapitalizzazione delle banche indiane prefigurano ancora un sentiero di rallentamento del credito. Le prospettive di ripresa degli investimenti rimangono quindi ancora deboli anche se la ripresa degli investimenti pubblici e delle importazioni di macchinari puntano a una modesta riaccelerazione nel corso del 2017.

La dinamica del **settore dei servizi** è rallentata nel 4° trimestre a 6,8% a/a da 8,2% a/a nel trimestre precedente a causa del rallentamento nel comparto dei servizi finanziari, immobiliari e dei servizi alle imprese, mentre sono lievemente accelerati gli altri comparti. Gli afflussi di turisti continuano a registrare un buon andamento (+14,3% 3m a/a in febbraio) e le sottoscrizioni di telefoni cellulari sono tornate ad accelerare. Il PMI dei servizi, dopo 3 mesi al di sotto di 50, è tornato poco al di sopra in febbraio.

Prosegue il miglioramento del **commercio estero**, sostenuto in parte dall'aumento del prezzo del petrolio, che ha fatto schizzare l'import di greggio del 60% a/a in febbraio. Da novembre è ritornata comunque in territorio positivo anche la dinamica delle **importazioni** al netto del

petrolio (+3,1% 3m a/a in febbraio), favorite anche dall'apprezzamento del cambio (+3,5% da giugno il cambio effettivo nominale). L'andamento sostenuto delle importazioni di macchinari (24,5% 3m a/a in febbraio; +7,2% i macchinari elettronici) resta un segnale confortante per una ripresa degli investimenti. Le **esportazioni** al netto del petrolio salgono del 2,8% 3m a/a in gennaio dal 5,3% in novembre in linea con il rallentamento degli ordini esteri che hanno registrato un minimo a fine anno.

I **consumi privati** hanno registrato un balzo del 10,5% a/a nel 4° trimestre. La fiducia dei consumatori è scesa lievemente nel 4° trimestre riportandosi poco al di sotto del 4° trimestre 2015 ma le aspettative sono salite ai massimi della serie. Le vendite di automobili hanno registrato un calo (-7,0% 3m a/a in febbraio) guidato dal comparto dei veicoli a tre ruote usati nelle zone agricole, verosimilmente più colpite dalla manovra di demonetizzazione. Il traffico passeggeri domestico continua però ad essere sostenuto (+25,6% a/a in gennaio) prefigurando una buona dinamica dei consumi anche nel prossimo trimestre.

La tenuta delle aspettative dei consumatori e il miglioramento degli ordini tra gennaio e febbraio ci inducono però a pensare che **l'impatto della manovra di demonetizzazione sui consumi e sul settore dei servizi sia temporaneo, limitato in prevalenza al 4° trimestre e, in misura minore, al 1° trimestre 2017**. Riteniamo possibili revisioni al ribasso sui dati del 4° trimestre nella seconda pubblicazione dei dati nazionali prevista a maggio, quando verranno meglio incorporate le stime dei settori informali, in particolare il commercio al dettaglio, maggiormente colpito dagli effetti della demonetizzazione. Nonostante ciò, data la revisione al rialzo della serie storica del PIL, **manteniamo la stima della crescita annua a 7,5% per il 2017**.

La dinamica dei consumi dovrebbe rimanere solida nel resto dell'anno supportata dal buon andamento del settore agricolo e del mercato del lavoro. Al contempo il profilo degli investimenti dovrebbe continuare in un sentiero di modesto recupero, sostenuto in particolare dagli investimenti pubblici e da una politica monetaria neutrale. Tenendo conto delle revisioni al rialzo del profilo di crescita del PIL nel 2015 e di un possibile 4° trimestre del 2016 più basso delle attese, **manteniamo le nostre previsioni di crescita del PIL a 7,2% nell'anno solare 2017, con una lieve accelerazione a 7,4% nel 2018**. La crescita per l'AF 2016-17 (anno fiscale 2016-17; aprile – marzo) è stimata a 6,8% e prevista in accelerazione a 7,4% nell' AF 2017-18.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo è **progressivamente scesa** nell'ultima parte del 2016 **fino a un minimo di 3,2% a/a in gennaio**, grazie al calo dei prezzi degli alimentari, esacerbato dalla demonetizzazione. L'inflazione è poi **risalita a 3,7% in febbraio**, riportandosi poco al di sotto di novembre, a causa di un effetto base sfavorevole e di un rimbalzo dei prezzi dei carburanti. L'inflazione *core*, stabile tra 4,9% e 5% da settembre, è scesa solo a 4,8% a febbraio a causa di un effetto base favorevole. Mentre il comparto dell'abbigliamento registra un rallentamento dei prezzi, la dinamica dei prezzi in alcuni comparti dei servizi (trasporti, istruzione) rimane in aumento e rende difficile una discesa più marcata. È in sensibile aumento anche l'inflazione dei prezzi all'ingrosso (+6,5% a/a) sostenuta dagli aumenti dei prezzi dei carburanti e dell'elettricità. Ci aspettiamo che l'inflazione continui a salire nella seconda parte dell'anno fino a superare il 5% a fine 2017 ma non in media annua, anche a causa di un punto di partenza più basso delle nostre attese. Un effetto base favorevole per gran parte dell'anno dovrebbe parzialmente compensare un moderato recupero dei prezzi degli alimentari e del prezzo dei carburanti, portando l'inflazione dei prezzi al consumo dal 4,9% del 2016 **al 4,0% nel 2017 e al 4,7% nel 2018**.

Politica economica e fiscale

Il partito Bharatiya Janata ha vinto le elezioni locali in 4 dei cinque stati in cui si sono svolte (Uttar Pradesh – lo stato più grande dell'India – Uttarakhand, Manipur, e Goa, mentre è stato

sconfitto nel Punjab), rafforzando così la posizione della coalizione di governo (National Democratic Alliance) al senato (camera alta, Rajya Saba). Il partito Bharatiya Janata, inoltre, insieme ai partiti regionali, controlla ora 17 dei 29 stati e due territori, ed ha quindi maggiore margine per continuare a portare avanti il programma di riforme strutturali del primo ministro Modi.

Il ministro delle finanze Arun Jaitley ha presentato il **bilancio pubblico per l'AF 2017-18** il primo febbraio, **confermando il sentiero di consolidamento dei conti**, seppur con minore velocità, e continuando a puntare sugli **investimenti in infrastrutture** all'insegna del motto "Trasformare, Energizzare e pulire l'India" (*Transform, Energize and Clean India*, TEC India). **L'obiettivo del deficit per l'AF 2017-18** è stato posto **al 3,2%** procrastinando l'obiettivo del 3% all'AF 2018-19. L'obiettivo di deficit al 3,2% è invariato rispetto alle ultime stime per AF 2016-17, migliorate rispetto al 3,5% previsto inizialmente dal governo grazie a entrate maggiori delle attese (+19,1% rispetto all'AF 2015-16). Il governo prevede per l'AF 2017-18 un aumento delle entrate e delle spese del 6,6% a/a, entrambe in rallentamento rispetto all'AF 2015-16. Le spese in conto capitale sono previste in aumento del 10,7%, sostanzialmente invariato rispetto al precedente anno fiscale e la maggior parte delle spese sono concentrate nelle **infrastrutture, nella sanità e nello sviluppo delle zone rurali e più povere**. Gli aumenti maggiori vanno alle infrastrutture ferroviarie e alle autostrade. Sono inoltre stanziati altri 100 miliardi di rupie per la ricapitalizzazione delle banche pubbliche, importo minore rispetto ai 250 miliardi stanziati nel bilancio dello scorso anno fiscale.

Politica monetaria e cambio

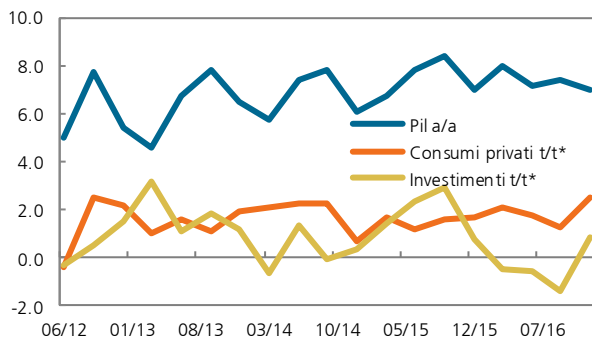
La manovra di demonetizzazione ha provocato un crollo di M1 fino a un massimo del 18,7% a/a in dicembre da tassi di crescita positivi e superiori al 15% nei mesi precedenti, e un moderato rallentamento di M3, dal 10,9% a/a in ottobre a un minimo di 6,4% a/a a gennaio. Entrambi gli aggregati stanno gradualmente recuperando, con il calo di M1 ridotto al 7,7% a/a nella prima settimana di marzo e con aumento del 7% di M3. La crescita del credito totale al settore non agroalimentare è ulteriormente rallentata fino a un minimo di 3,5% a/a a marzo. La RBI ha comunque continuato a fornire liquidità ai mercati senza creare tensioni sul mercato monetario.

La **Reserve Bank of India (RBI)** si aspetta un'inflazione nel *range* 4-4,5% tra il 2° e il 3° trimestre dell'anno e tra 4,5% e 5% a cavallo d'anno, ma nella riunione di febbraio ha sottolineato i rischi al rialzo derivanti dall'inerzia dell'inflazione *core*. A questi si aggiungono quelli provenienti da un aumento maggiore delle attese del prezzo del greggio, da un possibile deprezzamento del cambio in caso di aumento dell'avversione al rischio nei mercati finanziari, e dagli effetti delle indennità per l'affitto della casa concesse in base alla VII^a Commissione per i Salari (*7th Pay Commission*) che non sono ancora state incorporate nel profilo d'inflazione. La RBI si aspetta, inoltre, che la crescita rimbalzi nel corso dell'anno portandosi a 7,4% nell'AF 2017-18 da 6,9% nell'AF 2016-17, sostanzialmente in linea con le nostre attese. Dato questo scenario e la mancata discesa dell'inflazione *core* la RBI **ha modificato la *stance* di politica monetaria da accomodante a neutrale** nella riunione di febbraio, assumendo un atteggiamento di attesa per valutare gli effetti della monetizzazione sul profilo d'inflazione e sull'output gap. Riteniamo pertanto che non ci siano più margini per un eventuale taglio dei tassi che ci attendevamo nel primo semestre, e che **la RBI manterrà il tasso di riferimento fermo al 6,25% nel resto dell'anno**.

La **rupia** ha retto bene all'apprezzamento generale del dollaro. Il cambio USD/INR dopo un massimo a 68,77 a fine novembre si è apprezzato fino a raggiungere 65 a metà marzo (+3,5% dall'inizio di gennaio a metà marzo) sostenuto dalla modifica della *stance* di politica monetaria della RBI, dalla buona performance dei dati macroeconomici, dal risultato brillante del partito del presidente Modi alle elezioni locali e, recentemente, dal ritracciamento del dollaro. I flussi di investimento netti in entrata degli investitori istituzionali, negativi fino a gennaio, sono balzati in

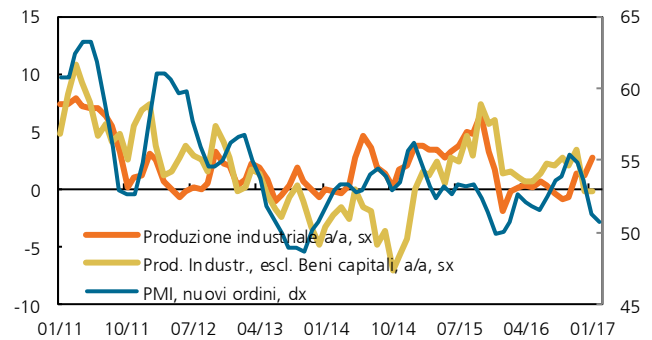
territorio positivo a febbraio a 158,6 miliardi di rupie, e poi più che raddoppiati a 326 miliardi nei primi 20 giorni di marzo. La Rupia resta supportata dalle buone prospettive di crescita dell'economia indiana e da una RBI neutrale. Ribadiamo inoltre che il **miglioramento dei deficit gemelli e della posizione esterna dell'India** rispetto agli anni passati **continueranno a supportare il cambio limitando il potenziale di deprezzamento** in caso di ulteriore revisione al rialzo delle aspettative sui rialzi Fed.

Fig. 1 – La crescita resta al di sopra del 7% sostenuta dai consumi



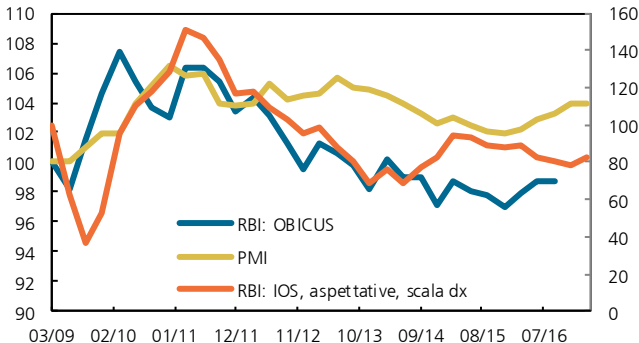
* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Fig. 2 – La dinamica della produzione industriale migliora per il comparto dei beni capitali



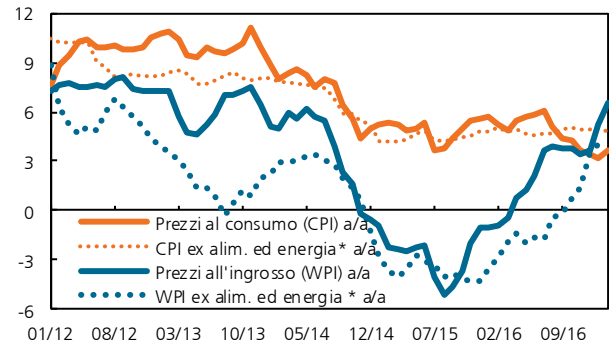
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 – Utilizzo della capacità produttiva*



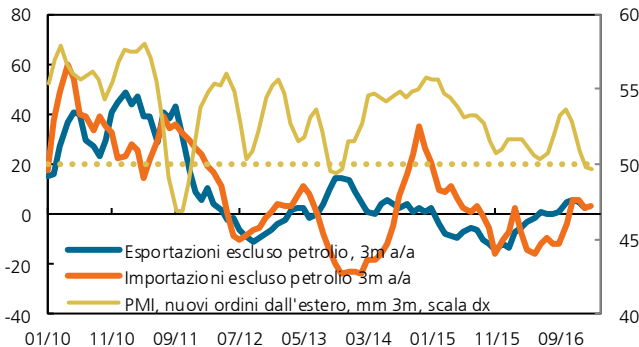
Nota: (*) media mobile 4 trimestri. 1 trim. 2009=100. Fonte: Reserve Bank of India da CEIC, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – L'inflazione core non scende



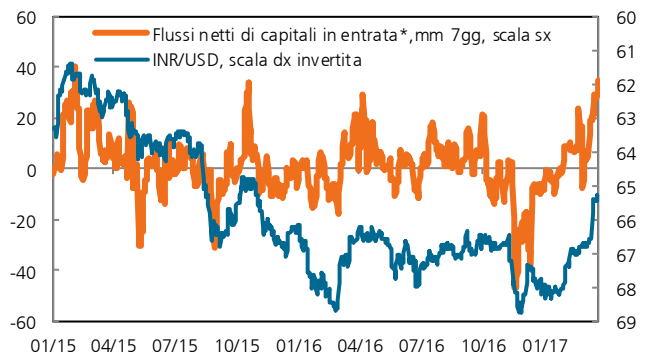
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 – Migliora il commercio estero



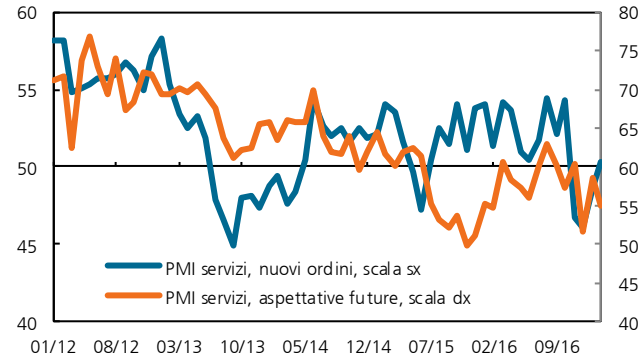
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La rupia recupera dai minimi di novembre



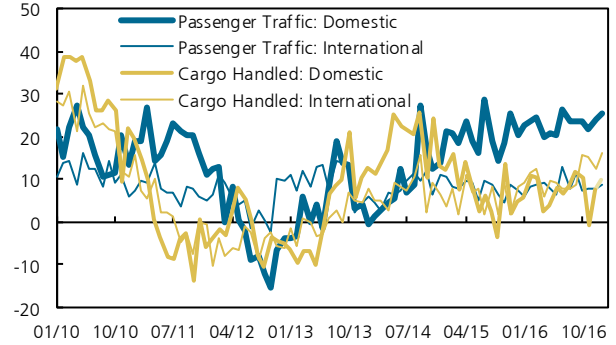
Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Fig. 7 – Servizi: gli ordini migliorano dopo il crollo di dicembre



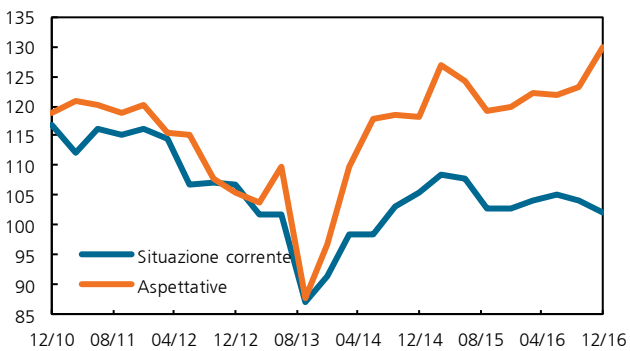
Fonte: Markit

Fig. 8 – Traffico passeggeri e cargo



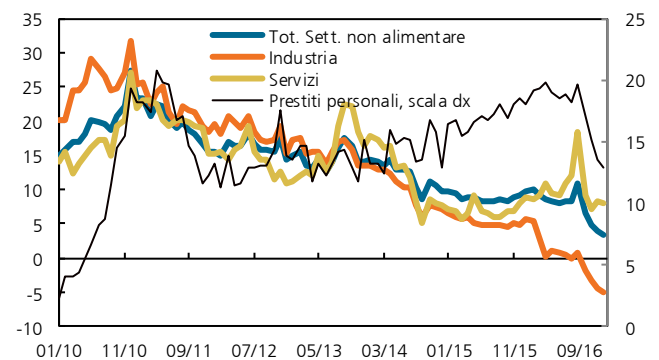
Fonte: CEIC

Fig. 9 – Fiducia dei consumatori



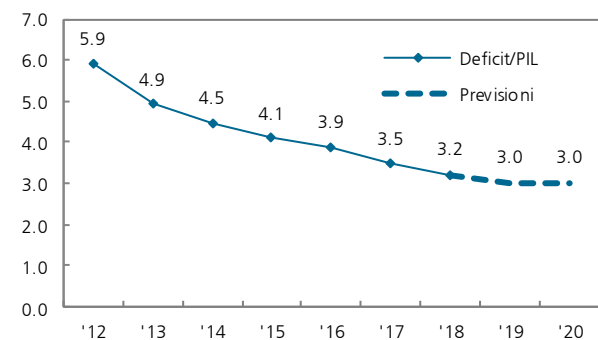
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

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



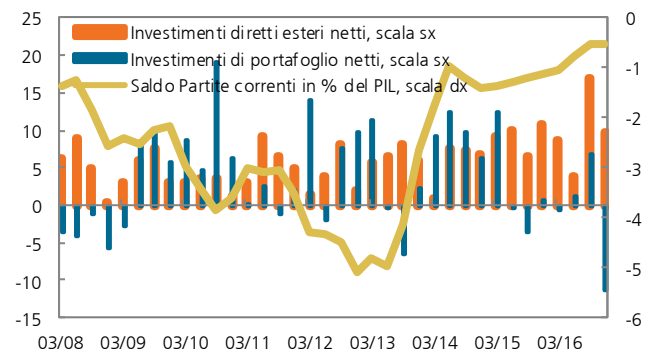
Fonte: CEIC

Fig. 11 – Conti pubblici (%)



Fonte: CEIC, Ministry of Finance

Fig. 12 – Partite correnti



Nota: scala sinistra in miliardi di USD. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercati valutari: lo slancio del dollaro si ridimensiona (correttamente)

Dollaro: eventuale rafforzamento legato alla revisione delle aspettative sui tassi 2018

Il 2016 si era chiuso con un ampio apprezzamento del dollaro, sull'aspettativa che la vittoria di Trump avrebbe significato l'implementazione di una politica fiscale fortemente espansiva e, di conseguenza, una crescita USA molto più forte e tassi Fed in salita più rapida. Il 2017 si è aperto invece con un parziale arretramento del dollaro, che riflette il complessivo ridimensionarsi di tali aspettative (Fig. 1). Infatti, per quanto riguarda in particolare la politica fiscale, il pacchetto di stimolo non verrà annunciato prima dell'estate, con la duplice implicazione che l'effetto positivo sulla crescita non interesserà l'anno in corso (se non in misura irrilevante) ma il prossimo biennio e che, in assenza di indicazioni sull'entità della manovra, la Fed non può accelerare i tempi della normalizzazione monetaria. Alla riunione del 15 marzo infatti la Fed ha sì alzato i tassi (da 0,50-0,75% a 0,75-1,00%) ma ha lasciato invariato il sentiero atteso dei rialzi successivi, mantenendo quello che aveva già indicato a dicembre, di altri due rialzi quest'anno e di tre il prossimo. Ha comunque ribadito che tale sentiero è suscettibile di essere modificato in funzione delle politiche economiche che verranno implementate dall'amministrazione Trump.

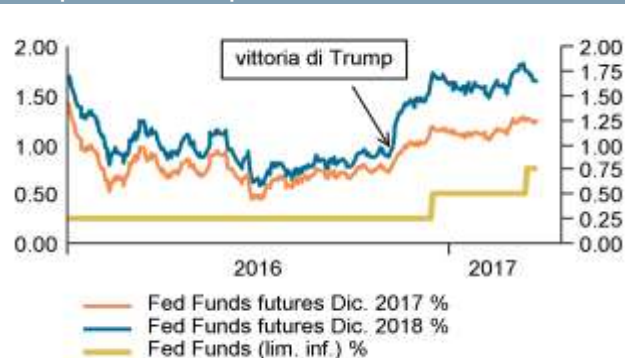
Asmara Jamaleh

Fig. 1 – Dollaro: si riassorbe parte dell'apprezzamento post-vittoria di Trump



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Mercato allineato allo scenario Fed per il 2017 (altri due rialzi quest'anno), non per il 2018 (ne sconta due invece di tre)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Per quanto riguarda il 2017 il mercato si è allineato allo scenario Fed, con i *future* sui fed funds che scontano altri due rialzi entro dicembre (fig. 2). Questo, nella misura in cui la Fed "si atterra" ai propri piani, limita l'*upside* del dollaro confinandolo entro e non oltre i massimi d'inizio gennaio, con una dinamica che dipenderà da come si distribuiranno i prossimi due rialzi all'interno dei prossimi tre trimestri.

Nel breve dovrebbe tendenzialmente assestarsi nella parte medio/bassa del range di quest'anno, in quanto difficilmente emergeranno spunti nuovi in grado di generare attese di più di tre rialzi nel 2017 prima dell'annuncio del budget, ovvero prima dell'estate. Dovrebbe poi tornare a rafforzarsi all'avvicinarsi del prossimo rialzo che, se i dati USA resteranno favorevoli, potrebbe arrivare già a giugno piuttosto che a settembre. In questo periodo un elemento esterno che potrebbe giocare a favore del biglietto verde è l'incertezza sull'esito delle elezioni francesi di aprile-maggio: se i sondaggi tornassero a mostrare preferenze crescenti per il fronte euro-scettico di Marine Le Pen l'euro ne verrebbe nuovamente penalizzato, e il dollaro favorito di riflesso. Nel complesso, se la Fed "si atterra" al programma di non più di altri due rialzi da qui a dicembre, lo spazio di risalita del dollaro dovrebbe restare contenuto entro i massimi di inizio anno.

Al di là dell'operato della Fed portano in questa direzione altri due fattori: (i) il rischio protezionistico e (ii) la prospettiva che la fase espansiva di politica monetaria sia sostanzialmente terminata anche per le altre principali Banche centrali.

(i) Per quanto riguarda il protezionismo, non è banale capire se questo possa avere un impatto netto finale positivo o negativo per il dollaro. L'innalzamento di barriere tariffarie sull'import statunitense infatti provocherebbe contemporaneamente una salita dell'inflazione, una riduzione dei flussi di commercio globale – e quindi un indebolimento della domanda e della crescita – nonché probabili reazioni di *retaliation*. E anche nel caso in cui i partner commerciali colpiti dalle misure protezionistiche rispondessero svalutando le proprie valute, l'apprezzamento del dollaro che ne conseguirebbe sarebbe di tipo indesiderato e finirebbe per avere ripercussioni negative anche sulla crescita USA. Pertanto, anche ammettendo un impatto netto rialzista sul dollaro, questo si rivelerebbe probabilmente temporaneo, per via di un possibile impatto finale negativo sulla crescita USA.

(ii) Per quanto riguarda le politiche monetarie delle altre economie avanzate, in questo inizio di 2017 sia i dati sia le tendenze a livello globale hanno indotto le altre principali Banche centrali a esprimere un giudizio generalmente migliorativo del quadro di crescita e inflazione, indicando che **la fase espansiva** del ciclo di politica monetaria **sta ormai volgendo al termine**. Tendenzialmente quindi all'interno dei G10 **non ci si attende più che il grado di stimolo monetario venga ampliato ulteriormente in corso d'anno e in molti casi il ciclo di normalizzazione** – rialzi dei tassi e/o smantellamento del QE – **potrebbe partire già l'anno prossimo**. L'allargamento dei differenziali di tasso/rendimento derivante dai rialzi Fed in corso dovrebbe andare ridimensionandosi tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo, riducendo lo slancio rialzista sul dollaro.

In generale i rischi dello scenario centrale sono **tuttavia ancora leggermente sbilanciati verso l'alto**, ovvero a favore di un dollaro che potrebbe rivelarsi un po' più forte delle attese, principalmente in considerazione del fatto che il mercato, mentre ha incorporato appieno lo scenario Fed di tre rialzi nel 2017, non ha fatto altrettanto per il 2018, dove ne sconta solo due a fronte dei tre ipotizzati dalla Fed.

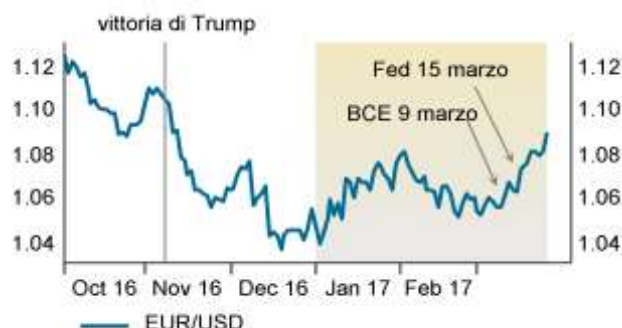
Euro: i mercati iniziano a focalizzarsi sulla fine del ciclo espansivo

L'euro ha aperto il 2017 al rialzo, neutralizzando – anche se solo in parte – il calo con cui aveva chiuso il 2016 e riportandosi da un minimo di 1,03 a un massimo di 1,08 EUR/USD (fig. 3). Inizialmente il recupero è partito sul ridimensionarsi delle aspettative prodottesi con la vittoria di Trump di una crescita USA molto più forte già da quest'anno per effetto di politiche fiscali straordinariamente espansive (generale arretramento del dollaro: v. sopra), che si è riflesso in un visibile ridimensionamento del corto speculativo euro (fig. 4).

Su questo tema se ne è però innestato successivamente uno più specifico: il delinearsi della prospettiva della svolta BCE. Alla riunione di marzo infatti la BCE ha lasciato invariati i termini della politica monetaria (tassi e QE), ripetendo che in caso di deterioramento del quadro macro può ancora permettersi di allentare ulteriormente la politica monetaria se necessario, ma ha rilevato che "i rischi verso il basso sulla crescita sono diventati meno pronunciati".

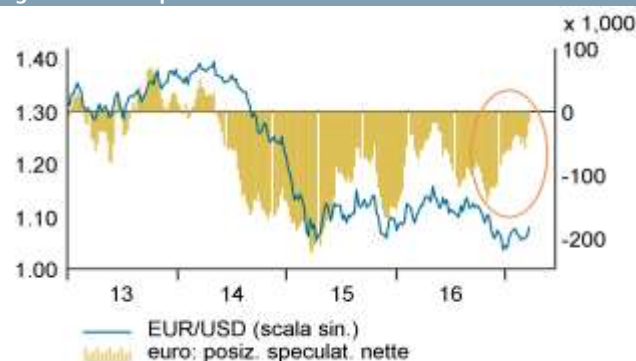
Questo suggerisce che se crescita e inflazione si manterranno sul sentiero di risalita – seppure molto lenta e graduale - intrapreso di recente, dovrebbero materializzarsi le condizioni necessarie per avviare il processo di normalizzazione della politica monetaria orientativamente intorno allo scavalco dell'anno. Anche la BCE si appresta pertanto a chiudere questo lungo ciclo espansivo. Per quanto riguarda la crescita la BCE ha in particolare osservato che gli ultimi dati suggeriscono che l'espansione dovrebbe continuare a consolidarsi e ampliarsi. Per quanto riguarda l'inflazione ha invece preferito rimarcare il fatto che la salita recente non è da interpretarsi come segnale di "autonoma" risalita a *target*, perché guidata quasi interamente dall'aumento dei prezzi dell'energia, ma ha comunque rivisto al rialzo le proiezioni sia per quest'anno sia per il prossimo.

Fig. 3 – A inizio 2017 l'euro recupera parte del calo di fine 2016



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Il corto speculativo euro è andato ridimensionandosi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La prospettiva che con la fine di quest'anno si chiuda il ciclo espansivo della BCE rappresenta il principale fattore a sostegno di uno scenario di graduale risalita dell'euro in direzione di 1,10-1,15 EUR/USD sull'orizzonte a 12m-24m. Non ipotizziamo un livello di cambio più elevato di 1,10 EUR/USD per la proiezione a 12m per tenere conto degli eventuali rischi legati alle elezioni politiche italiane, attese nella primavera del 2018.

Nel breve invece il cambio potrebbe tornare a indebolirsi leggermente (supporti chiave in area 1,05 EUR/USD) in funzione (1) del fatto che almeno fino all'estate la BCE dovrà mantenere invariato lo stimolo monetario mentre nello stesso periodo la Fed continuerà ad alzare i tassi e (2) dell'incertezza sull'esito delle elezioni francesi di aprile/maggio (rischio che possa tornare a salire il gradimento per il fronte euro-scettico guidato da Marine Le Pen: un'eventuale vittoria di quest'ultima potrebbe penalizzare significativamente l'euro, trascinandolo al di sotto dei minimi d'inizio anno in area 1,03 EUR/USD). Stando ai sondaggi, non dovrebbero invece rappresentare motivo di preoccupazione, in termini di derive populiste euroscettiche, le elezioni tedesche di settembre.

Sul fronte BCE, il dibattito interno sulle modalità di rimozione dello stimolo si articolerà su più punti: rimozione della *guidance* sui tassi, aumento del tasso sui depositi (attualmente negativo) in direzione dello zero, *tapering* e opportunità (o meno) di iniziare ad alzare i tassi prima di chiudere il programma di acquisti – ipotesi quest'ultima avanzata da Nowotny e alla quale l'euro ha reagito rafforzandosi. L'ipotesi di una rimozione della *guidance* sui tassi – perlomeno con riferimento all'opzione di ridurli ulteriormente al di sotto dei livelli attuali – è quella che potrebbe prospettarsi più a breve, eventualmente già alla riunione di giugno (purché non vi sia una vittoria di Le Pen in Francia). In tal caso l'euro dovrebbe beneficiarne istantaneamente. L'annuncio di un *tapering* dovrebbe invece prospettarsi tra settembre e dicembre.

Qualora invece la Fed dovesse optare per fare più di tre rialzi quest'anno, l'euro ne verrebbe penalizzato, ma il *downside* dovrebbe restare comunque contenuto in prossimità dei minimi d'inizio anno in area 1,03 EUR/USD (fascia di supporto 1,03-1,00 EUR/USD), perché il fattore chiave per la tenuta di fondo della moneta unica è rappresentato dallo stadio del ciclo di *policy* in cui si trova la BCE (chiusura della fase espansiva).

Yen: l'espansione monetaria tornerà a pesare sul cambio

Lo yen ha aperto il 2017 in modesta risalita (fig. 5), recuperando nel 1° trimestre un po' meno di metà della correzione di fine 2016, portandosi da 118 a 110 USD/JPY, laddove tra ottobre e dicembre dell'anno scorso era sceso da 101 a 118 USD/JPY. Buona parte di tale recupero è da imputarsi al generalizzato arretramento del dollaro per via del ridimensionarsi delle aspettative sugli effetti delle politiche della nuova amministrazione Trump.

Al di là del breve lo yen dovrebbe tornare a scendere, perché la BoJ manterrà la politica monetaria ancora estremamente accomodante a lungo, a causa della persistente difficoltà a perseguire l'obiettivo di inflazione al 2%. Nonostante il graduale miglioramento dell'economia domestica, anche nelle sue dichiarazioni più recenti il governatore Kuroda ha ribadito che i rischi permangono verso il basso sia sulla crescita sia sull'inflazione. La Banca centrale proseguirà pertanto la strategia del controllo della curva che attraverso gli acquisti di titoli governativi punta a mantenere i rendimenti a 10 anni intorno allo zero (a fronte di un tasso di *policy* a breve a -0,10%). Questo suggerisce che il trend di fondo dei differenziali di rendimento con gli USA sarà di allargamento, perché la Fed ha in programma altri due rialzi dei tassi quest'anno, tre il prossimo e altri rialzi successivamente. Manteniamo pertanto uno scenario di discesa continuativa dello yen rispetto al dollaro in direzione di 118-120 USD/JPY sull'orizzonte a 12m-24m. Si tratta di un profilo di discesa relativamente contenuto, se si considera che quota 118 USD/JPY rappresenta il minimo raggiunto dallo yen tra fine 2016 e inizio 2017.

Fig. 5 – A inizio 2017 anche lo yen recupera parte del calo di fine 2016



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Rientrata l'anomalia dell'anno scorso: il mercato speculativo è tornato corto yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Vi sono principalmente due fattori che dovrebbero contribuire a limitare l'entità del calo della valuta nipponica, uno legato specificatamente all'operatività della BoJ, l'altro al contesto di mercato generale. Per quanto riguarda la BoJ, questa sta incontrando una certa difficoltà nell'implementazione concreta del controllo della curva perché i rendimenti globali sono generalmente in rialzo ed è probabile che già in corso d'anno gli acquisti di JGB si riducano al di sotto dell'obiettivo dichiarato di volumi (circa 80 tln di yen) vista l'impossibilità di soddisfare simultaneamente obiettivi di prezzo e di quantità sul mercato obbligazionario. Dal punto di vista del mercato invece il sostanziale ripristino di un ampio corto speculativo – dopo la situazione anomala dell'anno scorso in cui il mercato era eccezionalmente lungo yen – può contribuire a smussare le pressioni ribassiste sulla valuta nipponica (Fig. 6).

Lo yen dovrebbe indebolirsi anche nei confronti dell'euro, sia per effetto della divergenza di politica monetaria (la BoJ rimane fortemente accomodante mentre la BCE si avvia a chiudere entro fine anno il ciclo espansivo della politica monetaria) **sia per effetto del rafforzamento atteso del cambio EUR/USD**. Il rapporto EUR/JPY dovrebbe pertanto portarsi in direzione di 126-129 sull'orizzonte a 6m-12m per avviarsi a superare quota 130 successivamente.

Sterlina

La sterlina ha aperto il 2017 stabile nel range dell'ultimo trimestre del 2016, concentrando le oscillazioni contro dollaro nella fascia 1,20-1,25 GBP/USD (fatti salvi un minimo a 1,19 GBP/USD e un massimo a 1,27 GBP/USD) e contro euro nell'area 0,84-0,88 EUR/GBP (fig. 7). I movimenti della valuta britannica sono quindi andati assestandosi nella parte medio/bassa del range post-referendum UE di giugno scorso – il che è coerente con il permanere dei rischi legati a Brexit – ma contemporaneamente non c'è stata inaugurazione di nuovi minimi – il che riflette la prosecuzione del flusso positivo dei dati sull'economia britannica, in particolare per quanto riguarda la crescita.

Fig. 7 – Brexit e sterlina: ampio deprezzamento prima, stabilizzazione poi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Corto speculativo sterlina salito a nuovi massimi storici alla vigilia dell'approvazione del disegno di legge per autorizzare il governo ad avviare l'iter formale di Brexit



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La relazione tra flusso dei dati e dinamica del cambio merita particolare attenzione, perché potrebbe essere parzialmente fuorviante, in particolare con riferimento alla settimana post-FOMC di marzo. In questi giorni si è infatti osservato un apprezzamento della sterlina spiegato oltre che dal generalizzato arretramento del dollaro post-FOMC da una **sequenza di dati** sull'economia britannica che hanno generalmente sorpreso verso l'alto. In realtà la reazione della sterlina può essere stata enfatizzata dall'**eccezionale corto speculativo** (nuovo massimo storico, fig. 8) registrato nei giorni in cui il disegno di legge per l'avvio dell'iter di Brexit tornava dalla Camera dei Lord alla Camera dei Comuni per via degli emendamenti proposti dai Lord. Questi infatti chiedevano che il governo garantisse i diritti dei cittadini UE residenti nel Regno Unito ma soprattutto che l'esito finale dei negoziati con l'UE venisse sottoposto a voto del parlamento, in particolare per scongiurare il rischio di un'uscita senza accordo. Si tratta di un punto molto delicato, che – nell'attesa del riesame dei Comuni – che hanno poi respinto gli emendamenti – può spiegare l'accumulazione di un nuovo corto speculativo, a testimonianza dei rischi che effettivamente si corrono in funzione di Brexit e che si fa invece fatica a percepire se si guarda solo ai dati usciti finora.

Per quanto riguarda la valutazione dello scenario da parte della Bank of England, nell'*inflation report* di febbraio questa ha rivisto significativamente al rialzo (rispetto a novembre) la proiezione di crescita per quest'anno da 1,4% a 2,0% (fig. 9), il che implicherebbe un'accelerazione rispetto all'1,8% registrato l'anno scorso, uno scenario molto positivo se si considera che l'avvio del processo effettivo di Brexit è ormai imminente: il governo britannico infatti notificherà l'intenzione di uscire dall'UE ex art. 50 del Trattato di Lisbona il 29 marzo. Per quanto riguarda il prossimo biennio invece la BoE ha mantenuto uno scenario di rallentamento – tutto imputabile a Brexit – con una proiezione di crescita a 1,6% sia per il 2018 (ritoccata al rialzo da 1,5%) sia per il 2019 (rimasta invariata).

Fig. 9 – Ampia revisione al rialzo della crescita attesa 2017

crescita (Pil)		
	IR Nov. 2016	IR Feb. 2017
2017	1.4%	2.0%
2018	1.5%	1.6%
2019	1.6%	1.6%

Fonte: Bank of England

Fig. 10 – Inflazione attesa rimanere sopra *target* su tutto l'orizzonte previsivo

inflazione (CPI) (*)		
	IR Nov. 2016	IR Feb. 2017
2017	2.8%	2.7%
2018	2.7%	2.6%
2019	2.5%	2.4%

(*) valori di fine anno (4° trim.)

Fonte: Bank of England

Contemporaneamente la BoE ha ritoccato marginalmente al ribasso le proiezioni di inflazione (fig. 10), mantenendo però uno scenario di salita e permanenza sopra il *target* del 2,0% per tutto il periodo previsivo: 2,7% a fine 2017, 2,6% a fine 2018 e 2,4% a fine 2019. Da uno 0,7% medio del 2016, l'inflazione si è portata sopra *target* già a febbraio, salendo a 2,3% ed è attesa in ulteriore salita in corso d'anno. L'accresciuto rischio inflazionistico in funzione di Brexit ha spinto uno dei membri della BoE - Kristin Forbes – a dissentire dalla decisione di lasciare i tassi invariati alla riunione di marzo, votando per un rialzo immediato da 0,25% a 0,50%. Non ci aspettiamo che il dissenso di Forbes possa essere seguito a breve da altri membri BoE, perché l'approccio condiviso è ancora quello di mantenere un certo grado di cautela a causa dei rischi verso il basso sulla crescita che possono derivare da Brexit sia nel breve (incertezza sull'esito dei negoziati) sia successivamente (perdita dell'accesso al mercato unico). La valenza segnaletica del dissenso di Forbes si ridimensiona significativamente anche alla luce del fatto che il suo mandato scadrà a breve, il 30 giugno.

Già entro i prossimi mesi inoltre, un primo effetto immediato dell'aumento dell'inflazione dovrebbe essere la graduale erosione del potere d'acquisto che, unitamente a una dinamica di crescita salariale ancora troppo blanda, dovrebbe condurre a una decelerazione dei consumi.

Manteniamo pertanto uno scenario di modesto indebolimento della sterlina nel breve sia contro dollaro (verso 1,22-1,20 GBP/USD a 1m-3m) sia contro euro (verso 0,87-0,88 EUR/GBP). In questo periodo potrebbe incidere negativamente anche l'incertezza sui temi e sulle modalità della prima parte della fase negoziale tra Regno Unito e UE, che potrebbe partire un po' in ritardo rispetto ai *desiderata* di Theresa May.

Infatti, il presidente del Consiglio Europeo Donald Tusk - entro 48 ore dalla notifica dell'intenzione di recedere dall'UE (che verrà data il 29 marzo) – presenterà ai 27 Stati Membri la bozza delle linee guida per il negoziato. Successivamente verrà convocato un vertice straordinario UE per conferire il mandato di negoziazione alla Commissione Europea che dovrà stilare le direttive ufficiali per i negoziati. Probabilmente la data del 6 aprile inizialmente ipotizzata per questo vertice non sarà più fattibile, data la breve distanza dalla data di notifica, e non è escluso che l'incontro possa slittare a fine aprile/inizio maggio. Poiché le trattative tra Regno Unito e UE potranno iniziare solo dopo che la Commissione avrà predisposto le direttive per i negoziati, si rischia che l'inizio effettivo dei negoziati slitti a non prima di fine maggio/inizio giugno, laddove il governo May vorrebbe invece iniziare al più presto per guadagnare tempo, perché il conteggio dei due anni regolamentari per raggiungere un accordo parte dal giorno della notifica (29 marzo).

Il tema centrale dei negoziati è la definizione del nuovo assetto delle relazioni economico-commerciali tra Regno Unito e UE, ma fra gli altri temi del contendere su cui è già alta la tensione e a cui sembra che l'UE voglia dare priorità negoziale vi sono sia la presunta "penale" di recesso (stimata intorno ai 60 mld di euro) a carico del Regno Unito sia la questione dei diritti dei cittadini UE residenti nel Regno Unito. Il rischio è che vi possa essere uno stallo nei negoziati sin dall'inizio e già su questi temi. Ad aggiungere incertezza è anche la questione dell'eventuale

referendum per l'indipendenza della Scozia – chiesto dalla premier scozzese Nicola Sturgeon, leader dello Scottish National Party - tema su cui il parlamento scozzese avvierà il dibattito il 28 marzo, un giorno prima della notifica di recesso.

Tornando al tema centrale dei negoziati, ovvero il nuovo assetto dei rapporti economico-commerciali con l'UE, le trattative si profilano come tutt'altro che semplici. La sostanziale perdita dell'accesso al mercato unico – inevitabile nella misura in cui il Regno Unito vuole ripristinare il pieno controllo dell'immigrazione (contravvenendo al principio UE della libera circolazione delle persone) – è in termini netti uno sviluppo negativo per l'economia britannica, la cui portata può essere tuttavia ridimensionata cercando un accordo che minimizzi i costi dell'uscita dal mercato unico. Il governo May punta a raggiungere il miglior accordo possibile, ma l'UE – almeno all'inizio – non potrà mostrarsi troppo incline a fare concessioni, perché potrebbe creare un precedente fornendo involontariamente un incentivo ad altri Paesi che volessero in futuro uscire dall'UE. Si consideri inoltre che anche il miglior accordo possibile con l'UE sarà comunque peggiorativo rispetto allo *status quo*. Nel caso in cui il Regno Unito non riuscisse a trovare un accordo soddisfacente entro il periodo negoziale dei due anni, si profilerebbe il rischio di un'uscita senza accordo, scenario questo che sarebbe indiscutibilmente il peggiore per l'economia britannica, in quanto i rapporti con l'UE verrebbero a essere regolati sotto i termini e le condizioni del WTO. Il governo May sta lavorando alla messa a punto di piani d'emergenza nel caso in cui dovesse effettivamente profilarsi un'uscita senza accordo.

La difficoltà, l'incertezza e la durata dei negoziati suggerisce che i rischi sulla sterlina rimarranno verso il basso sia quest'anno sia il prossimo.

Al di là del breve manteniamo un sentiero di graduale recupero atteso della sterlina, in direzione di 1,28-1,32 GBP/USD a 12m-24m. Optiamo per un profilo di risalita modesto per tenere conto del rischio difficoltà/durata dei negoziati – il cui termine regolamentare è fine marzo 2019 (coincidente con l'orizzonte a due anni). Contro euro questo implicherebbe un cambio EUR/GBP intorno a 0,86-0,87 a 12m-24m, in quanto lo scenario dell'EUR/USD nello stesso periodo prevede un apprezzamento più marcato dell'euro (verso 1,10-1,15 EUR/USD a 12m-24m). **Lo scenario di risalita della sterlina verrebbe meno nel caso in cui il Regno Unito si trovasse a uscire senza accordo**: in tal caso la valuta britannica correggerebbe, portandosi probabilmente sotto i minimi post-referendum sia contro dollaro sia contro euro.

Un tema al quale ancora il mercato non ha prestato attenzione è quello dei nuovi accordi commerciali che il Regno Unito dovrà stipulare con i paesi extra-UE. In questo caso, al contrario dell'accordo con l'UE, potrebbero prospettarsi accordi migliorativi rispetto alle condizioni attualmente vigenti, anche se ciò appare poco probabile. Al momento le informazioni in merito sono scarse perché il Regno Unito non può avviare trattative con paesi extra-UE se prima non ha raggiunto un nuovo accordo con l'UE.

I rischi dello scenario centrale sulla sterlina sono pressoché simmetrici. **Nel caso in cui si profilasse un'uscita senza accordo con l'UE, la valuta britannica correggerebbe scendendo sotto i minimi post-referendum** sia contro dollaro sia contro euro. **Qualora invece l'accordo con l'UE si rivelasse migliore delle attese o venisse raggiunto prima del previsto, il sentiero di recupero della sterlina al di là del breve sarebbe più marcato, con ripristino dei livelli di cambio pre-referendum** (sopra 1,40 GBP/USD e sotto 0,80 EUR/GBP).

Fig. A – Dollaro, cambio effettivo nominale



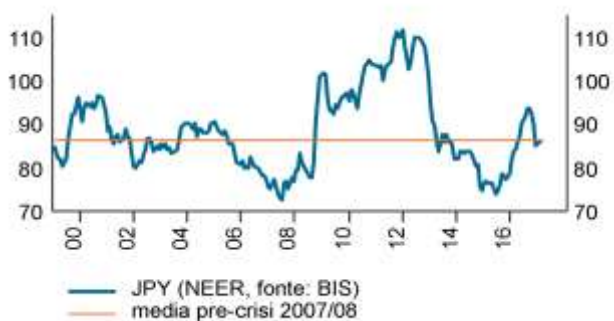
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. B – Euro, cambio effettivo nominale



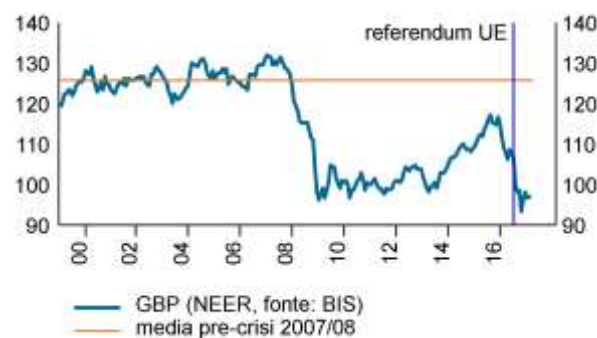
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. C – Yen, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. D - Sterlina, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. E – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. F – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. G – Dollaro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. H – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. I – Yen, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. J - Sterlina, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. K – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. L – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

Marzo 2017

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

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

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

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

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