

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Settembre 2016

Indice

Crescita globale stabile, alla vigilia di un delicato ciclo elettorale

Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Materie prime: guidate da mercati fisici, emergenti e Fed

Petrolio: fondamentali in netto peggioramento

Stati Uniti: crescita tiepida, mercato del lavoro caldo

Area euro: effetto Brexit limitato, ma la crescita rallenta comunque

La ripresa continua a ritmi moderati, ma con segni di rallentamento

La BCE ha preso tempo a settembre ma dovrà fare di più

Inflazione: ha svoltato, ma il sentiero verso il 2% è incerto

Germania: crescita al trend. La vera sfida è politica

Francia: crescita meno tonica delle attese

Italia: la ripresa ha perso slancio. Cresce l'attesa per il referendum

Spagna: vivere senza governo

Paesi Bassi: l'economia marcia di buon passo in attesa delle elezioni

Grecia: 2016, altro anno di transizione; spiragli di crescita dal 2017

Portogallo: ottobre sarà cruciale per evitare un nuovo salvataggio

Asia

Giappone: ripresa in mano alla politica fiscale, nonostante gli sforzi della BoJ

Cina: la politica fiscale ed economica sostiene la crescita

India: i consumi contro-bilanciano la contrazione degli investimenti

Mercati valutari: il gradualismo della Fed riduce l'*upside* del dollaro

Settembre 2016

2 Nota trimestrale

5

Direzione Studi e Ricerche

7

Macroeconomic and
Fixed Income Research

10

14

Macroeconomic Research
Team

18

19

Luca Mezzomo
Responsabile

24

26

Daniela Corsini
Economista – Materie Prime

29

33

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

37

43

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

48

52

53

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

54

54

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

58

67

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

72

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Crescita globale stabile, alla vigilia di un delicato ciclo elettorale

L'andamento dell'economia mondiale ha consolidato le tendenze già emerse in primavera, con segnali di ripresa per i paesi emergenti e un blando rallentamento in Europa. L'impatto del referendum inglese è stato poco significativo. La crescita rimarrà globalmente modesta. Lo scenario è complicato da un ciclo elettorale che coinvolgerà diverse economie avanzate e dalla crescente difficoltà della politica monetaria di influire sulla domanda aggregata.

Luca Mezzomo

I mesi estivi hanno ridimensionato alcune delle paure che hanno caratterizzato i mesi precedenti. Nel terzo trimestre ci sono buone probabilità che la crescita globale risalga (v. fig. 2), e l'attività nel settore manifatturiero sta riaccelerando dopo la frenata del primo semestre 2016. Tuttavia, continua a non esserci grande ottimismo sugli sviluppi congiunturali e le stime di crescita 2017 sono state soggette a limature più o meno ampie.

Le conseguenze del referendum inglese sull'economia sono state piuttosto contenute, non essendosi manifestata quella profonda crisi di fiducia da cui dipendevano le ipotesi più catastrofiche riguardo agli effetti immediati. D'altronde, la crisi di governo è stata risolta rapidamente e il nuovo esecutivo ha reso ben chiaro che non ha alcuna fretta di formalizzare la richiesta di uscita. In generale, si è verificato un allentamento delle condizioni finanziarie, e non soltanto per le misure di politica monetaria adottate dalla Banca d'Inghilterra. Il movimento più eclatante è stato quello della sterlina, che si è ricollocata fra 1,29 e 1,34 dollari e si è deprezzata di quasi l'8% in termini di cambio effettivo. Il differenziale di rendimento fra Gilt decennale e Bund decennale è calato di oltre 40pb e l'indice azionario è su livelli più elevati oggi rispetto a prima del referendum. Perciò, l'economia britannica sta proseguendo senza strappi lungo quel sentiero di rallentamento che aveva già imboccato prima del referendum, e che interessa soprattutto la dinamica occupazionale e la spesa in conto capitale. L'export verso il Regno Unito ne risentirà per effetto sia di una domanda più debole, sia della svalutazione della sterlina. Tuttavia, gli altri paesi non hanno sofferto ripercussioni attraverso altri canali, come quello finanziario.

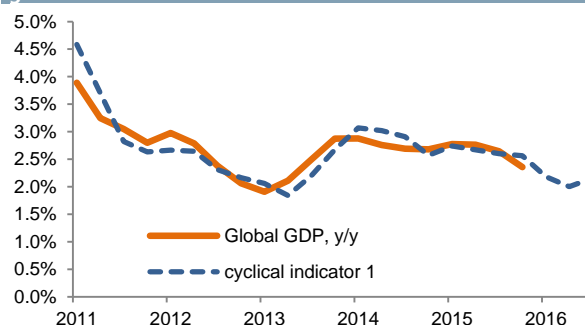
Le prime evidenze sull'impatto del referendum inglese smentiscono le ipotesi più catastrofiche, ma sono comunque negative

Fig. 1 – Tornano a sorprendere in positivo i dati cinesi



Fonte: Thomson Datastream Charting, CESI indexes

Fig. 2 – I PMI prospettano una stabilizzazione della crescita globale nel terzo trimestre



Nota: l'indicatore ciclico è basato sull'andamento dei PMI globali del manifatturiero e dei servizi, sull'andamento del prezzo del petrolio, ritardato di 4 trimestri, e sull'andamento passato del PIL globale (ritardo t-1 e t-4)

Fonte: Intesa Sanpaolo

Nel frattempo, sono migliorate le prospettive dei paesi emergenti. La situazione dei grandi produttori di petrolio suscita meno preoccupazione, dopo che la ripresa delle quotazioni si è consolidata fra 40 e 50 dollari al barile, pur senza produrre strappi al rialzo. Riteniamo che i paesi OPEC e la Russia non abbiano intenzione di rinunciare a quote di mercato per tentare di riportare le quotazioni su livelli più remunerativi, anche per la forte reattività dimostrata dalla produzione americana, e che quindi il riassorbimento dell'eccesso di offerta e la ripresa delle

Sono migliorate le prospettive dei paesi emergenti, ma la crescita è stata inferiore alle attese negli Stati Uniti e sta rallentando in Europa

quotazioni saranno lente e modeste. Tuttavia, in Cina, si sono consolidati i miglioramenti dei dati economici, confermati da una piccola ripresa delle esportazioni verso il paese dall'Eurozona e dal Giappone. Le politiche di sostegno alla domanda hanno quindi sortito gli effetti sperati. Tuttavia, persistono le incognite connesse all'eccessiva dipendenza della crescita dagli investimenti e all'eccesso di indebitamento e, perciò, i dubbi sulla sostenibilità della crescita cinese non sono stati dissipati. Inoltre, il miglioramento della situazione nei paesi emergenti è in parte compensato da dinamiche opposte nei paesi avanzati, che hanno impedito una significativa accelerazione del PIL globale nel corso del secondo semestre. Negli Stati Uniti, malgrado il *boom* dei consumi, la crescita del PIL è stata sorprendentemente debole anche nel secondo trimestre, frenata da un ciclo di scorte sfavorevole e secondariamente dalla debolezza degli investimenti delle imprese. Nel terzo trimestre dovrebbe verificarsi una riaccelerazione, ma il tasso di disoccupazione, ormai su livelli molto bassi parla di un ciclo di espansione ormai abbastanza maturo. L'Eurozona ha registrato un andamento in linea con le attese nel primo semestre, ma nei mesi centrali dell'anno si è verificato un peggioramento delle indagini congiunturali. Riteniamo che sarà smentito dalle rilevazioni di settembre/ottobre, ma se così non fosse la crescita potrebbe rallentare a fine anno.

Questa fase di espansione economica presenta altre peculiarità, oltre alla modestia dei tassi di crescita: è lunga, ed è caratterizzata da bassi tassi di inflazione nei paesi avanzati, da una bassa elasticità del commercio internazionale rispetto alla crescita del PIL e da una bassa propensione a investire. La lunghezza della fase di espansione farebbe pensare a un'espansione matura, destinata a perdere slancio o ancor peggio a sboccare in una recessione. Tuttavia, mancano anche i fattori che di solito pongono fine alle espansioni: non ci sono pressioni inflazionistiche che spingano le banche centrali a imporre politiche monetarie restrittive, le politiche fiscali rimangono più o meno neutrali, i sintomi di squilibrio finanziario o di sopravvalutazione del mercato immobiliare sono essenzialmente confinati alla Cina. C'è, è vero, un calo dei profitti fra le imprese non-finanziarie statunitensi rispetto ai livelli sostenuti del periodo 2012-14, ma il fenomeno si è arrestato nel secondo trimestre 2016. Perciò, a meno di un'implosione del sistema finanziario cinese, la fase di espansione sembra avere ancora un po' di strada da percorrere. Nel 2017 riteniamo più probabile un'accelerazione rispetto a un rallentamento della crescita globale.

L'espansione è ormai lunga, ma non ha ancora generato squilibri tali da metterne in dubbio la tenuta

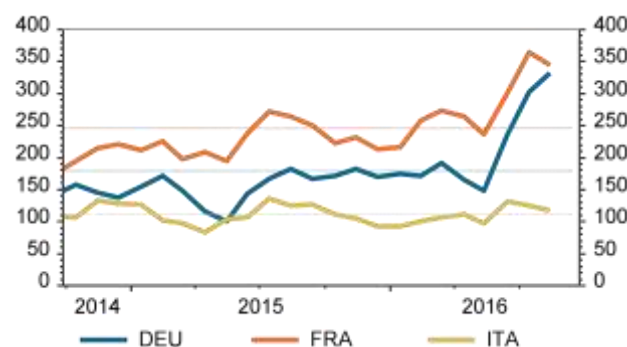
La cautela riguardo alle aspettative sul prossimo anno è motivata anche dall'incertezza degli sviluppi politici e dal ridotto spazio di manovra delle politiche economiche.

Fig. 3 – Incertezza della politica economica in linea con la media storica negli Stati Uniti...



Nota: differenza rispetto alla media storica. Fonte: Thomson Datastream Charting

Fig. 4 – ... ma elevata in Francia e Germania



Fonte: Thomson Datastream Charting

L'incertezza politica riguarda sia gli Stati Uniti, sia l'Europa. I sondaggi relativi alle elezioni presidenziali statunitensi mostrano che Donald Trump ha ancora *chances* di vittoria. Se ciò si verificasse, si prospetterebbe la possibilità di una forte discontinuità nella politica economica e, soprattutto, nella politica estera degli Stati Uniti. L'entità del mutamento, almeno in ambito economico, sarebbe ridimensionata dalla necessità di negoziare con il Congresso, ma l'incertezza sul fronte internazionale salirebbe notevolmente. Al momento, l'indice di incertezza della politica economica non sembra riflettere per nulla tali rischi.

In Europa, un cambio di Governo è molto probabile in Francia, che nel 2017 rinnova il Parlamento ed elegge il nuovo Presidente. In Olanda, i due partiti più rappresentati in Parlamento rischiano di vedere la propria presenza dimezzata, con un aumento della frammentazione e una forte avanzata dei nazionalisti euroscettici del Partito per la Libertà (PVV). In Germania, la posizione del primo ministro Merkel è stata indebolita dalla crisi dei migranti, che rischia di erodere il consenso per i cristiano-democratici alle elezioni dell'ottobre 2017 e complicare la formazione di un nuovo governo. Infine, a fine novembre o a inizio dicembre 2016 l'Italia sottoporrà all'esame degli elettori la riforma costituzionale promossa dal Governo Renzi, un passaggio divenuto molto meno drammatico a seguito del parziale sganciamento del voto dalle sorti del Governo, ma comunque importante. In Spagna, non si intravede ancora un'uscita dallo stallo politico, che potrebbe sfociare in nuove elezioni entro fine anno. L'indebolimento delle maggioranze moderate e la radicalizzazione del voto popolare ha già spinto i governi europei ad arroccarsi nella difesa degli interessi nazionali, rendendo sempre più arduo arrivare alla definizione di politiche comuni, e questa tendenza pare soltanto destinata a rafforzarsi nei prossimi mesi. Ciò accade in una fase storica in cui sarebbe necessario rafforzare l'architettura dell'Unione monetaria, sciogliendo i nodi strutturali che la crisi del 2010-12 ha messo a nudo, e che non hanno portato al collasso dell'Unione soltanto per l'intervento della Banca Centrale Europea. Gli appelli all'azione si scontrano oggi con opinioni inconciliabili riguardo al livello desiderabile di condivisione del rischio, allo spazio di manovra concesso dai trattati e quindi alle strategie per gestire i problemi ereditati dal passato. Possiamo scommettere che nulla di rilevante accadrà prima dell'insediamento dei nuovi governi, e dopo potrebbe scontrarsi con agende di governo ancora meno favorevoli di oggi, se le elezioni confermeranno lo spostamento del consenso verso il nazionalismo di destra.

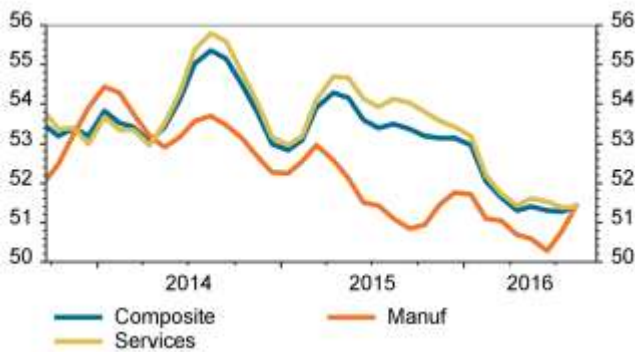
Nei primi nove mesi del 2016, l'andamento delle politiche monetarie è stato più accomodante del previsto e anche le prospettive per il 2017 vanno nella medesima direzione. La restrizione monetaria americana è sospesa dalla fine del 2015 e non si attendono che movimenti molto modesti dei tassi; nuove misure espansive sono previste dalla BCE e dalla Banca d'Inghilterra. La Banca del Giappone continuerà a implementare il suo massiccio programma di acquisti, ora riformulato per puntare alla stabilizzazione dei tassi a lungo termine e con un orizzonte che va oltre l'ipotetico ritorno dell'inflazione all'obiettivo. Tuttavia, ciò è dovuto anche al fatto che l'allentamento delle condizioni finanziarie sta avendo effetti inferiori alle attese sulla domanda aggregata, mentre l'intermediazione finanziaria, lungi dal fare da volano, per ora dissipa molto dell'impulso prima che raggiunga la domanda finale. Si parla molto di uno sforzo coordinato fra politica monetaria, politica di bilancio e riforme strutturali per rilanciare la crescita, ma molti paesi non dispongono di spazio di manovra a causa dei livelli di partenza del debito pubblico e altri, come la Germania, sono bloccati da fattori ideologici; spesso, l'unico spazio di manovra è costituito da una ricomposizione del bilancio, che però implica scarsi effetti di breve termine. Ad aprile, il FMI proiettava nel 2017 una restrizione pari a 0,2% del PIL (calcolata sulla base del saldo primario corretto per il ciclo), in larga misura dovuta a Giappone e periferia dell'Eurozona. Probabilmente i budget 2017 saranno molto meno restrittivi di quanto previsto a inizio anno, ma in ogni caso il sostegno alla domanda che potrà arrivare dalle politiche di bilancio nel 2017 sarà quasi irrilevante.

Il ciclo elettorale del 2016-17 è associato a forte incertezza, che potrebbe incidere negativamente sugli investimenti

Le politiche monetarie sono più accomodanti delle attese, ma ciò riflette anche un'efficacia marginale decrescente

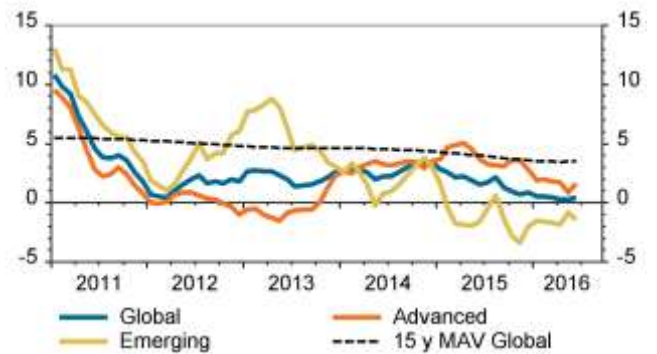
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



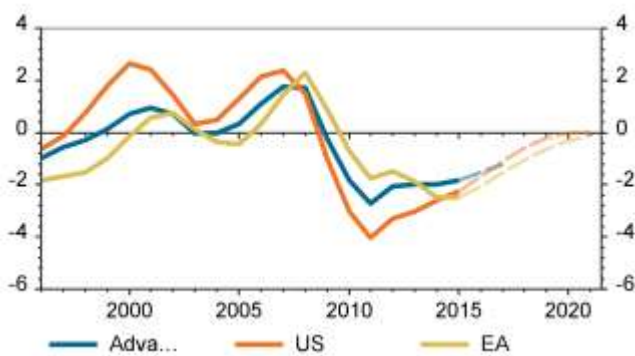
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



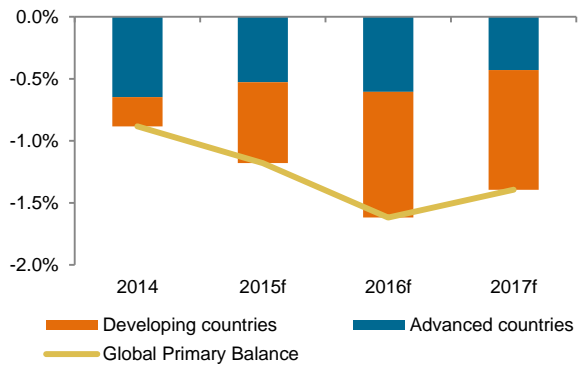
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



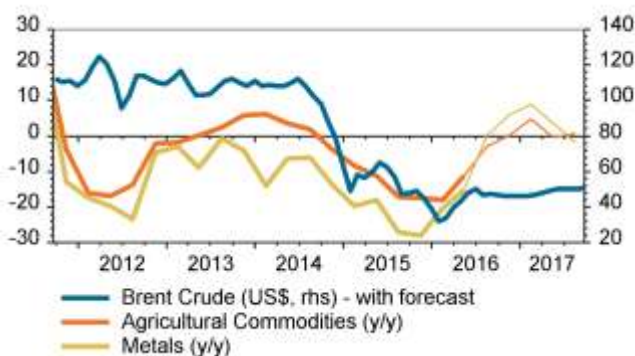
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



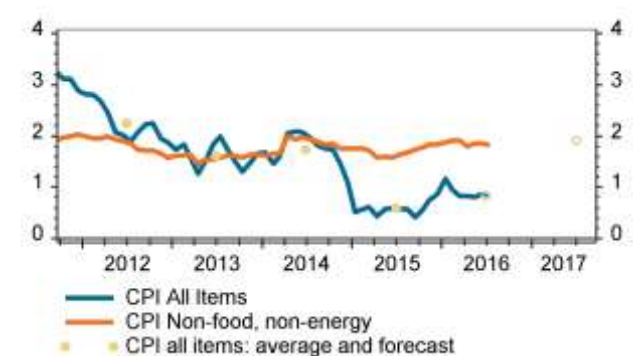
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



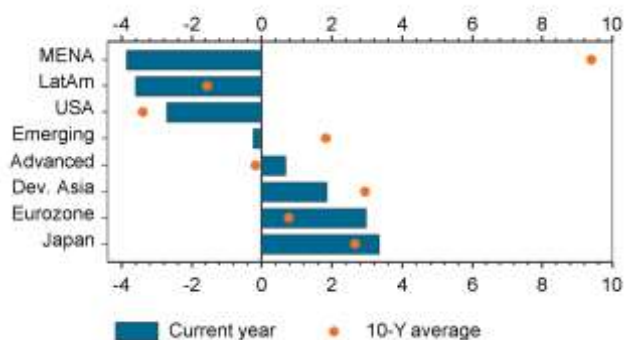
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



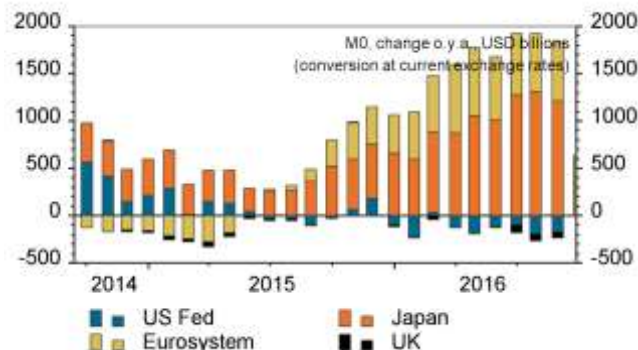
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



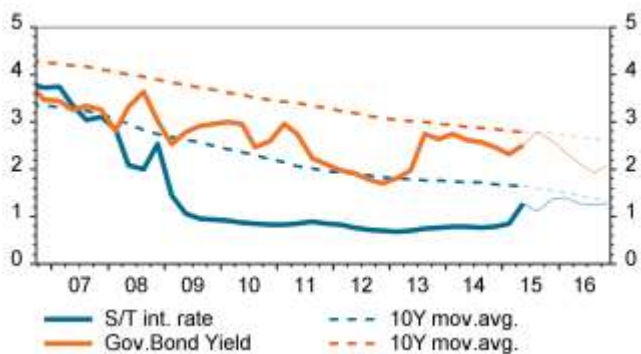
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



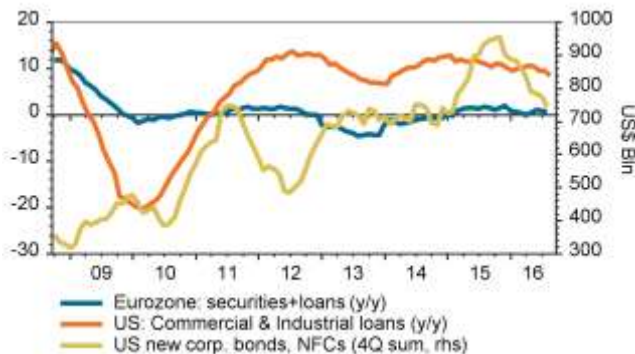
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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

	2013	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	1.7	2.4	2.6	1.4	2.2
Giappone	1.4	-0.1	0.6	0.5	0.4
Area euro	-0.2	1.1	1.9	1.5	1.3
Europa Orientale	1.7	1.6	-0.6	1.4	2.1
America Latina	2.8	0.8	-0.6	-0.2	2.1
OPEC	2.4	3.1	2.5	1.9	3.1
Asia Orientale	6.1	8.3	5.9	5.6	5.7
Africa	3.8	3.4	3.5	2.8	3.6
Crescita mondiale	3.3	3.4	3.1	3.0	3.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

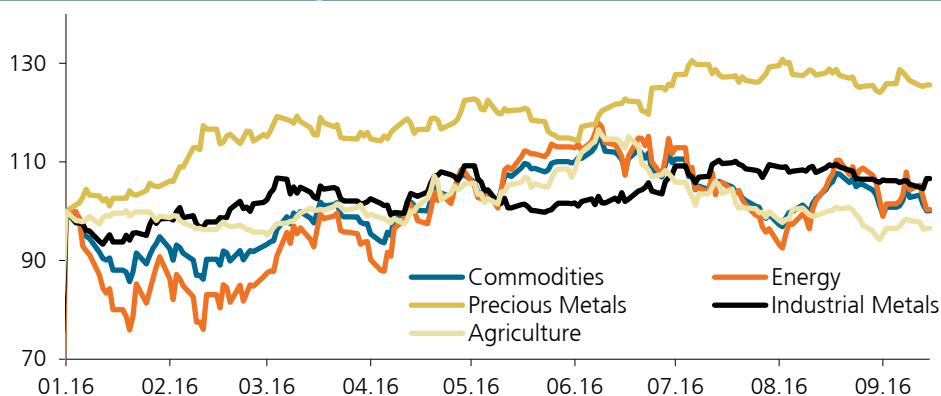
Materie prime: guidate da mercati fisici, emergenti e Fed

Nei prossimi trimestri, riteniamo che tre grandi temi guideranno il comparto delle materie prime: evoluzione dei fondamentali di domanda e offerta, crescita nei paesi emergenti e sentiero di politica monetaria americana. Ci attendiamo una importante dispersione di rendimenti nel comparto perché per alcune commodity, come il petrolio, il peggioramento dei fondamentali è particolarmente marcato, mentre per altre, come alcuni metalli industriali, si prevede un miglioramento del bilancio di mercato.

Daniela Corsini

I mesi estivi hanno registrato una sostanziale stabilità per le quotazioni di metalli preziosi e industriali, mentre il petrolio ha nuovamente esibito una elevata volatilità, pur rimanendo all'interno di un ampio *trading range*. Le quotazioni delle materie prime agricole sono scese, date le condizioni metereologiche complessivamente favorevoli ai raccolti.

Performance da inizio anno degli indici S&P GSCI Total Return (Dic. 2015 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I fattori macroeconomici hanno avuto un impatto positivo sul comparto delle materie prime. Da un lato, il flusso di dati pubblicati nei paesi emergenti è stato migliore delle attese. In particolare, una serie di dati complessivamente positivi dalla Cina sta alimentando un positivo *sentiment* di mercato verso le materie prime (soprattutto sui metalli industriali) e suggerisce che le misure intraprese tramite politiche monetarie e fiscali stanno fornendo supporto all'attività economica. Tutti i dati pubblicati sinora in settembre hanno superato le attese: importazioni, esportazioni, produzione industriale, vendite al dettaglio, mercato del credito, indici PMI. In particolare, l'indice ufficiale di PMI manifatturiero è inaspettatamente aumentato a 50,4, vicino ai massimi da due anni, mentre l'indice di PMI manifatturiero pubblicato da Caixin è sceso in linea con le attese a 50,0. Tuttavia, per la prima volta da novembre 2014 entrambi gli indici hanno raggiunto o superato il livello di 50, al di sopra del quale l'attività è in espansione. Se continuasse questa serie di importanti dati positivi, nei prossimi mesi potremmo quindi assistere a piccole, ma significative revisioni al rialzo delle stime di crescita per il gigante asiatico, che indicherebbero una stabilizzazione dell'economia e minori rischi di *hard landing*.

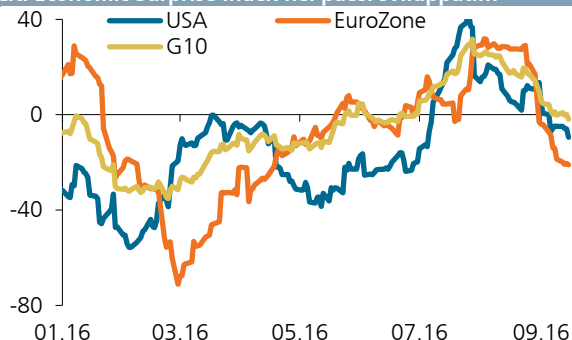
Dall'altro lato, nei mesi estivi il flusso di dati pubblicato nei paesi sviluppati è stato meno positivo delle attese, soprattutto negli Stati Uniti. Tuttavia, il mercato ha letto questo relativo peggioramento come una indicazione che la Fed avrebbe potuto rimandare ulteriormente il primo rialzo dei tassi di interesse. Di conseguenza, il dollaro si è indebolito, beneficiando tutto il comparto delle materie prime, oro soprattutto, e ad inizio settembre il numero di rialzi attesi dal mercato entro fine anno si era ridotto a 1. Inoltre, si è registrato un complessivo allentamento delle principali preoccupazioni politiche: in Europa, sembra che nel breve periodo gli impatti della *Brexit* sull'economia reale saranno decisamente limitati, mentre negli Stati Uniti gli ultimi sondaggi mostrano un elettorato meno indeciso e suggeriscono una probabile continuità. Minori

Scenario Macroeconomico

Settembre 2016

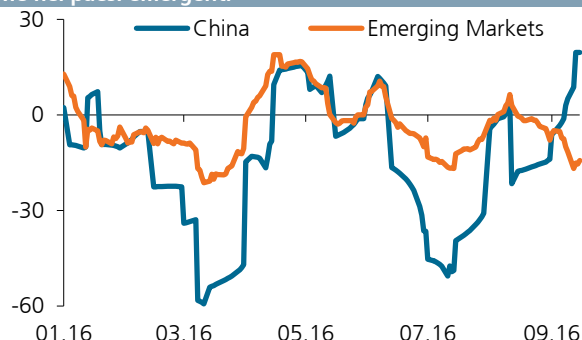
rischi politici nei paesi sviluppati hanno favorito un moderato recupero della propensione al rischio, che ha favorito anche le materie prime.

Citi Economic Surprise Index nei paesi sviluppati...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, Citigroup

...e nei paesi emergenti

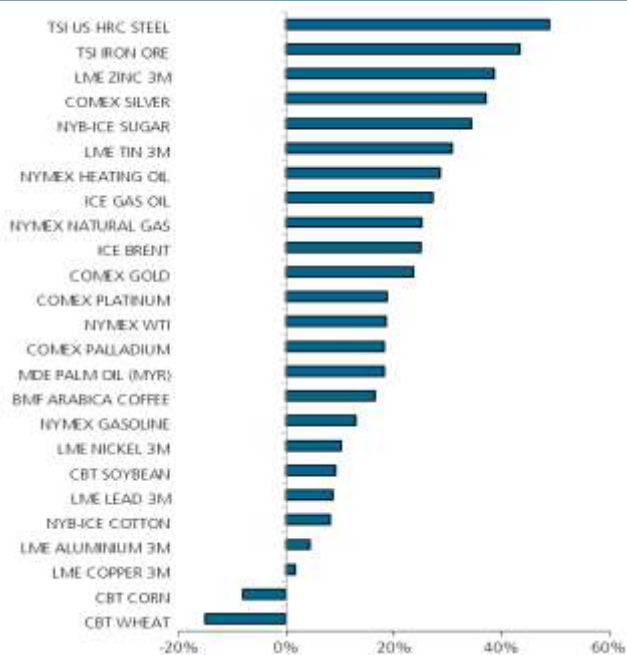


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, Citigroup

Complessivamente, l'esposizione ai flussi finanziari ha continuato ad influenzare profondamente il comparto delle materie prime, alimentando volatilità. Questo fenomeno è particolarmente evidente per le commodity che hanno catturato maggiormente l'attenzione degli investitori e per cui le posizioni speculative nette lunghe (ad es. petrolio) o nette corte (ad es. frumento) hanno raggiunto livelli molto elevati.

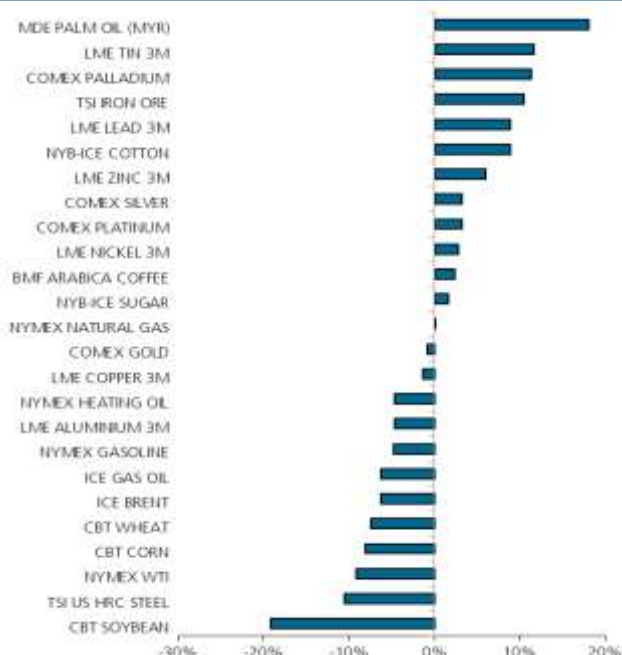
Nei prossimi mesi, vediamo come principale fattore di rischio per il comparto la possibilità che gli investimenti speculativi possano essere liquidati rapidamente, se gli investitori iniziassero ad attendersi performance inferiori rispetto a quanto atteso da altre asset class. Questo rischio è soprattutto marcato per le materie prime che hanno registrato i migliori rendimenti da inizio anno, come zinco e argento, e per quelle particolarmente vulnerabili a possibili revisioni negative delle stime dei fondamentali di domanda e offerta per il 2017, come il petrolio.

Performance da inizio anno, sino al 15.09.2016



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

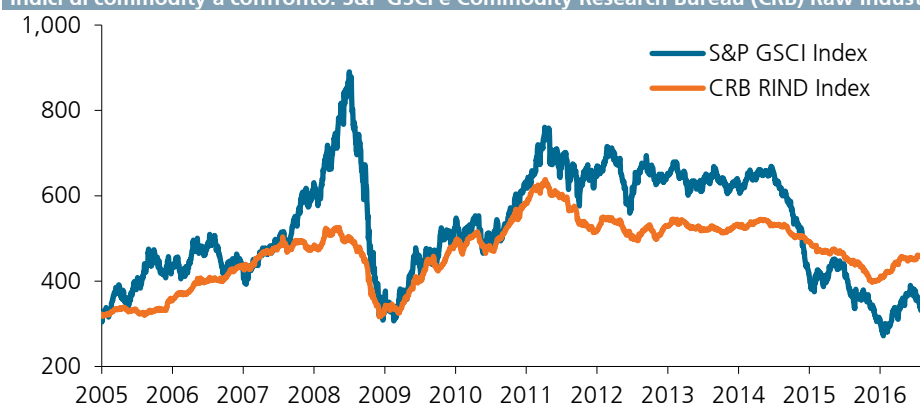
Performance nel 3° trimestre sino al 15.09.2016



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Esaminando l'andamento dei prezzi di un *basket* di alcune materie prime normalmente poco esposte a investimenti puramente speculativi, come ad esempio l'indice *Raw Industrials Index* pubblicato dal *Commodity Research Bureau* (CRB RIND Index), composto da materie prime esposte alla domanda industriale, ma per la maggior parte delle quali non esistono derivati, vediamo che quest'anno le quotazioni sono rimaste circa stabili. A nostro avviso, ciò suggerisce che il miglioramento della domanda mondiale di materie prime è apprezzabile. Di conseguenza, anche la stabilizzazione in corso per gran parte delle commodity quotate (rappresentate ad esempio dall'indice S&P GSCI) dovrebbe essere basata su fondamentali effettivamente più forti.

Indici di commodity a confronto: S&P GSCI e Commodity Research Bureau (CRB) Raw Industrials



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per l'universo commodity

Nei mesi estivi, il prezzo del petrolio si è mantenuto in un ampio *trading range* attorno ad una media di 47 dollari per il Brent e 45 per il WTI, sostenuto da voci di un possibile accordo fra paesi produttori per congelare la produzione e da previsioni ottimistiche che descrivevano un ribilanciamento ben avviato, che avrebbe portato ad un bilancio di mercato nel 2017. Tuttavia, in settembre negli ultimi report mensili *Organization of the Petroleum Exporting Countries* (OPEC), *International Energy Agency* (IEA) e *U.S. Energy Information Administration* (EIA) hanno ampiamente rivisto i propri scenari di previsione descrivendo una domanda mondiale più debole e un'offerta non-OPEC più elevata di quanto atteso in precedenza. Quindi, il bilancio di mercato sarà raggiunto molto più tardi del previsto e le scorte mondiali estremamente elevate continueranno ancora a lungo a frenare le quotazioni. Prevediamo quindi che nei prossimi mesi il greggio si manterrà fra i 40 e i 50 dollari al barile.

Occasionali accelerazioni saranno legate all'attesa che i principali produttori possano implementare efficacemente un accordo per limitare l'offerta mondiale. Nel nostro scenario di base, nonostante i timidi segnali di un clima di maggiore cooperazione in sede OPEC e le tante voci su possibili congelamenti della produzione da parte dei principali produttori, riteniamo che non sarà possibile raggiungere un accordo almeno sino a quando l'Iran non avrà incrementato l'output sino al target desiderato. Al contrario, le principali spinte ribassiste saranno legate a picchi di avversione al rischio, accompagnati da un dollaro in temporaneo rafforzamento, e a timori riguardo la forza delle importazioni cinesi di greggio, che temiamo possano sorprendere al ribasso a causa del probabile rallentamento della domanda delle raffinerie indipendenti.

Al momento, riteniamo che i rischi geopolitici potrebbero esercitare più probabilmente pressioni al ribasso che al rialzo. Infatti, se il governo nigeriano riuscisse a mantenere un duraturo accordo con i ribelli dovremmo assistere ad un recupero dell'offerta in Nigeria. In Libia, le esportazioni sono state bloccate per quasi due anni nei principali porti e nel nostro scenario di base escludiamo una rapida riaccelerazione nei prossimi mesi. Tuttavia, una delle massime priorità del

governo di Tripoli è riavviare stabilmente le spedizioni una volta ripreso il controllo delle infrastrutture.

In questa fase, i mercati dei principali metalli preziosi sono soprattutto guidati dalle scelte di politica monetaria americana. Infatti, oro e argento stanno soffrendo dei frequenti aggiustamenti delle aspettative di mercato riguardo il timing del prossimo rialzo dei tassi di interesse. La decisione della Fed di legare l'evoluzione della propria politica monetaria all'evoluzione dei dati macroeconomici ha portato ad un marcato aumento della volatilità. I mercati sono nervosi, le posizioni speculative sono montate e liquidate velocemente a seconda delle sorprese registrate sui dati statunitensi, soprattutto sul mercato del lavoro, e a seconda delle dichiarazioni dei membri del FOMC. A nostro avviso, il primo rialzo dei tassi dovrebbe innescare inevitabili ma contenute pressioni al ribasso per oro e argento che potrebbero essere amplificate da flussi speculativi se il tono della Fed fosse tanto aggressivo da innescare significativi ribilanciamenti dei portafogli. Al momento, escludendo nuovi incrementi di rischi geopolitici o sorprese elettorali nei paesi sviluppati, ci attendiamo che nell'ultimo trimestre dell'anno l'oro possa scambiare attorno al livello di 1.330 dollari l'oncia.

I metalli industriali dovrebbero recuperare terreno nel 4° trimestre, grazie a fondamentali di domanda e offerta in complessivo miglioramento e all'apparente stabilizzazione in corso nell'economia cinese. Nei prossimi mesi, come principali rischi per il comparto sottolineiamo quindi eventuali deludenti dati cinesi che riaccendano la preoccupazione di un rallentamento dell'economia asiatica, la possibilità di nuove temporanee correzioni guidate da rialzo dell'avversione al rischio e il rafforzamento del dollaro americano. Inoltre, soprattutto zinco e nickel sono vulnerabili a prese di profitto. Infatti, questi due metalli hanno registrato ottimi rendimenti da inizio anno, accompagnati da un importante accumulo di posizioni speculative.

Per quanto riguarda gli agricoli, la stagione estiva è stata complessivamente positiva per i raccolti. Di conseguenza, per i principali cereali abbiamo visto le quotazioni muoversi al ribasso, coerentemente con il deterioramento dei fondamentali attesi di domanda e offerta e la ripresa dell'interesse speculativo con un conseguente importante accumulo di posizioni non commerciali nette corte. Nel corso del 4° trimestre, prevediamo un moderato recupero delle quotazioni, che tuttavia dovrebbero rimanere ben inferiori alla media registrata nel primo semestre.

Petrolio: fondamentali in netto peggioramento

La domanda mondiale sta crescendo meno velocemente delle attese e nel 2017 l'offerta non-OPEC dovrebbe essere molto più elevata di quanto stimato in precedenza. Di conseguenza, sembra allontanarsi sempre più la data in cui il mercato potrebbe tornare finalmente bilanciato. Al momento, vediamo solo due spunti rialzisti che potrebbero cambiare il nostro scenario e portare a una significativa revisione delle stime di prezzo per il 2017: crescita nei Paesi emergenti e flussi speculativi verso gli asset ciclici.

Gli ultimi dati pubblicati nei report mensili di OPEC, IEA e EIA hanno mostrato un brusco cambiamento di tono. A giugno, dopo vari mesi in cui le previsioni erano state riviste per tener conto dell'accelerazione registrata nel processo di ribilanciamento, si parlava di mercati attesi in bilancio per metà 2017 (EIA, IEA) o addirittura fine 2016 (OPEC). A settembre, i tre principali previsori hanno evidenziato una domanda mondiale che sta crescendo molto meno velocemente delle attese e si attendono un'offerta non-OPEC molto più elevata di quanto stimato in precedenza: nel 2017 IEA e OPEC prevedono addirittura un rialzo dell'offerta non-OPEC di 0,4 mb/g e 0,2 mb/g rispettivamente, mentre l'EIA continua ad attendersi un calo di 0,2 mb/g. Inoltre, i tre principali previsori si attendono per il 2017 una crescita della domanda mondiale in rallentamento (dovremmo passare da un incremento annuo di 1,4 mb/g in media nel 2016 ad un incremento di 1,3 mb/g) e una conseguente decelerazione della crescita della *call on OPEC*

crude, ovvero la quantità di petrolio che i membri del gruppo dovrebbero fornire per bilanciare i mercati: prevista in media a 31,9 mb/g nel 2016, +1,8 mb/g rispetto al 2015, e a 33,1 mb/g nel 2017, +1,2 mb/g. Di conseguenza, sembra allontanarsi sempre più la data in cui il mercato potrebbe tornare finalmente bilanciato: le scorte dovrebbero continuare a crescere almeno sino a metà 2017.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2016				
Stime a settembre 2016 in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	94.3	56.3	6.3	31.7
vs. 2015	1.2	-0.6	0.2	1.7
IEA	96.1	56.5	6.9	32.7
vs. 2015	1.4	-0.8	0.2	1.9
EIA	95.4	57.0	6.8	31.6
vs. 2015	1.5	-0.4	0.2	1.7

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2017				
Stime a settembre 2016 in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	95.4	56.5	6.4	32.5
vs. 2016	1.2	0.2	0.1	0.8
IEA	97.4	56.8	7.0	33.7
vs. 2016	1.3	0.4	0.1	1.0
EIA	96.8	56.8	2.0	33.0
vs. 2016	1.4	-0.2	-4.8	1.4

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA

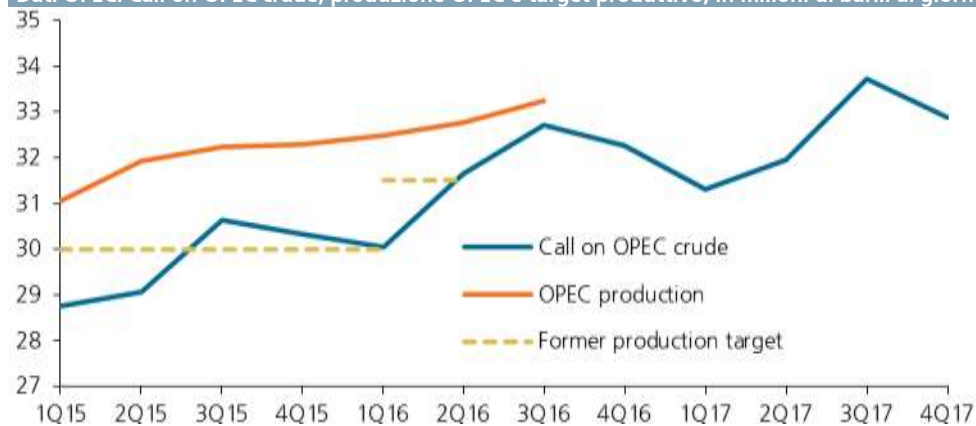
Al momento il previsore più ottimista, l'EIA, stima che l'accumulo di scorte, utile per valutare il surplus di offerta, dovrebbe assestarsi in media attorno a 0,8 mb/g nel 2016 (da 1,8 mb/g registrati in media nel 2015), per poi ridursi significativamente attorno a 0,4 mb/d nel 1° semestre 2017. Nel 3° trimestre è prevista una riduzione delle scorte di 0,6 mb/g e nel 4° trimestre di 0,2 mb/g, portando finalmente il mercato in deficit.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'US EIA							
Stime a settembre 2016 in mb/g	World Consumption	Non-OPEC Supply	US Supply	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude*	Market balance**
2015	93.9	57.4	9.4	6.6	31.8	29.9	1.8
2016	95.4	57.0	8.8	6.8	32.4	31.6	0.8
Variazione	1.5	-0.4	-0.7	0.2	0.6	1.7	
2017	96.8	56.8	8.5	7.1	33.0	33.0	0.0
Variazione	1.4	-0.2	-0.3	0.3	0.5	1.4	

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

Se confrontiamo la *call on OPEC crude* prevista in media dai tre principali previsori (33,1 mb/g) con la produzione OPEC registrata in media in luglio e agosto (33,25 mb/g), è evidente come ogni dibattito sull'opportunità di congelare la produzione sia irrilevante ai fini di raggiungere più velocemente il bilancio di mercato o sostenere le quotazioni: l'OPEC sta già producendo più di quanto serve al mercato e anche se bloccasse la produzione ai livelli di questi ultimi mesi (pur inferiori al record storico registrato quest'anno) il mercato non riuscirebbe comunque a riassorbire le elevatissime scorte mondiali.

Dati OPEC: Call on OPEC crude, produzione OPEC e target produttivo, in milioni di barili al giorno



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati OPEC

Inoltre, ricordiamo che Iran, Nigeria e Libia stanno producendo meno del proprio target produttivo (di circa 0,4 mb/g, 0,6 mb/g e 1,2 mb/g, rispettivamente), ma potrebbero aumentare l'offerta nei prossimi trimestri. Per quanto riguarda la Libia, escludiamo dal nostro scenario di base una stabile crescita delle esportazioni entro fine anno. Al momento in cui scriviamo, le forze del comandante Haftar hanno preso il controllo dei porti di Ras Lanuf e Es Sider, rendendo quindi inutile l'accordo faticosamente raggiunto lo scorso luglio fra il governo di Tripoli, riconosciuto dalla comunità internazionale, e i rappresentanti delle Petroleum Facilities Guard che controllavano i porti orientali. Tuttavia, sembra che sia stato trovato un accordo fra la società petrolifera nazionale (NOC) e le forze di Haftar, quindi dopo due anni di blocco sono finalmente partite le prime spedizioni di greggio.

Le nostre previsioni

Abbiamo dovuto rivedere al ribasso il nostro scenario di prezzi a causa del netto peggioramento delle stime sui fondamentali attesi per il 2017: se l'offerta non-OPEC tornerà a crescere, la domanda mondiale crescerà meno delle attese e l'OPEC sta già producendo più di quanto serve a bilanciare i mercati, è difficile immaginare una significativa erosione delle elevatissime scorte mondiali.

Inoltre, secondo le informazioni attualmente disponibili, i rischi geopolitici potrebbero esercitare soprattutto pressioni al ribasso per la probabilità di ulteriori aumenti della produzione in Iran, Nigeria e Libia.

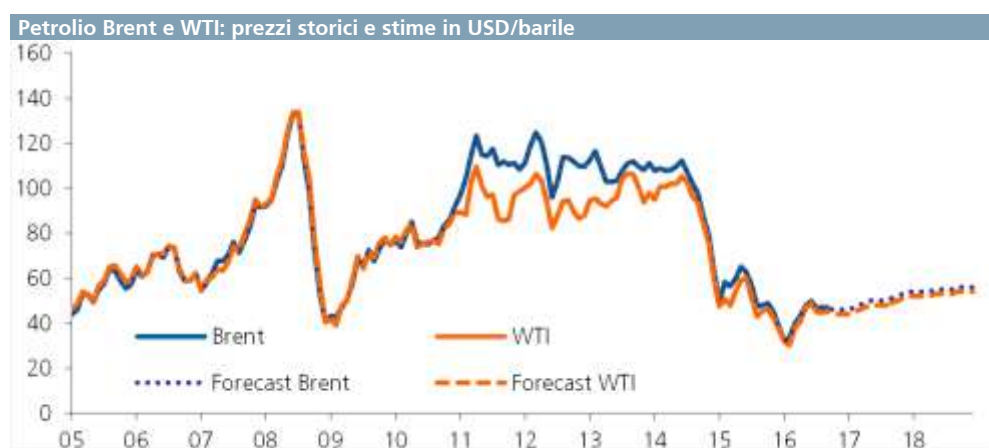
Una importante incognita che potrebbe cambiare profondamente le stime di bilancio di mercato è la domanda per importazioni in Cina. Da un lato, i giacimenti domestici stanno esibendo rendimenti decrescenti e quindi la produzione domestica è in strutturale calo. Inevitabilmente, sarà necessario compensare la minore offerta domestica con maggiori importazioni o riduzione delle scorte. Dall'altro lato, temiamo un ampio calo dei volumi richiesti dalle raffinerie private (*teapot refineries*), autorizzate per la prima volta quest'anno a importare direttamente greggio dall'estero. Grazie al loro contributo, nel 2016 le importazioni cinesi sono salite al nuovo record di 7,5 mb/g e sono divenute il principale driver della crescita della domanda mondiale. Tuttavia, il 23 agosto, la National Development and Reform Commission (NDRC) ha annunciato che il governo rifiuterà le domande per ricevere una licenza, o revocherà le quote di importazione alle *teapot refineries* che evadono le tasse o falsificano documenti. Alcuni analisti stimano che controlli più severi potrebbero portare a minori importazioni cinesi per circa 0,4-1,0 milioni di barili al giorno (mb/g), nonostante l'appoggio del governo locale della provincia di Shandong, dove sono concentrate. Inoltre, più stringenti controlli fiscali si aggiungono a limitazioni tecniche (inadeguati porti e rete di oleodotti, insufficienti depositi) e difficoltà economiche, poiché i più

alti prezzi del greggio e l'introduzione di standard qualitativi superiori per i carburanti hanno ridotto i margini di profitto e i tassi di utilizzo.

Dato questo scenario particolarmente negativo, ci attendiamo che il Brent scambierà attorno ad una media di 46 dollari al barile nel 4° trimestre 2016 per poi risalire nel 2017 ad una media di 50 dollari. Secondo le nostre previsioni, il WTI scambierà a sconto di circa 2 dollari, attestandosi attorno ad una media di 44 dollari nel 4° trimestre 2016 e di 48 dollari nel 2017.

Al momento, vediamo solo due spunti rialzisti che potrebbero cambiare il nostro scenario e portare ad una significativa revisione delle stime di prezzo per il 2017:

- Paesi emergenti. Seppur poco brillante, la crescita mondiale dovrebbe essere nuovamente trascinata al rialzo dai paesi emergenti e questo dovrebbe beneficiare direttamente la domanda di materie prime, petrolio incluso. Indirettamente, un maggior ottimismo sugli emergenti potrebbe alimentare la propensione al rischio e favorire i risky asset.
- Flussi speculativi. Abbiamo visto come quest'anno i flussi di investimento sono stati una forza molto potente nell'alimentare i rally e mantenere elevata la volatilità, sia nelle borse occidentali che in Cina. Se riprendessero vigore le attese di un rafforzamento del ciclo globale, potremmo assistere a uno spostamento delle posizioni di investimento verso asset ciclici che potrebbe quindi alimentare un nuovo importante rialzo delle commodity.



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio Brent							
Al 15.09 2016	3T16	4T16	1T17	2T17	2016	2017	2018
ICE BRENT	46.9	46.0	47.0	49.7	43.8	50.0	55.0
Median, Bloomberg	47.0	50.0	52.0	54.8	N.A.	55.5	62.0
Forward Curve	46.9	47.5	48.9	50.0	N.A.	50.3	53.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI							
Al 15.09 2016	3T16	4T16	1T17	2T17	2016	2017	2018
NYMEX WTI	44.9	44.0	45.0	47.7	41.9	48.0	53.0
Median, Bloomberg	45	48.3	51.0	53.5	N.A.	54.4	61.0
Forward Curve	44.8	45.4	47.4	48.6	N.A.	48.9	51.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: crescita tiepida, mercato del lavoro caldo

Giovanna Mossetti

La crescita americana ha continuato a deludere, ma il quadro congiunturale è migliore di quanto appaia dai numeri passati del PIL. Le previsioni per la seconda metà dell'anno sono di riaccelerazione, con indicatori generalmente positivi, in particolare per i consumi, le costruzioni residenziali e il mercato del lavoro. Gli investimenti non residenziali restano l'anello debole in questa fase del ciclo, nonché il principale rischio per lo scenario, ma i segnali recenti puntano a un contributo gradualmente meno negativo alla crescita nella parte finale dell'anno.

La **previsione per il resto del 2016 e per il 2017 è di crescita moderata**, vicina al potenziale. Nel 2017, il PIL è previsto in aumento di 2,2%, ancora al traino dei consumi e delle costruzioni residenziali. L'incertezza principale per le previsioni riguarda la **caratterizzazione dello stato stazionario e lo scenario dal 2018 in avanti**. Il rallentamento della crescita potenziale, associato alla straordinaria debolezza della produttività e al rallentamento della dinamica della forza lavoro, si accompagna a tassi di interesse reali ampiamente sotto la norma pre-crisi. Non ci sono previsioni attendibili riguardo alla **probabile durata di questa fase**, che al momento appare anomala, ma che potrebbe invece essere la "nuova normalità". Nel FOMC ci sono visioni diverse: tutti riconoscono l'incertezza che circonda le previsioni di medio termine, ma alcuni ritengono che il rallentamento recente possa essere transitorio¹ e possa essere seguito da una riaccelerazione della produttività, accompagnata da un moderato aumento del tasso reale di equilibrio; altri invece sono più agnostici. L'incertezza sul lungo termine è una delle cause dell'enorme cautela della Fed nel processo di normalizzazione dei tassi. Per quanto riguarda il **quadro macroeconomico di breve termine, lo scenario per la crescita rimane positivo**, con la previsione di riaccelerazione nella seconda metà dell'anno (*nowcasting* PIL 3° trimestre Atlanta Fed 2,9%, NY Fed 2,8%). La locomotiva della crescita restano i consumi e l'edilizia residenziale.

Gli indicatori dei **consumi** e del mercato del lavoro sono in linea con la prosecuzione di una ripresa moderata. La dinamica del **reddito disponibile reale** resta solida (2,8% a/a in media da inizio 2016), grazie al trend positivo del **reddito da lavoro** e alla liberazione di potere d'acquisto generata dal livello storicamente basso del prezzo della benzina. L'indagine della NY Fed presso le famiglie mostra aspettative di crescita del reddito fra 1 anno a 2,9% e della spesa di 3,3%. Il tasso di risparmio è stabilizzato fra 5,5% e 6% dal 2015. La fiducia è elevata e la **ricchezza netta** continua a salire (nuovo record nel 2° trimestre per il rapporto ricchezza netta/reddito disponibile). **La previsione è di crescita dei consumi intorno al 2,5-3% nel 2° semestre e in media del 2,6% nel 2017.**

L'**edilizia residenziale** fra fine 2016 e il 2017 è su un trend moderato, ma positivo. I cantieri restano in rialzo, con scarsità di case, forte aumento degli affitti e dei prezzi degli immobili in molte aree. Il peso delle costruzioni residenziali sul PIL, intorno al 4,8%, è raddoppiato rispetto ai minimi post-crisi e riporta il contributo del settore alla crescita complessiva più vicino alla media storica pre-bolla. Prevediamo una crescita degli investimenti residenziali del 6% nel 2017.

La voce debole della domanda domestica nel 2016 sono stati gli **investimenti non residenziali**. Le **scorte**, dopo aver sottratto 1,3pp nel 2° trimestre, dovrebbero contribuire positivamente nel 2° semestre. Gli **investimenti fissi** sono stati frenati dal crollo dell'estrattivo per tre trimestri consecutivi (Fig. 3). In seguito al rialzo del prezzo del greggio, le trivelle in attività sono in rialzo da maggio. La produzione nell'estrattivo è già positiva da tre mesi e gli investimenti dovrebbero svoltare a breve (v. Fig. 4). La previsione è di aumento moderato degli **investimenti fissi totali non residenziali nel 2° semestre 2016 e nel 2017 intorno a 3,5%.**

¹ V. per esempio: Fischer, Remarks on the US economy, 08/2016; J. Yellen, Current Conditions and the Outlook for the U.S. Economy, 06/2016, J. Bullard, A New Characterization of the U.S. Macroeconomic and Monetary Policy Outlook, 06/2016, J. Powell, Recent Economic Developments, Monetary Policy Considerations and Longer-term Prospects, 06/2016, L. Brainard, The "New Normal" and What It Means for Monetary Policy, 09/2016.

Il mercato del lavoro continua a migliorare ed è al pieno impiego: il tasso di disoccupazione è al livello di equilibrio, gli occupati crescono di circa il 2% a/a, i sussidi sono sui minimi da 40 anni, i salari stanno gradualmente aumentando. **Ulteriore miglioramento porterà a una situazione di crescente eccesso di domanda, con potenziale rischio di surriscaldamento.**

L'inflazione rimane ancora sotto l'obiettivo della Fed se misurata con il deflatore. Il deflatore *core* è aumentato di un paio di decimi quest'anno, ma non ha un chiaro trend verso l'alto, al contrario del CPI *core*. Il differenziale fra le due misure rimane sui massimi (v. Figg. 9-10), in larga misura per la definizione della sanità, che nel deflatore include i prezzi dei servizi offerti da Medicare e Medicaid, calmierati dal Congresso. Prevediamo che, se pure con ritardo, anche il deflatore registri un'accelerazione dei prezzi dei servizi e sia **poco sotto il 2% nel 2017.**

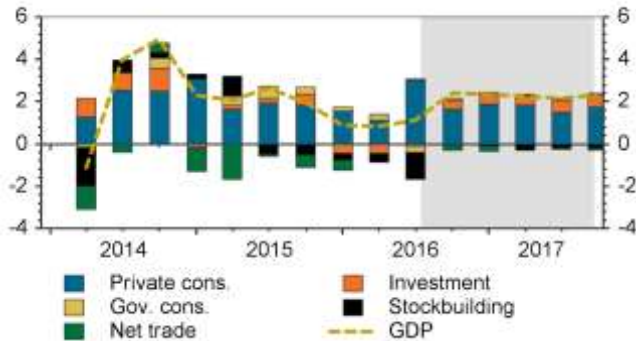
La politica fiscale è in fase espansiva. A legislazione vigente, il deficit è previsto stabile dal CBO (3,2% nel 2016 e 3,1% nel 2017). L'esito delle **elezioni di novembre** potrebbe portare a un allargamento del deficit: **entrambi i candidati presidenziali hanno programmi espansivi** (su 10 anni, circa 4 tln per Trump, circa 1 tln per Clinton). L'ultima parola spetterà comunque al Congresso, dove si dovrebbe mantenere una maggioranza repubblicana ampia alla Camera e risicata al Senato, con conseguente prosecuzione dello stallo degli ultimi 2 anni, per via dell'impossibilità di condurre ostruzionismo. Anche nel caso di marginale maggioranza democratica in Senato, il Congresso resterebbe bloccato, con la necessità di negoziare di volta in volta eventuali leggi di rilievo. Nella campagna elettorale, **il grande assente è l'obiettivo di azzeramento del deficit: il bias di politica fiscale è generalmente espansivo.**

La riunione del FOMC di settembre si è conclusa con **tassi fermi (e tre dissensi)** e con **indicazioni di un probabile rialzo entro fine anno.** "Il caso per un rialzo si è rafforzato ma abbiamo deciso di aspettare per ulteriore progresso verso gli obiettivi", ma è riapparsa una valutazione esplicita dei rischi: **"i rischi di breve termine appaiono circa bilanciati"**. Questo è un segnale di preparazione per un rialzo ravvicinato. Il grafico a punti mostra un solido consenso per un rialzo entro fine anno, tuttavia il sentiero per gli anni successivi è molto disperso (mediana 2017: 2 rialzi), e promette proseguimento dell'incertezza dal messaggio del Comitato. L'unico punto fermo sembra essere la forte maggioranza a favore di una previsione di ulteriori rialzi nei prossimi anni, se pure a un ritmo incerto: **la *guidance* verbale della Fed è diventata estremamente inaffidabile.** Prevediamo che **il prossimo rialzo sia a dicembre, e sia seguito da una pausa di un paio di trimestri nel 2017.**

Previsioni macro	2015			2016			2017				
	2015	2016	2017	2015	2016			2017			
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (US\$ 1996,a/a)	2.6	1.4	2.2	1.9	1.6	1.2	1.3	1.7	2.0	2.3	2.3
- trim./trim. annualizzato				0.9	0.8	1.1	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3
Consumi privati	3.2	2.6	2.6	2.3	1.6	4.4	2.4	2.7	2.6	2.2	2.5
IFL - privati non residenziali	2.1	-0.5	3.5	-3.3	-3.4	-0.9	3.1	3.8	3.5	4.4	4.5
IFL - privati residenziali	11.7	6.3	6.0	11.5	7.8	-7.7	8.2	6.2	6.2	8.1	6.9
Consumi e inv. pubblici	1.8	0.9	0.3	1.0	1.6	-1.5	0.7	0.7	0.3	0.3	0.4
Esportazioni	0.1	-0.1	3.7	-2.7	-0.7	1.2	2.8	3.0	4.5	4.1	4.0
Importazioni	4.6	1.1	3.6	0.7	-0.6	0.3	3.8	4.0	3.5	3.7	3.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.6	-2.5	-2.5	-2.5	-2.7	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
Deficit Federale (% PIL)	-3.5	-3.8	-3.8								
Debito pubblico (% PIL)	124.9	127.2	127.0								
CPI (a/a)	0.1	0.9	2.1	0.4	1.1	1.1	0.9	0.5	1.0	1.9	2.6
Produzione Industriale (a/a)	0.3	-0.9	1.6	-3.4	-1.8	-0.8	1.9	1.3	1.1	2.2	2.5
Disoccupazione (%)	5.3	4.8	4.6	5.0	4.9	4.9	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6
Federal Funds (%)	0.26	0.52	1.13	0.29	0.50	0.50	0.50	0.58	0.88	1.13	1.13
Cambio effettivo (1973=100)	91.1	91.2	89.6	93.1	93.2	89.6	90.3	91.6	91.1	89.7	89.2

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

Fig. 1 – PIL: la nuova normalità è vicina al 2%



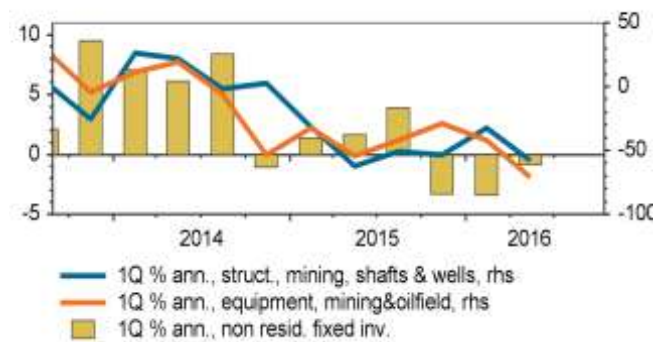
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Consumi e reddito disponibile in rialzo solido



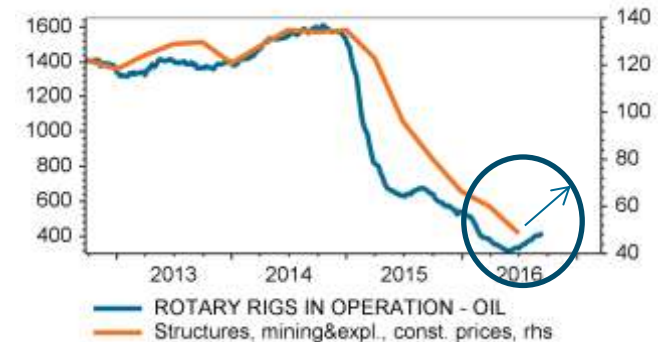
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Gli investimenti non residenziali sono stati frenati dal crollo dell'estrattivo



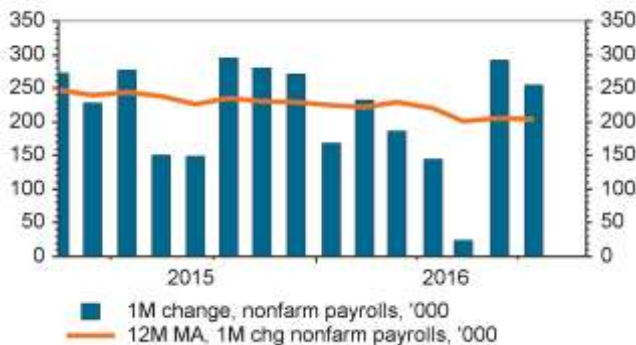
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – L'aumento delle trivelle in attività segnala una svolta degli investimenti nell'estrattivo



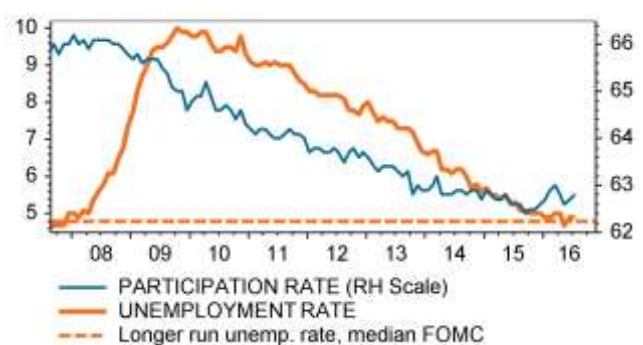
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Nuovi occupati: il trend resta solido



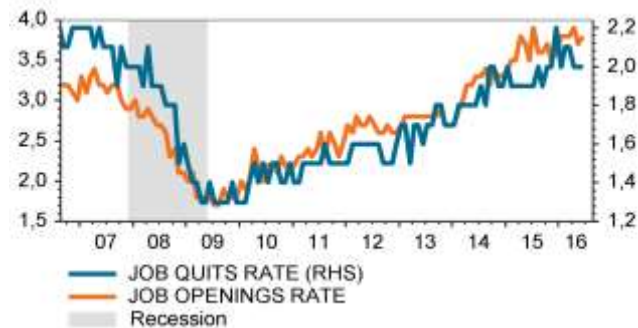
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Risorse inutilizzate in esaurimento



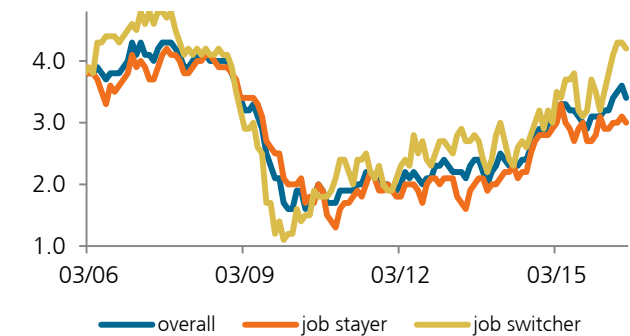
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Posizioni aperte e dimissioni volontarie sono indicazioni di un mercato del lavoro vicino all'equilibrio



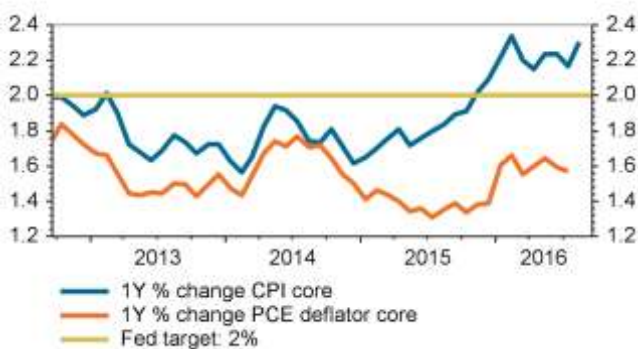
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – I salari rispondono alle condizioni del mercato del lavoro



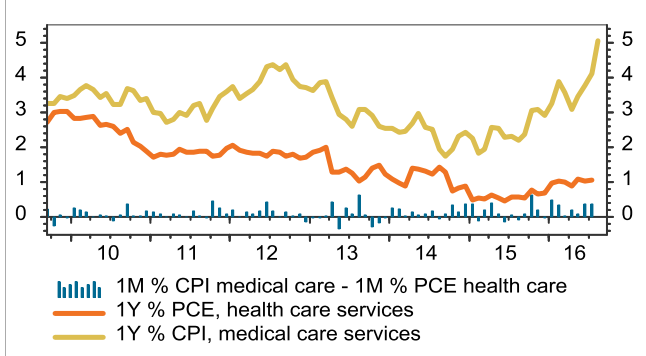
Fonte: Atlanta Fed, wage growth tracker

Fig. 9 – L'inflazione non è così lontana dal 2%



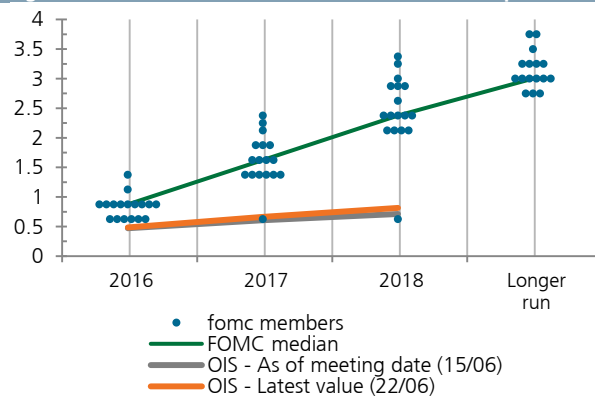
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Il deflatore è frenato dalla definizione della spesa sanitaria



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 - Proiezioni dei tassi: FOMC e mercato sempre lontani



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, dati al 23.06.2016

Proiezioni macroeconomiche Fed – settembre 2016

Variabile	Mediana				Lungo term.
	2016	2017	2018	2019	
PIL reale	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8
proiezione giugno	2.0	2.0	2.0		2.0
Tasso di disoccupazione	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8
proiezione giugno	4.7	4.6	4.6		4.8
Deflatore consumi	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0
proiezione giugno	1.4	1.9	2.0		2.0
Deflatore consumi core	1.7	1.8	2.0	2.0	
proiezione giugno	1.7	1.9	2.0		
<i>per memoria:</i>					
Proiezioni Sentiero dei tassi appropriato					
Tasso fed funds	0.6	1.1	1.9	2.6	2.9
proiezione giugno	0.9	1.6	2.4		3.0

Fonte: Federal Reserve Board. Dati di PIL: var. % a/a nel 4° trimestre

Area euro: effetto Brexit limitato, ma la crescita rallenta comunque

Anna Maria Grimaldi

- La ripresa dell'area euro continua a ritmi moderati. Come da nostre attese, l'effetto Brexit è stato contenuto sia sulle condizioni finanziarie che sul morale di famiglie e imprese. Confermiamo le stime di crescita del PIL area euro all'1,5% nel 2016 e in rallentamento all'1,3% nel 2017. La dispersione della crescita tra paesi *core* e periferici sarà meno accentuata. Nel 2017, ci aspettiamo, difatti, un rallentamento in Spagna (1,6% da 3,0%), e Germania (1,4% da 1,8%), ma una lieve accelerazione in Italia (1,0% da 0,8%) e una stabilizzazione in Francia (1,3%).
- La domanda estera rivolta alla zona euro offrirà un contributo più debole di quello che ci aspettavamo a giugno scorso. Sarà ancora la domanda interna a fare da spinta, grazie a condizioni finanziarie ultra espansive, alla tenuta del reddito da lavoro e profitti. Tuttavia, il picco per i consumi privati, principale motore del 2015, dovrebbe essere alle spalle in parte dato che riteniamo che il prezzo del petrolio non farà più da supporto.
- Il fitto calendario elettorale dei prossimi mesi accresce l'incertezza. Nel 2016 è in calendario il referendum costituzionale in Italia (dicembre), le elezioni in Austria (dicembre) e molto probabilmente in Spagna (dicembre). Nel 2017, rinnoveranno i Parlamenti Olanda (marzo), Francia (giugno) e Germania (agosto). In tutti i casi, fatta eccezione per la Spagna, vi è il rischio di un ulteriore spostamento verso posizioni populiste.
- Nonostante i numerosi richiami ad un uso più attivo della politica fiscale, il contributo ci attendiamo resterà esiguo nel 2016-17 (0,2% del PIL). Le aperture su un budget Europeo e/o ambiti di intervento comuni quali la difesa, un piano pluriennale di investimenti pubblici, un'assicurazione per il lavoro europeo, sono per ora assai preliminari, anche se vanno nella giusta direzione.
- La previsione di aumento dell'inflazione area euro all'1,5% nel 2018 dipende in larga misura dalla dinamica dei prezzi *core*, che dovrebbe accelerare nei prossimi mesi su spinta di un effetto base favorevole. Ma da metà del prossimo anno, saranno necessarie genuine pressioni rialziste domestiche. I rischi sono verso il basso.

Pensiamo che la BCE si troverà a dover fare di più entro dicembre 2016. Un aumento efficace dello stimolo monetario può venire solo da variazioni del PSPP, non facili da attuare data la scarsità di carta tedesca. È probabile che la BCE procederà per gradi, adottando prime modifiche meno controverse, quali eliminare il limite di rendimento e/o di detenzione di un singolo emittente. L'allentamento della regola degli acquisti in base alle quote capitale avrebbe non pochi pregi, ma è una scelta tutta politica non scontata e condizionata a revisioni al ribasso della crescita e dislocazioni importanti sui mercati.

Previsioni macro	2015	2016	2017	2015				2016				2017		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.5	1.3	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2	1.2	1.3			
- t/t				0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3			
Consumi privati	1.7	1.7	1.4	0.3	0.6	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3			
Investimenti fissi	2.9	2.3	2.3	1.4	0.4	0.0	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6			
Consumi pubblici	1.4	1.8	1.2	0.6	0.6	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2			
Esportazioni	6.1	2.3	3.3	0.7	0.0	1.1	0.4	0.8	0.9	1.0	0.7			
Importazioni	6.1	2.8	4.4	1.4	-0.1	0.4	1.1	1.4	1.2	1.0	1.0			
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1			
Partite correnti (% PIL)	3.2	3.3	2.4	3.2	3.3	3.6	3.0	3.3	2.7	2.5	2.2			
Deficit pubblico (% PIL)	-2.1	-1.9	-1.9											
Debito pubblico (% PIL)	90.5	89.5	89.1											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.0	0.3	1.2	0.2	0.0	-0.1	0.3	0.8	1.3	1.4	1.2			
Produzione industriale (a/a)	2.0	0.4	0.6	0.1	0.8	-0.3	-0.9	0.0	0.2	0.8	0.7			
Disoccupazione (ILO, %)	10.9	10.2	9.7	10.5	10.3	10.1	10.1	10.1	9.9	9.8	9.7			
Euribor 3 mesi	-0.02	-0.26	-0.34	-0.09	-0.19	-0.26	-0.30	-0.32	-0.32	-0.35	-0.35			
EUR/USD	1.11	1.11	1.14	1.10	1.10	1.13	1.12	1.09	1.11	1.14	1.15			

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

La ripresa continua a ritmi moderati, ma con segni di rallentamento

L'effetto Brexit che si temeva potesse innescare un restringimento delle condizioni finanziarie e una crisi di fiducia nell'area euro è stato quasi impercettibile. Le condizioni finanziarie rimangono poco variate rispetto ad inizio giugno (v. fig. 1). Il morale di famiglie e imprese è calato nei mesi estivi, ma non è scontato che l'andamento sia da ricondursi all'esito del voto britannico. In agosto, la fiducia è calata nei servizi e nel commercio al dettaglio, settori più legati alla dinamica della domanda interna che alla domanda estera (v. fig. 2). Il PMI composito (52,9 nel 3° trimestre da 53,0) e l'indice di fiducia economica della Commissione Europea (104 nei mesi estivi da 104,3) rimangono su livelli coerenti con una stabilizzazione della crescita nella seconda metà dell'anno sui ritmi del 2° trimestre, cioè lo 0,3% t/t (v. fig. 3); si tratterebbe di un tasso di crescita congiunturale compatibile con una crescita annuale dell'1,2%, ovvero appena al di sopra del potenziale². In media annua, il PIL è atteso in crescita dell'1,5% quest'anno e in rallentamento all'1,3% il prossimo, dopo il +1,9% del 2015. Il ciclo sembra, quindi, essere maturo, dal momento che il massimo dell'accelerazione dovrebbe essere alle spalle; ma allo stesso tempo non si rilevano squilibri domestici che possono far temere ricadute recessive.

La dinamica del **tasso di cambio effettivo peserà marginalmente sulla crescita nel 2017-18**, in larga misura per effetto dell'apprezzamento avutosi da maggio 2015 (+6%). Ai fini della previsione, ipotizziamo una stabilizzazione del cambio sui livelli recenti e quindi un impatto sul PIL circa nullo. **Il contributo dei prezzi energetici cambierà segno nel corso del 2017**. Dopo i cali del 2015-16 (-35% e -26%, espressi in euro) ci aspettiamo un moderato aumento nel 2017 (+11%). L'effetto ritardato dei cali del prezzo del petrolio nel 2015-16 sulla dinamica del PIL sarà controbilanciato dal rialzo atteso nel corso del 2017, con un effetto netto pressoché neutrale.

La **crescita del PIL e in particolare della domanda interna sarà sostenuta da condizioni finanziarie ancora ampiamente accomodanti** e da una probabile accelerazione degli aggregati creditizi, **grazie alla politica monetaria ultra espansiva**. La BCE deve ancora attuare acquisti nell'ambito dell'APP per circa 545 miliardi di euro. Secondo la stessa BCE le misure già in essere dovrebbero avere un effetto di 0,6% sulla crescita nel 2016-17³. Nel nostro scenario centrale, **assumiamo che la BCE estenda gli acquisti per 80 miliardi al mese fino a giugno 2017**. Gli acquisti residui ammonterebbero a circa 785 miliardi di euro. L'effetto di stimolo della politica monetaria sulla crescita del PIL Eurozona potrebbe, quindi, risultare anche più ampio dello 0,6% il prossimo anno. Inoltre non è escluso che le rimanenti TLTRO II (dicembre 2016 e marzo 2017) possano vedere un'assegnazione netta di fondi superiore alle prime due aste (giugno: 31 miliardi e settembre: 43 miliardi di euro), con ulteriori effetti di stimolo sulla dinamica del credito.

Considerando l'Eurozona nel suo complesso, la **politica fiscale sarà solo moderatamente espansiva**. La flessibilità concessa da Bruxelles, in parte per fronteggiare il forte afflusso di rifugiati consentirà un allentamento del saldo strutturale di 0,2% del PIL nel 2016. Ma non è chiaro se verranno fatte concessioni per il 2017. Le aperture dal vertice di Bratislava sull'estensione dell'EFSI e su misure di sostegno agli Stati membri nella lotta contro la disoccupazione giovanile vanno nella giusta direzione. Ma è assai improbabile che si vedano ulteriori passi avanti nel corso del 2017 sull'introduzione di un Budget europeo e/o misure di politica fiscale comuni. Malgrado le difficoltà del governo Merkel in vista delle elezioni del 2017, riteniamo altrettanto improbabile che la Germania allenti la politica fiscale più di quanto previsto nel Budget 2017 (-0,1/0,2% del PIL), in quanto non è abbandonando la disciplina fiscale che la CDU riconquisterà gli elettori di orientamento conservatore, preoccupati piuttosto dall'afflusso di migranti.

Crescita del PIL al trend o poco al di sopra

Contributo circa neutrale di cambio e petrolio

La spinta verrà dalle misure BCE già in essere e da un probabile aumento dello stimolo

² Il potenziale era stimato intorno all'1,0% dalla Commissione Europea nelle previsioni di primavera 2016.

³ L'impatto è stato citato da Draghi nella conferenza stampa dello scorso 21 settembre 2016. Praet nel discorso del 7 aprile 2016 citava un impatto delle misure annunciate tra ottobre 2014 e dicembre 2015 di 1,5 punti sulla crescita del PIL 2015-17.

Il rallentamento della crescita del PIL Eurozona nel 2016-17 è spiegato in larga misura dal contributo negativo delle esportazioni nette (-0,2% nel 2016 e -0,4% nel 2017) da ricondursi al raffreddamento della domanda mondiale. Le indicazioni dal PMI globale e attese sull'export dalle indagini nazionali sono di proseguimento della fase di ristagno del commercio di beni nei prossimi mesi (v. fig. 4). Stimiamo la **domanda estera** rivolta alla zona euro **in solo modesto recupero al +2,5% nel 2017 dal +2,0% di quest'anno**, grazie in particolare a una ripresa della domanda dagli emergenti dopo il calo del 2016. Le esportazioni verso i paesi OPEC dovrebbero offrire un contributo all'incirca nullo nel 2017, dopo il calo di quest'anno. Le esportazioni verso i paesi avanzati, invece, potrebbero rallentare.

La maggiore **spinta alla crescita verrà ancora dalla dinamica della domanda interna** che ci aspettiamo mantenga ritmi di espansione sostenuti anche se in lieve rallentamento (1,5% nel 2017, dall'1,7% del 2016). In particolare, i consumi delle famiglie, vero volano di questa ripresa, sono visti in rallentamento all'1,4% dopo il 1,7% del 2015-16. **La tenuta dei consumi privati sull'orizzonte di previsione dipende dalla dinamica di occupazione e condizioni finanziarie.** Il contributo del calo del prezzo del petrolio alla dinamica del reddito disponibile da ampiamente positivo diverrà, a nostro avviso, marginalmente negativo (v. fig. 6). I salari reali potrebbero frenare (0,4% dal +1,4% del 2015) per effetto della risalita dell'inflazione, ma anche perché i dati più recenti indicano un rallentamento dei salari nominali (+1,0% nel 2° trim. 2016, minimo da inizio 2010) che ci aspettiamo possa essere confermato in previsione (1,3% nel 2017 dal 2,0% del 2015). L'occupazione dovrebbe continuare a crescere intorno all'1,3/1,4% di qui a fine anno, stando alle indicazioni dalle indagini di fiducia, per poi rallentare all'1,2% nel 2017. In ogni caso l'aumento recente del tasso di risparmio (v. fig. 8) dovrebbe offrire un cuscinetto alla dinamica dei consumi. È possibile che **l'aumento del tasso di risparmio**, a fronte dei cali dei tassi di interesse, sia dovuto al fatto che le famiglie non hanno ancora consumato interamente l'aumento di reddito associato ai cali del prezzo del greggio. Ma non è da escludere che stia aumentando la componente precauzionale, dato il clima di elevata incertezza. Gli **investimenti in macchinari** sono cresciuti di solo 0,4% t/t nel 2° trim. 2016 dopo lo stallo di inizio anno. L'elevato utilizzo della capacità produttiva (v. fig. 9), condizioni al credito espansive (v. fig. 10), il calo del costo di finanziamento e la tenuta dei profitti (v. fig. 11) indicano una crescita degli investimenti intorno a 0,7-0,8% t/t nei prossimi trimestri (3,0% in media 2017 dal 2,6% di quest'anno). Il nostro indicatore sulla **spesa in costruzioni⁴** **indica una crescita tra 0,4% e 0,6% tra la primavera e l'estate** (v. fig. 12), è quindi probabile che si veda una riaccelerazione nel 3° trimestre. Il ciclo moderatamente espansivo dovrebbe proseguire nel 2017 (+1,8% da 1,5% del 2015) date le condizioni finanziarie di ampio supporto e la tenuta della fiducia nel comparto.

I **rischi per lo scenario sono verso il basso**. Fra questi, potrebbero diventare rilevanti i rischi politici connessi al ciclo elettorale europeo. La Spagna è ancora senza Governo: per ora i negoziati sono in stallo in attesa delle elezioni amministrative in Galizia e Paesi Baschi, ma non è escluso che il Paese torni al voto per la terza volta in un anno. L'Austria ripeterà a dicembre⁵ il ballottaggio delle elezioni presidenziali, che vedono in vantaggio il candidato nazionalista. Sempre a dicembre, si attende l'esito del referendum costituzionale in Italia. Seguiranno le elezioni politiche in Olanda a marzo 2017: i sondaggi recenti mostrano i populistici euroscettici del PVV ancora in vantaggio al 29% (anche se in calo dal 35% di inizio agosto), in un contesto di forte frammentazione del consenso che renderà comunque necessario un governo di coalizione. Seguiranno le elezioni presidenziale e parlamentare in Francia: la destra nazionalista del Front National guida i sondaggi, ma incontrerà forti ostacoli a vincere il ballottaggio. In Germania, l'avanzata dell'AfD potrebbe rendere la formazione delle alleanze di governo dopo le elezioni del settembre 2017 più complessa. L'incertezza politica e il ciclo elettorale hanno portato a un allentamento delle politiche fiscali in alcuni paesi, con effetti di breve termine positivi sulla

Le esportazioni nette faranno da freno ma consumi e investimenti dovrebbero sostenere la crescita

La tenuta dei consumi privati, dipende dalla dinamica di occupazione e condizioni finanziarie

Investimenti in macchinari e costruzioni avanti allo stesso passo del 2016

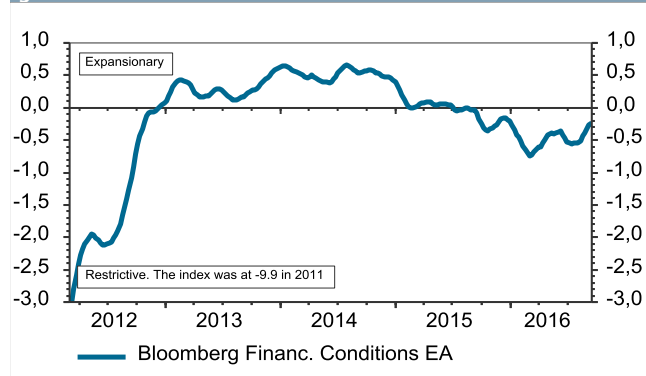
Prevalgono i rischi verso il basso. Fra questi, l'intenso ciclo elettorale del 2017

⁴ Si veda il *Weekly Economic Monitor* del 20.05.2016

⁵ La Corte costituzionale ha dichiarato illegittimo l'esito del voto della scorsa primavera

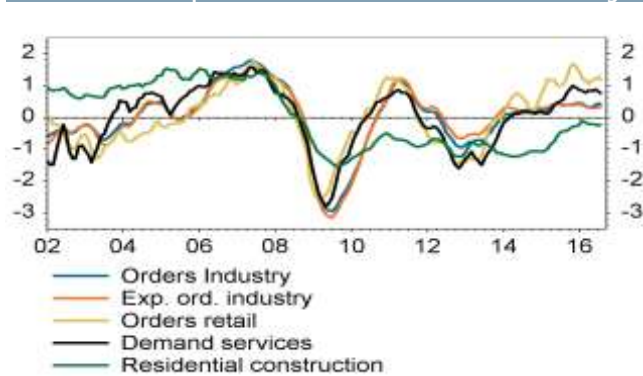
domanda, ma potrebbero aver ulteriormente frenato gli investimenti. Inoltre, gli spostamenti del consenso elettorale verso i partiti nazionalisti renderanno ancora più difficile riformare le istituzioni dell'Eurozona e sviluppare politiche comuni.

Fig. 1 – Condizioni finanziarie poco mosse dalla Brexit e in generale nei mesi estivi



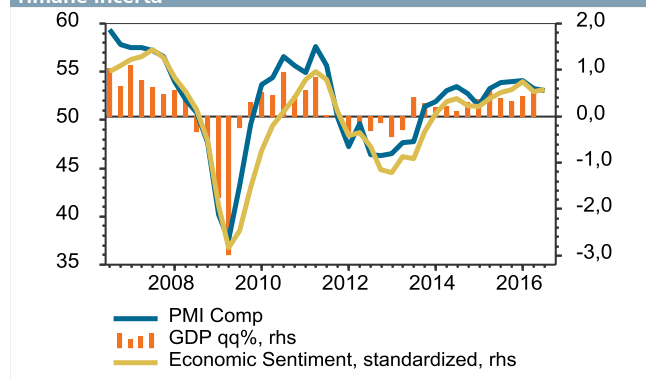
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – In estate, le imprese hanno segnalato un rallentamento della domanda soprattutto nei servizi e commercio al dettaglio



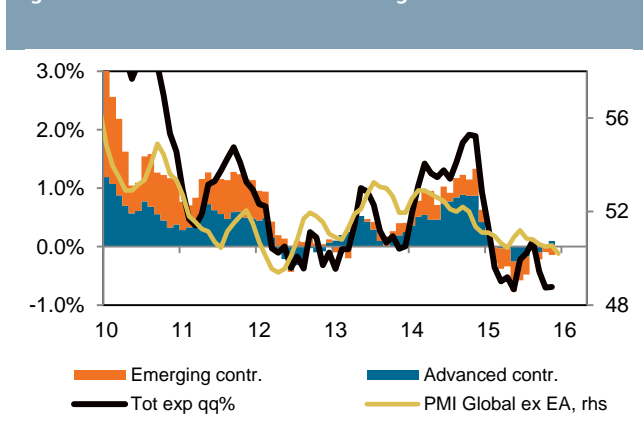
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Le Indagini di fiducia indicano una crescita del PIL a 0,3% t/t anche nel trimestre estivo. La dinamica di fine anno rimane incerta



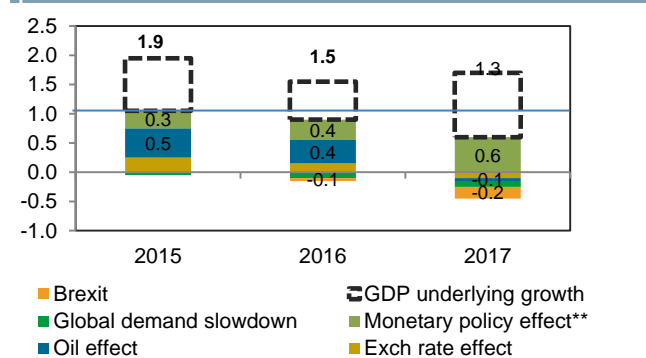
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La domanda estera rimarrà stagnante



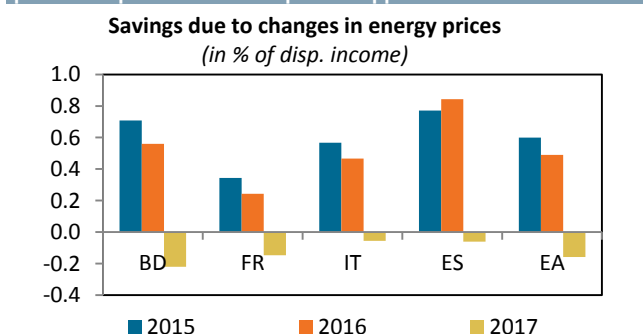
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Crescita spinta in particolare dalla politica monetaria il prossimo anno



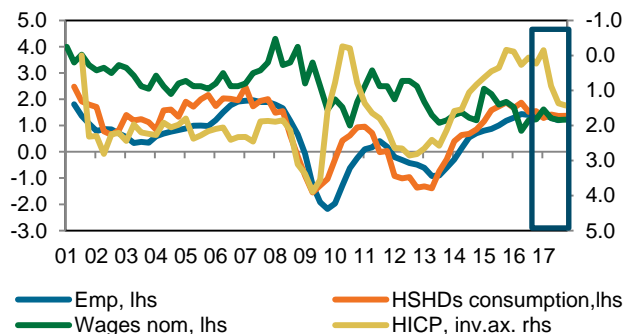
Nota: effetto della QE sulla crescita 1,5% in 3 anni (Praet, 7 aprile 2016). La linea azzurra mostra la stima della crescita potenziale. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La crescita dovrà ancora venire dalla domanda interna. Il prezzo del petrolio non farà più da supporto ai consumi ma ...



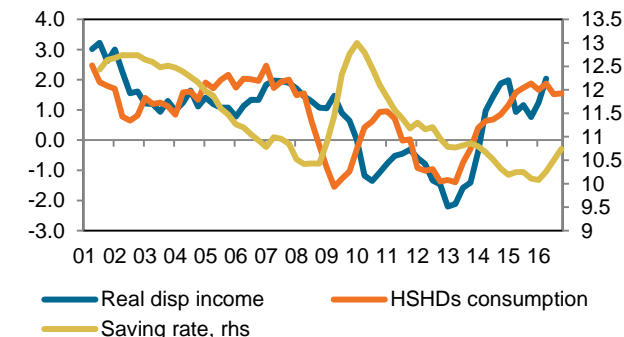
Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – ...Occupazione e salari dovrebbero continuare a crescere



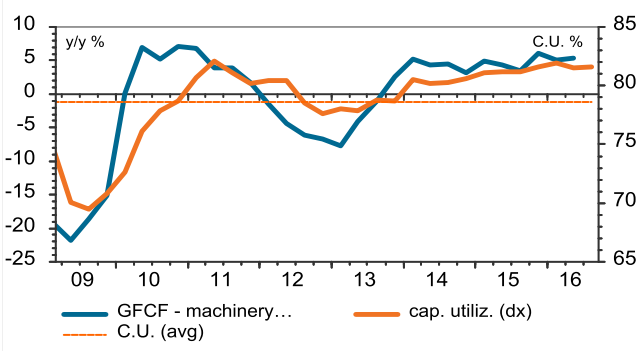
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – L'aumento del tasso di risparmio dovrebbe offrire un cuscinetto in caso di rallentamento dell'occupazione



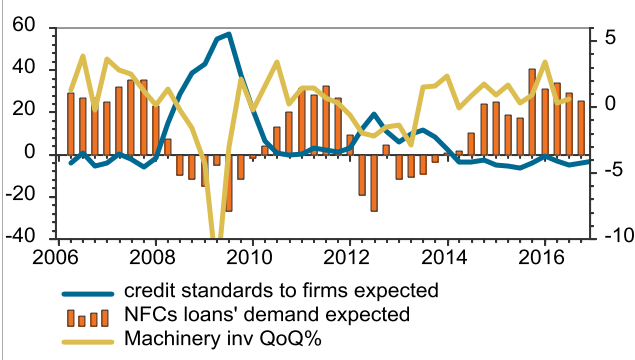
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – La capacità produttiva al di sopra della media degli ultimi 10 anni suggerisce una crescita degli investimenti in macchinari più robusta ...



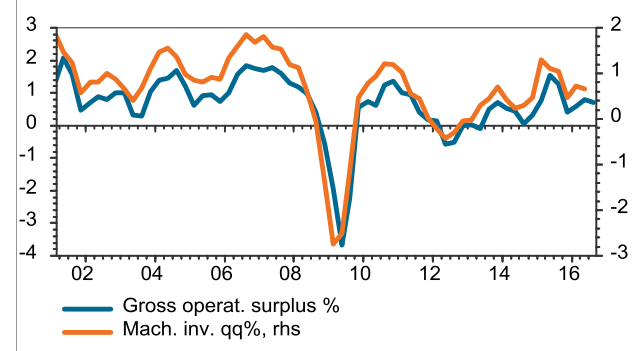
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ...condizioni al credito e attese sulla domanda di prestiti suggeriscono una crescita più vivace degli investimenti



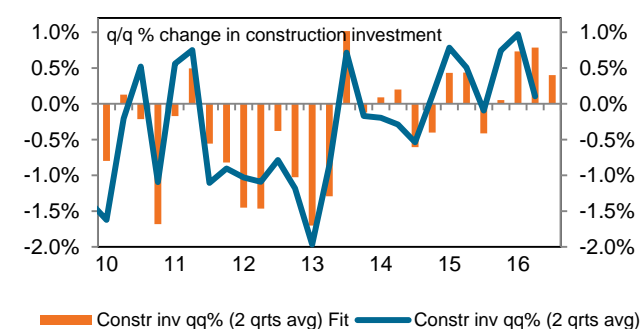
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – La dinamica dei profitti coerente con una crescita dello 0,5% t/t nel 3° trimestre



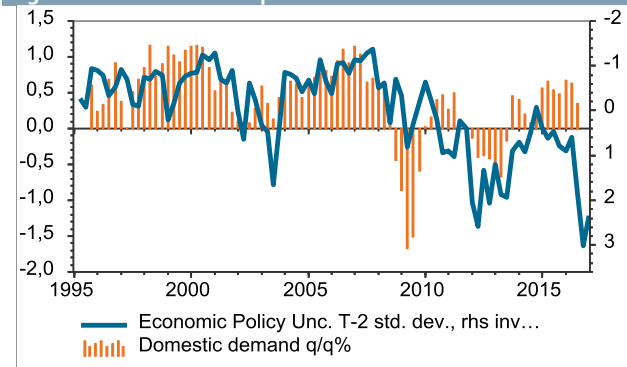
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Investimenti in costruzioni: il nostro indicatore suggerisce una crescita modesta anche nei mesi estivi



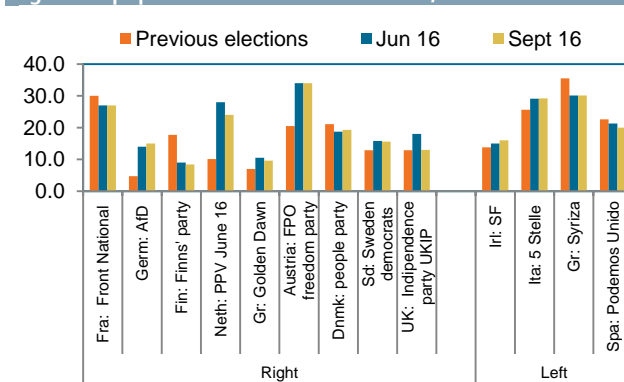
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Incertezza della politica economica su livelli record



Fonte: Economic Policy Uncertainty, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – I populisti avanzano in Germania, Austria e Olanda



Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La BCE ha preso tempo a settembre ma dovrà fare di più

A settembre, la BCE ha mantenuto inalterato lo stimolo monetario. Draghi ha dichiarato che il Consiglio non ha nemmeno discusso una possibile estensione dell'APP oltre marzo 2017 e che il focus rimane, per ora, sull'implementazione delle misure già in essere. La scelta è motivata dal fatto che l'andamento dei dati e delle condizioni finanziarie nei mesi estivi non ha alterato in modo significativo lo scenario di ripresa moderata del PIL Eurozona. Le nuove stime dello staff hanno tagliato di appena un decimo la crescita 2017-18 all'1,6% ed hanno anche alzato la previsione per il 2016 all'1,7%. L'inflazione è ancora vista risalire verso il target, all'1,6% nel 2018, come nelle stime di giugno. L'effetto del voto britannico sulla crescita è valutato nell'ordine di due tre decimi e sarà controbilanciato dalle misure di politica monetaria già in essere. Ora le nuove stime BCE incorporano in pieno l'impatto delle misure di politica monetaria di marzo (0,6% sulla crescita in 3 anni, un decimo in più rispetto a giugno e 0,4% per l'inflazione). Le stime dello staff sono più ottimiste di quelle di consenso ma il comunicato specificava che i rischi sono verso il basso e che " *nelle proiezioni macroeconomiche è insito il mantenimento dell'elevato stimolo monetario necessario a riportare l'inflazione verso il target nel medio termine*". La BCE ha del resto confermato l'impegno " *ad usare tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato, se necessario*".

Riteniamo che lo scenario di crescita della BCE possa rivelarsi ottimistico e che il Consiglio si troverà a dover aumentare di nuovo lo stimolo monetario a dicembre. Un intervento sui tassi ci sembra poco probabile, nonostante Draghi abbia difeso la misura, come efficace per allentare le condizioni monetarie. Oltretutto la BCE è consapevole che se per ora l'esperienza è stata positiva, ulteriori limature porterebbero effetti di breve durata sul cambio e probabilmente comincerebbero a pesare sulla redditività di alcune parti del sistema finanziario.

Riteniamo che un aumento efficace dello stimolo monetario possa aversi solo tramite l'estensione temporale e/o dei volumi dell'APP. È possibile, quindi, che le revisioni contenute nello scenario, siano dettate, in parte, anche dalla necessità di prendere tempo per trovare soluzioni politicamente ammissibili per superare i crescenti limiti di scarsità di carta tedesca. Del resto, l'unica apertura che vi è stata a settembre è che il Consiglio " *ha istruito i tavoli di lavoro competenti a valutare le opzioni possibili per assicurare l'ordinata attuazione del programma di acquisto*". Ci sembra poco plausibile che la BCE si sia resa conto dei vincoli di scarsità solo di recente; più probabile che non vi sia un consenso all'interno del Consiglio sulle scelte da attuare per preservare la credibilità del programma ed eventualmente proseguire con gli acquisti, se necessario, oltre marzo prossimo. Allargare gli acquisti alle obbligazioni bancarie consentirebbe di allargare la base monetaria di circa 200 miliardi di euro, ma la vera discussione che il Consiglio dovrà affrontare è sui limiti agli acquisti di titoli di stato. Rimuovere il vincolo di rendimento⁶ consentirebbe alla BCE di proseguire gli acquisti fino a primavera. Per un'estensione temporale del programma sarebbe necessaria una discussione del limite di detenzione di una singola emissione e forse anche della regola degli acquisti in base alle quote capitale. Su questo fronte, le resistenze si prospettano molto tenaci. Malgrado la decisione di lasciare gran parte del rischio connesso agli acquisti di titoli nel bilancio delle Banche centrali nazionali, questa problematica regola di allocazione è ritenuta dal Presidente della Bundesbank essenziale per evitare la subordinazione della politica monetaria alla politica fiscale e preservare l'indipendenza della Banca centrale. Ma anche membri più interventisti come Villeroy (Banca di Francia) hanno indicato che è necessaria pazienza nel valutare l'impatto delle misure già in essere su crescita e inflazione. Rimševič, Knot e Jazbec hanno indicato che il programma può proseguire nella forma attuale. Si comprende, quindi, perché la BCE abbia cercato di prendere tempo a settembre motivando la scelta con stime forse già datate.

Anna Maria Grimaldi

La BCE ha preso tempo a settembre confermando lo scenario di moderata ripresa

Pensiamo che i dati spingeranno la BCE a fare di più a dicembre

Un intervento sui tassi è poco probabile

Un aumento dello stimolo monetario passa per un aumento degli acquisti di titoli governativi

Sarà necessaria una discussione politica all'interno del Consiglio

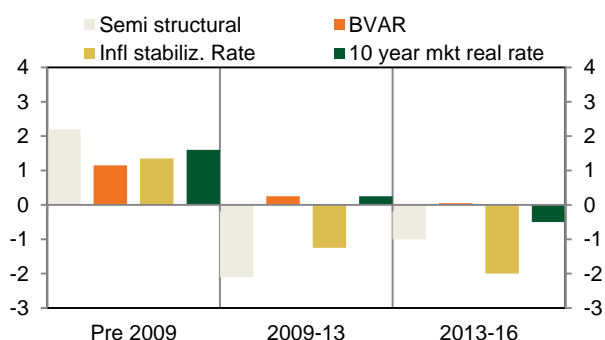
⁶ Si veda a riguardo la pubblicazione Intesa Sanpaolo Interest Rate Strategy del 07.09.2016

Tab. 1 – Le mosse future BCE rimangono condizionate a revisioni verso il basso per lo scenario macro

	Stime BCE, settembre 2016			ISP & stime di Consensus, agosto 2016		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
PIL a/a %	1,7↑	1,6↓	1,6↓	1,5 (1,5)	1,3 (1,2)	1,5
CPI a/a %	0,2	1,3↓	1,6	0,3 (0,2)	1,3 (1,3)	1,4
Core CPI a/a %	1,0	1,2	1,5↓	0,9	1,2	1,5

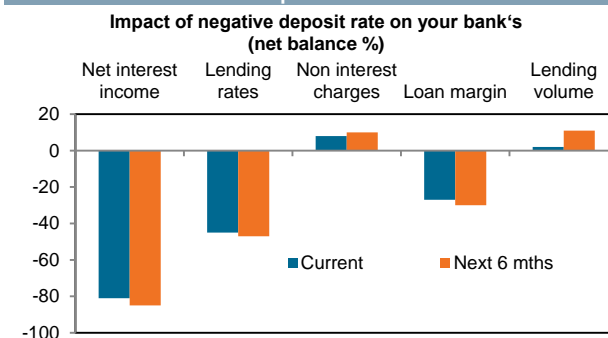
Note: ↓ ↑ indica la direzione delle revisioni alle precedenti stime BCE; in parentesi nuove ipotesi tecniche su cambio e petrolio alla base delle stime BCE; Stime di Consensus Economics per il cambio EUR e prezzo del petrolio sono per novembre 2016, agosto 2017, agosto 2018. Le previsioni Intesa Sanpaolo sono medie annue
Fonte: BCE, stime macroeconomiche di giugno 2016, Intesa Sanpaolo previsioni di agosto 2016 e Consensus economics agosto 2016

Fig. 1 – Secondo stime BCE il tasso di interesse "naturale" è "negativo" e giustificerebbe un taglio del tasso sui depositi



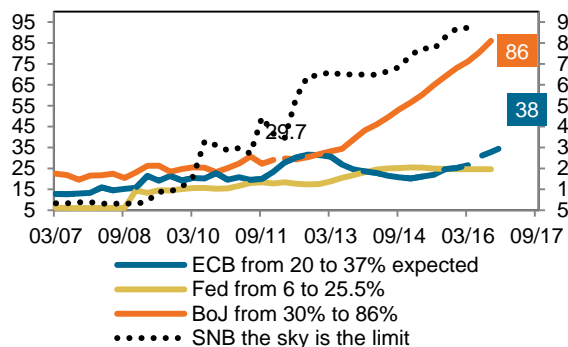
Fonte: calcoli BCE (si veda il discorso di Constancio del 7 luglio 2016)

Fig. 2 – Ma un intervento sui tassi è poco plausibile date le critiche sollevate da molte parti del sistema finanziario



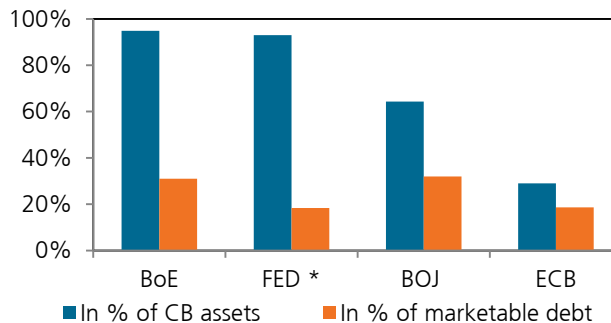
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il bilancio della BCE arriverà al 38% del PIL



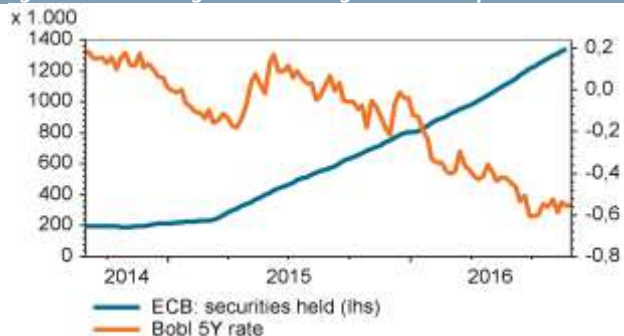
Fonte: Banche Centrali Nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Fed, BoE e BoJ hanno acquistato più titoli di stato



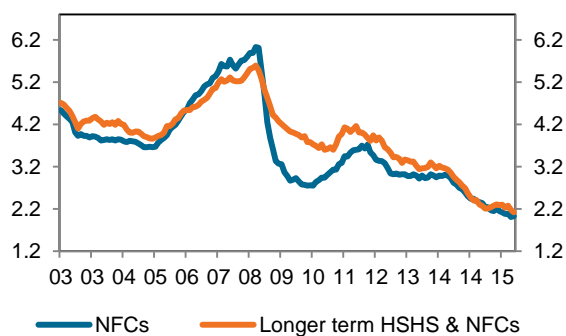
*Solo Treasury; Fonte: Banche Centrali Nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – I tassi a lungo termine reagiscono all'impulso ...



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ... così come il costo del credito per il settore privato



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: ha svoltato, ma il sentiero verso il 2% è incerto

Il minimo per la dinamica dei prezzi al consumo sembra essere alle spalle ma l'aumento dei prezzi rimarrà modesto sull'orizzonte di previsione e soggetto a rischi verso il basso. Confermiamo le previsioni di inflazione a 0,3% nel 2016 e in graduale aumento nei prossimi due anni (1,3% nel 2017 e 1,5% nel 2018). Le nostre stime sono circa in linea con quelle di consenso e con le ultime previsioni BCE (IPCA: 1,6% nel 2018 dall'1,2% del 2016).

Riteniamo che l'energia non sarà più da freno alla dinamica inflazionistica (v. fig. 1) a partire da inizio 2017, dopo aver sottratto in media lo 0,5% all'anno nel 2014-16. Il contributo dei prezzi energetici rimarrà esiguo, dal momento che ci aspettiamo un rialzo graduale del prezzo del petrolio (da 43 dollari al barile quest'anno a 48 nel 2017 e 53 dollari nel 2018), in linea con il trend recente e dato l'usuale ritardo con cui un rialzo dei prezzi energetici si trasferisce ai prezzi interni⁷. Non si riscontrano pressioni rialziste a monte della catena produttiva. Inoltre, l'apprezzamento del cambio effettivo avutosi da metà 2015 (+6,0%) ha depresso la dinamica dei prezzi all'import e potrebbe mettere nuovamente sotto pressione i prezzi dei beni di consumo (v. fig. 2). La risalita dell'inflazione verso il 2% dipende, quindi, quasi interamente dalla dinamica dell'inflazione sottostante. Nonostante la fase di ripresa che dura ormai da fine 2013 e le misure BCE, da metà 2014 l'inflazione *core* si aggira in un intorno dello 0,8%. I segnali di svolta rimangono ancora preliminari: 1) la **mediana calcolata su diverse misure di inflazione *core* è salita di solo tre decimi** a 0,9% da un minimo di 0,6% a inizio 2015 (v. fig. 3); 2) la dinamica dei prezzi dei servizi al netto dell'energia, più legati alla dinamica della domanda interna, rimane modesta (v. fig. 4); 3) la media troncata è risalita a 0,4% a/a da 0,0% in primavera; 4) l'inflazione *core* al netto delle tasse sembra aver svoltato anche nella periferia (v. fig. 5). Nei prossimi mesi, l'inflazione *core* è attesa accelerare in larga misura grazie ad un effetto statistico favorevole (v. fig. 6), ma dalla primavera del 2017 saranno necessarie genuine pressioni rialziste sui prezzi interni perché l'inflazione *core* si stabilizzi a 1,3-1,4%. In prospettiva, quindi, l'aumento dell'inflazione sottostante dipende ancora dalla chiusura dell'eccesso di offerta e dalla tenuta della domanda interna. Con stime di crescita per il 2017-18 in rallentamento rispetto a quest'anno, **l'*output gap* si chiuderà meno rapidamente** rispetto alle previsioni di primavera della Commissione (cui si fa riferimento nel grafico 7), contribuendo al massimo per 0,1-0,2% alla dinamica dei prezzi *core*⁸. Va, inoltre, evidenziato che il costo del lavoro è rallentato nella prima metà di quest'anno (v. fig. 8) anche in Germania, e non ci aspettiamo una riaccelerazione dall'1,4% del 2° trim. 2016 dal momento che la crescita dei salari nominali sarà moderata e la produttività sarà stagnante.

I rischi per la dinamica inflazionistica rimangono ancora verso il basso e derivano da prospettive cicliche incerte, nonché da potenziali effetti di seconda battuta sulla dinamica di salari e prezzi interni, dal protratto calo del prezzo del greggio e da attese di inflazione di medio periodo ancora lontane dal target BCE (v. figg. 11 & 12).

Tab. 1 – Previsioni di inflazione per Paese

	GRC	FRA	FRA	FIN	ESP	EA	NLD	CYP	IRL	GER	PRT	BEL	MLT	AUT
2015	-1.1	0.1	0.1	-0.2	-0.6	0.0	0.2	-1.5	0.0	0.1	0.5	0.6	1.2	0.7
2016e	0.5	0.2	0.2	0.4	-0.2	0.3	0.3	-1.0	0.0	0.4	0.7	1.8	1.1	1.0
2017e	0.8	0.9	0.9	1.0	1.4	1.3	1.5	1.5	1.4	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8
2018e	0.7	0.9	0.9	1.0	1.3	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8	1.9

Nota: e= stime Intesa Sanpaolo. Fonte: Eurostat

⁷ Le elasticità standard derivabili dai modelli BCE e Commissione Europea suggeriscono che l'effetto sulla dinamica dell'inflazione *headline* di un calo/aumento del prezzo del greggio del 5%, è compreso tra 0,15% e 0,3% dopo quattro trimestri.

⁸ La nostra modellistica stima la variazione dell'inflazione *core* in funzione dell'*output gap* e dei ritardi della variazione dell'energia e del costo del lavoro.

Anna Maria Grimaldi

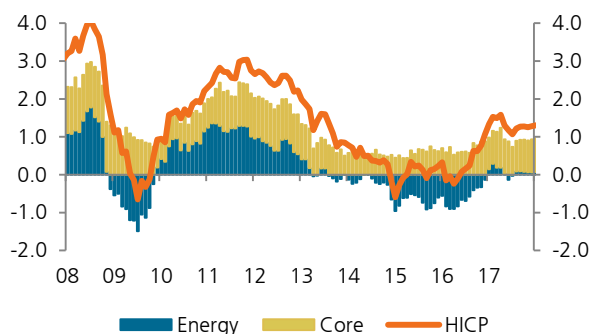
Il minimo per l'inflazione dovrebbe essere alle spalle. L'energia non fa più da freno

L'inflazione *core* salirà nei prossimi mesi sarà aiutata da un effetto base favorevole

Dalla primavera del 2017 saranno necessarie pressioni sui prezzi interni

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

Fig. 1 – Il minimo per l’inflazione dovrebbe essere alle spalle ma un aumento verso il 2% dipende tutto dalla dinamica sottostante



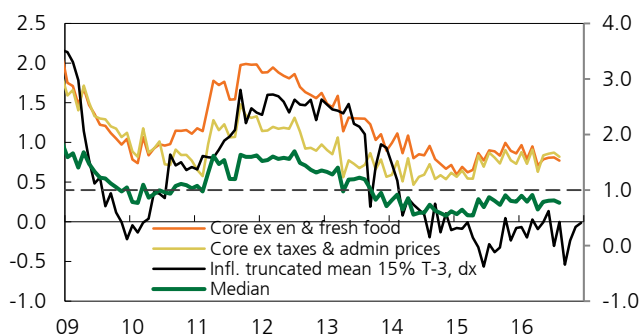
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Pressioni a monte della catena produttiva inesistenti: tornano a calare i prezzi all’import per effetto del recente apprezzamento del cambio



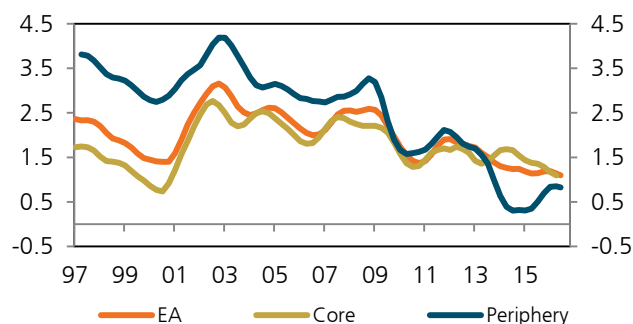
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L’inflazione core è poco mossa. L’aumento della media troncata dalla primavera fa sperare in un rialzo nei prossimi mesi



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

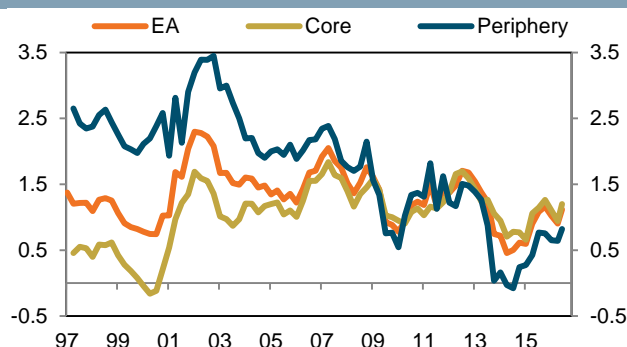
Fig. 4 – Prezzi dei servizi, tipicamente più legati alla dinamica della domanda interna, ancora sui minimi



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

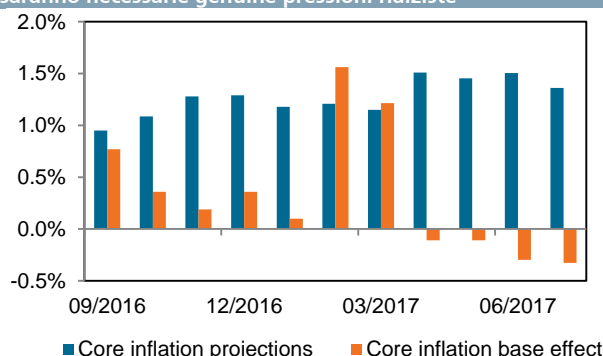
Fig. 5 – L’inflazione “ciclica” ha svoltato anche nella periferia



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

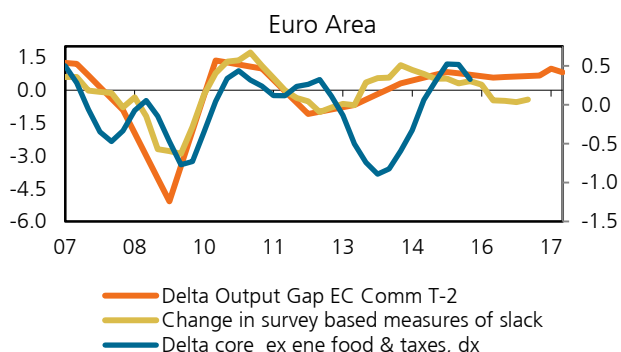
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6– L’inflazione core è attesa risalire all’1,3% per marzo 2017 grazie all’effetto base favorevole ma dalla Primavera saranno necessarie genuine pressioni rialziste



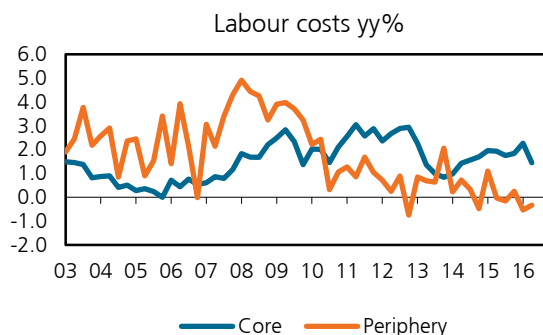
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La risalita dell’inflazione *core* dipende dalla dinamica della domanda interna e da quanto rapidamente si chiuderà l’*output gap*. Il rallentamento della crescita non aiuta



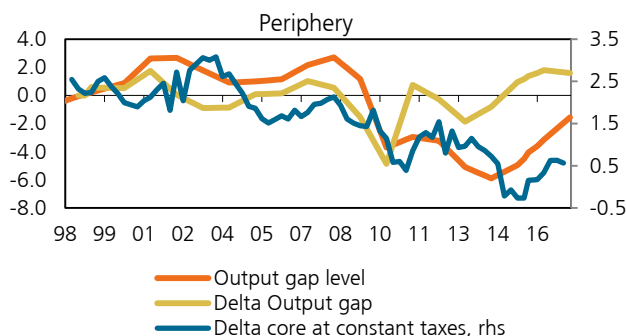
Nota: *Output gap* Commissione UE, variazione su anno precedente. Le misure di eccesso di offerta derivate dalle indagini si basano sulla domanda dall’indagine trimestrale della Commissione UE: “la domanda è un limite alla produzione?” per industria, costruzioni, servizi e commercio al dettaglio. Le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

Fig. 8 – Il costo del lavoro sta rallentando



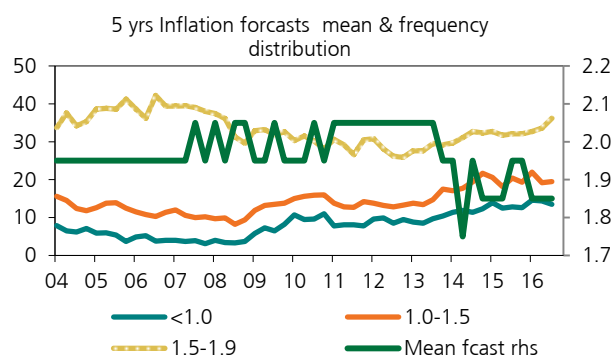
Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nel PIL Eurozona
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Per la risalita dell’inflazione nella periferia nel periodo recente conta non solo la variazione dell’*output gap* ma anche il livello



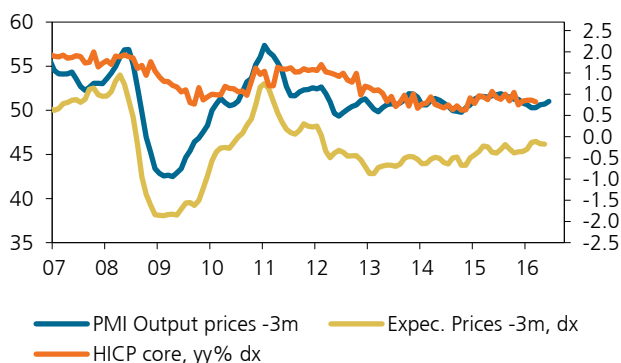
Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nel PIL Eurozona
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Attese di inflazione di medio termine stabili solo per i previsori ufficiali



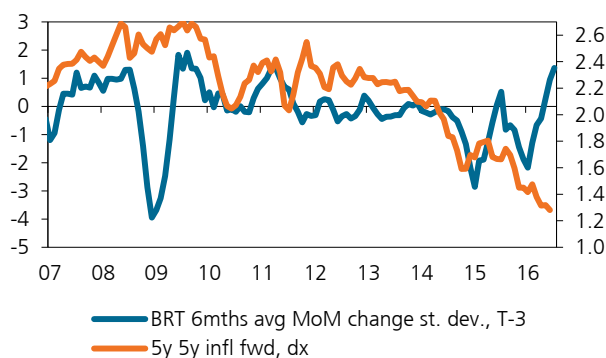
Fonte: BCE, SPF 3° trim. 2016

Fig. 11 – le indagini non segnalano pressioni sui prezzi di vendita



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 12 – Rischi di effetti di seconda battuta al permanere delle attese di inflazione su livelli bassi rispetto al target BCE. Il rimbalzo del prezzo del greggio non ha sollevato le attese di prezzo di mercato



Fonte: Bloomberg (5y5y infl forward) Thomson Reuters-Datastream

Germania: crescita al trend. La vera sfida è politica

A giugno scorso scrivevamo che la Germania sembrava finalmente avviata verso un modello di crescita meno incentrato sull'export e più sulla dinamica della domanda interna (v. fig. 2). L'andamento dei dati negli ultimi mesi sembrerebbe indicare il contrario. La crescita del PIL in primavera è stata trainata dalle esportazioni nette, sostenute dalla domanda dall'Eurozona, Est Europa ed emergenti, tra cui OPEC; che hanno più che controbilanciato il calo dei flussi verso Regno Unito e Stati Uniti⁹ (v. Fig. 3). Come atteso, consumi e investimenti in costruzioni hanno frenato dopo la forte crescita del 1° trimestre, gonfiata da effetti di calendario e climatici inusuali, ma preoccupa la debolezza degli investimenti in macchinari. Per effetto della forte crescita delle esportazioni e calo dell'import¹⁰, il surplus di parte corrente è tornato ad allargare fino quasi a sfiorare il 9% del PIL a luglio (v. fig. 4), ampiamente al di sopra dei limiti previsti dalla MIP (*Macro Imbalance Procedure*). Nonostante la Commissione UE abbia più volte raccomandato sforzi per stimolare la crescita domestica, difficilmente la Germania farà leva sulla politica fiscale nel corso del 2017 per stimolare la domanda interna dal momento che le sfide interne sono più politiche che economiche. La transizione verso le elezioni politiche, previste per fine estate 2017 (la prima data utile è il 27 agosto), si prospetta piuttosto complessa. I populisti di destra dell'AfD, dopo il successo ottenuto a marzo e a settembre alle amministrative, sono ormai presenti in 10 dei 16 Parlamenti dei Land tedeschi e sono il terzo partito su scala nazionale, in testa ai Verdi. Lo spostamento verso posizioni populiste è una chiara manifestazione di dissenso per le politiche di accoglienza dei rifugiati, ma il movimento si caratterizza anche per il rigorismo economico. Il Budget 2017 conferma l'obiettivo di bilancio strutturale in pareggio anche nel 2017, nonostante l'aumento di spesa per i rifugiati per circa 5 miliardi (0,2% di PIL). Anche il piano di medio termine prevede aumenti di spesa modesti (20,6 miliardi in 4 anni), con una quota risibile (1,7 miliardi di euro, 0,1% del PIL) per investimenti in trasporti e istruzione. Il Ministro Schauble ha aperto a tagli delle imposte dopo le elezioni politiche (per circa 15 miliardi di euro), ma per il momento, il Governo sembrerebbe voler fare della disciplina fiscale uno dei punti cardine della campagna elettorale. Non è affatto scontato, che la CDU e la Merkel possano recuperare consensi allentando la politica fiscale. L'ascesa dell'Afd è preoccupante per la politica interna tedesca dal momento che complicherebbe la formazione delle alleanze e rischia di aprire ad un governo di minoranza anche in Germania.

Se il quadro politico si presenta complesso nel prossimo anno, l'economia rimane solida. Gli indici PMI e IFO indicano una stabilizzazione della crescita intorno a 0,3-0,4% t/t dall'estate dopo il ritmo più sostenuto del 2015 (v. fig. 1). Riteniamo che il PIL continuerà a crescere dell'1,4% nel 2017-18, in rallentamento dall'1,8%¹¹ di quest'anno ma ancora in linea o poco al di sopra del potenziale¹² (1,3%). Le indagini suggeriscono una moderazione dei servizi e commercio al dettaglio (v. fig. 5) dai massimi di fine 2015, l'industria farà probabilmente da freno nei mesi estivi, ma del resto in questa ripresa non ha mai offerto un contributo significativo. Il processo di ribilanciamento della crescita dalla domanda estera alla domanda domestica sarà forse più lento di quello che ci aspettavamo, ciò detto, sull'orizzonte di previsione il contributo delle esportazioni nette sarà negativo (-0,2% quest'anno e -0,3% il prossimo). A nostro avviso, saranno ancora i consumi e investimenti, in particolare in costruzioni, a spingere il PIL nel prossimo biennio. I **consumi delle famiglie** continueranno a crescere più del PIL (1,5% nel 2017), sostenuti da condizioni finanziarie ultra accomodanti, dalle misure fiscali (trasferimenti pubblici e riduzione degli oneri contributivi) e dalla tenuta del reddito da lavoro. Rispetto a giugno, abbiamo tagliato le stime di crescita dei consumi di 0,3%, dal momento che

Anna Maria Grimaldi

Le principali sfide nel prossimo anno sono politiche

Crescita al potenziale e sostenibile, dati i fondamentali più che solidi

Consumi delle famiglie cresceranno in linea con il PIL

⁹ Il calo dell'export verso gli Stati Uniti è probabilmente spiegato dalla forte correzione di scorte in America nel 2° trimestre.

¹⁰ Il calo dell'import nei mesi primaverili, sia in termini nominali che reali, riflette molto probabilmente il rallentamento della domanda interna.

¹¹ Su base annua la crescita del PIL è attesa all'1,7% quest'anno e 1,3% il prossimo.

¹² La Bundesbank stima il potenziale all'1,3%. La Commissione UE stima il potenziale all'1,7%

verrà meno il supporto dal basso prezzo del petrolio (0,5% nel 2015-16). L'andamento recente di ordini, permessi e fiducia presso i costruttori è coerente con un ciclo espansivo degli **investimenti in costruzioni residenziali** a un ritmo di circa 0,6% t/t (2,7% nel 2017) e conferma che il calo degli investimenti nel 2° trimestre era solo una correzione degli eccessi di inizio anno spiegati da fattori climatici inusuali (v. fig. 10). Gli **investimenti in macchinari** hanno corretto interamente nei mesi primaverili il forte aumento del 1° trimestre. Anche in questo caso dovrebbe trattarsi di solo di una pausa. L'elevato grado di utilizzo degli impianti, le condizioni finanziarie di ampio supporto e la posizione di bilancio solida delle imprese (bassa leva, debito in calo e profitti in crescita), dovrebbero sostenere la spesa delle imprese in ampliamento. L'unico elemento di disturbo è l'incertezza geopolitica (v. figure 11 e 12).

Costruzioni residenziali:
l'espansione è ancora solida

Investimenti aziendali: l'unico freno è l'incertezza

Il mercato del lavoro tedesco è al pieno impiego. L'**occupazione** continua a crescere (1,2% a/a nel 2016 dal +1,2% di fine 2015) a ritmi più sostenuti rispetto alle indicazioni dalle indagini, grazie al contributo del settore pubblico e in particolare dei servizi sanitari, sociali e dei trasporti. La **crescita degli occupati dovrebbe rallentare nel 2017 a 0,9%**, stando alle delle indagini (v. fig. 7). Ulteriori cali del tasso di disoccupazione dai minimi recenti (6,1%) dipendono da quanto rapidamente l'afflusso di popolazione immigrata si tradurrà in un aumento della partecipazione¹³. La crescita del **reddito da lavoro reale è previsto rallentare all'1,1%-1,4% nel 2017 dal 2,4% del 2016**, per effetto della risalita **dell'inflazione all'1,5% dal +0,4%** di quest'anno e del rallentamento dei salari negoziali a 2,1% a/a, da 2,4% del 2015 (v. fig. 6). L'aumento del salario minimo a 8,84 euro, previsto da gennaio 2017, contribuirà solo marginalmente alla dinamica salariale aggregata. **I rischi per lo scenario sono circa bilanciati**. La fase di espansione in linea con il trend è sostenibile perché non si riscontrano squilibri interni, nel contempo l'aumento del risparmio delle famiglie e la gestione più oculata dei conti pubblici dovrebbero consentire di assorbire shock esterni. Il bilancio pubblico è atteso rimanere in surplus a 0,4% nel 2016 e a +0,3% nel 2017, da 0,6% del 2015, nonostante l'aumento di spesa per i rifugiati.

Mercato del lavoro al pieno impiego

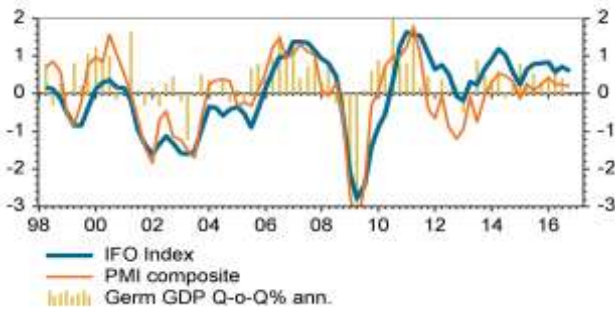
Salari reali in frenata per effetto dell'aumento dell'inflazione all'1,5% e del rallentamento dei salari nominali

Previsioni macro	2015			2016			2017				
	1	2	3	1	2	3	1	2	3		
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	1.8	1.4	1.3	1.8	1.7	1.9	1.9	1.5	1.4	1.3
t/t				0.4	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
Consumi privati	1.9	1.5	1.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.3
Investimenti fissi lordi	1.2	2.3	2.7	1.7	1.6	-1.5	0.6	0.8	1.0	0.9	0.6
Consumi pubblici	2.8	3.9	2.5	1.2	1.3	0.6	0.8	0.8	0.7	0.4	0.4
Esportazioni	4.6	2.6	2.7	-0.7	1.6	1.2	-0.1	0.8	0.8	0.9	0.4
Importazioni	5.0	3.3	4.0	0.6	1.3	-0.1	1.4	1.0	1.2	1.0	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.0	-0.1	0.2	-0.3	-0.1	0.6	-0.2	-0.1	-0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	8.6	9.1	7.4	8.4	9.6	9.5	8.9	8.6	8.1	7.6	7.2
Deficit (% PIL)	0.5	0.4	0.2								
Debito (% PIL)	71.2	68.3	66.3								
CPI (a/a)	0.2	0.4	1.2	0.3	0.3	0.1	0.4	0.9	1.3	1.3	1.3
Produzione Industriale	0.5	0.3	0.4	-0.4	1.8	-0.9	-1.0	0.0	-0.1	1.0	1.0
Disoccupazione (%)	6.4	6.1	6.0	6.3	6.2	6.1	6.1	6.1	6.1	6.0	6.0
Tasso a 10 anni (%)	0.52	0.01	-0.04	0.57	0.28	0.12	-0.13	-0.22	-0.17	-0.09	-0.02
Cambio effett. (2005=100)	94.9	95.5	96.4	94.7	95.4	95.6	95.7	95.4	95.9	96.4	96.6

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

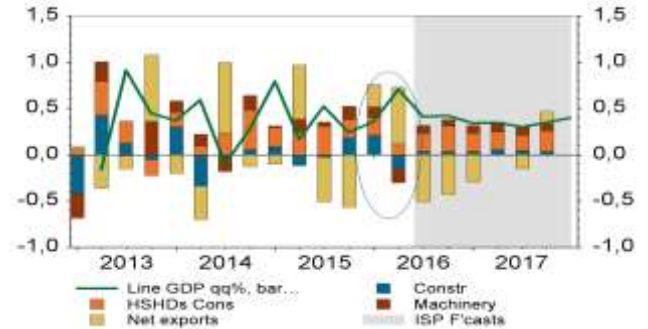
¹³ La domanda di lavoro è soddisfatta ancora in larga misura dall'immigrazione dal resto dell'Unione Europea (260 mila nel 2016), mentre per il momento l'AB, Istituto per l'occupazione, stima che solo una percentuale irrilevante dei rifugiati arrivati lo scorso anno è riuscita ad accedere al mercato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

Fig. 1 – Le indagini di fiducia sono coerenti con una stabilizzazione della crescita a 0,4% t/t nel 2° sem. 2016 ovvero al potenziale



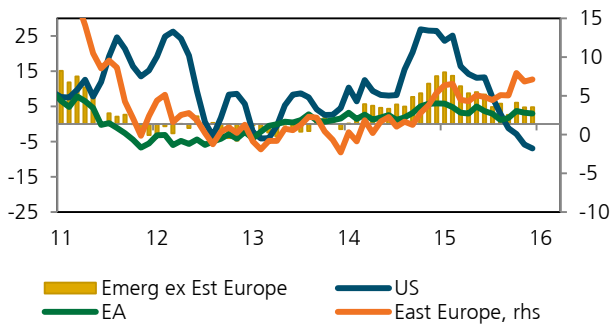
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 2 – La spinta alla crescita è venuta ancora dal commercio estero, ma non dovrebbe durare. Secondo le nostre previsioni il testimone dovrebbe passare di nuovo a consumi e investimenti



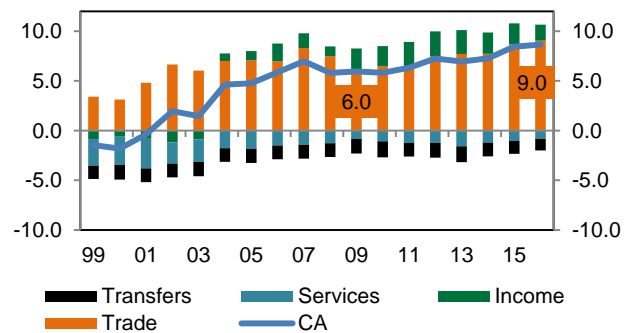
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 3 – Esportazioni sostenute dalla domanda dal resto della zona euro, East Europa ed emergenti



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – Il surplus di parte corrente ha sfiorato il 9% del PIL, ampiamente in eccesso rispetto ai limiti imposti dal MIP



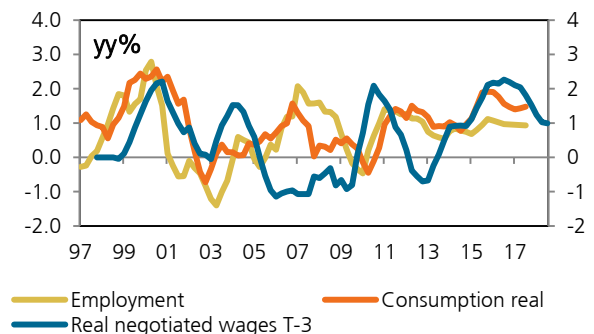
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 5 – Industria ancora in frenata. Il PIL sarà ancora spinto dai servizi e commercio al dettaglio, settori più legati alla dinamica della domanda interna, ma i segnali sono di moderazione



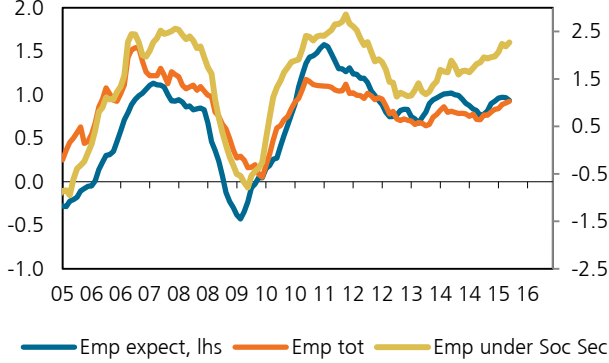
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 6 – La spesa delle famiglie dovrebbe viaggiare all'1,7% nel 2016-17 sostenuta dalla crescita degli occupati e misure fiscali, mentre i salari reali sono attesi in rallentamento



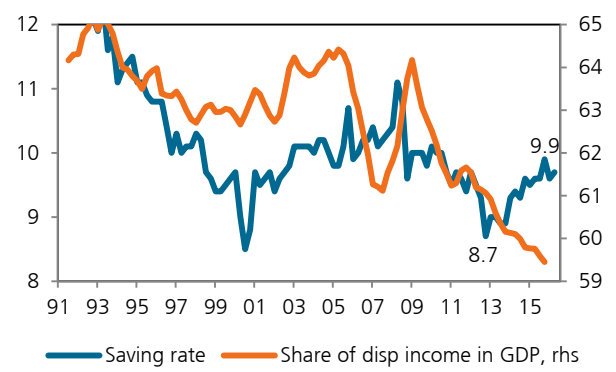
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 7 – L'occupazione continua a crescere più di quanto indicato dalle imprese



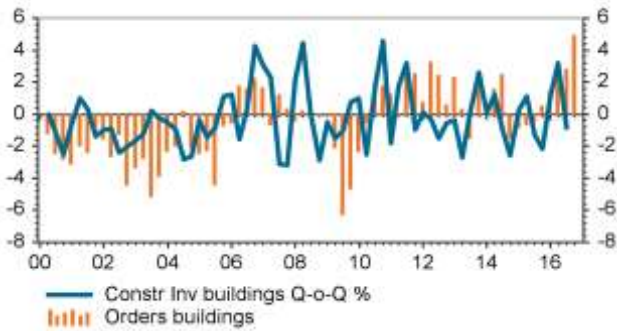
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



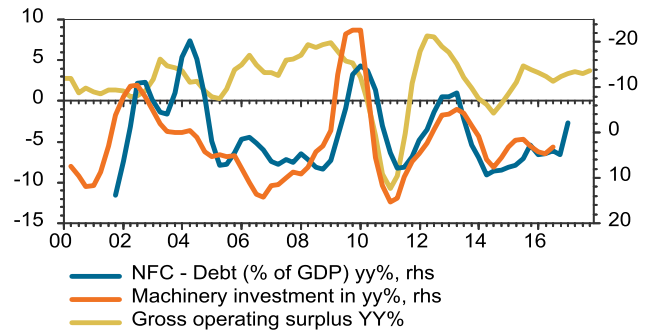
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 9 – Costruzioni in rotta per un rimbalzo dopo il calo fisiologico del 2° trimestre



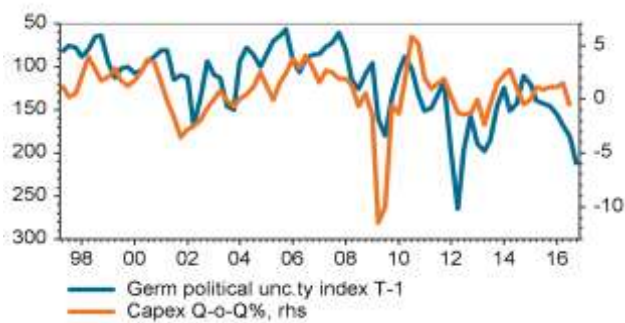
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 10 – Posizione finanziaria solida delle imprese e crescita discreta dei profitti suggerirebbero una dinamica più vivace della spesa per investimenti



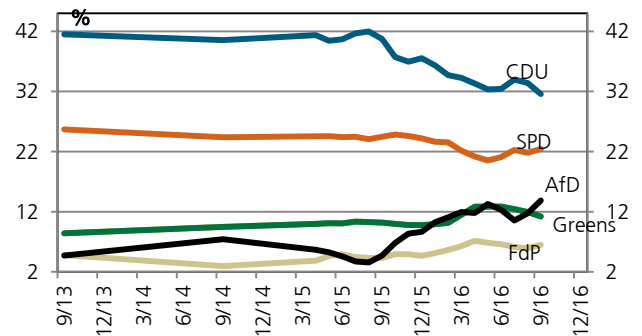
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

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



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

Fig. 12 – Le elezioni politiche sono la vera sfida. Cresce la preoccupazione per l'AfD al governo



Fonte: Wikipedia

Francia: crescita meno tonica delle attese

La ripresa rimane fiacca e discontinua. Nella seconda metà dell'anno ci aspettiamo un ritmo al più in linea con la media eurozona (0,3% t/t). Se i servizi e le costruzioni sembrano ormai orientati positivamente, il comparto manifatturiero è ancora debole. Infine, la campagna elettorale aumenta il rischio di un ennesimo scivolamento degli obiettivi di risanamento fiscale.

Nel 2° trimestre la crescita del PIL ha registrato una battuta di arresto: la marginale contrazione di -0,1% t/t è spiegata **dalla frenata di consumi e investimenti, in particolare quelli del settore produttivo**. Tuttavia, era previsto un rallentamento, in particolare degli investimenti, dopo il forte ingresso nell'anno (PIL a +0,7% t/t, investimenti a +1,3% t/t). Il rallentamento è stato abbastanza generalizzato tra le principali economie dell'eurozona, ma nel caso della Francia è **in buona parte spiegato dalle alluvioni e dagli scioperi che hanno interessato il Paese tra maggio e giugno**, e che sono fattori del tutto transitori. La crescita acquisita ora è pari all'1,1% (un decimo in meno della stima precedente) e nella seconda metà dell'anno ci aspettiamo una nuova accelerazione sostenuta ancora una volta dalla domanda interna. Rispetto a giugno, abbiamo abbassato in via cautelativa di tre decimi, all'1,2%, la previsione media annua. **Per il trimestre in corso e il successivo ci attendiamo un avanzamento medio del PIL di 0,25% t/t (1,2% a/a)**. Anche per il **2017** abbiamo rivisto al ribasso di due decimi la previsione, ora a **1,5% a/a**.

L'occupazione nel 2° trimestre è rimasta stagnante, ma nella seconda metà dell'anno, grazie a costruzioni e servizi dovrebbe riprendere il ritmo di crescita di circa 0,2% t/t visto a inizio anno. Questa dinamica, che è attesa proseguire anche nel 2017, dovrebbe abbassare il livello della disoccupazione al 9,7% il prossimo anno. **I consumi delle famiglie continuano a rimanere il principale vettore della crescita**, anche se nel 2° trimestre hanno visto un completo arresto dopo il +1,1% t/t del 1° trimestre. Nei primi sette mesi dell'anno, gli acquisti di beni durevoli sono cresciuti del 6,1% a/a rispetto al 3,9% a/a dello stesso periodo dello stesso anno. I consumi privati torneranno a crescere negli ultimi due trimestri del 2016. In media annua, i consumi sono attesi crescere nel 2016 allo stesso ritmo del 2015, per rallentare nel 2017 a 1,1%. Anche se verrà meno il guadagno di potere d'acquisto legato al calo dei prezzi energetici, il clima di fiducia delle famiglie è buono, il tasso di risparmio fornisce un ammortizzatore in caso di rallentamento dei redditi, la dinamica occupazionale è moderatamente positiva, e le condizioni di accesso al credito al consumo rimangono favorevoli.

A livello tendenziale, gli **investimenti delle famiglie** mantengono un passo invariato (+0,2% a/a), che porterà a una variazione media annua positiva nel 2017 prevediamo che finalmente smettano di contrarsi dopo cinque anni negativi. Gli **investimenti delle aziende**, che nel 2° trimestre hanno parzialmente corretto il balzo del 1° (a -0,4% t/t da +2,0% t/t) sono attesi recuperare nella seconda metà dell'anno. L'aumento del tasso di utilizzo della capacità produttiva per il 3° trimestre consecutivo (a 83,4%, livello storicamente elevato e ai massimi da sei anni) suggerisce che i fattori fondamentali (maggiore redditività, aumento dell'utilizzo degli impianti, condizioni finanziarie) potrebbero più che bilanciare l'effetto dell'aumento dell'incertezza dello scenario economico.

Sul fronte congiunturale, il quadro rimane contrastato. La **produzione industriale** ha registrato un 2° trimestre decisamente negativo con tre contrazioni consecutive (-0,7% m/m in media, -0,5% m/m per il solo manifatturiero). Il PMI, sebbene in lieve miglioramento a 48,8 nel 3° trimestre, continua a segnalare una contrazione dell'attività. Anche gli indicatori INSEE registrano una netta erosione delle prospettive future di attività (da 8,1 del 2° trimestre a 4,3 dell'attuale) e in particolare degli ordini esteri (da -7,5 a -9,4). Anche se settembre potrebbe segnare un rimbalzo della produzione, la dinamica trimestrale rimarrebbe in rotta per una nuova contrazione nel 3° trimestre (-0,7% t/t da -0,2% t/t) con un contributo negativo al PIL di almeno

Guido Valerio Ceoloni

PIL rivisto al ribasso di tre decimi all'1,2% nel 2016 e all'1,5% nel 2017, ma i rischi alla previsione sono orientati verso l'alto

Consumi a 1,5% a/a nel 2016 e a 1,1% nel 2017; gli investimenti delle famiglie smetteranno di contrarsi nel 2017, mentre quelli produttivi rimangono in moderata espansione

Produzione industriale al palo nel 2016. Nelle costruzioni prosegue la risalita, nei servizi l'attività è in accelerazione

un decimo. La dinamica annua della produzione industriale vista finora è dimezzata rispetto al 2015 (a 0,5% da 1,0% nei primi sette mesi dell'anno) e nel 2016 ci aspettiamo una variazione circa nulla dopo l'1,5% del 2015. Per quanto riguarda le **costruzioni, gli indicatori di fiducia puntano a una stabilità dell'attività per il trimestre in corso** (livello a 95,0 da 94,9) con il rischio di un rallentamento nella parte finale dell'anno (indice di attività attesa a -11,5 da -7,0) sulla scia di una correzione dei permessi a costruire: il recupero del comparto è stato tuttavia tangibile e costante rispetto al 2015, con il livello medio degli indicatori che è salito a 94,0 da 89,6 nei primi otto mesi, pur rimanendo al di sotto della media di lungo periodo (100). Da ultimo, **il settore dei servizi rimane il più dinamico, con le indagini che puntano a un'accelerazione dell'attività nella parte finale dell'anno** (PMI servizi a 52,3 da 50,7, attività attesa a 59,2 da 61,3; indice INSEE a 101,3 da 99,3, al di sopra della media di lungo periodo, livello di attività a -7,2 da -7,8), grazie in particolare alla domanda interna rispetto a quella dall'estero (che è calata a -1,8 da 4,0 tra luglio e agosto): risultano promettenti anche le prospettive occupazionali, con gli indici correlati ora a 8,9 (ai massimi dal 2011) da 7,6 del 2° trimestre.

La frenata dei consumi ha fatto calare le **importazioni** di -1,8% t/t da +0,2% t/t, a fronte di **esportazioni** lievemente positive a 0,2% t/t da -0,4% t/t nel 2° trimestre, permettendo così alle esportazioni nette di dare il primo contributo positivo dopo tre trimestri negativi (+0,6 da -0,2). Riteniamo che nella restante parte dell'anno il **canale estero** contribuirà negativamente alla formazione del PIL.

L'**inflazione** dovrebbe essere debole per la restante parte dell'anno: dopo essere rimasta in media attorno a zero nei primi due trimestri, **nei prossimi mesi dovrebbe accelerare al più di due o tre decimi. Per il 2017 i prezzi al consumo sono attesi in accelerazione a 0,8%** (0,9% sull'indice armonizzato) sostenuti dalla dinamica stavolta favorevole della componente sottostante, dall'aumento dei prezzi dell'energia e da una dinamica salariale più vivace del 2016.

Il budget 2017 che sarà presentato a fine mese dovrebbe indicare uno scenario di crescita per l'anno prossimo inferiore all'1,7% programmatico di giugno. Le stime di crescita dovrebbero confermare l'1,5% per l'anno in corso e rivedere al ribasso di due decimi il 2017 all'1,5%. Il deficit nominale è confermato quindi in calo a -2,7% per il 2017 da -3,3% del 2016. Le stime 2016 sul PIL e deficit appaiono ottimistiche e pertanto l'obiettivo 2017 di una correzione di sei decimi a -2,7% non è verosimile. La Commissione più ragionevolmente vede un deficit *headline* da -3,4% a -3,2% con un allargamento di tre decimi del deficit strutturale a -2,7% da -2,4%. Il **debito pubblico** salirà quest'anno al 96,5% del PIL da 95,2% e a 97,0% l'anno prossimo.

Peggioramento della bilancia commerciale nel 2016 e 2017 sulla scia di esportazioni fiacche

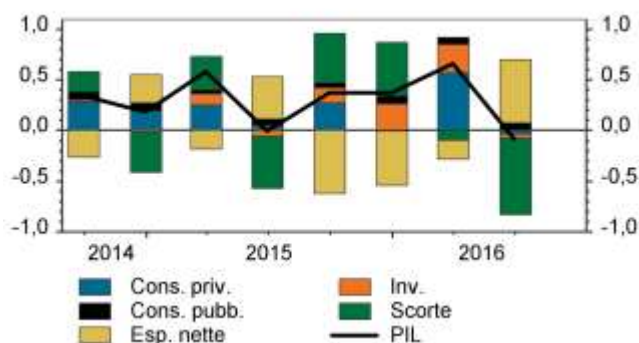
Inflazione a 0,1% nel 2016 e a 0,8% nel 2017 sostenuta dalla ripresa della componente core

Il deficit nominale in calo nel 2017 e quello strutturale in crescita. Debito pubblico in aumento

Previsioni macro	2015	2016	2017	2015	2016				2017		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.2	1.2	1.5	1.3	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.5	1.7
Consumi privati	1.5	1.5	1.1	0.0	1.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi lordi	0.9	2.6	1.7	1.2	1.3	-0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.5	1.6	1.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Esportazioni	6.0	0.9	3.4	0.6	-0.4	0.2	0.4	1.0	1.0	0.8	1.0
Importazioni	6.4	2.2	3.1	2.2	0.2	-1.8	0.9	1.1	0.9	0.9	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.4	0.0	0.5	-0.2	-0.8	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.2	-0.5	-0.7	-0.5	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8
Deficit (% PIL)	-3.5	-3.3	-2.9								
Debito (% PIL)	95.2	96.5	97.0								
CPI (a/a)	0.0	0.1	0.8	0.1	0.0	0.0	0.2	0.3	0.6	0.6	0.9
Produzione Industriale	1.5	-0.1	1.2	0.4	-0.4	-0.2	-0.8	0.7	0.4	0.4	0.5
Disoccupazione (%)	10.4	10.0	9.7	10.2	10.2	9.9	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6
Cambio effett. (1990=100)	95.3	96.5	97.9	95.3	96.1	96.5	96.8	96.4	97.1	98.0	98.2

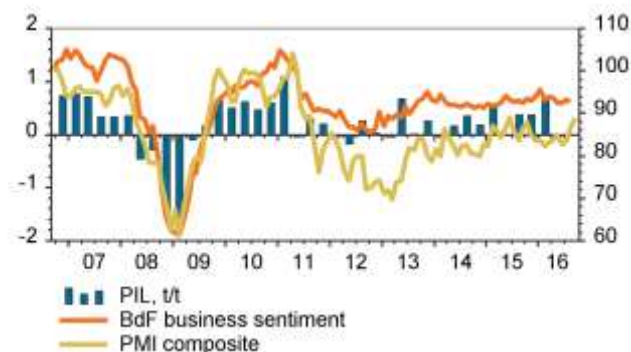
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Contributi alla formazione del PIL



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

PIL e indicatori di fiducia



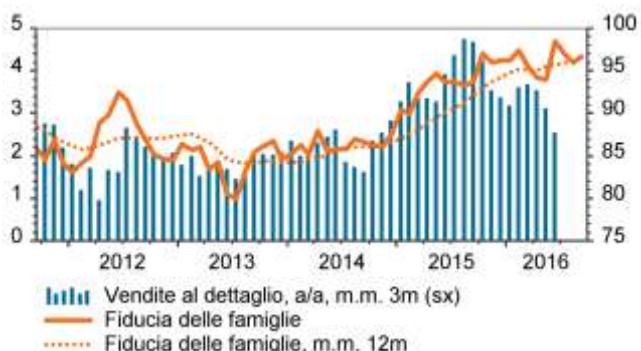
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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

Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



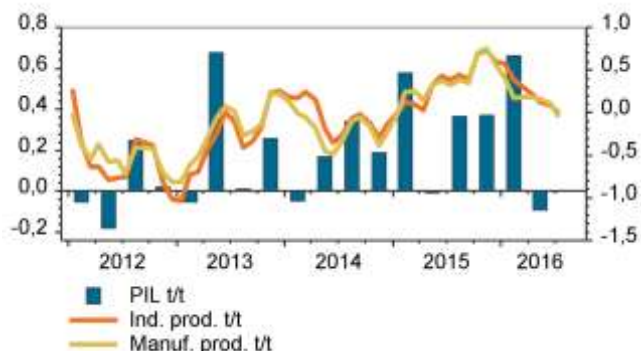
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Investimenti residenziali e attività nel settore edile



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

Produzione industriale e PIL

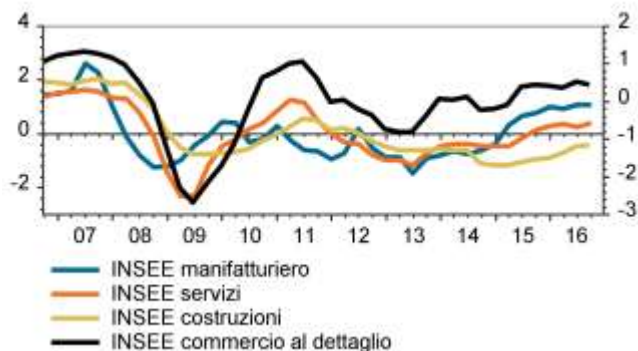


Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

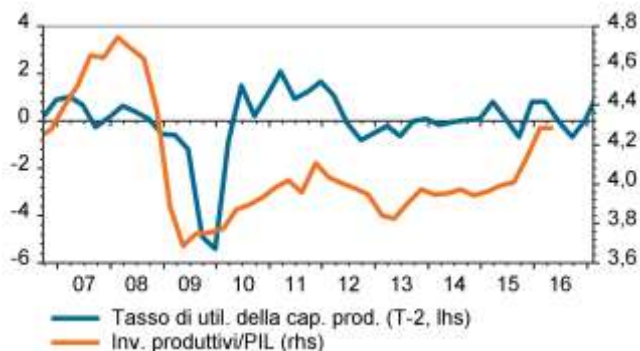
Settembre 2016

Indici di attività nei vari settori produttivi



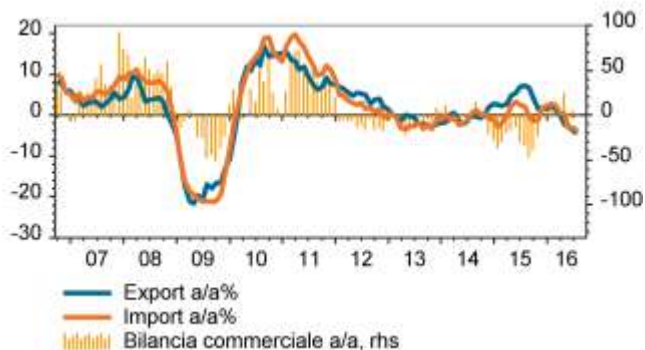
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



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

Andamento della bilancia commerciale



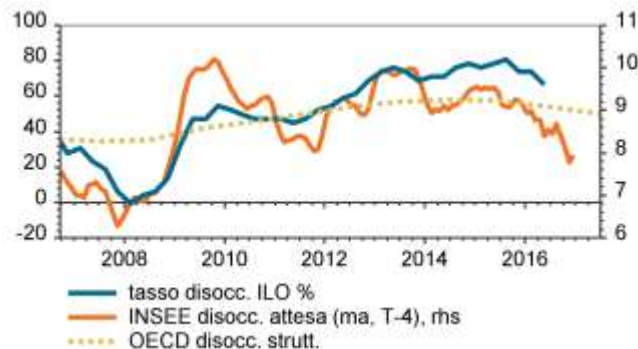
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



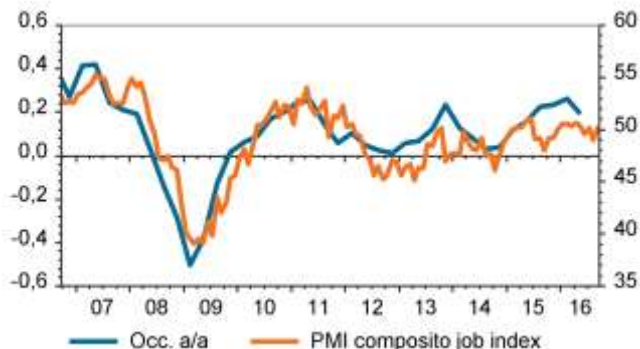
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Andamento dell'occupazione



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

Italia: la ripresa ha perso slancio. Cresce l'attesa per il referendum

Abbiamo il mese scorso rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL italiano, sulle quali già da tempo segnalavamo rischi verso il basso. La nuova stima è 0,8% per il 2016 e 1% per il 2017. Dopo la stagnazione del PIL nel 2° trimestre, lo scenario più probabile nella seconda metà dell'anno è un ritorno a un'espansione assai modesta, dell'ordine di 0,1-0,2% t/t. Infatti, in particolare nel trimestre estivo, l'industria dovrebbe essere tornata a contribuire al valore aggiunto, dopo aver frenato il PIL in primavera. Tuttavia, il recente calo della fiducia delle imprese in particolare nel settore manifatturiero (nonché di fatturato e ordini all'industria) non segnala un trend particolarmente espansivo (mentre meglio sembrano reggere almeno per ora i servizi). Inoltre, il contributo positivo del commercio con l'estero al PIL visto nel trimestre primaverile è da ritenersi come episodico, e in prospettiva la crescita dovrà tornare a poggarsi sulla domanda interna.

Paolo Mameli

Abbiamo rivisto al ribasso le stime sulla crescita del PIL 2016-17

Il punto è che la maggior parte della spinta proveniente dai fattori "esogeni" che avevano favorito l'uscita dalla recessione a partire da inizio 2015 (calo del prezzo del petrolio, deprezzamento del tasso di cambio, effetti delle misure BCE) è venuta meno prima che la ripresa potesse dirsi sufficientemente diffusa, in particolare: 1) il prezzo del petrolio ha toccato un punto di minimo a gennaio 2016; nelle nostre stime, il prezzo in euro del Brent, dopo essere calato del 36% nel 2015 e di un ulteriore 17% nel 2016, potrebbe rimbalzare dell'8% circa nel 2017; 2) il tasso di cambio effettivo reale dell'euro ha toccato un punto di minimo ad aprile del 2015 e da allora si è apprezzato di oltre il 3%; 3) restano in piedi gli effetti delle misure BCE, che sembrano essersi riflessi nelle condizioni applicate agli operatori economici: in particolare il tasso sui nuovi prestiti alle imprese (a 1-5 anni) ha toccato un nuovo minimo storico al 2,1% a luglio.

Sinora, come detto, la ripresa è stata spinta soprattutto dalla domanda domestica e in particolare dalla spesa per consumi. Trainanti in particolare i beni durevoli (stimiamo un +3,4% nel 2016 dopo il +6,9% del 2015 e il +3,5% del 2014), sostenuti anche da condizioni finanziarie particolarmente vantaggiose sul credito al consumo. Un ruolo importante è stato giocato dalle auto, con le immatricolazioni cresciute del 17,5% in media nei primi 8 mesi dell'anno (massimo dal 1997). In prospettiva, i durevoli e le auto in particolare sembrano però avere ancora spazi di ripresa, visto che, in base ai dati Anfia, il parco veicoli in circolazione resta piuttosto obsoleto (a fine 2015, appena il 20% delle auto aveva meno di 5 anni, contro il 34,3% del 2000 e il 32,7% del 2010).

Consumi ancora in crescita, ma in rallentamento

La chiave della ripresa dei consumi è stato il miglioramento del reddito disponibile reale delle famiglie, tornato in positivo nel 2015 per la prima volta dopo 8 anni. Nel biennio 2015-16, il recupero di potere d'acquisto delle famiglie è stato dovuto a: 1) i risparmi sulla spesa energetica, che valutiamo dell'ordine dello 0,5% del reddito disponibile delle famiglie sia nel 2015 che nel 2016; 2) il recupero dell'occupazione, cresciuta dello 0,4% nel 2014, dello 0,8% nel 2015 e (stimiamo) dell'1,2% nel 2016; tale fattore, almeno nell'anno corrente, sembra anzi essere stato più importante del primo nel determinare la ripresa del reddito disponibile. Sul 2015 (e parte del 2014) aveva anche inciso il bonus Irpef.

Il punto è che nel 2017 i risparmi da energia verranno meno (anzi non è da escludere un rimbalzo dei prezzi energetici), e il reddito reale delle famiglie potrà crescere soltanto se crescerà l'occupazione. Infatti, stimiamo che i risparmi per le famiglie derivanti dal calo dei prezzi nei trasporti e nelle spese per l'abitazione siano stati pari a circa 5,1 miliardi nel 2015 e 6,2 mld nel 2016 ovvero lo 0,5% del reddito disponibile l'anno scorso e lo 0,6% quest'anno. In base alla propensione media al consumo, ciò dovrebbe essersi riflesso in maggiori consumi per 4,7 mld nel 2015 e 5,7 mld nel 2016 (lo 0,3% del PIL). Nel 2017 questa spinta verrà meno, e anzi potrebbe esserci un aggravio di spesa pari allo 0,2% del reddito disponibile sui capitoli di spesa legati all'energia. D'altra parte dovrebbe proseguire il contributo al reddito disponibile derivante

dalla crescita dell'occupazione, ma a ritmi inferiori a quelli visti quest'anno. **Stimiamo infatti che, dopo l'accelerazione a 1,2% nel 2016, l'occupazione possa rallentare** ad almeno 0,7% l'anno prossimo (molto dipenderà anche dalla decisione del governo, ad oggi non nota, in merito al rinnovo degli incentivi sulle nuove assunzioni). Ne deriva **che nel 2017 dovrebbe proseguire il miglioramento sia del reddito disponibile che dei consumi, ma in entrambi i casi su ritmi inferiori a quelli visti quest'anno: stimiamo una crescita di 0,9% dei consumi privati dopo l'1,2% del 2016.**

Dal lato degli investimenti, si erano visti tra fine 2015 e inizio 2016 alcuni segnali di miglioramento, che però non sono stati confermati successivamente. In particolare: 1) l'unica componente ad avere mostrato un significativo recupero è quella della spesa in **mezzi di trasporto** (+35,7% a/a al 2° trimestre; stimiamo una accelerazione a +25,1% nel 2016 da +19,7% del 2015), sulla quale incidono gli investimenti di sostituzione (vale il discorso fatto sopra per i consumi di beni durevoli e auto), lo sviluppo delle piattaforme di *car sharing*, il *boom* del noleggio e delle flotte aziendali; tale ripresa potrà continuare nella seconda metà dell'anno e l'anno prossimo, ma con ogni probabilità su ritmi inferiori (stimiamo un +3,1% nel 2017); 2) l'altra componente che aveva mostrato segnali di ripresa nella seconda metà del 2015 è quella delle **costruzioni**; tali segnali però non sono stati confermati nell'anno in corso (stimiamo che in nessuno dei primi tre trimestri il settore abbia contribuito al valore aggiunto); tuttavia, i fondamentali del comparto appaiono coerenti con un recupero, in quanto la fiducia delle imprese, pur in calo come negli altri settori ad agosto, mantiene un trend positivo (è vicina ai massimi da 8 anni) e le condizioni di finanziamento restano più che espansive; 3) le maggiori incognite riguardano gli investimenti in **macchinari e attrezzature**: dopo un inizio d'anno promettente, nel quale un ruolo è stato giocato dalla possibilità di godere del maxi-ammortamento sui nuovi beni strumentali, in seguito la maggiore incertezza sullo scenario congiunturale ha spinto le imprese a un atteggiamento di grande cautela, peraltro in un contesto nel quale si nota solo un marginale rimbalzo dei profitti rispetto al minimo del ciclo.

La maggiore incertezza è sugli investimenti

Il ritardo di crescita dell'Italia rispetto alla media dell'Eurozona nella fase più recente si spiega probabilmente con due circostanze: 1) il sistema industriale è stato colpito assai più profondamente che in altri Paesi dalle due recessioni del 2008-09 e 2012-14; 2) i tempi di gestione delle crisi aziendali, più dilatati che altrove, rendono il processo di transizione dalla recessione all'espansione assai più lento che negli altri Paesi. Come detto, **la ripresa resta poco diffusa e il sistema produttivo appare polarizzato sia tra settori** (tra i pochi in ripresa come detto mezzi di trasporto e farmaceutico, sul quale però si notano di recente segnali di rallentamento) **che, all'interno dello stesso comparto, tra imprese in salute e aziende in difficoltà.**

In sintesi, **nel 2017 la domanda interna potrebbe frenare, e solo il venir meno del contributo negativo del commercio con l'estero visto nei due anni precedenti** (-0,3% sia nel 2016 che nel 2015) **potrebbe impedire un rallentamento del PIL.** Le prospettive per l'export non appaiono particolarmente brillanti, tuttavia se non altro dovrebbe venire meno il contributo negativo al PIL visto negli ultimi due anni. In effetti, **il freno alle esportazioni derivante da alcune aree "critiche", in particolare tra i Paesi emergenti, sembra allentarsi**: già sono in ripresa le vendite verso la Cina (+10,9% a/a in media nei mesi da giugno ad agosto, un massimo da più di due anni) e verso la Russia (-3,4% a/a in media negli stessi mesi, dopo due anni di flessioni a due cifre). Restano in territorio significativamente negativo Mercosur e OPEC, ma il minimo del ciclo in quei Paesi appare alle spalle e dunque non è da escludere una ripresa nel corso del 2017. Per quanto riguarda i Paesi sviluppati, il Giappone è in questo momento trainante, grazie soprattutto al fattore-cambio, ma è dubbio che tale trend possa proseguire l'anno prossimo; anche verso i Paesi europei non c'è da aspettarsi un'accelerazione ma semmai un rallentamento (peraltro già in atto). Viceversa, dopo la brusca frenata di quest'anno (-0,6% nei primi 8 mesi del 2016 dopo il +20,9% del 2015), potrebbero nel 2017 riaccelerare moderatamente le vendite verso gli USA.

Il commercio con l'estero se non altro non dovrebbe più fare da freno

In sintesi, **stimiamo le esportazioni di contabilità nazionale in crescita del 2,6% nel 2017 dopo lo 0,9% del 2016** (e le importazioni a 2,4% dal 2,2% del 2016).

La politica fiscale, in attesa della presentazione della prossima Legge di Bilancio, **non sembra poter disporre di strumenti efficaci per cambiare le sorti del ciclo nel 2017**. Anche nel caso in cui il negoziato in sede europea concedesse di non coprire interamente le clausole di salvaguardia (sarebbe un ulteriore allentamento pari allo 0,5% del PIL rispetto allo 0,4% già proposto dal Governo nel DEF), le misure espansive che l'esecutivo intende proporre dovrebbero trovare adeguata copertura in un contesto in cui ulteriori tagli di spesa appaiono limitati, il debito è destinato a salire ancora quest'anno (stimiamo ad almeno il 132,5% del PIL, e probabilmente a non scendere l'anno prossimo), e difficilmente il deficit strutturale migliorerà nel 2017. Ciò limita la portata degli interventi espansivi a misure "disperse" che nella migliore delle ipotesi potrebbero valere nel loro insieme lo 0,2-0,3% del PIL e non sarebbero in grado, a nostro avviso, di avere un impatto apprezzabile sul ciclo economico.

La politica fiscale non sembra avere spazi per cambiare le sorti del ciclo

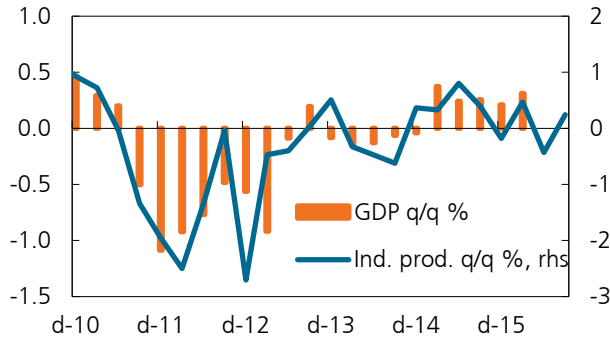
Anche dopo la recente revisione, **sullo scenario di crescita il bilancio dei rischi continua a pendere verso il basso**. Tra questi, da non sottovalutare il **rischio politico**. Ad oggi il risultato del referendum costituzionale del prossimo 4 dicembre appare incerto, in quanto i sondaggi mostrano un margine troppo risicato tra sostenitori del "sì" e fronte del "no" alla riforma, e soprattutto una percentuale di indecisi o orientati all'astensione non solo molto elevata ma addirittura crescente nel tempo. Dunque sulla base dei sondaggi non è ad oggi possibile formulare una previsione attendibile del risultato. In caso di vittoria del "sì", ne risulterebbe, a nostro avviso, un miglioramento delle prospettive per la governabilità del Paese e dunque per la prosecuzione dell'agenda delle riforme. Riteniamo che, in caso di vittoria del no, siano tre gli scenari possibili (in ordine di probabilità): 1) il Governo in carica sopravvive all'esito del referendum (anche in caso di dimissioni del Presidente del Consiglio, il Presidente della Repubblica potrebbe chiedere all'esecutivo di sottoporsi a un voto parlamentare e di proseguire l'esperienza di governo in caso di tenuta della maggioranza), pur uscendone indebolito; 2) il Governo in carica cade, ma la crisi viene risolta in tempi sufficientemente rapidi con la creazione di un governo istituzionale o di scopo con la finalità principale di riformare la legge elettorale; 3) il tentativo di formare un nuovo governo fallisce e il Presidente della Repubblica si trova costretto a sciogliere le camere e indire elezioni anticipate (si voterebbe per la Camera con l'*Italicum* e per il Senato sulla base del cosiddetto *Consultellum* ovvero di un sistema proporzionale). A nostro avviso, degli scenari delineati l'unico che potrebbe avere un significativo impatto negativo per le prospettive di crescita è l'ultimo (per i rischi sostanziali di ingovernabilità che ne deriverebbero nel prossimo Parlamento), che però è anche il più improbabile.

Dal referendum derivano rischi, ma anche opportunità. È improbabile che si vada a elezioni anticipate senza una nuova legge elettorale

Previsioni macro	2015	2016	2017	2016					2017		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.8	1.0	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7	0.6	0.9	1.1
t/t				0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.9	1.2	0.9	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
Investimenti fissi lordi	0.6	1.8	1.7	1.0	0.8	-0.3	0.1	0.6	0.6	0.6	0.4
Consumi collettivi	-0.7	0.5	0.2	0.6	0.2	-0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	4.1	0.9	2.6	1.3	-1.2	1.9	-0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
Importazioni	5.8	2.2	2.4	1.1	-0.3	1.5	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	0.0	0.0	-0.4	0.2	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.6	2.6								
Deficit (% PIL)	-2.6	-2.5	-2.4								
Debito (% PIL)	132.2	132.5	132.5								
CPI (a/a)	0.0	0.0	1.1	0.2	-0.1	-0.4	0.0	0.4	1.0	1.2	1.0
Produzione Industriale	0.9	0.6	1.1	-0.2	0.5	-0.4	0.2	0.4	0.2	0.5	0.4
Disoccupazione (%)	11.9	11.5	11.2	11.6	11.6	11.5	11.5	11.4	11.4	11.3	11.1
Tasso a 10 anni	1.71	1.30	1.20	1.62	1.49	1.48	1.17	1.05	0.99	1.12	1.28

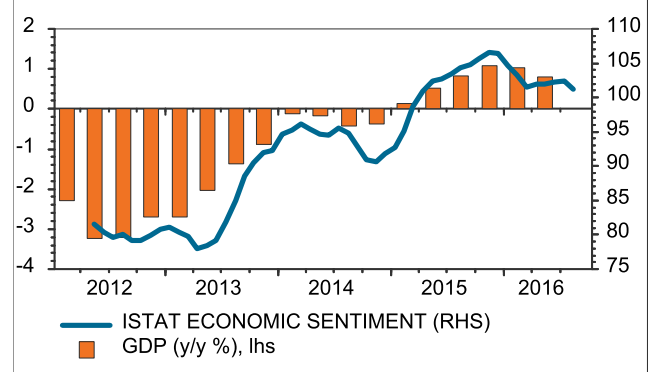
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PIL potrebbe essere tornato a crescere nel trimestre estivo, dopo la stagnazione primaverile, grazie al fatto che l'industria dovrebbe essere tornata a contribuire...



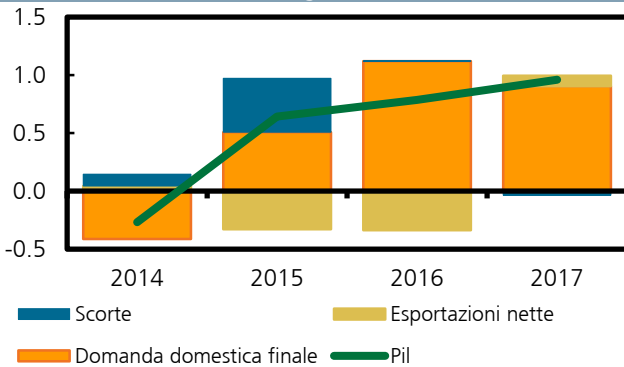
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – ...tuttavia le indagini non danno indicazioni prospettive di accelerazione



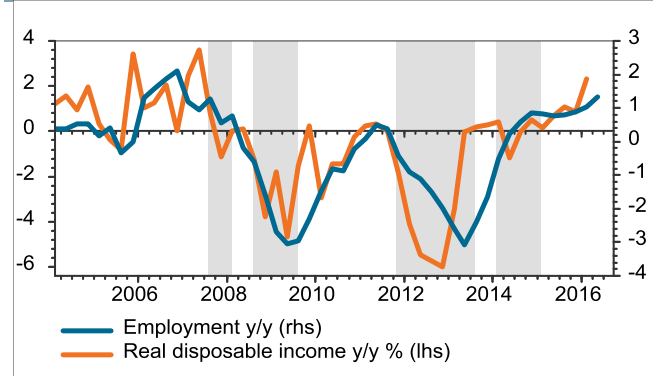
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – L'anno prossimo ci aspettiamo un rallentamento della domanda interna. Il PIL potrebbe accelerare solo in virtù del venire meno del contributo negativo dal commercio estero



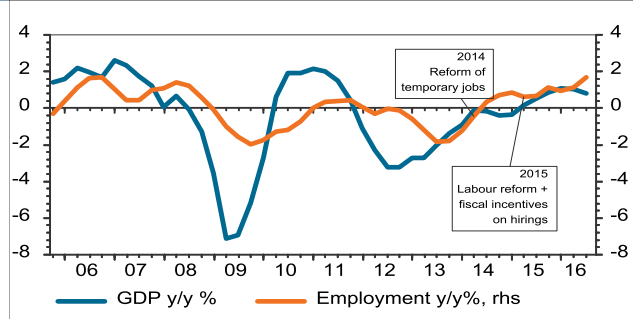
Nota: tasso % di crescita annua del PIL e contributo delle principali componenti. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – La chiave del recupero dei consumi interni quest'anno sta nel recupero di reddito disponibile, che è dipeso in gran parte dall'occupazione



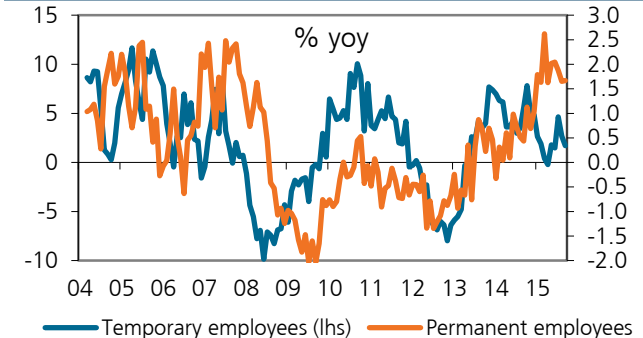
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – In effetti, l'elasticità dell'occupazione al PIL è stata elevata...



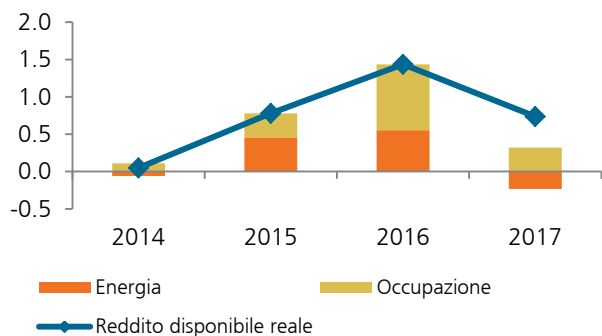
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ...anche grazie agli incentivi sui nuovi contratti a tempo indeterminato



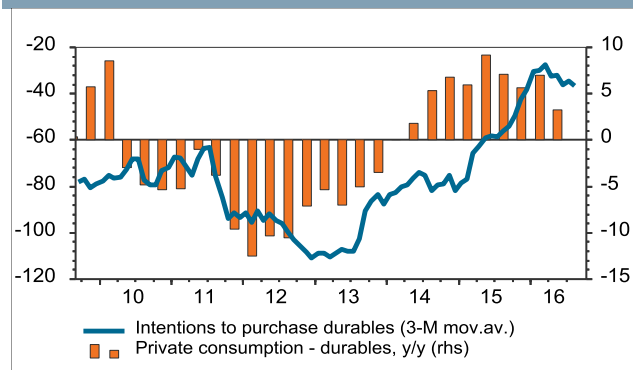
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Tuttavia, l'anno prossimo l'occupazione potrebbe rallentare, e verranno meno i risparmi da energia: il reddito disponibile reale è destinato a rallentare



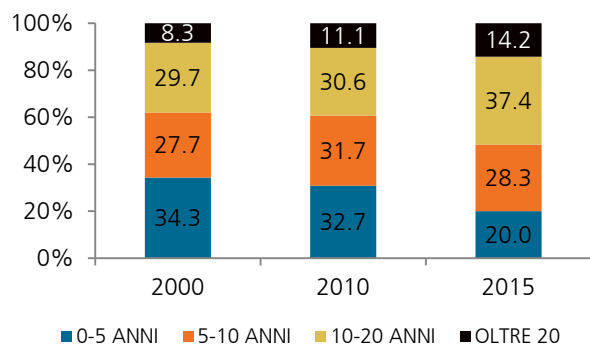
Nota: tasso % di crescita annua del reddito disponibile reale e contributo dai risparmi sulla spesa per energia e da altro (principalmente, crescita occupazionale). Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Sembra esserci però ancora spazio per una crescita dei consumi di beni durevoli...



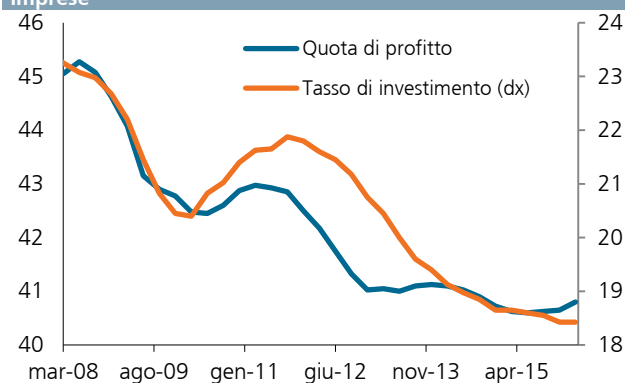
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – ...e di auto in particolare, visto che il parco veicoli resta obsoleto (nonostante la netta ripresa delle vendite)



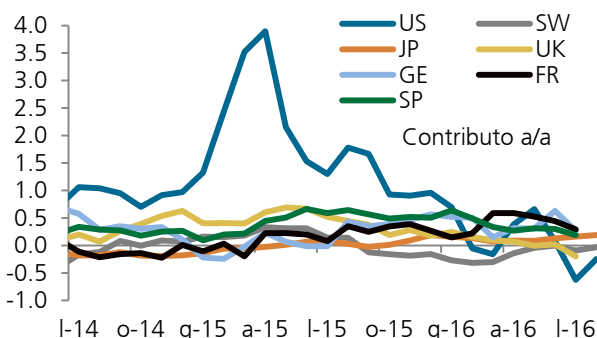
Nota: consistenza % del parco autovetture secondo l'età. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Anfia

Fig. 10 – Più incerta appare l'evoluzione degli investimenti, su cui pesano gli scarsi progressi in tema di redditività delle imprese



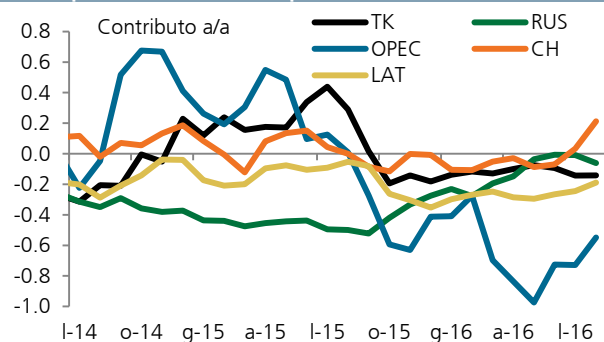
Nota: risultato lordo di gestione e investimenti fissi lordi in % del valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – E' in atto una decisa frenata del contributo all'export dagli Stati Uniti (nonché dalla maggior parte dei Paesi europei)



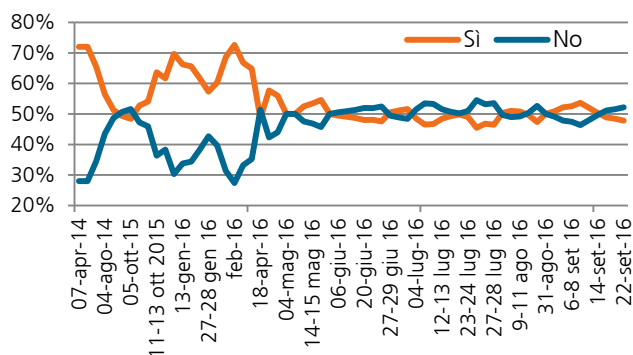
Nota: contributo alla crescita % annua delle esportazioni italiane (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 12 – Tra gli emergenti, hanno svoltato Russia e Cina. Restano in negativo OPEC e America Latina, ma il punto di minimo potrebbe essere alle spalle



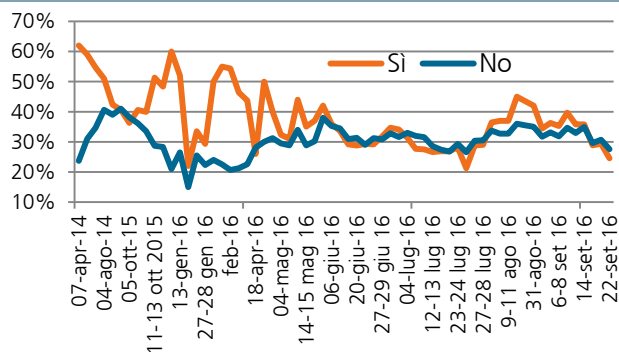
Nota: contributo alla crescita % annua delle esportazioni italiane (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 13 – Sulla base dei sondaggi, il margine tra consenso per il sì e per il no al referendum istituzionale è troppo risicato per fare una previsione affidabile del risultato...



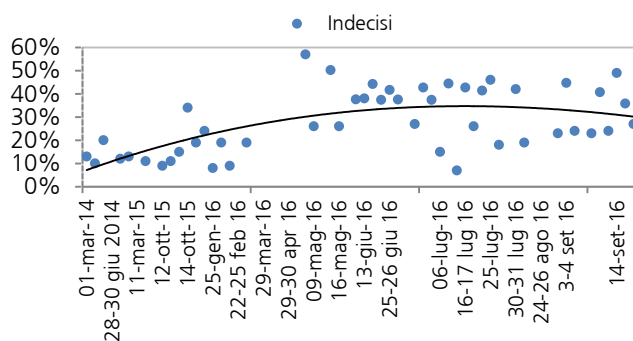
Nota: % senza indecisi e astenuti, media degli ultimi 3 sondaggi. Fonte: EMG Acqua, Ipsos SRL, Istituto Piepoli, ScenariPolitici-Winpoll, Euromedia Research, Istituto Ixè, Demopolis, Index Research, Tecnè, Eumetra Monterosa, IPR Marketing, Lorien Consulting, Demetra, Demos&Pi and Demetra

Fig. 14 – ...specie ove si consideri le percentuali inclusi indecisi e astenuti



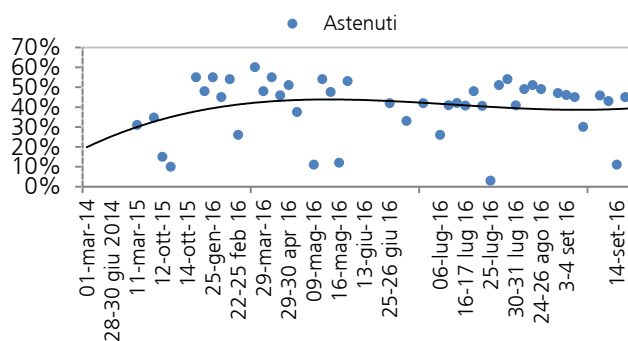
Nota: % con indecisi e astenuti, media degli ultimi 3 sondaggi. Fonte: EMG Acqua, Ipsos SRL, Istituto Piepoli, ScenariPolitici-Winpoll, Euromedia Research, Istituto Ixè, Demopolis, Index Research, Tecnè, Eumetra Monterosa, IPR Marketing, Lorien Consulting, Demetra, Demos&Pi and Demetra

Fig. 15 – In effetti, la percentuale di indecisi è ancora molto alta....



Fonte: EMG Acqua, Ipsos SRL, Istituto Piepoli, ScenariPolitici-Winpoll, Euromedia Research, Istituto Ixè, Demopolis, Index Research, Tecnè, Eumetra Monterosa, IPR Marketing, Lorien Consulting, Demetra, Demos&Pi and Demetra

Fig. 16 – ...e ancor più quella di chi ad oggi è orientato all'astensione



Fonte: EMG Acqua, Ipsos SRL, Istituto Piepoli, ScenariPolitici-Winpoll, Euromedia Research, Istituto Ixè, Demopolis, Index Research, Tecnè, Eumetra Monterosa, IPR Marketing, Lorien Consulting, Demetra, Demos&Pi and Demetra

Spagna: vivere senza governo

La Spagna è senza governo da quasi un anno, ma per ora i mercati hanno ignorato l'*impasse*, complici la crescita del PIL a ritmi sostenuti e gli acquisti di titoli di stato da parte della BCE. Tuttavia, la clemenza degli investitori e del Consiglio Europeo per la violazione del Patto di Stabilità¹⁴ non durerà in eterno. La crescita, per quanto robusta, comincerà a rallentare già dal 2° semestre di quest'anno. A luglio scorso, in considerazione di eventi al di fuori del controllo del Governo¹⁵, il Consiglio ha rinviato di un anno, al 2018, il ritorno del deficit nominale al di sotto del 3%, dal 4,6% stimato per l'anno in corso¹⁶. Lo sforzo strutturale richiesto dal 2017 è di 0,5% di PIL all'anno, ma richiede l'approvazione e l'implementazione del Budget. Ulteriori rinvii metterebbero la Commissione in una posizione delicata. Inoltre, malgrado la forte crescita, il paese ha ancora dei nodi strutturali da sciogliere. A luglio, la Commissione notava *"che il processo di ribilanciamento degli squilibri interni deve proseguire, data l'elevata esposizione debitoria sull'estero. Il processo di deleveraging del settore privato prosegue a ritmi accettabili ma lo stesso non può dirsi per il settore pubblico"* dal momento che il rapporto debito/PIL è atteso al 101% nel 2017, dal 99,1% del 2015. Non è affatto scontato che, nel dopo elezioni regionali in Galizia e Paesi Baschi, il leader dei socialisti Sanchez riesca a formare un governo. Il rischio di una terza tornata elettorale non è trascurabile (v. focus a seguire). C'è solo da sperare che la crescita continui a sorprendere.

Nella prima metà di quest'anno il PIL ha fatto meglio delle attese (+0,8% t/t), in parte grazie alla sorprendente accelerazione dell'export. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo la stima di crescita per il 2016 al 3,0%, dal 2,8% di tre mesi fa. Gli indici PMI e di fiducia economica della Commissione (v. Fig. 1) nei mesi estivi si rimasti su livelli coerenti con una moderazione della crescita a 0,6% t/t dal 2° semestre di quest'anno. Nel corso del 2017, prevediamo una stabilizzazione della dinamica congiunturale intorno a 0,4% t/t. La **crescita media annua frenerà, quindi, al 2,3% dal 3,1% di quest'anno**; si tratta di un ritmo di espansione ancora ampiamente **sopra il potenziale** (0,6% nelle stime della Commissione Europea).

Le esportazioni sono viste in rallentamento dopo il sorprendente balzo dei mesi primaverili (+4,3% t/t) in linea con le indicazioni delle indagini PMI. Sull'orizzonte di previsione il commercio estero tornerà a dare un contributo negativo alla crescita (-0,4% in media 2017). Le esportazioni spagnole sono cresciute più rapidamente di quelle dell'area euro da metà 2009. Ma è difficile che possano ancora crescere sui ritmi recenti sia nel breve che nel medio periodo; ulteriori recuperi di competitività di costo sono poco sostenibili (dopo i forti aumenti degli ultimi anni). Va notato che per il momento il saldo di parte corrente non si è allargato, nonostante la forte accelerazione della domanda interna (v. Fig. 6), il che indicherebbe che la domanda domestica è soddisfatta con la produzione interna più che in passato. Va, però, considerato che il peggioramento del saldo merci (in particolare verso la Cina, v. Fig. 5) è stato limitato grazie al miglioramento del saldo energetico (v. Fig. 4) e questa tendenza, non durerà dal momento che il minimo per il prezzo del greggio è alle spalle.

Anna Maria Grimaldi

Il ripristino della stabilità politica non è ulteriormente rinviabile

Correzione del deficit eccessivo è rimandata al prossimo Governo

Dopo i ritmi di crescita stellari del 2015-16, si viaggerà al 2,0% nel 2017, ancora ampiamente sopra il trend

Il commercio estero tornerà a pesare sulla crescita 2017

¹⁴ Lo scorso 8 agosto 2016, il Consiglio Europeo ha deciso, con maggioranza qualificata, di rigettare l'applicazione (decisa dalla Commissione UE il 12/07/2016) di sanzioni pecuniarie, fino a un massimo di 0,2% del PIL, a Spagna e Portogallo per il mancato rispetto di azioni concrete per la correzione dei deficit eccessivi e ha esteso i termini al 2016 per il Portogallo e al 2018 per la Spagna. La decisione prevedeva che azioni concrete fossero prese entro metà ottobre, ovvero in sede di presentazione dei Budget per il 2017.

¹⁵ L'inflazione si è rivelata più bassa nel 2016 rispetto alle stime di budget, un evento che la Commissione considera al di fuori del controllo del Governo.

¹⁶ La Commissione nell'aggiornamento delle previsioni di primavera stima il deficit 2016 al 4,6% in calo dal 5,1% del 2015.

Sull'orizzonte di previsione **sarà ancora la domanda interna a spingere la crescita del PIL**. L'espansione, però, dovrebbe essere più moderata già da quest'anno (2,7% e 1,6% il prossimo) rispetto al 3,6% dello scorso anno. I **consumi delle famiglie** continueranno a crescere a ritmi sostenuti nel 2017 (2,0% a/a) anche se in rallentamento rispetto al 2015-16 (3,0% a/a, v. Fig. 2), per effetto del rincaro del prezzo del petrolio implicito nelle nostre stime, di una crescita meno robusta degli occupati e di una crescita modesta dei salari nominali inferiore all'1,0% (v. Fig. 9). Il potere d'acquisto delle famiglie verrà in parte eroso dall'**aumento dell'inflazione** da -0,1% a +1,5% nel 2017, e probabilmente dal calare dello stimolo da parte della politica fiscale.

Il comparto delle **costruzioni residenziali** ha chiaramente svoltato¹⁷. Il valore aggiunto è tornato a contribuire a ritmi pre-crisi (v. Fig. 11). Ma il ritmo di espansione dei mesi primaverili (+4,3% t/t) non è certamente ripetibile e ci aspettiamo una correzione già nel trimestre estivo. L'elevato stock di case invendute rimane elevato (v. Fig. 12) e potrebbe quindi limitare la crescita di nuovi investimenti al 27% in media 2017, dal 5,0% del 2016.

Il ciclo di espansione degli **investimenti in macchinari** sembra maturo, dal momento che la crescita su base trimestrale è stata ben al di sopra della variazione della capacità produttiva (v. Fig. 13). Il continuo miglioramento dei margini operativi (v. Fig. 14), le condizioni finanziarie ancora fortemente espansive sull'orizzonte di previsione e la prospettiva di stabilizzazione delle economie emergenti dovrebbero sostenere la spesa in macchinari anche nel 2017.

L'occupazione ha continuato a fare meglio delle indicazioni dalle indagini di fiducia anche nei mesi primaverili, crescendo del 2,4% a/a anche se meno che nei sei mesi precedenti (3,2%). Le indagini indicano un rallentamento verso 1,8%, in linea con la moderazione attesa dell'attività economica. La creazione dei posti di lavoro si è avuta principalmente nel settore privato (1 milione e 200 mila da inizio 2013), mentre il contributo del settore pubblico è stato trascurabile. A livello settoriale, i nuovi posti di lavoro sono stati creati principalmente nei servizi (900 mila unità). Il tasso di disoccupazione è sceso più rapidamente di quello che ci aspettavamo fino al 19,4% a luglio 2016 dal picco del 26,3% a marzo 2013. Negli ultimi mesi il tasso di partecipazione è tornato a salire al 59,4% da 59,2% ma rimane più basso che nel 2012-13 60,5%. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo che il tasso di disoccupazione possa calare al massimo fino al 18,4% a fine 2018, ancora al di sopra dei livelli pre-crisi, ma in linea con il tasso strutturale (18,3% OCSE). Si tratta di un livello chiaramente inaccettabile per la coesione sociale, e una delle principali sfide per il prossimo esecutivo. Lo scenario è **soggetto a rischi verso il basso** derivanti da un andamento della domanda dell'Eurozona più debole del previsto e da una risalita più rapida del prezzo del petrolio. Ma il principale rischio rimane politico. È pur vero che, a differenza di altri paesi, la deriva verso posizioni populiste in Spagna sembra essersi fermata.

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

Costruzioni residenziali: la ripresa proseguirà a ritmi più moderati

Anche gli investimenti rallenteranno rispetto a quest'anno

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

Tasso di disoccupazione in calo ma ancora su livelli insostenibili

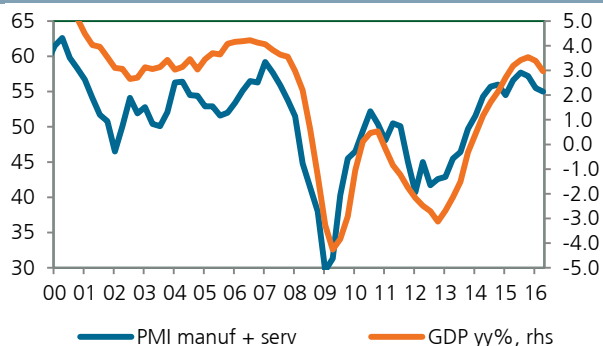
Il principale rischio è politico

Previsioni macro	2015	2016	2017	2015	2016				2017		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	3.2	3.1	2.3	3.5	3.4	3.2	3.1	2.9	2.7	2.4	2.1
Consumi delle famiglie	3.1	3.3	2.3	0.7	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
Investimenti fissi lordi	6.4	3.7	2.7	1.1	0.3	1.3	0.5	0.6	0.9	0.4	0.5
Deficit (% PIL)	-5.1	-4.8	-3.6								
Debito (% PIL)	99.1	99.7	101.0								
CPI (a/a)	-0.5	-0.1	1.5	-0.3	-0.7	-0.9	-0.1	1.1	1.8	1.9	1.3
Disoccupazione (%)	21.0	19.1	18.9	21.0	20.9	19.9	19.4	19.1	19.1	19.0	19.0
Cambio effett. (2005=100)	96.2	97.1	97.7	96.1	96.8	97.0	97.3	97.2	97.4	97.7	97.7

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

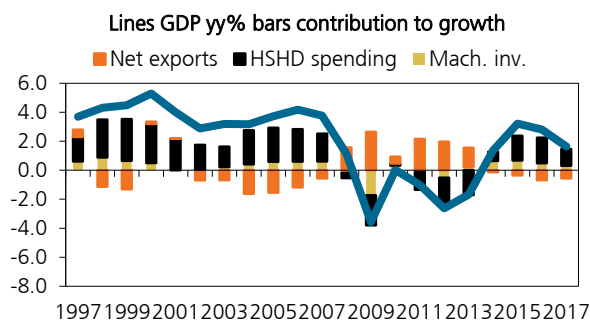
¹⁷ La quota delle costruzioni residenziali in rapporto al PIL è tornata al 5,4% nel 2015 da un picco dell'11% nel 2007, ed è ora circa in linea con la media dell'area euro.

Fig. 1 – Il picco è alle spalle, ma l'economia continuerà a crescere intorno al 2,5% a/a anche nei prossimi mesi



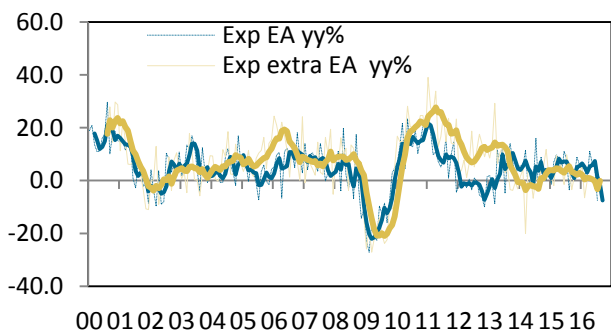
Fonte: PMI Markit, Commissione UE e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Crescita ancora sostenuta dalla domanda interna e in particolare dai consumi, ma i ritmi recenti non sono sostenibili. Il contributo dell'export tornerà ad essere negativo



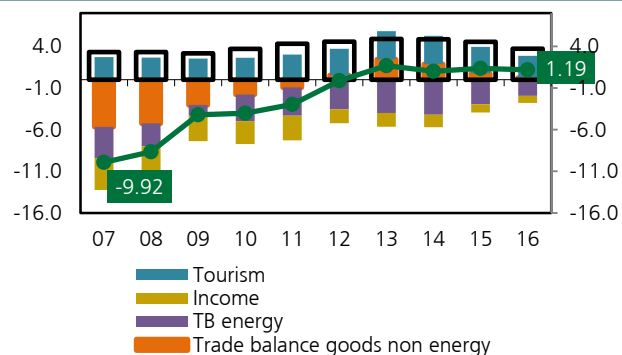
Fonte: INE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Export verso area euro in calo ma tiene l'export verso paesi al di fuori



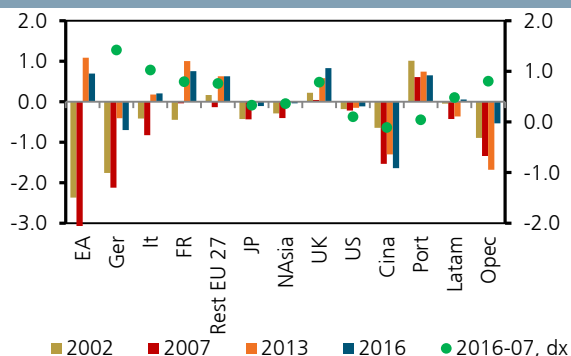
Fonte: Eurostat, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Peggiora il saldo merci ma migliora il saldo energetico



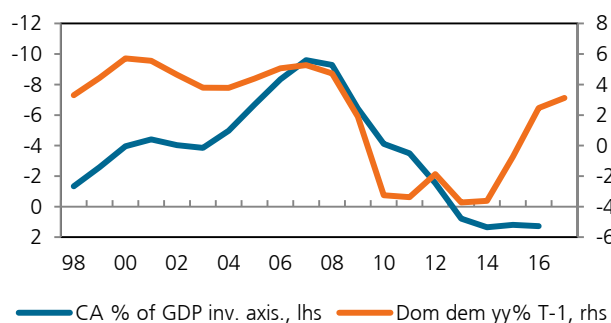
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – E' tornato a peggiorare il saldo merci con la Cina e si riduce il surplus verso AE e altri paesi avanzati



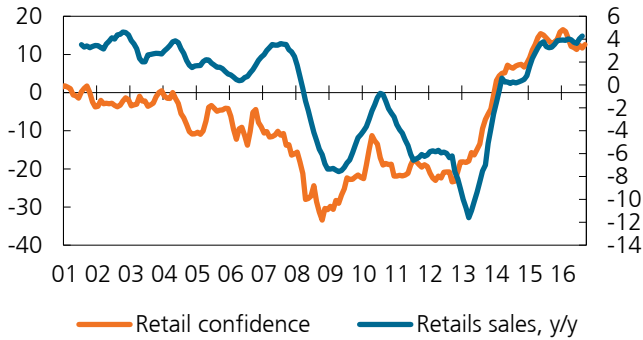
Fonte: Banco de Espana ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



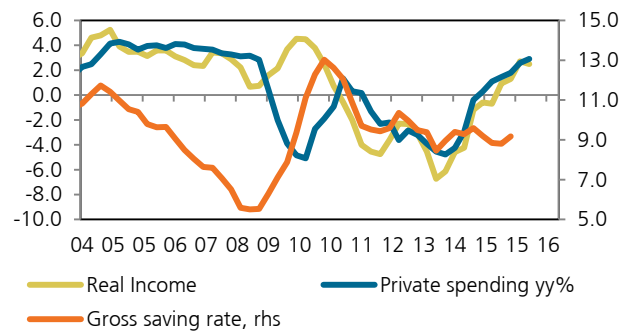
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Per ora i segnali sui consumi non sono preoccupanti



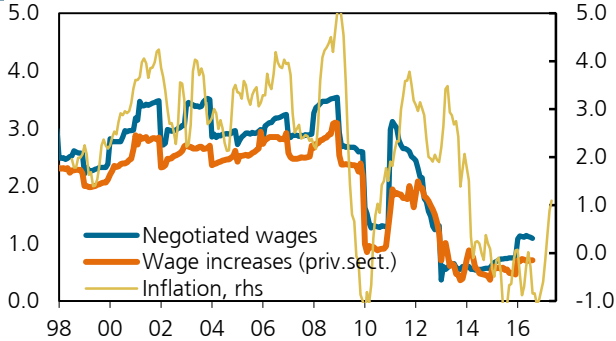
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Il reddito disponibile cresce a ritmi pre-cris. Ma...



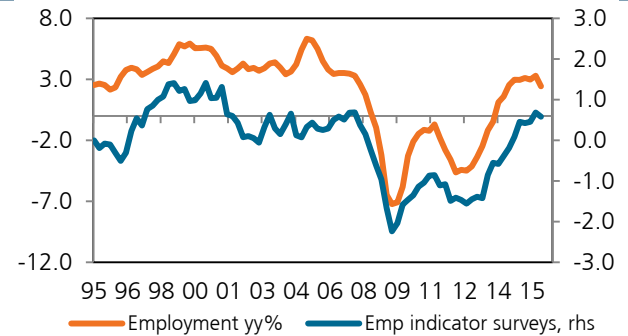
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – ... i salari reali sono attesi rallentare per effetto del rialzo dell'inflazione nei prossimi mesi



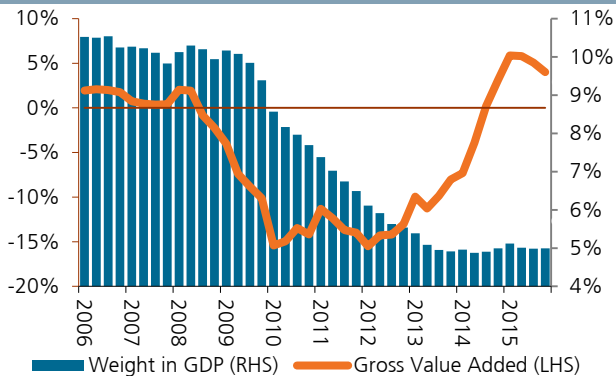
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Le indagini suggeriscono un rallentamento della dinamica occupazionale



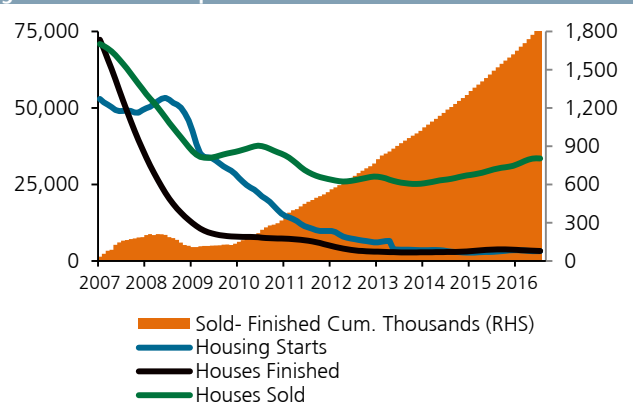
Fonte: Commissione UE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



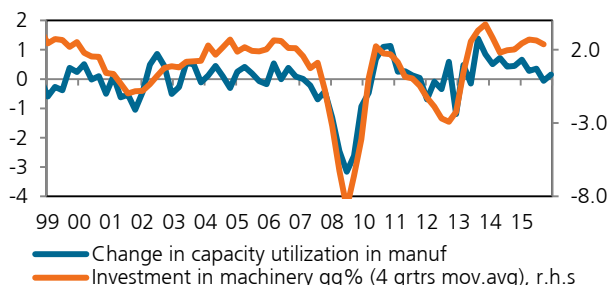
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – ...l'elevato stock di case invendute potrebbe limitare gli investimenti nei prossimi trimestri



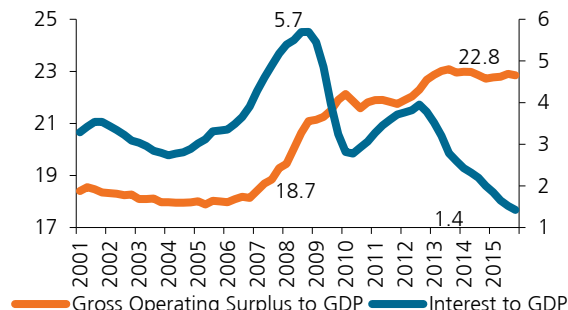
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Gli investimenti in macchinari sono cresciuti più di quanto non suggeriva l'utilizzo della capacità produttiva, ma...



Fonte: INE, OCSE (tasso di disoccupazione di equilibrio media di lungo termine) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – ...saranno ancora sostenuti dall'andamento recente dei profitti e da condizioni finanziarie ultra-espansive

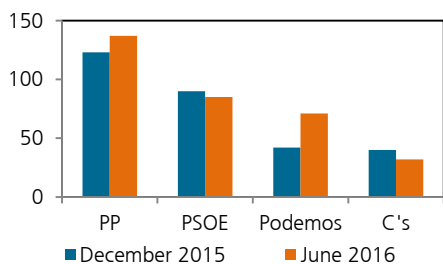


Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus politica Spagna: non c'è due senza tre

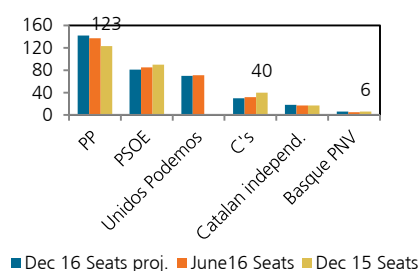
La storia si ripete. Lo scenario politico spagnolo ne è una prova. Il Paese è andato alle elezioni a dicembre 2015 ma la fine del bipartitismo perfetto che ha caratterizzato la storia democratica del Paese da dopo Franco ha eroso la maggioranza dei partiti tradizionali popolari (PP) dell'attuale primo ministro in carica Rajoy e socialisti PSOE, guidati da Sanchez. Le forze politiche non ancora avvezze alle alleanze trasversali non sono riuscite a formare un governo nei tempi costituzionali stabiliti (6 mesi) e, lo scorso 26 giugno, il Paese è tornato alle urne. L'esito per i popolari è stato marginalmente migliore che a dicembre (v. Fig. 1) ma non tanto da restituire una maggioranza al Paese. Nei mesi estivi sono ripartiti i negoziati per formare un Governo di coalizione. A fine agosto, Rajoy non è riuscito a formare un Governo con l'appoggio dello stesso PP, di *Ciudadanos* e un solo deputato delle isole Canarie. Le parti attendevano l'esito del voto alle elezioni regionali in Galizia e Paesi Baschi prima di dare avvio al tentativo dei socialisti guidati da Sanchez di formare un esecutivo. Ma le elezioni amministrative in Galizia e Paesi Baschi hanno visto un pesante arretramento del PSOE (-4 seggi in Galizia e -7 nei Paesi Baschi), a fronte di una discreta tenuta del PP. Sanchez ha annunciato di voler convocare le primarie del partito il 23 ottobre e il congresso tra il 2 e il 4 di dicembre, ma non ha escluso di voler provare a formare un esecutivo. Come mostra la figura 2 di seguito, Sanchez non avrebbe i voti a favore per formare un Governo a meno che non si arrivi a una grande coalizione con il PP, che ad oggi ci sembra da escludere. Lo scenario più probabile è che si vada per la terza volta al voto il prossimo 26 dicembre. Per ora i sondaggi non indicano un vincitore (v. Fig. 2).

Fig. 1 – Il PP a giugno ha fatto meglio che a dicembre ma Rajoy non è riuscito a formare un Governo



Fonte: Wikipedia, El Pais ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Per ora i sondaggi indicano che Rajoy non riuscirebbe a formare un Governo anche se si andasse alle elezioni per la 3ª volta



Nota per Dicembre 2016 il sondaggio è GAD del 06/09/2016.
Fonte: Wikipedia, El Pais ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: l'economia marcia di buon passo in attesa delle elezioni

Le prospettive di crescita rimangono positive, con il PIL in rotta per un aumento di 1,6% a/a nel biennio 2016-2017, con una crescita trainata da investimenti residenziali e produttivi. Prevediamo un'accelerazione dei consumi nella seconda metà dell'anno. Il contributo del canale estero potrebbe rallentare dopo la fase espansiva legata all'export di servizi e brevetti nel 1° trimestre. Il principale rischio per lo scenario saranno le elezioni politiche di marzo 2017, che apriranno "l'anno elettorale" in Europa.

Guido Valerio Ceoloni

Nel 2° trimestre l'economia olandese ha registrato nuovamente un'espansione di **0,6% t/t**, il **doppio della media Eurozona** (variazione tendenziale a 1,7% a/a da 1,1% a/a) ed è l'unico tra i principali paesi a non aver registrato un rallentamento. I vettori di crescita sono stati distribuiti tra la domanda interna, con un contributo di 0,7 (come nel 1° trimestre) e il canale estero, a 0,2 (in rallentamento da 0,4); ancora una volta le scorte hanno contribuito negativamente: pertanto la crescita acquisita finora si situa a 1,3% a/a. Per la seconda parte dell'anno ci aspettiamo un rallentamento in media a 0,4% t/t, che dovrebbe comunque garantire una progressione annua del PIL a 1,6% da 2,0%. Per il 2017 rivediamo al ribasso di un decimo la nostra precedente stima all'1,6% per l'insorgere di nuovi fattori esterni d'incertezza per l'economia olandese (Brexit, commercio globale, elezioni politiche). I rischi per l'orizzonte di previsione sono orientati verso il basso. A più lungo termine, le **elezioni del 2017** rischiano di peggiorare il quadro della governabilità: il partito di destra anti-europeo e anti-immigrati PVV guida i sondaggi, che gli attribuiscono 28-29 seggi su 150, 1-4 più di quelli che potrebbe prendere VVD, il partito che attualmente guida la coalizione di governo. Il quadro appare comunque caratterizzato da un'elevata frammentazione del voto, che renderà necessaria la formazione di una variegata coalizione.

PIL in crescita all'1,6% nel biennio 2016-2017, ma con rischi "politici" in aumento

I **consumi** dovrebbero accelerare il passo nella seconda metà dell'anno dopo due trimestri al ritmo medio di 0,3% t/t, sostenuti da bassa inflazione, una dinamica del credito favorevole e un mercato del lavoro positivo. Il morale delle famiglie ha registrato a settembre un nuovo miglioramento ed è ben al di sopra della media storica, i salari sono aumentati nel 2° trimestre di 0,8% t/t da 1,0% t/t e continueranno a crescere nei prossimi trimestri (2,9% a/a nel 2016 e a 2,3% a/a nel 2017). Le condizioni finanziarie accomodanti e le misure del Governo nel settore edilizio dovrebbero continuare a spingere l'**edilizia residenziale**, anche se è prevedibile un rallentamento rispetto al *boom* della prima metà dell'anno (media del 1° semestre a +4,9% t/t). Anche gli **investimenti produttivi** dovrebbero rimanere bene impostati nel 2016 (+7,6% m.a da +13,4%) in particolare grazie al contributo del settore dei trasporti, ma non prevediamo un'accelerazione nella seconda metà dell'anno anche alla luce della notevole incertezza di scenario; complessivamente, **gli investimenti fissi dovrebbero quindi espandersi nel 2016 al ritmo di 6,6% a/a dal 9,9% a/a** dell'anno scorso, con i rischi alla previsione orientati verso il basso per il possibile impatto negativo di Brexit; per il **2017** ci attendiamo un fisiologico rallentamento **al 2,2% a/a**.

Consumi poco dinamici nella prima metà del 2016 nonostante i numerosi fattori di supporto e i salari in crescita

Nella parte finale dell'anno il rallentamento della domanda globale dovrebbe interessare **le esportazioni olandesi**, che prevediamo marcano al ritmo di 0,6% t/t (a 2,6% in media annua 2016 da 5,0% del 2015 e a 2,1% nel 2017); **le importazioni dovrebbero essere invece sostenute dalla domanda interna** e avanzare al ritmo di 1,1% t/t (media annua 2016 a 3,1% da 5,8% e a 3,0% nel 2017). L'attivo della bilancia commerciale olandese dovrebbe rimanere pressoché stabile quest'anno a 6,8% del PIL e contrarsi al 5,8% nel 2017, sulla scia del rallentamento dell'export e del rafforzamento dell'import.

Esportazioni poco dinamiche e importazioni sostenute dalla domanda interna

Gli **indicatori ciclici continuano a segnalare un clima positivo**, con l'indice di fiducia del manifatturiero in aumento nell'estate: l'attività nel comparto è aumentata nel 2° trimestre di 0,6% t/t da 0,4% t/t. Il tasso di utilizzazione della capacità produttiva sta aumentando (ora è

Il manifatturiero in crescita, il comparto edilizio rimane positivo ma in rallentamento

all'81,7%), anche se non è ancora ai livelli pre-2008 (83,5%). **Il settore delle costruzioni è ancora orientato positivamente** (livello medio della fiducia del settore a 13,6 nel 3° trimestre da 8,2 del 2° trimestre): i prezzi delle nuove case sono aumentati nei primi otto mesi dell'anno del 4,5% a/a su base tendenziale rispetto al 2,5% a/a dello stesso periodo del 2015, con tassi di aumento mensili ai massimi dal 2012; anche le vendite nei primi otto mesi dell'anno sono aumentate del 21% a/a.

L'**occupazione** sta proseguendo la sua fase espansiva: la crescita è stata mediamente pari allo 0,6% t/t nella prima metà dell'anno (circa 40 mila nuovi posti a trimestre), grazie soprattutto a costruzioni e servizi. L'aumento dell'occupazione probabilmente rallenterà nel 2° semestre, ma la disoccupazione quest'anno è attesa calare ulteriormente al 6,1% nel 2016 per poi stabilizzarsi nel 2017: da inizio anno a giugno il numero dei senza lavoro è calato di ulteriori 40 mila unità ed è ora pari a 550 mila persone. I flussi migratori per ora stanno dimostrando di avere un impatto sostenibile.

L'**inflazione continua a rimanere strisciante**, sulla scia dei prezzi alla produzione in contrazione da inizio anno: l'indice nazionale è atteso in calo in media annua nel 2016 a 0,4% da 0,6% (ma l'indice armonizzato circa stabile a 0,3% a/a da 0,2% a/a), in linea con la media dell'Eurozona e ormai ai minimi storici. In chiusura d'anno, tuttavia, **un effetto base favorevole** in particolare quello della componente legata al petrolio, **dovrebbe portare a un'accelerazione dei prezzi al consumo**, che per l'anno prossimo sono attesi all'1,7% sulla misura nazionale (1,5% su quella armonizzata), al di sopra della media Eurozona. **L'indice core è atteso quest'anno circa stabile** sul livello del 2015 (a 0,8% da 0,9%) mentre per il 2017 si dovrebbe vedere una risalita all'1,4%.

La situazione dei conti pubblici non presenta criticità, con le entrate dello Stato superiori di circa 1% del PIL nei primi sei mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2015 grazie al maggior gettito, più che compensando quindi i mancati introiti dal gas; questo a fronte di una spesa pubblica rimasta pressoché costante rispetto al 2015. Secondo il documento di programmazione 2017, il deficit nominale dovrebbe calare di otto decimi a -1,1% quest'anno e di altri sei decimi a -0,5% nel 2017 (le stime del Governo puntano a una crescita 2017 di 1,7%, circa in linea con il consenso). Il debito pubblico è in rotta per un calo di due punti dal 65,1% al 63,0% quest'anno (era già al 63,7% a giugno) e al 62,0% nel 2017.

La disoccupazione nel 2016 segnerà il nuovo minimo storico al 6,1%

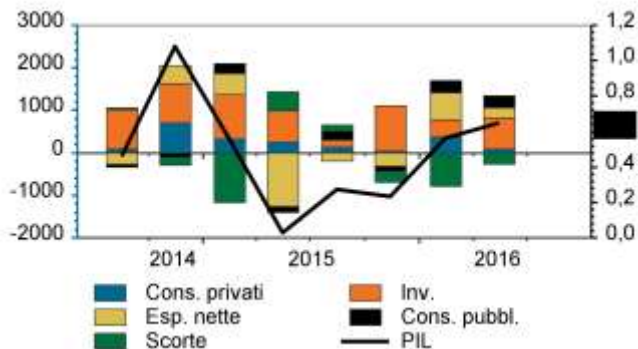
Inflazione nella media Eurozona nel 2016, all'1,7% nel 2017

Finanze pubbliche in ordine, deficit già ora al di sotto del 3% e debito pubblico sotto il 65%

Previsioni macro	2015	2016	2017	2015	2016				2017		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.0	1.6	1.5	1.1	1.1	1.7	1.8	1.9	1.7	1.5	1.5
t/t				0.2	0.6	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Consumi delle famiglie	1.8	1.3	1.7	0.1	0.5	0.1	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi lordi	9.9	6.6	2.1	3.2	1.2	2.2	0.6	0.6	0.3	0.4	0.3
Deficit (% PIL)	-1.8	-1.1	-0.5								
Debito (% PIL)	65.1	63.0	62.0								
CPI (a/a)	0.6	0.4	1.7	0.6	0.6	0.0	0.1	0.9	1.3	2.0	1.8
Disoccupazione (%)	8.3	7.6	7.6	8.3	7.9	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Cambio effett. (2005=100)	107.6	108.6	109.6	107.4	108.3	108.7	108.9	108.5	109.1	109.6	109.7

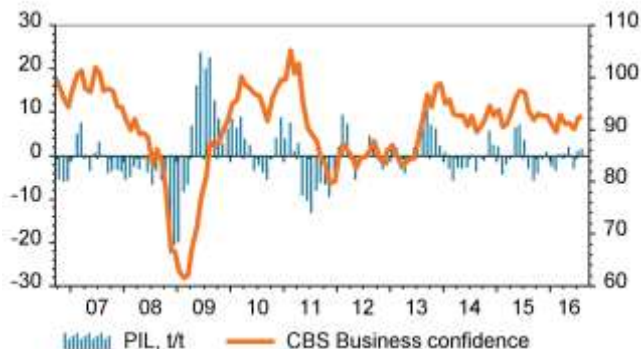
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, Intesa Sanpaolo

Contributi alla formazione del PIL



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

Fiducia economica e andamento del PIL



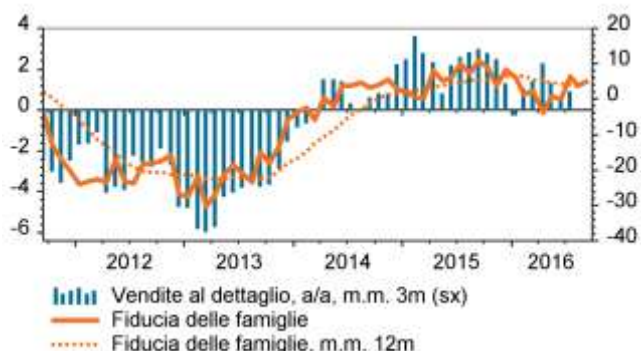
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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

Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



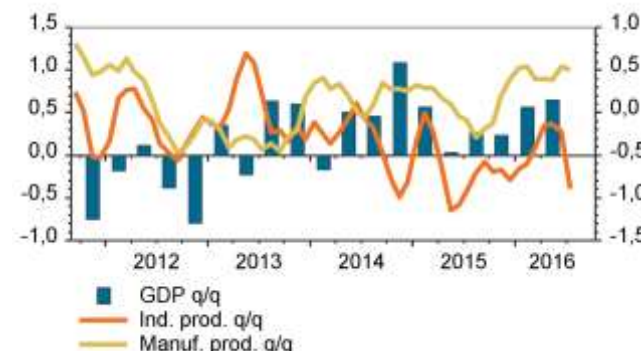
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



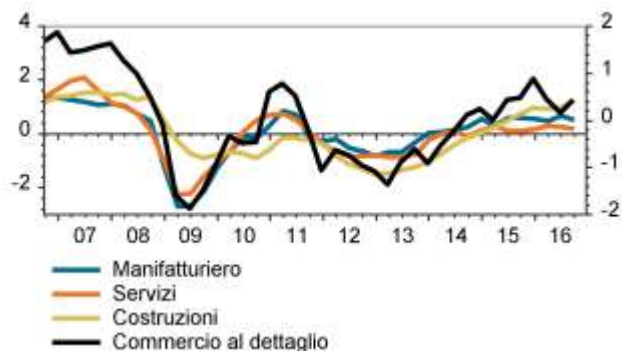
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale e PIL



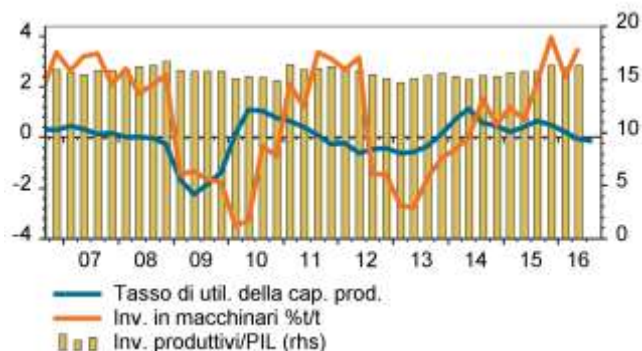
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Indici di attività nei vari settori produttivi



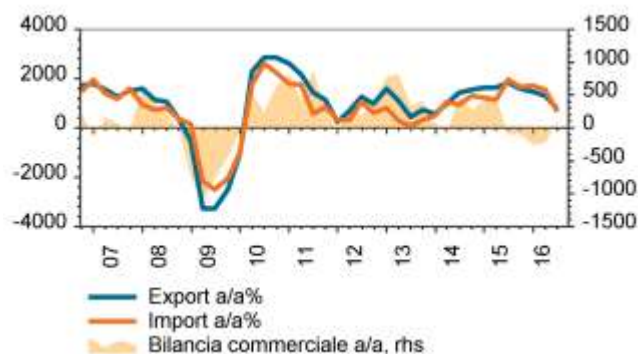
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



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

Andamento della bilancia commerciale



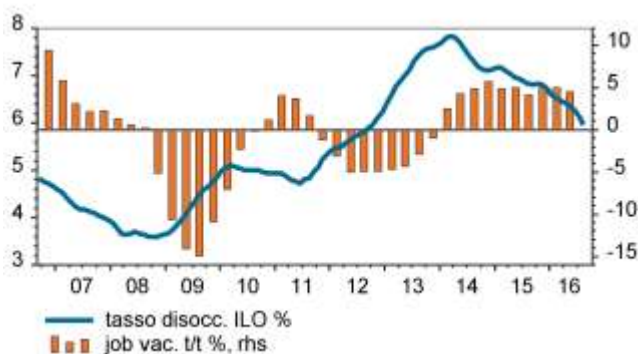
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



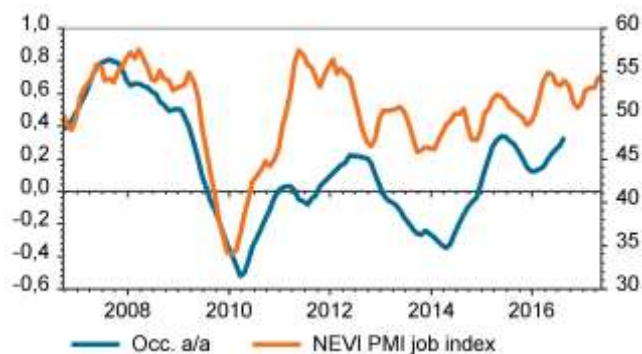
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento della disoccupazione e job vacancies



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

Andamento dell'occupazione



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

Grecia: 2016, altro anno di transizione; spiragli di crescita dal 2017

L'economia greca riteniamo rimarrà in una fase di transizione anche quest'anno: il PIL nel secondo trimestre è stato rivisto al ribasso di un decimo a 0,2% t/t da -0,2% t/t di marzo. Il contributo principale è stato quello delle scorte (+0,5 da +1,8) mentre domanda interna (-0,2 da -0,9) e canale estero (-0,1 da -1,1) hanno contribuito negativamente, pur avendo segnalato una risalita dopo la contrazione del primo trimestre. La crescita acquisita finora è di -0,4% a/a: le stime trimestrali di consenso per la restante parte dell'anno sono di un PIL pressoché stagnante. L'economia e i consumi rimarranno ancora compressi dalle misure fiscali previste dal terzo *bailout*, solo in parte mitigate dal miglioramento delle condizioni finanziarie e dalle misure del Governo per l'erogazione di 3,5 mld di euro a titolo di rimborsi dei pagamenti arretrati al settore privato. **Il consolidamento fiscale nel 2016 ammonterà a circa 5,7 mld di euro**, in parte sotto forma di tagli alla spesa, con i consumi del settore pubblico che si prevede registreranno una nuova stretta (a -1,1% a/a da -0,1% a/a del 2015), in parte come nuovi aumenti delle tasse, che eroderanno la spesa delle famiglie (a -1,1% a/a da +0,3% a/a del 2015). Le banche stanno continuando il processo di *deleveraging* con prestiti verso controparti domestiche in contrazione (-3,1% a/a a luglio, ritmo in lieve rallentamento da inizio anno), ma i crediti deteriorati sono il 50% degli impieghi delle banche, secondo stime del FMI; il sistema bancario rimane fortemente dipendente dal credito dell'Eurosistema, che però è calato al 22,5% delle passività totali dal 26,5% d'inizio anno. Gli investimenti, grazie a un confronto statistico favorevole, specie nel terzo trimestre, potrebbero registrare una media annua crescente simile a quella dello scorso anno (+1,0% a/a), ma il loro contributo alla formazione del PIL sarà marginale. **In media annua prevediamo pertanto che l'output cali di -0,5% a/a da -0,3% a/a per poi ritornare a crescere dal 2017 a +0,6% a/a** (per il 2016 il Governo ha uno scenario mediano di crescita di 0,3%, mentre per il 2017 le stime della Commissione sono molto più ottimistiche e puntano a un PIL a +2,7% a/a). Per il triennio 2017-19 si prevede che il consolidamento fiscale complessivo ammonterà al 3% del PIL.

Sullo stato del *bailout*, gli appuntamenti cruciali da qui a fine anno saranno due:

1. lo sblocco della seconda *tranche* di aiuti a settembre per 10,3 mld di euro è già servita in parte al servizio del debito (4 mld) e, come già detto, per il pagamento degli arretrati; la parte restante pari a 2,8 mld sarà erogata dopo la riunione Ecofin del 10 ottobre, che seguirà il **voto di giovedì 29 settembre**, quando al Parlamento ateniese è richiesto di approvare le misure proposte dal Governo (spinta alle privatizzazioni, riforma della rete elettrica, nuovi tagli alle pensioni);
2. successivamente, a metà ottobre ci sarà l'**inizio della seconda review**, che è nell'interesse di Atene chiudere entro l'anno per poter sperare di rientrare dal 2017 nel programma di acquisti della BCE; questo potrebbe anche permettere, dalla seconda metà dell'anno, un primo ritorno sul mercato con piccole emissioni di titoli di stato. **L'esito della seconda review non sarà scontato** perché esponenti del Governo hanno fatto sapere di non voler approvare nuove misure di tagli salariali e riduzioni dei dipendenti pubblici, che sono alcuni dei punti più dibattuti; tuttavia, sulla carta, il primo ministro Tsipras dovrebbe avere i numeri sufficienti a far passare il decreto. Per rispettare il sentiero di correzione dei conti pubblici, quest'anno dovrebbe registrarsi un avanzo primario in termini nominali dello 0,5%.

Sulla base dei dati dei primi otto mesi dell'anno, l'avanzo primario si situa a 3,75 mld (-2% a/a) rispetto all'obiettivo di 0,98 mld (cumulativi): il raggiungimento del target 2016 non è scontato, visto che l'andamento è simile a quello del 2015, che aveva però un target del 40% inferiore. Intanto il FMI, che non ha ancora deciso se partecipare o meno al terzo *bailout*, ha diffuso la sua valutazione annuale nella quale ribadisce che gli attuali obiettivi di finanza pubblica per il 2018 (avanzo primario al 3,5%) sono irrealistici visto che la crescita rimane debole e che una ristrutturazione del debito è l'unica soluzione per un ritorno sostenibile alla crescita. In sintesi lo scenario rimane esposto a concreti rischi politici ed economici legati al rispetto degli accordi per il terzo piano di aiuti.

Guido Valerio Ceoloni

Nuova contrazione del PIL nel 2016 (-0,5% a/a), spiragli di luce per il 2017 (+0,6% a/a)

Portogallo: ottobre sarà cruciale per evitare un nuovo salvataggio

Nonostante il PIL nel secondo trimestre sia stato rivisto al rialzo di un decimo a 0,3% t/t dopo 0,2% t/t del 1° trimestre, **la crescita acquisita di 0,8% a/a rimane insufficiente a raggiungere l'obiettivo d'inizio anno di 1,3% a/a** dato che per i prossimi due trimestri stimiamo un aumento del PIL di circa 0,3% t/t. Il dettaglio delle componenti ha evidenziato una frenata dei consumi a 0,1% t/t da 1,0% t/t mentre gli investimenti fissi sono rimasti quasi stabili a -0,1% t/t da -0,7% t/t: **la domanda interna ha contribuito quindi solo per 0,1 alla formazione del PIL.** Il canale estero ha dato un marginale contributo positivo di un decimo; infine l'aumento delle scorte ha aggiunto un ulteriore 0,1. Il ritmo fiacco della crescita (negli ultimi quattro trimestri il PIL è cresciuto in media dello 0,2% t/t), prodotto dai consumi deboli e da un canale estero che risente del rallentamento della domanda globale (Cina, Brasile, Angola), ci porta ad **abbassare le stime per l'orizzonte di previsione di due decimi a 1,1% nel 2016 e a 1,2% nel 2017 (al di sotto della media Eurozona), con i rischi che rimangono sbilanciati verso il basso.** I principali fattori di attenzione rimangono: la fragilità e bassa profittabilità del sistema bancario (con una quota di NPL al 12% degli impieghi) e **il nuovo caso della ricapitalizzazione della banca nazionale CAIXA per 5 miliardi di euro** (di cui metà in fondi pubblici), l'instabilità della situazione politica in cui versa il Paese da quasi un anno, a cui si aggiunge la **nuova frenata degli investimenti rispetto al 2015** (attesi quest'anno a 0,5% a/a da 4,2% a/a) **dopo che il Governo ha ritirato i previsti tagli alla tassazione delle aziende**, provocando un calo della fiducia degli investitori. Come nota positiva, va segnalato che la disoccupazione, pur rimanendo al di sopra della media Eurozona, è scesa nel secondo trimestre dal 12,4% al 10,8%; questo, aggiunto all'inflazione debolissima e alle politiche a sostegno del reddito in parte realizzate dal Governo potrebbero favorire una accelerazione dei consumi l'anno prossimo (che stimiamo per ora a 1,9% a/a nel 2016 e a 1,3% a/a nel 2017 da 2,6% a/a del 2015); l'indice di fiducia economica della Commissione è rimasto circa stabile nel secondo trimestre (a 105,9 da 106,2), al di sopra della media Eurozona.

Guido Valerio Ceoloni

Ritmo fiacco del PIL che rallenterà quest'anno a 1,1% a/a da 1,5% a/a. Atteso all'1,2% a/a nel 2017

È nuovamente fonte d'attenzione il tema del consolidamento fiscale. La situazione è tornata sotto monitoraggio dopo il richiamo estivo della Commissione Europea sull'inefficacia delle azioni finora intraprese per ridurre l'eccesso di deficit, che nel 2015 si è fermato a -4,4%¹⁸; **a seguito di ciò il Governo ha garantito che quest'anno rispetterà l'obiettivo del -2,7%** e abatterà il debito pubblico di tre punti al 126%, nonostante il parziale smantellamento delle politiche di austerità (in particolare su pensioni e salari pubblici) inaugurate dal precedente Governo. Due delle principali agenzie (Moody's e S&P) non intendono per ora rivedere il loro Outlook-paese (già al di sotto comunque dell'Investment grade), mentre **cruciale sarà la scadenza del 21 ottobre in cui DBRS** (unica agenzia delle quattro riconosciute dalla BCE a mantenere ancora l'Investment grade) **dovrà pronunciarsi sul rating sovrano:** per ora l'agenzia valuta l'Outlook come Stabile. La settimana prima di DBRS, il Parlamento dovrà votare la **legge sul budget 2017** e poi il **14 ottobre verrà presentata alla Commissione**, che probabilmente non si esprimerà prima di novembre. Per l'anno prossimo il Governo ha fissato un'ulteriore riduzione del deficit di quattro decimi a -2,3%. Le previsioni governative per ora sono ritenute verosimili dal consenso. **Nel breve periodo l'eventuale downgrade non costituisce l'evento più probabile sulla base delle informazioni disponibili**, tuttavia le persistenti fragilità politiche e finanziarie non permettono di escludere nuove crisi di credibilità nel medio termine. In caso di un declassamento s'innescerebbero inevitabilmente forti tensioni, in quanto il Portogallo sarebbe a quel punto escluso dal PSPP della BCE, rischio soltanto in parte prezzato dallo spread, che ora viaggia sui 350pb. D'altro canto, la BCE ha attualmente in portafoglio già il 27% delle obbligazioni del Paese e se dovesse mantenere il ritmo attuale di acquisti di 1,5 mld al mese, entro fine anno potrebbe aver raggiunto il limite massimo.

¹⁸ Ma il dato include misure straordinarie una tantum a salvataggio delle banche per l'1,4%.

Asia

Giappone: ripresa in mano alla politica fiscale, nonostante gli sforzi della BoJ

Giovanna Mossetti

La restrizione fiscale del 2014-15 e il continuo apprezzamento dello yen hanno frenato la ripresa, rallentando i consumi, gli investimenti delle imprese e le esportazioni. Nell'ultimo anno la crescita è stata fragile, con un'alternanza di variazioni poco sopra e sotto lo zero, senza un trend positivo (Fig. 1). Lo scenario per la seconda metà del 2016 e per il 2017 è solo marginalmente più ottimistico, nonostante l'annuncio di un nuovo pacchetto fiscale e l'aspettativa di ulteriore stimolo monetario. La previsione di crescita è di **0,5% nel 2016 e 0,4% nel 2017**, in linea con il potenziale, stimato fra 0 e 0,5%, quindi ancora a rischio di ritorno in territorio negativo in caso di shock avversi, anche non particolarmente ampi. La mancanza di accelerazione della crescita limita anche la probabilità che l'inflazione riprenda a muoversi verso l'obiettivo della BoJ.

Scenario macroeconomico. La crescita modesta attesa nel prossimo biennio dovrebbe essere sostenuta dai consumi e dalla spesa pubblica per infrastrutture (v. sotto). I **consumi** dovrebbero essere sostenuti dal mercato del lavoro, che registra un continuo calo del tasso di disoccupazione (3% in agosto, minimo da 5/1995), pur in presenza di un modesto aumento della forza lavoro da inizio anno. L'eccesso di domanda di lavoro ha determinato nell'ultimo anno un incremento dei salari reali, che però non si è tradotto in un'accelerazione dei consumi. Due fattori frenano la dinamica della spesa delle famiglie. Il primo rimane legato all'aspettativa di **restrizione fiscale**, con la previsione di un nuovo rialzo dell'imposta sui consumi nel 2018, come è evidente dalla Fig. 6, che mostra un significativo rialzo del tasso di risparmio in seguito agli aumenti dell'imposta sui consumi in passato. Il secondo fattore riguarda le **aspettative di inflazione**: la percentuale di famiglie che si aspettano rialzi dei prezzi inferiori al 2% è in continuo aumento, e sui massimi dalla crisi. La percentuale di individui che si aspettano prezzi in rialzo a luglio è calata sotto il 70%, dal picco di 86,5% nel 2014 e in linea con i livelli visti prima dell'introduzione di QQE da parte della BoJ (v. Fig. 8). La credibilità dell'obiettivo di inflazione è in calo e preme sulla Banca centrale (v. sotto). L'aumento congiunto di stimolo monetario e fiscale dovrebbe comunque indebolire lo yen e sostenere i **consumi, con una crescita di 0,4% nel 2016 e di 0,9% nel 2017**.

Gli **investimenti fissi non residenziali** sono calati nella prima metà dell'anno, in seguito al continuo apprezzamento del cambio e alla debolezza della domanda globale, in particolare in Asia. Nel 2° semestre e nel 2017 si dovrebbe registrare un moderato miglioramento (+0,5% nel 2016, +1% nel 2017), grazie all'aspettativa degli effetti attesi dello stimolo fiscale.

Il **canale estero** nel 2016 contribuisce positivamente alla crescita, grazie a un calo dell'import (per effetto dei prezzi energetici) maggiore di quello dell'export. Nei prossimi trimestri, l'atteso deprezzamento del cambio dovrebbe determinare una ripresa dell'export, che dovrebbe più che compensare la stabilizzazione dei prezzi energetici dal lato delle importazioni.

Politica fiscale. La principale novità rispetto al 2° trimestre è l'annuncio dei **dettagli del pacchetto fiscale**, che era atteso dopo le elezioni estive. Il Governo ha delineato un insieme di misure in parte mirate a stimolare la crescita nel breve termine e in parte volte a sostenere la crescita strutturale. Il totale del pacchetto, 28 tln di yen (5,5% del PIL), riguarda un orizzonte pluriennale e include misure indirette di stimolo, come garanzie per prestiti. Le misure fiscali "dirette", con potenziali effetti espansivi sono pari a 13,5 tln (2,5% del PIL). Il nucleo centrale della manovra fiscale è la parte di **interventi di spesa, per 7,5 tln di yen**, la cui parte principale consiste in spesa per infrastrutture (6,2 tln per porti, treni alta velocità) e la parte rimanente sarà spesa per mitigare gli effetti di Brexit e per sostenere le piccole e medie imprese. Il pacchetto fiscale include poi 3,4 tln di yen per riforme del mercato del lavoro e 2,7 tln di interventi sulle aree colpite dai terremoti del 2016 e del 2011. Il Governo stima, con eccessivo ottimismo, che il pacchetto annunciato abbia un effetto cumulato di circa 1,1pp di PIL; la stima di consenso, in

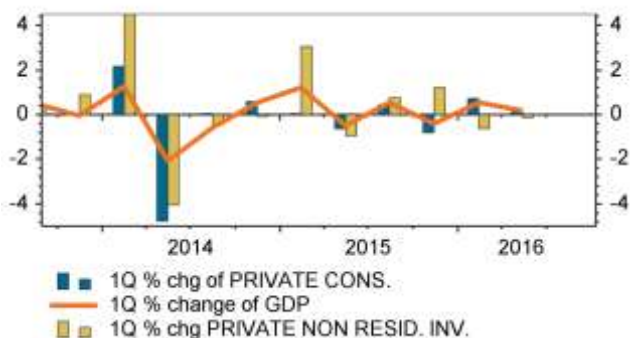
linea con la nostra previsione, è che il pacchetto possa avere un **effetto di 0,1pp nel 2016 e di 0,3pp nel 2017**. Oltre alle misure di più breve termine, il Governo intende attuare riforme del mercato del lavoro, annunciate da tempo e sempre rinviate. Entro l'autunno il salario minimo verrà alzato di circa il 3% in gran parte delle aree del Paese, con effetti molto modesti sul reddito da lavoro per via della quota ridotta di individui che hanno salari sul livello minimo. Il Primo Ministro ha anche affermato di voler attuare il principio di equalizzazione del salario per lo stesso lavoro, riducendo discriminazioni (soprattutto nei confronti delle donne), ma è ancora da vedere se ci sarà il consenso politico per riforme in questa direzione, mirate ad aumentare la partecipazione femminile. La previsione è di quasi stagnazione dei consumi pubblici nel 2017, a fronte di un incremento solido degli investimenti pubblici (+2%).

Politica monetaria. La **BoJ** ha delineato un "nuovo *framework* per rafforzare lo stimolo monetario". Le novità sono: 1) il "controllo della curva"; e 2) l'"impegno a un *overshooting* dell'inflazione". Operativamente, la strategia cambia su diversi fronti. **1) Controllo della curva.** Le indicazioni di politica monetaria specificano un **tasso di policy di breve termine** (invariato a -0,1%) e un **livello obiettivo per il tasso di lungo termine** (JGB a 10 anni intorno a zero). Gli acquisti verranno mantenuti "più o meno in linea con il ritmo attuale" con una variazione di circa 80 tln di yen. Si elimina l'annuncio della vita media degli acquisti. **I nuovi strumenti per facilitare il controllo della curva sono:** i) acquisti di JGB con tassi determinati dalla BoJ; ii) operazioni di finanziamento a tasso fisso, con scadenza a 10 anni (da 1 anno). Per le altre classi di attività, si mantengono le linee guida annunciate in precedenza. **2) Impegno a fare overshooting sull'inflazione.** La Banca centrale continuerà a espandere la base monetaria fino a quando la variazione del CPI ex-alimentari freschi non eccederà e resterà stabilmente sopra il 2% a/a. La variazione della base monetaria potrà fluttuare sulla base delle operazioni attuate per il controllo della curva, e probabilmente il rapporto base monetaria/PIL nominale eccederà il 100% nell'arco di 1 anno, dall'attuale 80%. **Il nuovo framework** ha due obiettivi: fare scendere i tassi di interesse reale e aumentare le aspettative di inflazione, con l'impegno a un *overshooting* dell'obiettivo. Il nuovo impianto tocca alcuni dei problemi che limitavano la strategia adottata finora, declinando in modo nuovo strumenti già in essere. Tuttavia, non è detto che le novità siano sufficienti a ottenere un significativo indebolimento dello yen e una ripresa dell'inflazione, per non parlare di un effettivo stimolo alla crescita. **La strada per risolvere i problemi del Giappone dovrà passare, a nostro avviso, attraverso** una rivoluzione più radicale, con l'adozione di "**helicopter money**": evidentemente le istituzioni non sono ancora abbastanza pressione per modificare alla radice il regime dell'indipendenza fra politica fiscale e monetaria.

Previsioni macro	2015			2016				2017			
	2015	2016	2017	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.5	0.4	0.8	0.1	0.8	0.3	0.8	0.5	0.3	0.4
- trim/trim annualizzato				-1.7	2.1	0.7	0.1	0.4	0.6	0.1	0.4
Consumi privati	-1.2	0.4	0.9	-3.2	2.8	0.7	0.4	0.8	1.3	0.8	1.2
IFL - priv. non residenziali	1.6	0.5	1.0	5.0	-2.6	-0.6	0.9	1.2	1.1	0.9	1.2
IFL - priv. residenziali	-2.7	4.0	1.3	-1.8	-0.5	21.6	-1.3	-0.4	0.5	0.6	0.7
Investim. pubblici	-2.0	-0.6	2.0	-12.2	1.0	10.8	2.2	2.6	1.6	0.7	0.5
Consumi pubblici	1.2	1.8	0.1	3.3	3.6	0.4	0.2	-0.1	0.2	0.0	0.0
Esportazioni	2.8	-1.3	0.7	-3.7	0.4	-5.8	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1
Importazioni	0.3	-0.4	3.9	-4.2	-2.1	-0.2	4.3	4.3	4.1	3.9	4.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.9	3.9	3.8	4.0	3.7	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9
Deficit (% PIL)	-5.4	-5.6	-5.9								
Debito/PIL (% PIL)	230.0	233.0	237.8								
CPI (a/a)	0.8	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.1	0.2
Produzione Industriale	-1.2	-1.7	-0.3	0.1	-4.1	0.8	0.2	-0.8	-0.8	-0.4	0.3
Disoccupazione (%)	3.4	3.0	2.7	3.3	3.2	3.2	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7
Dollaro/Yen (Yen)	121.0	107.3	108.8	121.4	115.2	107.9	102.4	103.7	106.8	108.6	109.6
Cambio effettivo (1990=100)	125.9	143.7	140.1	126.4	133.7	141.1	150.3	149.7	144.3	140.5	138.6

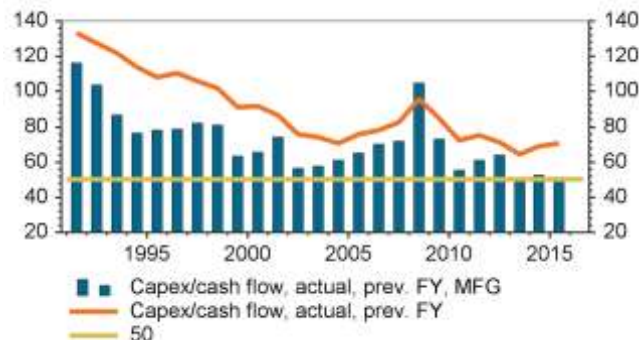
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Crescita: danzando intorno allo zero



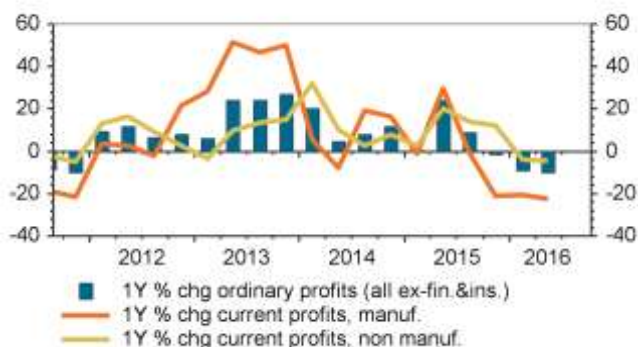
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 2 – Le imprese investono poco...



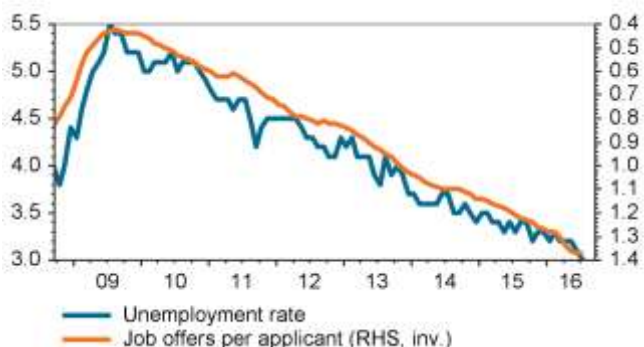
Fonte: Thomson Reuters-Datstream, indagine Ministry of Finance sui piani di investimento delle imprese

Fig. 3 – ... mentre gli utili sono frenati dallo yen forte



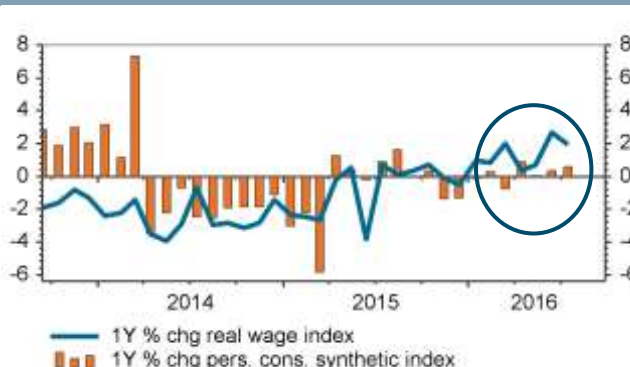
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – La disoccupazione continua a calare



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

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



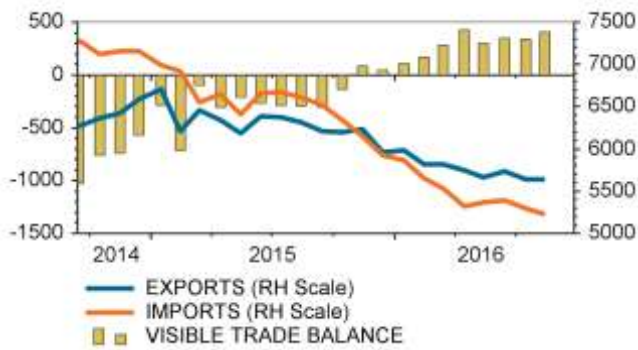
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

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



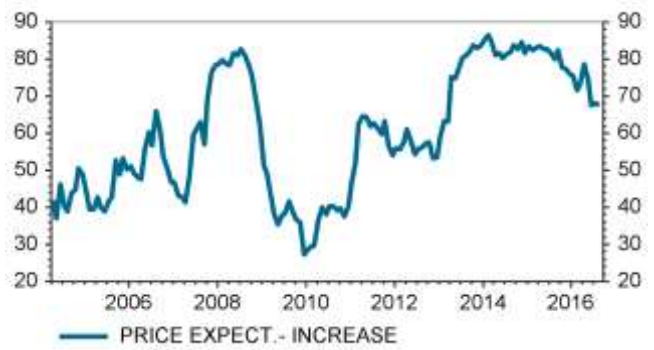
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

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



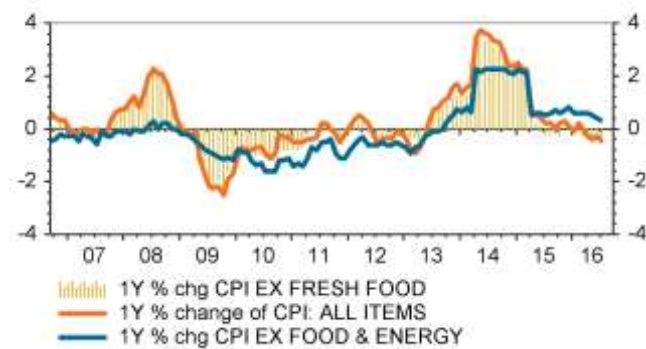
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



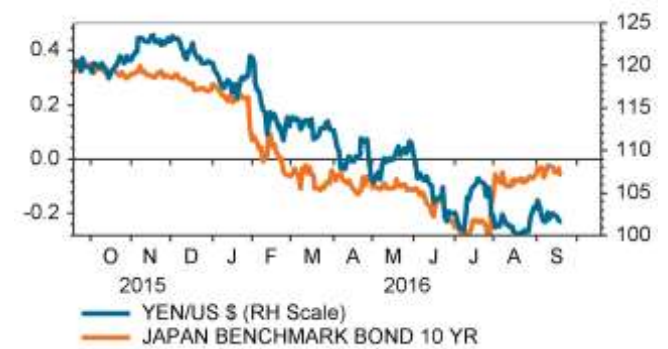
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione core poco sotto l'1%: il 2% resta lontano



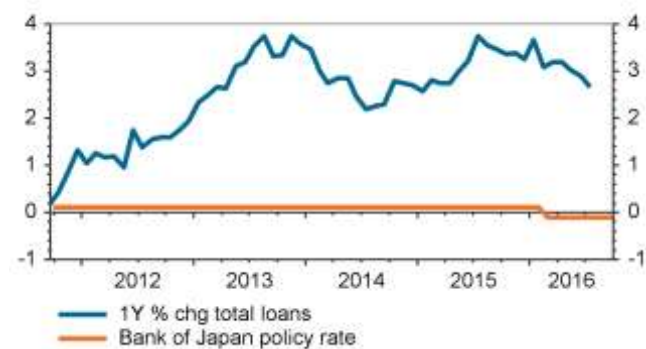
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 –BoJ: effetti negativi dei tassi negativi?



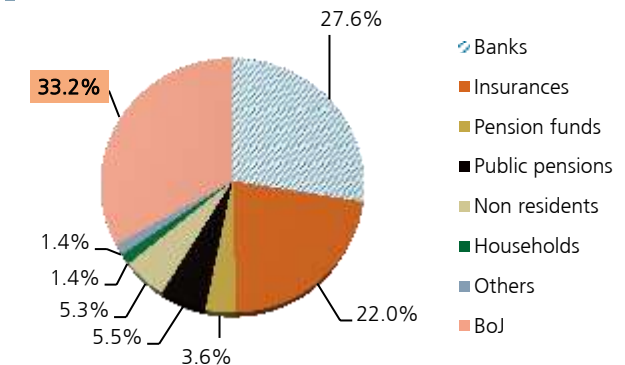
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Armi spuntate alla BoJ



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Dati a fine marzo 2016; totale JGB: 955 tln di yen
Fonte: Ministry of Finance

Cina: la politica fiscale ed economica sostiene la crescita

Il tasso di crescita del PIL è rimasto invariato nel 2° trimestre a 6,7% a/a, diversamente dalle nostre attese. Dal lato della domanda, il limitato rallentamento dei consumi privati e degli investimenti è verosimilmente stato compensato dall'aumento della spesa pubblica. Dal lato dell'offerta la tenuta della crescita è stata guidata invece da una modesta accelerazione del settore agricolo e dell'industria mentre il settore dei servizi è marginalmente decelerato.

Silvia Guizzo

I dati dei mesi estivi segnalano un progressivo miglioramento del clima di fiducia delle imprese, una moderata ripresa delle esportazioni e della produzione industriale, una stabilizzazione degli investimenti e della crescita del credito. Il nuovo credito e la nuova finanza sociale sono rimasti rispettivamente stabili o in marginale accelerazione rispetto al PIL negli ultimi 4/6 trimestri continuando a sostenere la crescita nel breve periodo ma lasciando invariati i rischi al ribasso nel medio-lungo periodo. Alla luce di queste indicazioni, di una crescita del PIL del 1° trimestre lievemente superiore alle nostre attese e di un supporto della politica economica e fiscale ribadito nel corso dell'estate, **rivediamo al rialzo le previsioni di crescita del PIL dal 6,3% al 6,5% nel 2016** e dal 6,1% al 6,2% nel 2017.

L'inflazione ha toccato il minimo da inizio anno in agosto scendendo più delle attese a 1,3% a/a da 1,8% in luglio. La spinta verso il basso è venuta dal rallentamento dei prezzi degli alimentari, che la dinamica settimanale segnala però temporaneo. L'inflazione dei prezzi alla produzione, pur rimanendo ancora in territorio negativo, è in netto rialzo rispetto ai minimi di inizio anno. Entrambi i fattori puntano a un moderato aumento dell'inflazione nei prossimi mesi.

La dinamica dei prezzi degli immobili residenziali è ulteriormente accelerata in tutte le città, superando i picchi del 2013. Rimaniamo scettici sulla possibilità che il mercato immobiliare continui a salire a questi ritmi anche nel 2017 visti i livelli di invenduto e le ulteriori **misure di contenimento** che le Autorità potrebbero continuare a mettere in atto anche nei prossimi mesi.

Il dibattito sul tipo di stimolo necessario, se solo fiscale o anche monetario, per supportare la crescita e limitare l'impatto frenante delle riforme nel breve termine rimane in corso ma sembra **orientato a preferire il primo**, dato lo spazio limitato del secondo. Nel corso dell'estate il Governo ha continuato a reiterare la necessità di sostenere gli investimenti, in particolare del settore privato, la cui dinamica rimane fiacca. Il **controllo del rischio finanziario** resta comunque tra le più alte **priorità dei regolatori**, come emerso da alcune recenti esternazioni nonché da interventi di regolamentazione in diversi ambiti del settore finanziario non bancario negli ultimi mesi. La Banca centrale continua, inoltre, a ribadire la propria avversione a un forte deprezzamento del cambio sia nella comunicazione sia nei fatti.

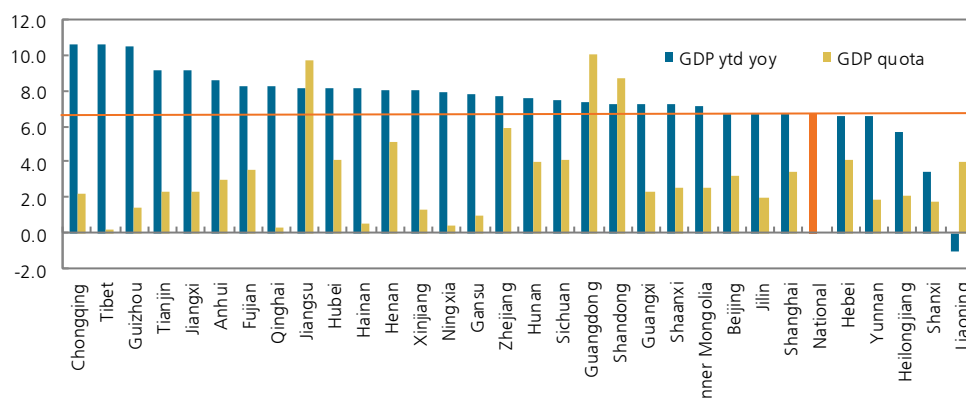
Previsioni macro	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P
PIL (prezzi costanti)	9.5	7.8	7.8	7.3	6.9	6.5	6.2
Consumi privati	14.7	9.6	7.9	8.2	7.6	7.5	6.9
Consumi pubblici	5.6	6.2	5.1	3.7	10.3	16.2	8.1
Investimenti fissi	9	8.7	9.3	6.9	7.5	5.6	4.4
Esportazioni	10.2	5.8	7.9	8.6	0.6	3	4.5
Importazioni	11.2	6.6	10.6	8.7	1.5	3.5	3
Produzione industriale	10.7	8.4	8	7.4	6.1	6	5.2
Inflazione (CPI)	5.4	2.6	2.6	2	1.4	2.1	2.4
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Salari medi	16.8	14.4	11.8	9.2	8.5	7.4	7
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	5.3	4.2	4.9	4.8	3.8	2.9	3
Cambio USD/CNY (media)	6.46	6.31	6.15	6.16	6.28	6.61	6.67
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	874	1360	912	1713	2077	1510	1239
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.7	2.5	1.5	2.7	3.0	2.1	1.6
Saldo di bilancio (% del PIL)*	-2.4	-3.4	-3.5	-3.6	-4.4	-4.6	-4.7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; * IMF Article IV Agosto 2016. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Nel 2° trimestre il tasso di **crescita del PIL** è rimasto invariato a 6,7% a/a, diversamente dalle nostre attese. Dal lato della domanda, il limitato rallentamento dei consumi privati e degli investimenti è stato compensato dall'aumento della spesa pubblica. Il contributo del canale estero è rimasto ancora negativo. Dal lato dell'offerta la tenuta della crescita è stata guidata da una modesta accelerazione del settore agricolo e dell'industria mentre il settore dei servizi è marginalmente decelerato.

I dati del **PIL per provincia**, la cui aggregazione continua a superare il PIL nazionale in termini sia di livello sia di tasso di crescita, mostrano che solo 5 provincie riportano una crescita inferiore a quella nazionale, con il Liaoning che registra il 2° trimestre di crescita tendenziale negativa (-1,0%). Le altre provincie registrano tassi di crescita ben superiori con tassi al di sopra del 10% nel Guizhou, nel Tibet e nella municipalità di Chongqing.

Tassi di crescita del PIL e pesi nel primo semestre 2016



Fonte: CEIC

Nel Liaoning la contrazione della crescita è guidata dal calo tendenziale del settore industriale, che persiste da 6 trimestri, e da un brusco rallentamento dei servizi. La crescita tendenziale del settore industriale è in territorio negativo da alcuni trimestri anche nella provincia centrale dello Shanxi e nella municipalità di Shanghai, dove però il settore dei servizi continua a crescere a tassi elevati (7,6% e 11,6% rispettivamente).

I dati dei mesi estivi segnalano un **progressivo miglioramento** del clima di fiducia delle imprese, una moderata ripresa delle esportazioni e della produzione industriale, e una stabilizzazione degli investimenti e del credito. Alla luce di queste indicazioni, di una crescita del PIL del 1° trimestre lievemente superiore alle nostre attese e di un continuo supporto della politica economica e fiscale ribadito nel corso dell'estate, **rivediamo al rialzo le previsioni di crescita del PIL dal 6,3% al 6,5% nel 2016** e dal 6,1% al 6,2% nel 2017.

I dati di **commercio estero** hanno registrato un **moderato miglioramento** nel corso dei mesi estivi anche se le variazioni tendenziali sono ancora negative (-6,7% 3m a/a per l'import e -4,0% 3m a/a per l'export in agosto). L'effetto base è stato favorevole ma i dati destagionalizzati mostrano che la dinamica è migliore, **in particolare per le esportazioni**. La componente ordini esteri del PMI ha infatti lievemente recuperato pur rimanendo al di sotto di 50 sia nella rilevazione del NBS sia in quella di Markit, mentre è stato più sostenuto il recupero degli ordini totali. Le **importazioni** hanno beneficiato della risalita dei prezzi delle materie prime ma in termini di volumi si registra comunque un aumento soprattutto per quanto riguarda carbone e alcuni metalli. Ciò potrebbe però essere legato alla ricostituzione delle scorte data la discesa nei magazzini per la consegna *future* alla borsa di Shanghai dell'alluminio, del carbone e, in misura minore, del rame.

L'indagine trimestrale della PBOC sulle imprese industriali ha registrato un ulteriore **incremento del clima di fiducia** nel 3° trimestre che si è riportato sopra 50 dopo un anno, grazie anche al miglioramento degli ordini, in particolare domestici, registrato anche nell'andamento dei PMI. La

crescita della **produzione industriale si è stabilizzata** al 6,0% cum a/a nei mesi estivi grazie a un miglioramento in termini di variazioni mensili in linea con il recupero degli indici PMI. Essi sono infatti rimasti intorno a 50, anche se continuano a confermare forti difficoltà per le piccole e medie imprese. La stabilizzazione della produzione industriale è avvenuta nonostante la chiusura di diverse fabbriche allo scopo di abbattere il livello di inquinamento in occasione del G20 ed è stata in linea con l'aumento della produzione elettrica. Tuttavia parte dell'aumento di quest'ultima potrebbe essere dovuto all'utilizzo dei condizionatori date le temperature eccezionalmente elevate nel corso dell'estate. Inoltre potrebbe aver pesato il ciclo di ricostituzione delle scorte, scese ai minimi in aprile/maggio. L'indice di **utilizzo della capacità produttiva** resta sopra 50 ma è in progressiva discesa dal massimo di aprile.

Gli **investimenti fissi** hanno registrato una crescita dell'8,1% cum a/a in agosto, invariata rispetto a luglio, ma inferiore al 9% di giugno. I progetti in costruzione continuano ad accelerare ma i nuovi investimenti nei primi otto mesi dell'anno sono del 4% inferiori rispetto allo stesso periodo del 2015. Dopo il balzo della prima metà dell'anno e il picco di aprile, gli investimenti delle imprese statali sono rallentati a 21,4% cum a/a in agosto. Questo marginale rallentamento è stato compensato da una lieve accelerazione degli investimenti delle imprese a capitale straniero, mentre quelli del settore privato hanno registrato una crescita del 2,1% cum a/a, stabile rispetto a luglio, ma sui minimi della serie. Nel complesso il **rallentamento degli investimenti totali** continua ad essere **mitigato dalla tenuta degli investimenti in infrastrutture** di natura prevalentemente pubblica e concentrati nelle regioni centrali e occidentali, che sono anche quelle maggiormente coinvolte nel progetto "*One Belt, One Road*". **La dinamica degli investimenti privati rimane fiacca**, ad eccezione delle regioni centrali e orientali dove si nota una stabilizzazione, e trainata al ribasso dal calo degli investimenti sia nel settore manifatturiero (-4,6% cum a/a) sia in quello dei servizi (-11,2%). Nelle provincie nord-orientali (Liaoning, Jilin, Heilongjiang) gli investimenti privati sono crollati del 30%.

Gli **investimenti nel settore immobiliare** si sono **stabilizzati** (5,4% cum a/a in agosto vs 5,3% in luglio), anche grazie a tassi di crescita che restano al di sopra del 10% nelle aree centrali (+10,7% cum a/a), ma sono in rallentamento rispetto al picco di aprile (+7,2%). Una dinamica simile hanno registrato gli investimenti in edilizia residenziale. La superficie residenziale venduta continua a salire a ritmi sostenuti (+25,6% a/a in m² in agosto) permettendo, dopo anni di aumento, una riduzione dello stock di invenduto dello 0,7% a/a nei primi otto mesi del 2016. Continua invece a salire lo stock di invenduto degli edifici commerciali (+22,2% nello stesso periodo). **La dinamica dei prezzi degli immobili residenziali è ulteriormente accelerata** nelle città di prima fascia (con aumenti medi del 3,4% m/m in agosto guidati da Shanghai: +37,8% a/a e +5,8% m/m) nonostante le misure anti-speculative di restrizione agli acquisti di seconde case introdotte nella prima metà dell'anno. Essa è stata in forte aumento anche nelle città di seconda e terza fascia, alcune delle quali hanno introdotto le restrizioni più recentemente, con aumenti medi mensili che hanno rispettivamente superato o raggiunto quelli del picco del 2013.

Rimaniamo scettici sulla possibilità che il mercato immobiliare continui a salire a questi ritmi anche nel 2017 visti i fondamentali e le ulteriori **misure di contenimento** che le Autorità potrebbero mettere in atto nei prossimi mesi. Recentemente il capo economista della PBOC, Ma Jun, ha messo in guardia dall'**insostenibilità della dinamica dei prezzi degli immobili** e dalle conseguenze dello scoppio di una bolla, sottolineando la necessità di trovare misure per evitarne la formazione e per ridimensionare la crescita del credito al settore immobiliare. Esso è infatti salito del 24,0% a/a nel 2° trimestre, essenzialmente sostenuto da una forte accelerazione dei mutui (+31,0% a/a).

Le **vendite al dettaglio sono lievemente accelerate** (+10,2% a/a in termini reali vs 9,8% di luglio e il minimo di 9,3% di aprile), guidate soprattutto dall'aumento delle **vendite di automobili** (+24,4% a/a in agosto). Nel corso dell'estate la fiducia dei consumatori è sensibilmente migliorata nella rilevazione dell'ufficio statistico mentre è rimasta quasi costante (Unionpay, ANZ) o in calo (Westpac) in altre rilevazioni. Il **mercato del lavoro appare stabile**: il tasso medio di

disoccupazione urbana rilevata in 31 città, al 5,1% in agosto, è ritornato ai livelli della primavera dopo un minimo al 5% nell'estate mentre quello a livello nazionale è costantemente fermo al 4%. Il numero dei nuovi occupati nei primi otto mesi dell'anno è di poco inferiore (-0,4%) allo stesso periodo del 2015, mentre la componente occupazione del PMI dei servizi Markit, l'unica finora rimasta sopra 50, è peggiorata fino a toccare la soglia di 50 in agosto. L'indagine Manpower per il 4° trimestre è salita lievemente dopo aver toccato il minimo nel 3° trimestre, ma resta comunque vicino ai minimi della serie.

L'**inflazione** ha toccato il **minimo da inizio anno** in agosto scendendo più delle attese a 1,3% a/a da 1,8% in luglio. La spinta verso il basso è venuta dal rallentamento dei prezzi nel comparto degli alimentari per il calo dei prezzi di frutta e verdura e per la netta decelerazione di quelli della carne. L'inflazione *core* è tornata a 1,6% a/a, sui livelli di giugno, e l'inflazione dei servizi è rimasta stabile poco al di sopra del 2%. La dinamica in calo dei prezzi degli alimentari potrebbe essere temporanea, come segnala l'andamento dei prezzi settimanali mentre l'inflazione dei prezzi alla produzione, pur rimanendo ancora in territorio negativo, è in netto rialzo rispetto ai minimi di inizio anno. Manteniamo quindi invariata la previsione di moderato aumento dell'inflazione nei prossimi mesi.

L'accelerazione del **credito bancario** a medio lungo termine da inizio anno è stata guidata dai mutui immobiliari, mentre il credito a breve termine ha registrato una contenuta decelerazione. La dinamica dello stock di credito bancario si è stabilizzata intorno al 13% a/a nei mesi estivi, solo in contenuta decelerazione rispetto al 14,3% a/a del 2015. Simile quella dell'aggregato della finanza sociale. Mentre il nuovo credito bancario decelera (+9,8% a/a nei primi otto mesi del 2016 vs 15,2% a/a nel 2015) il flusso di finanza sociale, che cresce a un tasso simile (+10,3% a/a), accelera rispetto al 2015 (-6,5% a/a) guidato da una ripresa dei crediti in valuta estera e dei prestiti fiduciari, nonché dall'aumento delle emissioni obbligazionarie e azionarie. Il nuovo credito e la nuova finanza sociale sono comunque rimasti rispettivamente stabili o in marginale accelerazione rispetto al PIL negli ultimi 4/6 trimestri continuando a sostenere la crescita nel breve periodo ma lasciando invariati i rischi di medio-lungo periodo.

Continua infatti a destare preoccupazione l'aumento del debito, in particolare delle imprese, e dei **crediti incagliati** (*Non Performing Loans*, NPLs) che stanno ancora salendo (+31,6% nel 2° trimestre) anche se a un ritmo minore rispetto al 2015 (+51,2%) con un rapporto sul totale invariato a 1,75%. Anche i **crediti a menzione speciale** (*Special Mention Loans*), ossia che non sono stati rimborsati ma che le banche non classificano ancora come deteriorati, salgono velocemente. Essi sono oltre due volte i crediti incagliati e, uniti a questi ultimi, sono saliti dal 3,8% del PIL nel 2° trimestre del 2014 al 6,7% nel 2° trimestre del 2016. Se fossero inclusi nei NPLs il rapporto sul totale dei prestiti salirebbe intorno al 6% ma le agenzie di rating e diversi analisti stimano che il vero rapporto possa essere tra il 15 e il 20%. Un'altra possibile fonte di rischio viene inoltre dal comparto dei **prodotti di gestione del risparmio** (Wealth Management Products, WMPs) sia per l'apparente discrepanza tra scadenze di attivo e passivo sia per la dimensione assunta dal mercato. L'ammontare in circolazione è infatti progressivamente salito fino a toccare il 37,1% del PIL nel 2° trimestre del 2016 dal 23,3% di fine 2014, nonostante le Autorità siano intervenute più volte a regolamentare il settore.

Il **controllo del rischio finanziario** resta comunque **tra le più alte priorità dei regolatori**, come emerso da alcune recenti esternazioni nonché da interventi di regolamentazione in diversi ambiti del settore finanziario non bancario negli ultimi mesi. Nell'estate le diverse autorità competenti (PBOC, China Banking Regulatory Commission, CBRC, China Securities Regulatory Commission, CSRC, e China Insurance Regulatory Commission, CIRC) hanno infatti emesso nuova e più stringente regolamentazione sui prodotti di gestione del risparmio, sui prestiti P2P (peer-to-peer), sui fondi di gestione, sui veicoli finanziari dei governi locali e sul settore assicurativo per i prodotti del ramo vita. La PBOC e la CBRC continuano inoltre a pressare le banche per una

migliore gestione del rischio anche attraverso il maggior utilizzo dei comitati dei creditori¹⁹ per cercare una ristrutturazione del debito delle imprese piuttosto che pretendere un rientro impossibile o smettere di erogare crediti.

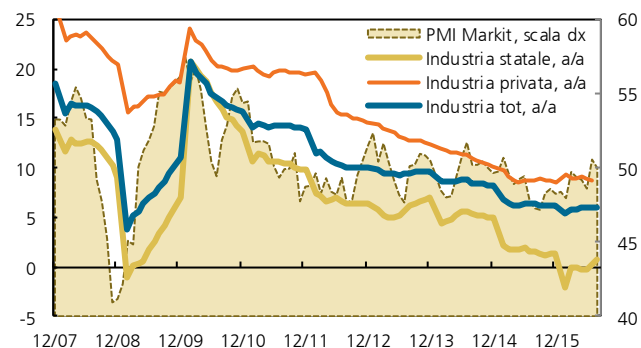
Nel corso dell'estate il Governo ha continuato a reiterare la **necessità di sostenere gli investimenti**, in particolare del settore privato. Un comunicato del Consiglio di Stato di inizio settembre auspica un maggiore allentamento delle restrizioni agli investimenti in infrastrutture, con accesso paritario degli investitori privati in settori quali l'istruzione e la sanità. Incoraggia inoltre le imprese di stato a investire nella rete elettrica delle aree rurali e nelle telecomunicazioni e le *policy banks* a fornire il credito necessario e conferma il sostegno alle banche che proseguiranno a depennare i crediti incagliati e che necessitano di un aumento di capitale. Secondo notizie di stampa a fine agosto sarebbe stato approntato un piano, che circolerebbe tra i Ministeri, che riprende politiche già annunciate per abbassare i costi delle imprese e aumentare la loro profittabilità e un piano per risollevare le regioni del nord est, con nuovi investimenti in infrastrutture di trasporto ed energia nonché progetti nel campo agricolo e dell'urbanizzazione. Le imprese con adeguato merito di credito potranno fare emissioni sui mercati internazionali. La National Development Reform Commission (NDRC) ha poi continuato ad **approvare investimenti in progetti infrastrutturali** per un totale di CNY 196,6 mld in settembre, in netto aumento sui 60Bn di agosto. Sarebbe inoltre allo studio del Ministero delle Finanze una riforma del codice fiscale che vedrebbe una riduzione delle aliquote su alcuni prodotti finora considerati di lusso (come i cosmetici) e un aumento su alcool e tabacchi nonché un trasferimento maggiore delle entrate dalle imposte sul consumo dallo stato centrale alle province.

A inizio agosto un report pubblicato sul sito della NDRC, che suggeriva di abbassare i tassi d'interesse e il tasso di riserva obbligatoria quando se ne fosse presentata l'opportunità, è stato subito rimosso anche se era ormai già stato ripreso dalla stampa. Questo episodio testimonia il dibattito in corso tra le istituzioni cinesi sul tipo di stimolo necessario, se solo fiscale o anche monetario, per supportare la crescita e limitare l'impatto frenante delle riforme nel breve termine. Commenti successivi della **PBOC** (attraverso il capo dell'ufficio statistico, Sheng Songcheng) hanno suggerito una preferenza per un aumento del deficit e messo in guardia contro l'aumento dei depositi delle imprese (preferiti agli investimenti, come segnalato dall'anomala crescita di M1, di gran lunga superiore a M2) e dei mutui alle famiglie, nonché dai rischi che un ulteriore taglio dei tassi comporterebbe per l'evoluzione del cambio. La PBOC segnala quindi poco spazio di manovra per la politica monetaria. Le condizioni monetarie sono rimaste infatti favorevoli, con calo dei rendimenti nel corso dell'estate sulla curva sia governativa sia corporate, sostenute dalle operazioni di mercato aperto e dai rifinanziamenti a medio lungo termine. Non ci aspettiamo quindi un cambio di strategia almeno nei prossimi due trimestri.

Il **cambio CNY/USD** è rimasto relativamente stabile nel corso dell'estate non superando i 6,70 (picco di metà luglio) e non scendendo oltre 6,62; una dinamica simile ha registrato il cambio effettivo. Le riserve in valuta estera sono calate di complessivi 20 mld di dollari tra fine giugno e fine agosto, portandosi a 3185 mln, poco al di sotto di maggio. La PBOC continua a ribadire la propria avversione a un forte deprezzamento del cambio sia nella comunicazione sia nelle azioni, come dimostra l'intervento off-shore che recentemente ha fatto schizzare verso l'alto i tassi sui depositi in CNY sulla piazza di Hong Kong. Le perdite degli speculatori che avevano scommesso su un maggior deprezzamento della moneta cinese a inizio anno hanno probabilmente fornito un ulteriore ancoraggio al cambio, che in ogni caso rimane supportato da un saldo delle partite correnti ancora ampiamente positivo e da una crescita dell'economia più forte delle attese. Ribadiamo il nostro scenario di contenuto deprezzamento in concomitanza con l'avvio dei rialzi Fed per fine anno e di un successivo marginale riapprezzamento nel corso dell'anno prossimo.

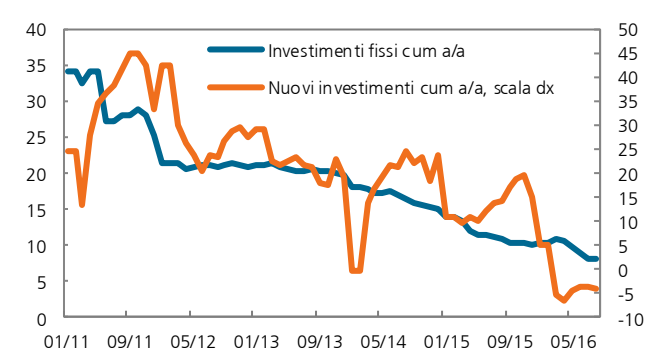
¹⁹ Comitati temporanei composti da almeno 3 banche creditrici di aziende in difficoltà a ripagare grossi importi, sperimentati inizialmente in primavera in Henan.

Fig. 1 - La produzione industriale si stabilizza



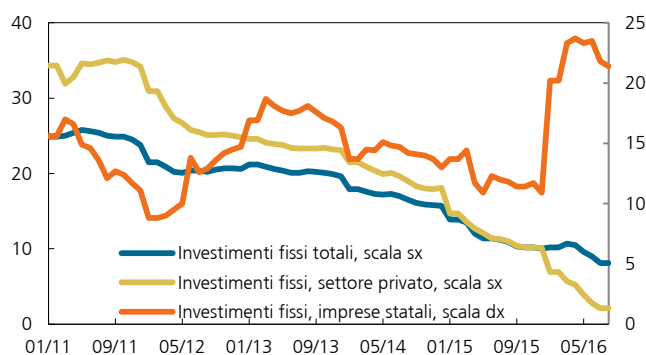
N.B: Valore aggiunto in termini reali. Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - Investimenti e nuovi investimenti



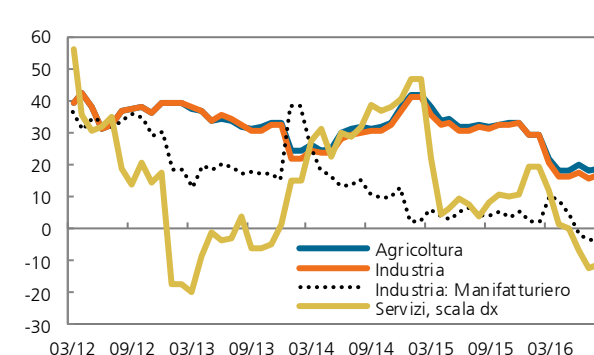
Fonte: CEIC

Fig. 3 - Gli investimenti del settore privato continuano a rallentare



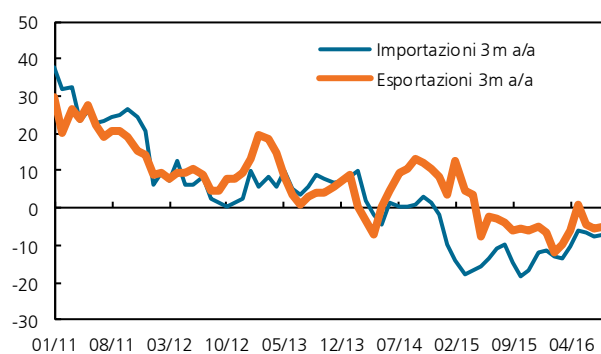
Fonte: CEIC

Fig. 4 - Gli investimenti fissi del settore privato sono trainati al ribasso dal settore dei servizi e dal manifatturiero



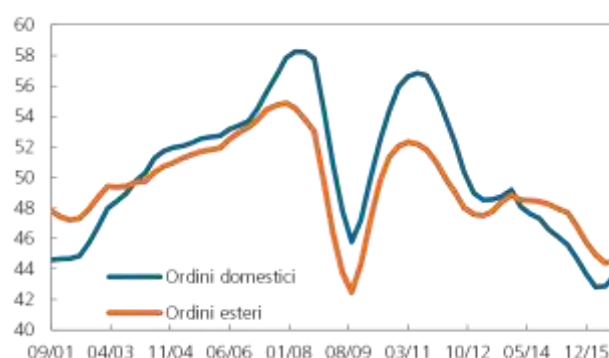
Fonte: CEIC

Fig. 5 - Il commercio estero migliora



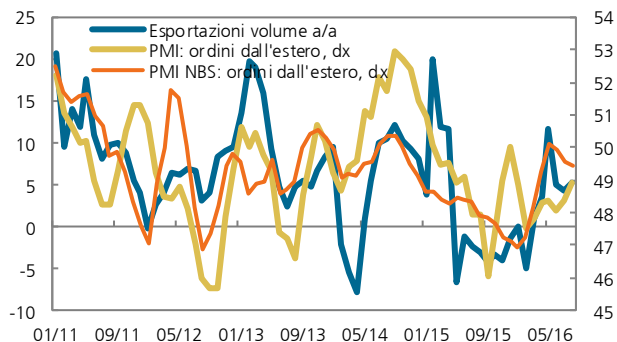
Fonte: Bloomberg, CEIC

Fig. 6 - Indagine delle imprese industriali



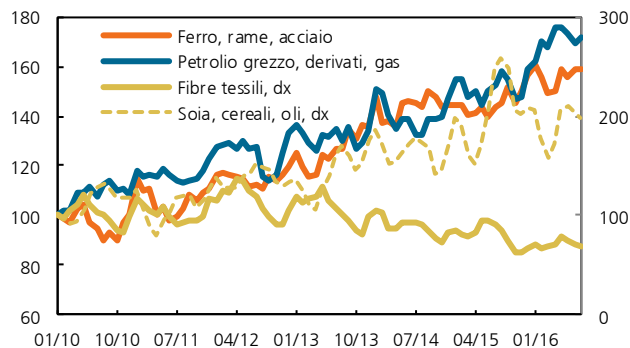
* media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Fig. 7 – Export in miglioramento anche in volume



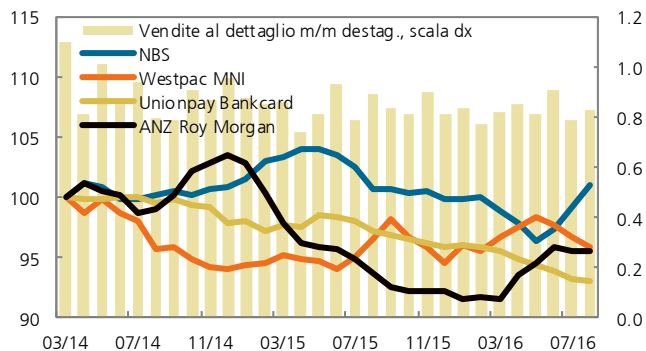
Fonte: CEIC

Fig. 8 – Importazioni di materie prime in quantità



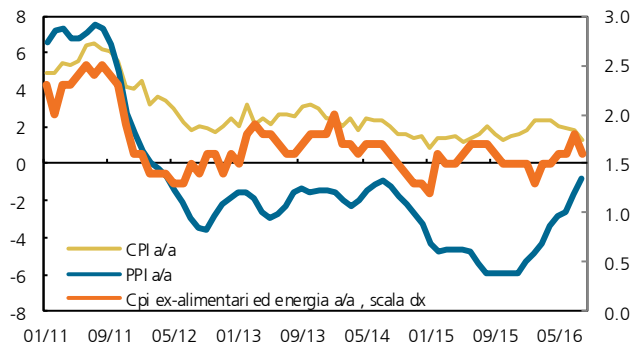
Nota: importazioni in tonnellate, media mobile 3m, ribassate a 01/01/2010= 100.
Fonte: CEIC ed elaborazioni ISP

Fig. 9 – Indici di fiducia dei consumatori divergenti



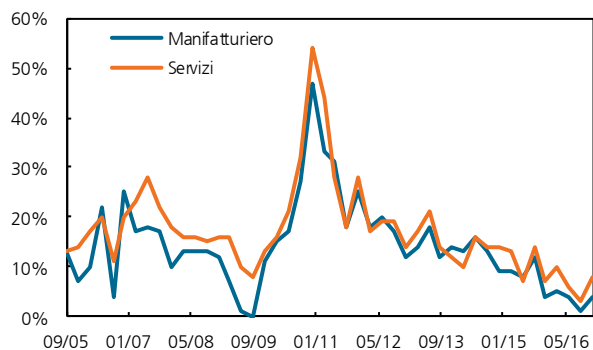
N.B. Indici di fiducia in media mobile a 3 mesi ribassati a marzo 2014=100.
Fonte: CEIC

Fig. 10 – Inflazione contenuta



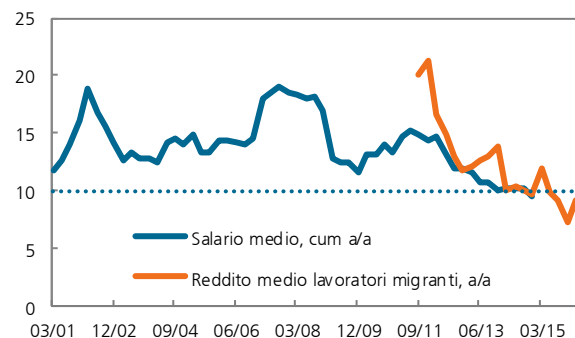
Fonte: CEIC, Bloomberg

Fig. 11 - Indagine Manpower: intenzioni di assunzione delle imprese



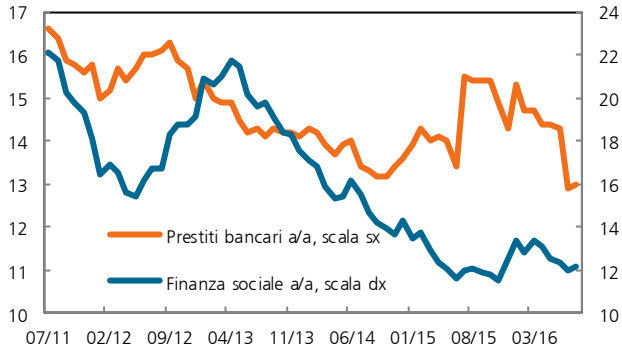
Fonte: Bloomberg

Fig. 12 – Crescita dei salari ancora elevata ma in rallentamento



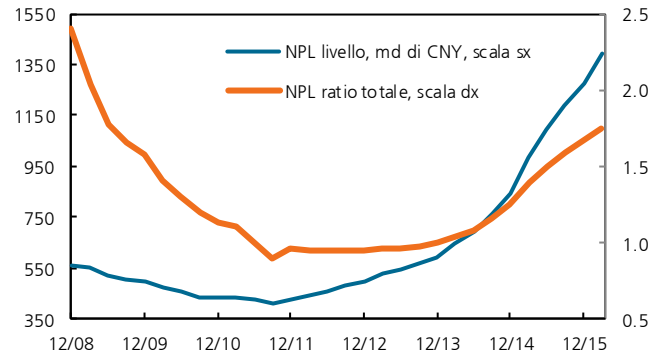
Fonte: CEIC

Fig. 13 - Il credito si stabilizza



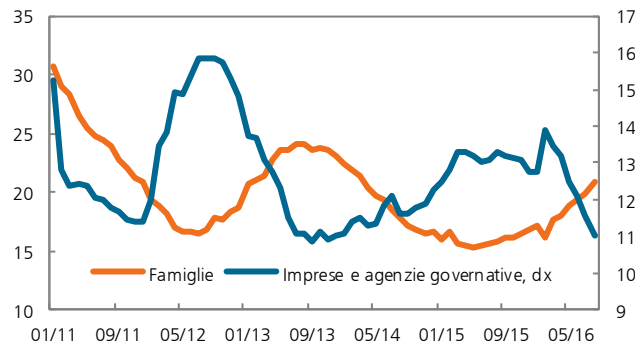
Nota: stock, dati mensili, variazioni % a/a. Fonte: CEIC e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 14 - I crediti incagliati continuano a salire



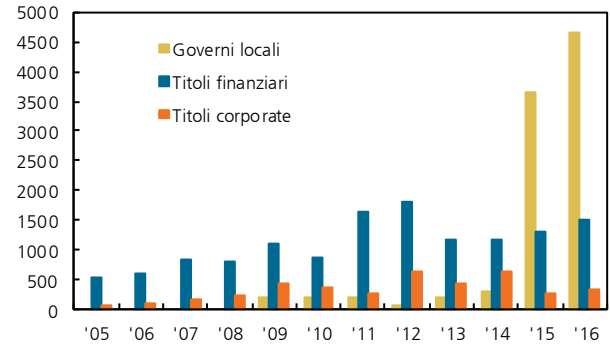
Nota: Non Performing Loan (NPL) delle banche commerciali. Fonte: CEIC

Fig. 15 - Credito bancario (var. % a/a)



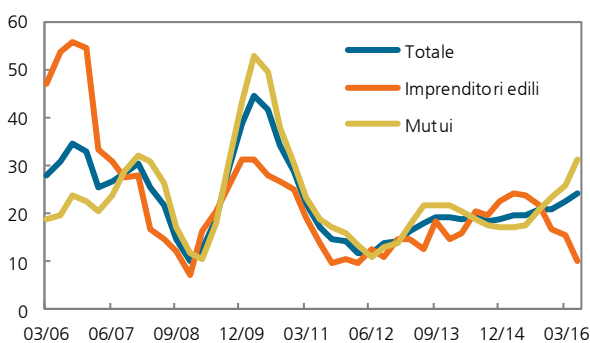
Fonte: CEIC

Fig. 16 - Emissioni nette (milioni di CNY)



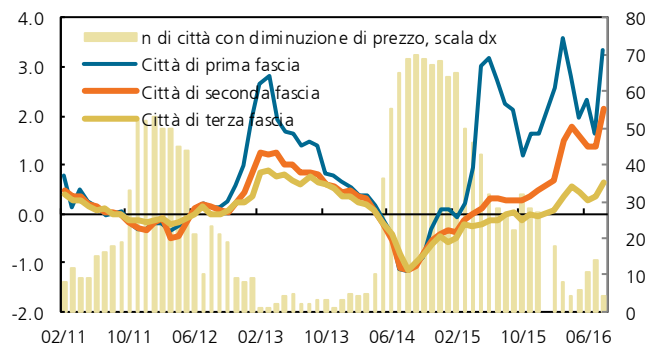
N.B. 2016 fino ad agosto. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 - Prestiti al settore immobiliare



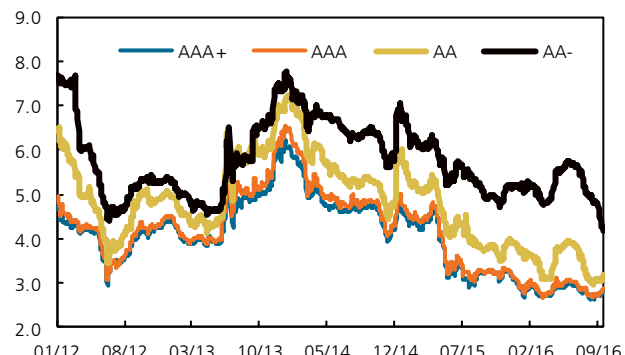
Fonte: CEIC

Fig. 18 - Mercato immobiliare: di nuovo in bolla?



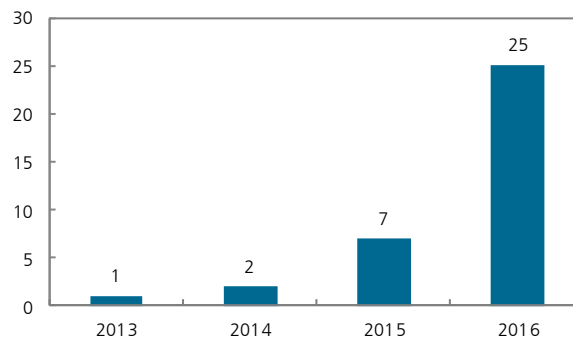
N.B. Prezzi degli immobili residenziali: variazioni medie m/m per fascia di città. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 19 – Rendimenti titoli corporate a 1 anno



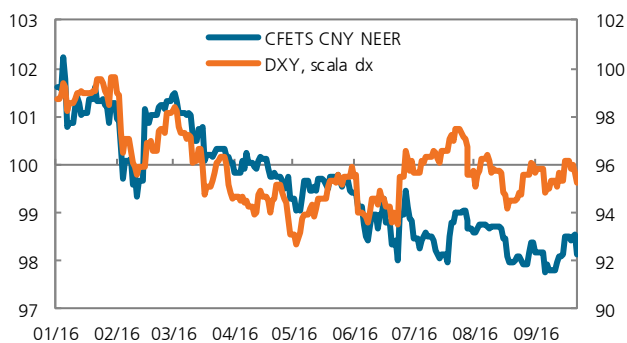
Fonte: CEIC

Fig. 20 – Numero di default di titoli corporate



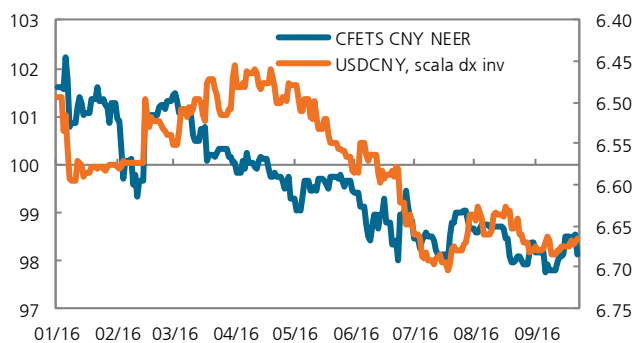
N.B. 2016 al 22 settembre. Fonte: Bloomberg

Fig. 21 – Cambio effettivo: CNY e USD



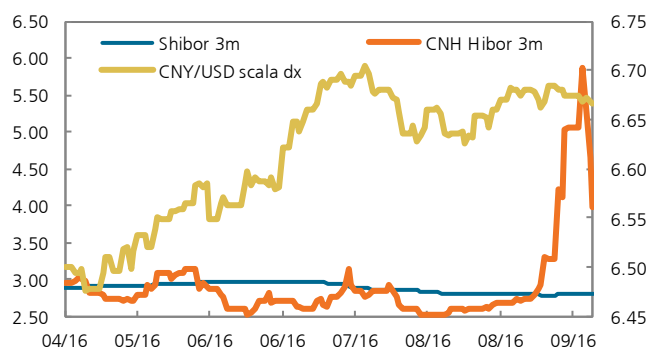
Fonte: CEIC, CFETS, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 22 – Cambio vs USD e cambio effettivo



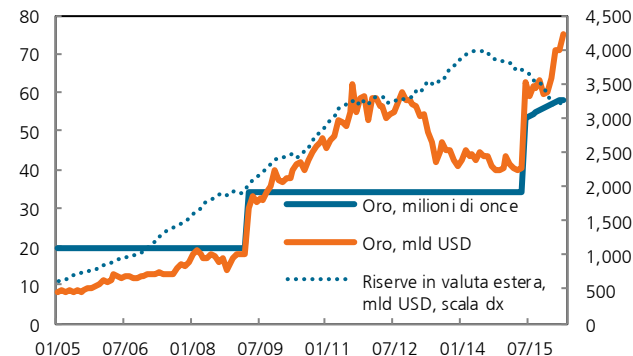
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 23 – Tassi Shibor e CNH Hibor



Fonte: Bloomberg

Fig. 24 – Riserve in valuta estera



Fonte: CEIC, Bloomberg

India: i consumi contro-bilanciano la contrazione degli investimenti

La crescita del **PIL** è rallentata a 7,1% a/a nel 2° trimestre dal 7,9% del 1°, nonostante l'accelerazione in termini trimestrali, a causa di un sensibile effetto base negativo. Il forte rimbalzo dei consumi pubblici (+18,8%) ha controbilanciato un moderato rallentamento dei consumi privati e, insieme al contributo positivo del canale estero, ha compensato parzialmente la contrazione degli investimenti fissi che prosegue dal 1° trimestre. La decelerazione del PIL al valore aggiunto è stata inferiore (da 7,4% a 7,3% a/a), grazie al rimbalzo dei servizi guidato dal settore immobiliare e dai servizi dell'Amministrazione Pubblica.

Silvia Guizzo

Nei dati di contabilità nazionale gli **investimenti** sono calati per il 2° trimestre consecutivo, registrando una contrazione del 3,1% a/a dopo quella dell'1,9% del 1° trimestre, nonostante un effetto base favorevole. Dai dati mensili di bilancio pubblico la spesa in conto capitale si è contratta del 16,4% a/a nei primi sette mesi dell'anno. Il numero di proposte di investimenti delle imprese industriali presentate per l'approvazione al Ministero dell'Industria è invece salito del +15,2% a/a nei primi sette mesi del 2016 (vs +8,4% nell'intero 2015), e, dopo mesi di cali, è salito anche l'importo totale degli investimenti (+14,7% a/a). La Reserve Bank of India (RBI) nel bollettino di settembre stima che le spese in conto capitale delle imprese private finora pianificate per l'anno fiscale 2016-17 (AF 2016-17) siano di INR 674 miliardi. Sarebbero necessari nuovi investimenti per 838 miliardi per raggiungere quelli del precedente anno fiscale, ossia più di un raddoppio nel prossimo semestre. D'altro canto, dopo due anni di trend positivo, secondo il CMIE (Center for Monitoring India Economy) il numero di progetti in completamento ha subito un sensibile calo nel 2° trimestre, ed è salito il numero dei progetti bloccati. Le prospettive di una ripresa degli investimenti continuano quindi ad essere deboli nonostante gli sforzi del Governo per migliorare le condizioni delle imprese, in particolare per quanto riguarda la disponibilità di infrastrutture. L'India è risalita di 4 posizioni a 155^a nell'indice della Banca Mondiale *Ease of Doing Business* dal 2015 al 2016, salendo di 6 posizioni nella componente "aprire un'impresa" e di ben 29 in quella dell'accesso all'elettricità. Inoltre l'India è risalita di 19 posizioni nel *Logistics Performance Index* passando dalla 54^a posizione nel 2014 alla 35^a nel 2016 e la politica economica nel corso dell'anno ha continuato a supportare gli investimenti esteri con misure a favore di una maggiore partecipazione degli investitori stranieri. La crescita del **credito** bancario è rimasta stabile e poco superiore all'8%. Si conferma da un lato lo stallo del credito all'industria, che rimane però supportata da altri canali di finanziamento (ricorso ad emissioni azionarie o obbligazionarie sul mercato sia interno sia estero), e dall'altro l'accelerazione del credito al settore dei servizi e quello alle famiglie.

La dinamica della **produzione industriale** è rimasta **piatta** nei mesi estivi (+0,2% 3m a/a in luglio) trascinata al ribasso dalla debolezza del settore manifatturiero e dalla contrazione della produzione beni di consumo non durevoli e di beni capitali. Quest'ultima prosegue da inizio anno (-20% 3m a/a) e secondo la RBI dipende in gran parte dalla volatilità e dalla contrazione degli ordini di cavi di gomma. Al netto della produzione di beni capitali la produzione industriale è aumentata del 2% 3m a/a, tasso di crescita positivo ma comunque ancora basso. La componente aspettative della fiducia delle imprese relativa al 3° trimestre è migliorata anche se non ha superato il massimo del 1° trimestre, stessa dinamica hanno registrato gli ordini. Il progressivo **miglioramento della componente ordini del PMI**, salita fino a 54,8 in agosto, prefigura però una moderata ripresa della produzione industriale nei prossimi mesi.

Anche se le variazioni tendenziali rimangono negative il **commercio estero è migliorato** nel corso dell'estate, in particolare le esportazioni al netto del petrolio (-0,1% 3m a/a in luglio). Le importazioni al netto del petrolio restano invece in netta contrazione (-12,1% 3m a/a in agosto) anche se in ripresa dal minimo del -16,7% di maggio. La dinamica del traffico cargo rimane positiva ma contenuta mentre aumentano gli ordini esteri prefigurando un consolidamento della dinamica delle esportazioni nei prossimi mesi.

La netta accelerazione del traffico passeggeri, in particolare domestico, depone positivamente per la tenuta dei consumi, ulteriormente supportata dall'accelerazione dei salari nelle zone rurali. L'indagine trimestrale della RBI registra un calo minimo delle **aspettative dei consumatori** nel 2° trimestre e un aumento della valutazione corrente, entrambe ancora su livelli elevati, in particolare le aspettative. La valutazione sul mercato del lavoro è stata in linea con quella del 1° trimestre, ossia di marginale peggioramento registrato anche dall'indagine Manpower. La percentuale di imprese che intendono assumere è elevata ma in calo per il 4° trimestre consecutivo. L'andamento ancora buono del mercato del lavoro, l'aumento del traffico domestico di passeggeri e le aspettative di ripresa del settore agricolo lasciano comunque **le prospettive dei consumi privati ancora positive per il resto dell'anno**. La dinamica dei consumi, sia pubblici sia privati, insieme a un contributo positivo del canale estero dovrebbe controbilanciare la contrazione degli investimenti nel corso del 2016. Lasciamo dunque **invariata la previsione di crescita del PIL al 7,5% nel 2016**. Una ripresa degli investimenti dovrebbe supportare **un consolidamento della crescita** su questi livelli **nel 2017**.

L'**inflazione** dopo aver toccato il massimo a 6,1% a/a in luglio è **scesa al 5% in agosto**, spinta al ribasso dalla decelerazione degli alimentari, in particolare carne e verdure. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è rimasta tra 4,6 e 4,7% negli ultimi 4 mesi e, contemporaneamente, è ritornata in territorio positivo e risalita fino a 3,7% l'inflazione dei prezzi all'ingrosso. La dinamica in aumento del prezzo del petrolio e dei prezzi al dettaglio dei carburanti cancellerà l'effetto deflativo avuto finora sulla componente trasporti del CPI. Ci attendiamo che i prezzi degli alimentari continuino a decelerare nel breve termine. Dati il maggior peso del comparto alimentare rispetto a quello dei carburanti nel paniere del CPI e un effetto base ancora favorevole nei prossimi mesi (ma in progressiva riduzione per fine anno), ci aspettiamo che l'inflazione, pur in aumento, rimanga poco al di sopra del 5% nei prossimi due trimestri e che scenda successivamente. Riteniamo quindi ancora probabile un taglio di 25pb per fine anno ma leghiamo la probabilità di un successivo taglio a una discesa dell'inflazione *core*.

L'inerzia alla discesa dell'inflazione *core* preoccupa infatti la **RBI** che alla riunione di agosto, l'ultima con il governatore Rajian, ha lasciato ancora una volta i tassi fermi ribadendo la *stance* accomodante della politica monetaria. La RBI agirà non appena se ne presenti lo spazio e continuerà a mantenere la liquidità a un livello adeguato a supportare l'attività economica. Il Governo ha nominato a fine agosto il **nuovo governatore, Urjit Patel**, considerato un "falco", già tra i governatori aggiunti sotto la guida Rajian fin dal 2013 e Presidente del comitato di esperti per la riforma del quadro normativo per l'attuazione della politica monetaria (Monetary Policy Framework) che ha previsto l'introduzione di un target d'inflazione e di un Comitato per la politica monetaria. Data la formazione del nuovo governatore la sua nomina esprime una forte continuità con la gestione precedente ed ha contribuito sicuramente a supportare la rupia nell'ultimo mese. La **rupia** è infatti rimasta sostanzialmente stabile rispetto al dollaro nel corso dell'estate, e dopo aver toccato un massimo a 68 a fine giugno si è apprezzata fino a scambiare in area 66 a settembre. Essa potrebbe sperimentare ancora momenti di pressione nel il 4° trimestre in concomitanza con il primo rialzo Fed e con la scadenza di ca. 25 miliardi di dollari di depositi dei non residenti (su 127) a partire da settembre, rispetto ai quali comunque la RBI ha comunicato, ancora al meeting di aprile, che i depositi e gli swap ad essi associati sono coperti da acquisti *forward* e che prenderà adeguate misure per contrastare eventuali aumenti di volatilità. Il miglioramento degli indicatori di vulnerabilità esterna e un deficit delle partite correnti limitato continueranno comunque a fornire supporto al cambio.

Nella prima settimana di luglio c'è stato un nuovo **rimpasto di Governo** con la creazione di 19 nuovi ministeri, 17 assegnati a membri del partito BJP e 7 ai partiti regionali degli stati in cui si terranno le elezioni nel 2017. Il numero dei ministri sale così da 45 a 78, vicino al limite costituzionale di 82. Le considerazioni di tipo elettorale sembrano quindi aver preso il sopravvento rispetto alla massima del "*minimum government, maximum governance*", cavallo

di battaglia della campagna elettorale di primo ministro Modi. In questo modo però, grazie alla collaborazione dei partiti regionali, nella sessione estiva del parlamento è finalmente **passata la legge sull'imposta sui beni e i servizi** (Good and Service, G&S Tax) **alla camera alta** (3 agosto) con delle marginali modifiche. L'approvazione rappresenta un fondamentale passo in avanti nel campo delle riforme anche se è difficile pensare che entri in vigore già dall'aprile del 2017. La legge è già stata riapprovata dalla camera bassa (8 agosto) ed è stata ratificata dalla maggioranza dei singoli stati ma un comitato appena nominato (G&S council) dovrà prima stabilirle le aliquote, le esenzioni e un meccanismo di risoluzione delle dispute.

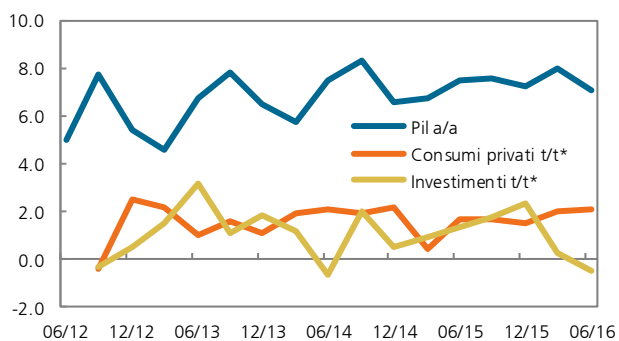
Il Ministero delle Finanze ha recentemente annunciato alcuni **cambiamenti al processo di formazione del bilancio pubblico** che dovrebbero favorirne una maggior efficienza ed efficacia di spesa. La presentazione e l'approvazione del bilancio statale verranno anticipate di circa un mese (rispetto a fine febbraio per la prima e metà maggio per la seconda, come è attualmente), sarà abolita la separazione tra spese pianificate e non pianificate (sussidi, difesa, pensioni) e il bilancio delle ferrovie sarà incorporato nel bilancio pubblico. La separazione dei due bilanci era un'eredità britannica in vigore dal 1924 e la loro aggregazione è positiva perché i maggiori controlli che seguiranno potrebbero portare meno sprechi e meno spese di carattere politico-elettorale. Tali spese hanno infatti caratterizzato la passata gestione del bilancio delle Ferrovie soprattutto con i governi di coalizione. L'anticipazione del bilancio permetterà una più tempestiva implementazione dei programmi di spesa, ora spostata in avanti soprattutto nelle aree rurali a causa dei monsoni estivi, già dall'inizio dell'anno fiscale. I lavori per la preparazione del bilancio inizieranno a metà ottobre e le stime preliminari del PIL verranno rese disponibili dal 7 gennaio anziché dal 7 febbraio.

Il **deficit pubblico** dei primi 4 mesi dell'AF 2016-17 è già al 74% dell'obiettivo annuale, questo è in genere in linea con l'andamento storico, visto che le entrate tendono a salire nella seconda parte dell'anno. Sul budget incombe la poca chiarezza sulla copertura dell'aumento di salari del 23,6% previsto per circa 10 milioni di dipendenti e pensionati pubblici secondo le raccomandazioni della Settima Commissione sui salari e approvato a fine giugno. Il Governo ha infatti allocato un totale di 700 miliardi di rupie (ca. il 68% del totale necessario, ossia 1,02 trilioni di rupie) suddividendole tra vari ministeri senza fornire dettagli e ha approvato un aumento per di 849 miliardi di rupie a fine giugno a 4,7 milioni di lavoratori e 5,2 milioni di pensionati entro la fine di quest'anno fiscale. Altrettanta incertezza incombe sui proventi delle privatizzazioni, ancora ben al di sotto del target. In mancanza di un'inversione di tendenza nei prossimi mesi è possibile che il Governo sia costretto a rivedere le spese o l'obiettivo di bilancio al 3,5%.

Previsioni macro							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P
PIL (prezzi costanti)	7	5.6	6.3	7	7.2	7.5	7.5
Consumi privati	7.3	6.7	5.7	6.7	7	7.8	7.6
Consumi pubblici	7.9	4.6	2.2	9.5	0.9	9.9	6.1
Investimenti fissi	6.2	2.3	7.4	2.8	5.8	-1.9	5.7
Esportazioni	18.2	10	4.4	7	-6.3	3.7	4.8
Importazioni	18.4	11.3	-6	0.5	-3.9	-2.1	3.2
Produzione industriale	4.8	0.7	0.6	1.8	3.2	2.1	5.7
Inflazione (CPI)	8.3	9.4	9.9	6.6	4.9	5.2	4.6
Tasso di disoccupazione (%)	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5	5.4
Salari medi	14.3	19.3	11.2	10.7	10.4	10.1	9.8
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.5	9.3	9.1	8	6.9	6.1
Cambio USD/INR (media)	46.7	53.5	58.6	61.0	64.2	67.39	66.10
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-2945.1	-4893.2	-2779.6	-1661.2	-1450.6	-579.7	-771.9
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-3.5	-5.1	-2.5	-1.4	-1.1	-0.4	-0.5
Saldo di bilancio (% del PIL)	-6.9	-5.5	-5.5	-4.3	-3.5	-3.8	-3.4

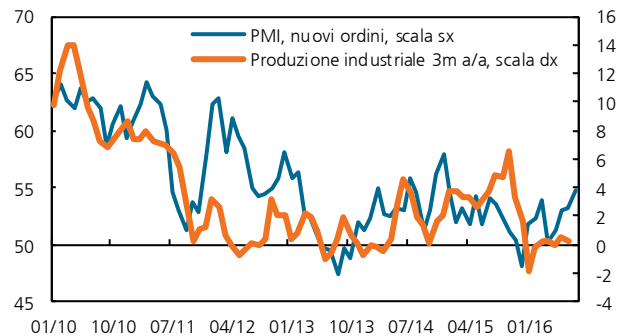
Nota: variazioni % sul periodo precedente, salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita resta decelera ma resta al di sopra del 7%



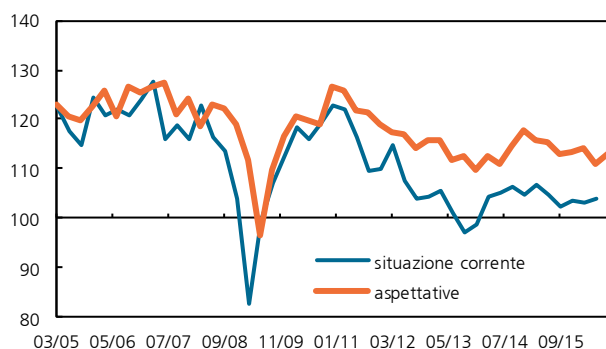
* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

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



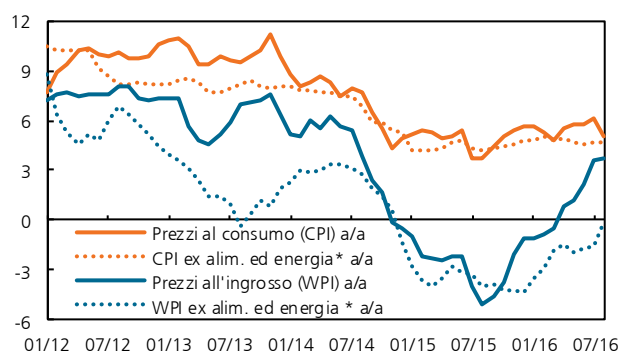
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 – Aspettative delle imprese* in recupero



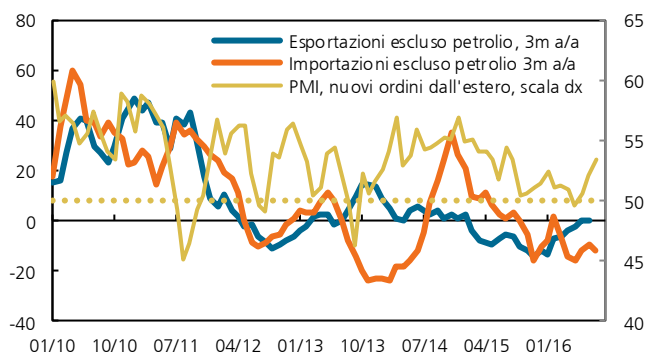
Nota: (*) Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 – L'inflazione core non scende



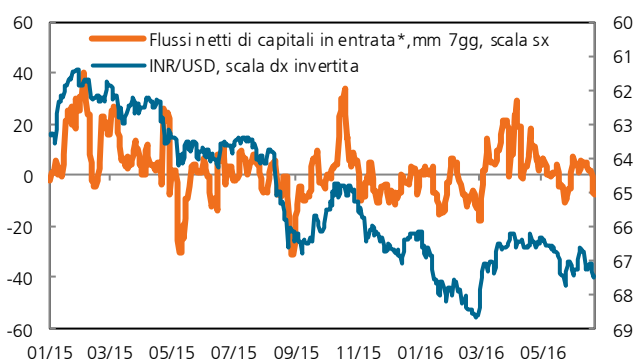
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 – Migliorano le esportazioni



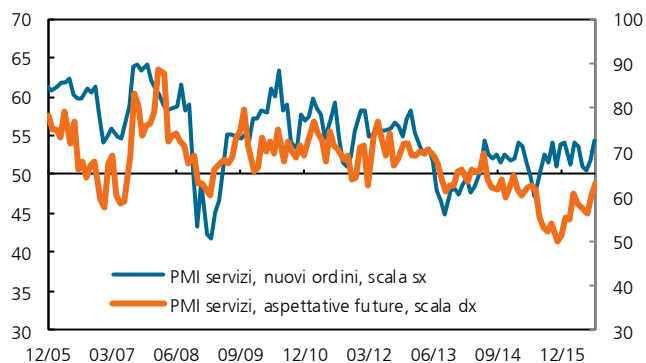
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La rupia recupera dai minimi di febbraio



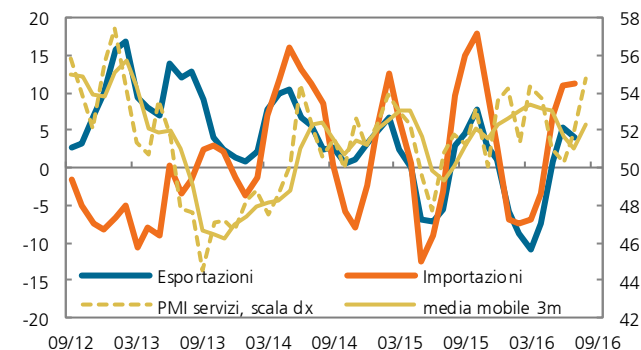
Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Fig. 7 – Servizi: aspettative e ordini aumentano



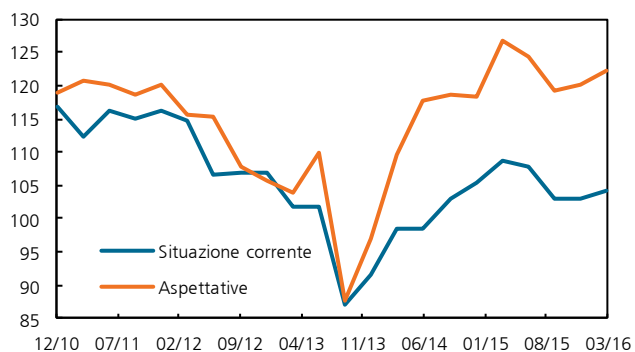
Fonte: Markit

Fig. 8 – Commercio di servizi



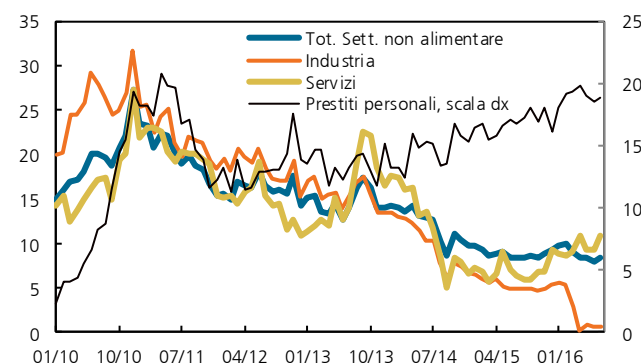
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 9 – Fiducia dei consumatori



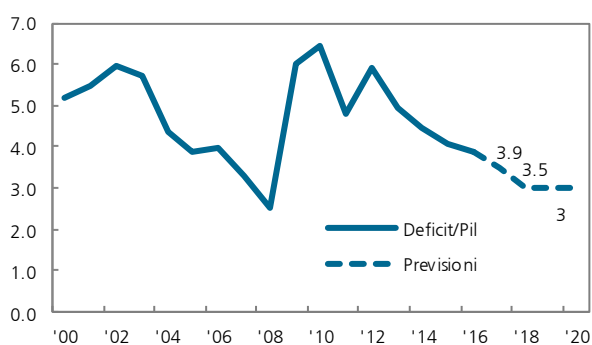
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

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



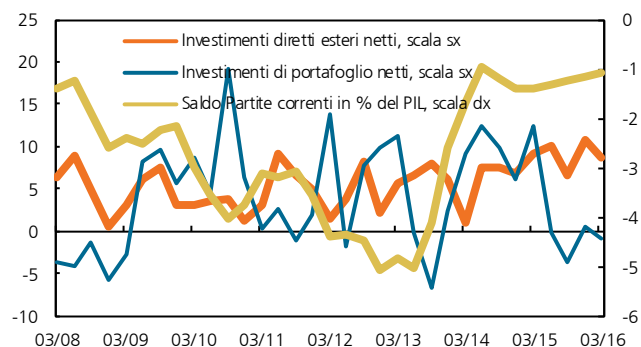
Fonte: CEIC

Fig. 11 – Conti pubblici (%)



Fonte: CEIC, Ministry of Finance

Fig. 12 – Partite correnti



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

Mercati valutari: il gradualismo della Fed riduce l'upside del dollaro

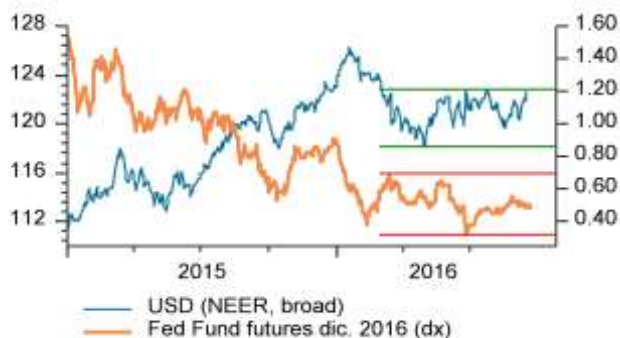
Rispetto a tre mesi fa gli sviluppi di maggior rilievo per i mercati valutari riguardano ancora una volta le banche centrali. In generale è stata infatti ribadita con maggior convinzione di prima la necessità di mantenere politiche monetarie accomodanti. In alcuni casi è stato ampliato ulteriormente lo stimolo in essere, in altri si è semplicemente indicata l'opportunità di mantenere più a lungo le condizioni espansive.

Asmara Jamaleh

Anche la Fed si è mossa nella stessa direzione, rinviando ancora il timing del secondo rialzo dei tassi, che ora è atteso tra novembre e dicembre, a ormai un anno di distanza dal primo. Al FOMC del 21 settembre la Fed ha infatti rivisto al ribasso le proiezioni sui tassi, delineando un profilo di rialzi più graduale rispetto a quello che aveva presentato a giugno: ora lo scenario contiene un rialzo quest'anno e due il prossimo, laddove a giugno ce n'erano due per quest'anno e tre per il prossimo. Restano invece invariate a tre rialzi le attese per il 2018. La revisione potrebbe non sembrare molto ampia in termini assoluti, perché si tratta di due rialzi in meno in due anni. Se si considera però che il sentiero dei rialzi era già piuttosto diluito rispetto agli standard del passato, la revisione diventa rilevante ai fini delle implicazioni di mercato. L'effetto dovrebbe essere generalmente ribassista per il dollaro. Questo significa che quando la Fed farà il secondo rialzo, dovrebbe riuscire ancora a rafforzarsi, ma si tratterà probabilmente di un movimento modesto. Mentre al di là del breve, nel corso del prossimo anno, il dollaro dovrebbe tendenzialmente muoversi nella parte medio/bassa del range osservato quest'anno. I rischi dello scenario sono leggermente verso l'alto: se la performance dell'economia USA dovesse rivelarsi migliore delle attese spingendo la Fed a fare l'anno prossimo più di due rialzi il dollaro ne beneficerebbe. Il sentiero di rialzi incorporato nei prezzi di mercato rimane infatti più graduale di quello prospettato dalla Fed.

Il mercato si attende una Fed ancora molto cauta. Un rialzo a dicembre avrà effetti modesti sul dollaro

Fig. 1 – Il gradualismo della Fed comprime il dollaro...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ... e favorisce la lateralità dell'euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

EURO - Come atteso, la dinamica prevalente dell'euro si è confermata la lateralità, all'interno di un range dimezzato rispetto a quello dell'anno scorso: 1,07-1,16 EUR/USD quest'anno vs 1,04-1,21 EUR/USD nel 2015. Il tema dominante infatti è rimasto quello del confronto tra la politica monetaria della BCE e quella della Fed, eccezion fatta per una breve parentesi in corrispondenza del referendum britannico. Sull'esito del referendum, l'euro ha corretto bruscamente, scendendo da 1,14 a 1,09 EUR/USD in un solo giorno e rimanendo sulla difensiva per qualche settimana. Poi però l'effetto Brexit è rientrato agevolmente, e anche in questo caso la BCE ha avuto un ruolo. La BCE infatti ha indicato che l'uscita del Regno Unito dall'UE rappresenta un rischio verso il basso per l'area euro, ma non ha ritenuto necessario adottare nuove misure di stimolo, limitandosi a darsi comunque pronta a farlo se necessario.

La BCE ha indicato di non aver fretta (o perlomeno necessità) di aumentare lo stimolo monetario. Questo agisce a favore dell'euro...

Non solo: nelle nuove stime di crescita e inflazione presentate alla riunione dell'8 settembre le revisioni al ribasso rispetto allo scenario pre-referendum di giugno sono state pressoché nulle, a

dispetto sia dell'esito del referendum sia dei segnali di debolezza giunti recentemente dai dati dell'area. La crescita è stata anzi rivista marginalmente al rialzo quest'anno a 1,7% (+0,1%), e al ribasso solo dello 0,1% a 1,6% sia nel 2017 che nel 2018. Ancora più insignificanti sono state le revisioni al profilo di inflazione: invariata a 0,2% quest'anno, ridotta appena dello 0,1% a 1,2% il prossimo e ancora invariata a 1,6% nel 2018. Più che di revisioni si tratta di ritocchi. In sostanza, nelle rispettive riunioni di settembre, la Fed ha dimostrato di non aver fretta di alzare i tassi e – simmetricamente – la BCE ha indicato di non aver fretta (o perlomeno necessità) di aumentare lo stimolo monetario. Questo agisce ancora una volta a favore dell'euro, fornendogli ampi supporti dal basso e impedendo che si deprezzi nonostante i tassi BCE siano a zero e vi resteranno a lungo, anche mentre la Fed alzerà i tassi tra quest'anno e il prossimo.

Manteniamo pertanto anche in questo caso uno scenario di lateralità prevalente centrato ancora sul *range* 1,10-1,15 EUR/USD sull'orizzonte da qui a un anno. Infatti:

- (i) l'indicazione di gradualità estrema nei rialzi Fed confermata al FOMC del 21 settembre (v. sopra) contribuisce a mantenere un'area di supporto in prossimità di 1,10 EUR/USD, rafforzata dal fatto che – come detto più volte – la BCE si trova nello stadio finale della fase espansiva;
- (ii) la prospettiva che comunque la Fed alzi i tassi nel prossimo biennio mentre la BCE li terrà a zero (o marginalmente sopra) contribuisce a mantenere un'area di resistenza in prossimità di 1,15 EUR/USD.

L'uscita "definitiva" dal range, intorno all'orizzonte a 12m o poco oltre, dovrebbe avvenire attraverso una rottura verso l'alto, con una traslazione dalla fascia 1,10-1,15 alla fascia 1,15-1,20 EUR/USD quando anche la BCE avvierà il (lento) processo di normalizzazione della politica monetaria. I rischi dello scenario sono verso il basso. Qualora infatti la performance dell'economia USA dovesse rivelarsi migliore del previsto spingendo la Fed a fare l'anno prossimo più di due rialzi, l'euro ne verrebbe penalizzato (*downside* nella parte medio/bassa del range 1,05-1,10 EUR/USD), anche perché il sentiero di rialzi Fed incorporato dal mercato è più graduale di quello prospettato dalla stessa Fed.

Tornando al breve termine, un calo poco sotto quota 1,10 EUR/USD (*target* ribassisti in area 1,08 EUR/USD) rimane ancora possibile in funzione di un rialzo Fed prima di fine anno. In questo periodo tuttavia il cambio dovrebbe presentare una maggiore reattività rispetto al solito ai dati dell'area euro, dal momento che lo scenario tracciato dalla BCE alla riunione d'inizio mese non ha di fatto subito revisioni peggiorative rispetto a giugno, nonostante le indicazioni di debolezza giunte invece dai dati. Questo espone l'euro a una maggior *sensitivity* verso il basso nel caso in cui i dati dell'area dovessero deludere.

YEN - Le aspettative diffuse di deprezzamento dello yen sono andate disattese di trimestre in trimestre, ma erano legittime ed ex-post se ne possono anche spiegare le cause. Gli sviluppi recenti non offrono spunti in grado di far scattare una rapida inversione ribassista, ma suggeriscono che il trend rialzista dello yen dovrebbe essere in via di esaurimento.

L'apprezzamento dello yen da inizio anno è stato molto ampio: +22% contro dollaro (da appena sopra 120 USD/JPY ad appena sotto 100 USD/JPY) e +20% contro euro (da poco sopra 130 EUR/JPY ad appena sotto 110 EUR/JPY). Tuttavia, le attese di deprezzamento erano teoricamente legittime, perché la combinazione di una politica monetaria BoJ ancora più espansiva e di una Fed che avrebbe dovuto continuare ad alzare i tassi lasciava ragionevolmente ipotizzare un deprezzamento dello yen.

...però la divergenza delle politiche monetarie rimane e favorisce uno scenario di 'lateralità' per il cambio euro/dollaro

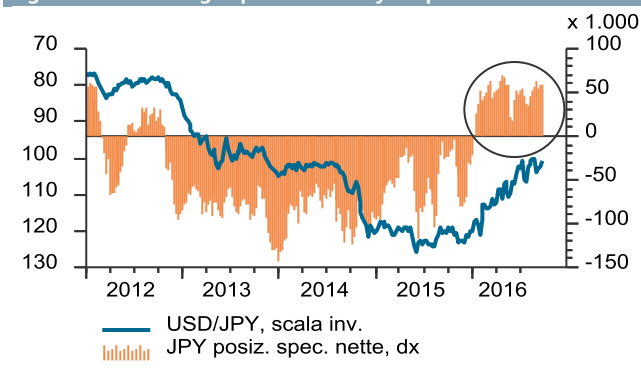
Disattese le aspettative di indebolimento dello yen, malgrado l'allentamento monetario...

Fig. 3 – Le attese di rialzo dei tassi Fed si riducono e lo yen sale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Insolito lungo speculativo di yen quest'anno



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I motivi per cui questo non si è realizzato sono principalmente quattro:

1. la Fed, dopo il rialzo dei tassi di dicembre 2015, non ha fatto che rinviare di riunione in riunione il secondo rialzo – che non è ancora arrivato;
2. la BoJ si è fatta attendere prima di elargire nuovo stimolo monetario e quando l'ha fatto, introducendo tassi negativi, non è risultata convincente agli occhi dei mercati;
3. le incertezze d'inizio anno sulla crescita globale e, più tardi, quelle collegate al referendum britannico hanno provocato un aumento della *risk aversion*, fornendo sostegno allo yen;
4. sul mercato speculativo è stato montato un ampio lungo speculativo yen, fenomeno insolito sia nella dimensione (si tratta dei massimi storici) sia nella durata (il mercato è ininterrottamente lungo yen da inizio anno ed era stato molto più pesantemente e ininterrottamente corto yen nei tre anni precedenti). Il posizionamento speculativo riflette verosimilmente una combinazione dei tre punti precedenti.

Specularmente, le ragioni per cui il trend rialzista dello yen dovrebbe essere in via di esaurimento sono:

1. il secondo rialzo dei tassi Fed è atteso a breve (tra novembre e dicembre) e dopo una pausa di un anno il sentiero dei prossimi rialzi sarà più "regolare": secondo le indicazioni dell'ultimo FOMC si dovrebbero avere cinque rialzi tra l'anno prossimo e il successivo. Inoltre, il sentiero di rialzi ipotizzato dalla Fed è oltremodo blando rispetto agli standard del passato, ma quello prezzato dal mercato è ancora più graduale, per cui la *sensitivity* del dollaro sarà asimmetrica (maggiore di fronte a sorprese positive dall'economia USA che di fronte a delusioni);
2. la BoJ ha attuato un'importante revisione dell'assetto di *policy*, che mantiene il QQE (ampliabile) aggiungendovi due nuovi pilastri: un "controllo della curva dei rendimenti" e l'impegno a perseguire un *overshooting* dell'inflazione:
 - il controllo della curva permette di mantenere stabilmente tassi e rendimenti in uno stretto intorno dello zero, ovvero bassissimi a lungo;

...però il trend dovrebbe esaurirsi e la divergenza delle politiche monetarie favorirà un modesto deprezzamento dello yen contro dollaro

- l'impegno a un *overshooting* permette di ancorare le aspettative di salita di inflazione, perché prevede che il QQE con controllo della curva venga mantenuto fintantoché l'inflazione non sarà stabilmente salita al di sopra dell'obiettivo del 2%. Questo dovrebbe rendere più credibile ai mercati l'azione di *policy* della BoJ per quanto riguarda il conseguimento dell'obiettivo di inflazione, in quanto favorisce il consolidarsi di aspettative di salita dell'inflazione. Per quanto parziale possa essere la verifica della *purchasing power parity* nella realtà, le prospettive di deprezzamento di una valuta possono essere disattese a lungo se, oltre a mancare le condizioni che la farebbero scendere direttamente e già nel breve (come un ampliamento degli spread), tali condizioni vengono per di più a mancare in un contesto di fondo dove i prezzi al consumo continuano a scendere. In questo modo entrambi i pilastri dovrebbero contribuire a un indebolimento dello yen;
- 3. gli episodi di risk aversion che hanno interessato i mercati in questi primi tre quarti dell'anno non dovrebbero riproporsi nuovamente;
- 4. il lungo speculativo yen dovrebbe ridimensionarsi nei prossimi mesi, sia perché già molto ampio da molto tempo, sia perché i fattori di incertezza (punti precedenti) che hanno contribuito alla sua formazione si sono almeno in parte risolti.

Tali considerazioni giustificano il mantenimento di un profilo di previsione ribassista dello yen sia in questa parte finale dell'anno sia nel corso dell'anno prossimo. Il trend sarà però molto blando e l'ampiezza della discesa contenuta, perché:

1. il sentiero di rialzi Fed sarà oltremodo graduale rispetto agli standard del passato, e il punto di arrivo dei tassi inferiore;
2. il nuovo assetto di politica monetaria della BoJ rappresenta un'evoluzione migliorativa del modello precedente, ma proprio per l'ottica lungimirante su cui si fonda buona parte della sua efficacia (attesa) non si possono vedere degli effetti tangibili nel breve termine, soprattutto in termini di impatto di mercato, sia per quanto riguarda i tassi (che sono già a zero o sotto) sia, a maggior ragione, per il cambio;
3. i fattori di incertezza che hanno caratterizzato lo scenario globale per buona parte di quest'anno dovrebbero venir meno, riducendo la *risk aversion* complessiva, ma non si possono escludere a priori nuovi episodi, tipicamente esogeni, di avversione al rischio.

Per cui lo yen dovrebbe scendere verso 103-105 USD/JPY sull'orizzonte a 1m-3m dirigendosi in direzione di quota 110 USD/JPY sull'orizzonte a 12m. L'apprezzamento di quest'anno verrebbe quindi riassorbito solo per circa la metà. Nei confronti dell'euro il calo atteso dovrebbe invece essere più ampio nel corso dell'anno prossimo (verso 125 EUR/JPY) per via del simultaneo rafforzamento atteso dell'EUR/USD (v. sopra). L'opposto dovrebbe verificarsi nel breve, perché non solo lo yen ma anche l'euro dovrebbe scendere rispetto al dollaro di fronte a un rialzo dei tassi Fed.

I rischi sono ancora leggermente sbilanciati verso l'alto per lo yen sia nel breve sia nel medio termine.

STERLINA - La risposta di policy della BoE alla decisione referendaria di uscita del Regno Unito dall'UE è stata molto più ampia e articolata del previsto, e questo dovrebbe essere positivo per la sterlina.

L'esito del referendum ha fatto deprezzare la sterlina traslandone verso il basso il range di oscillazione da sopra 1,40 GBP/USD a sotto tale soglia, da un livello medio 2016 pre-referendum a 1,44 GBP/USD (con un massimo a 1,50) a una media post-referendum fino ad oggi a 1,32 GBP/USD (con un minimo a 1,27).

La reazione della sterlina al referendum è stata in linea con le attese. Più ampia del previsto la reazione della BoE...

Tale deprezzamento dovrebbe essere persistente, nel senso che il cambio si manterrà sui nuovi livelli al di sotto di quelli pre-referendum piuttosto a lungo.

Questo non significa però che dai minimi recenti debba scendere ulteriormente stabilendosi in un range ancora più basso. Riteniamo infatti che se l'impatto di Brexit resterà "sotto controllo", ovvero nei termini che sono stati preventivati dalla Bank of England nell'Inflation Report del 4 agosto (v. sotto), il recente deprezzamento della sterlina dovrebbe avere perlomeno incorporato lo scenario Brexit. L'inaugurazione pertanto di nuovi minimi si avrebbe nel caso in cui i dati dovessero risultare più deboli delle attese prospettando uno scenario per l'economia domestica più negativo di quanto presagito dalla BoE.

Un fattore che dovrebbe contribuire a fornire supporto alla sterlina, non nel senso di avviarne un rapido recupero, ma nel senso di limitarne il *downside*, è la credibilità della strategia di *policy* adottata dalla Bank of England nel fronteggiare gli effetti negativi di Brexit. Il pacchetto di stimolo monetario annunciato alla riunione del 4 agosto è stato infatti più ampio e articolato del previsto, comprendendo misure nuove finalizzate a garantire la piena trasmissione della politica monetaria all'economia reale.

Quattro sono i fronti su cui ha agito la BoE:

1. ha tagliato i tassi da 0,50% a 0,25% (decisione presa all'unanimità);
2. ha ampliato il programma di acquisto di titoli governativi (APF, Asset Purchase Facility) di 60 miliardi di sterline, portandolo a 435 miliardi (decisione presa con una maggioranza di 6 su 9);
3. ha annunciato (prima novità) l'acquisto di obbligazioni *corporate* per 10 miliardi (decisione presa con una maggioranza di 8 su 9);
4. ha lanciato (seconda novità) il Term Funding Scheme, TFS (decisione presa all'unanimità).

La banca centrale ha motivato tutte le misure adottate:

1. il taglio dei tassi ufficiali consente di ridurre i costi di indebitamento per famiglie e imprese;
2. l'ampliamento dell'APF non solo abbassa i rendimenti dei titoli governativi sulle scadenze interessate ma può anche favorire un ribilanciamento dei portafogli a favore di titoli più rischiosi – non governativi – migliorando così l'offerta di credito nell'economia a livello diffuso;
3. gli acquisti di titoli *corporate* possono fornire uno stimolo un po' più ampio rispetto agli acquisti – di pari ammontare – di titoli governativi, perché è più probabile che gli investitori dai quali la BoE acquista i titoli *corporate* re-investano in altri titoli *corporate*. Questo, aumentando la domanda sul mercato secondario, contribuisce a ridurre il premio al rischio liquidità stimolando simultaneamente le emissioni di obbligazioni *corporate* in sterline;
4. il TFS assicura effettivamente alle banche di finanziarsi a tassi vicini al *bank rate* in modo da garantire che il taglio dei tassi ufficiali si trasmetta realmente anche ai tassi sui prestiti erogati alle famiglie e alle imprese.

Si tratta quindi di un pacchetto di misure "mirate", che dovrebbero offrire sostegno alla crescita rendendo massimamente espansive le condizioni monetarie e creditizie ad ampio spettro, per una trasmissione diffusa ed efficiente dello stimolo all'economia reale.

Secondo la BoE infatti l'impatto di Brexit sull'economia britannica potrebbe essere molto ampio: la crescita è stata rivista al ribasso dell'1,4% nel 2017, da 2,2% a 0,8%, e dello 0,5% nel 2018,

...il che renderà più persistente il deprezzamento.

In caso di un altro taglio dei tassi BoE la sterlina dovrebbe indebolirsi con possibilità di rompere temporaneamente i minimi post-referendum.

Successivamente, se l'economia rallenterà senza entrare in recessione, dovrebbe lentamente riprendersi

da 2,2% a 1,7%. È invece rimasta invariata a 2,0% la previsione per quest'anno, dove la performance molto positiva del 1° semestre dovrebbe compensare il rallentamento atteso nel 2° (dove comunque la BoE non si attende recessione). L'inflazione è stata rivista al rialzo da 0,9% a 1,3% quest'anno, da 1,8% a 2,0% il prossimo (a target) e da 2,2% a 2,4% (sopra target) nel 2018. Questo però non impedirà alla BoE di fornire nuovo stimolo monetario se necessario nei prossimi mesi, perché il contesto attuale richiede di dare temporaneamente "priorità" alla crescita piuttosto che all'inflazione. L'ulteriore stimolo potrebbe arrivare sia attraverso un'ulteriore riduzione dei tassi ufficiali, che la BoE non intende però azzerare completamente né tantomeno portare in territorio negativo, sia ampliando/estendendo i termini delle altre misure (acquisti di governativi, di *corporate* e TFS).

Fig. 5 – La sterlina dopo il referendum UE



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – "Impatto Brexit" secondo la BoE

	crescita (Pil)			inflazione (CPI) (*)		
	IR pre-referendum	IR post-referendum		IR pre-referendum	IR post-referendum	
2016	2.0	2.0	=	0.9	1.3	↑
2017	2.2	0.8	↓↓	1.8	2.0	↑
2018	2.2	1.7	↓	2.2	2.4	↑

(*) inflazione: valori di fine anno (4° trim.)

(**) IR pre-referendum = IR di maggio; IR post-referendum = IR di agosto

Fonte: Bank of England

Alla riunione di settembre la BoE ha riconosciuto che finora l'impatto di Brexit sull'economia domestica è stato meno negativo del previsto, ma ha aperto le porte a un altro taglio dei tassi prima di fine anno se i dati da qui a fine ottobre convalideranno lo scenario di rallentamento prospettato nell'Inflation Report di agosto.

La riunione Bank of England del 15 settembre ha fornito indicazioni molto interessanti. I parametri della politica monetaria sono rimasti invariati dopo l'ampio pacchetto di stimolo introdotto ad agosto. La BoE ha rilevato che le informazioni giunte finora dai dati hanno fornito indicazioni sullo scenario di breve leggermente migliori di quanto delineato nell'Inflation Report di agosto, aggiungendo che l'impatto immediato delle misure di stimolo adottate il mese scorso è stato positivo.

La banca centrale ha tuttavia sottolineato che questi segnali positivi non permettono di fare alcuna inferenza sulle prospettive dell'economia domestica nel 2017 e successivamente, e per quanto riguarda l'anno in corso si aspetta ancora un pronunciato rallentamento nel 2° semestre, anche se leggermente inferiore a quanto anticipato il mese scorso.

Nello specifico, l'incertezza prodotta dall'esito del referendum dovrebbe avere effetti più negativi sugli investimenti che sui consumi. Sul mercato del lavoro non c'è stato alcun peggioramento, ma è ancora presto per capire come le imprese agghierano i propri piani di assunzione alla luce del nuovo contesto operativo che si affermerà sotto Brexit. Per quanto riguarda la crescita dei principali partner commerciali, finora le indicazioni sono state in linea con le ipotesi di agosto, avvalorando attese di una crescita che proceda a ritmo moderato nel prossimo triennio. Infine, per quanto riguarda l'inflazione domestica, la BoE si aspetta ancora che si riporti intorno al target del 2% nella prima metà del 2017, ma ritiene che possa rivelarsi leggermente più bassa nella restante parte del 2016.

I dati cruciali saranno però quelli in uscita da qui a fine ottobre: è su questi che la BoE si focalizzerà per la stesura del nuovo Inflation Report che verrà pubblicato in occasione della prossima riunione del 3 novembre.

La banca centrale infatti ha indicato che se tali dati convalideranno approssimativamente lo scenario tracciato nell'IR di agosto una maggioranza dei componenti del *board* si aspetta di votare per un ultimo taglio dei tassi entro la fine dell'anno (riunione del 3 novembre o del 15 dicembre). Questo taglio porterebbe direttamente il *bank rate* al limite inferiore "consentito", che per la BoE si trova vicino allo zero ma leggermente al di sopra di esso. L'indicazione è chiara: non è necessario un peggioramento del quadro rispetto a quanto prospettato nell'IR di agosto per indurre la maggioranza dei membri della BoE a votare per un taglio dei tassi, è sufficiente che il quadro che si andrà delineando sia approssimativamente quello ipotizzato ad agosto. Questa indicazione rende un taglio dei tassi prima di fine anno molto probabile, perché non è invece molto probabile che anche i dati in uscita da qui a fine ottobre sorprendano verso l'alto come hanno fatto quelli usciti fino ad ora. A quel punto, la data più verosimile per il taglio dei tassi è quella di novembre, con un punto di arrivo del *bank rate* (in un'unica mossa) compreso tra 0,15% e 0,05% (presumibilmente 0,10%).

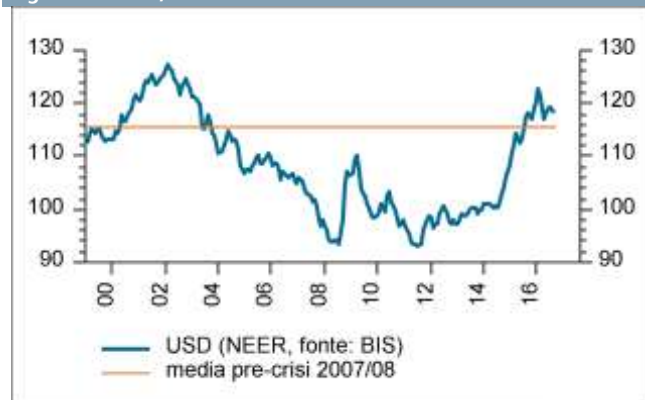
Per quanto riguarda dunque gli effetti sul cambio, in prospettiva di un altro taglio dei tassi BoE la sterlina dovrebbe indebolirsi con possibilità di rompere temporaneamente i minimi post-referendum a 1,27 GBP/USD (*downside* intorno a 1,25 GBP/USD) perché simultaneamente la Fed dovrebbe al contrario alzare i tassi. Anche contro euro il calo potrebbe eccedere i minimi post-referendum a 0,87 EUR/GBP (*downside* entro 0,88-0,89 EUR/GBP), ma dovrebbe trattarsi di un movimento temporaneo, perché anche la moneta unica dovrebbe scendere contro dollaro di fronte a un rialzo Fed.

Successivamente, fatte salve delusioni sul fronte crescita, la sterlina dovrebbe lentamente riprendersi, in direzione di 1,38-1,40 GBP/USD verso la fine del prossimo anno. Le attese di modesta risalita nel corso del 2017 riflettono l'ipotesi che l'impatto di Brexit sull'economia domestica sia approssimativamente quello delineato dalla BoE – in buona parte già scontato dal mercato – e non uno peggiore, in particolare non uno di recessione. Nei confronti dell'euro la sterlina dovrebbe pressoché stabilizzarsi in un intorno di quota 0,85 EUR/GBP, vicino ai livelli correnti. Rispetto alla moneta unica lo spazio di recupero è molto più contenuto perché anche l'euro è atteso in risalita contro dollaro nel corso del prossimo anno.

In entrambi i casi il recupero atteso al di là del breve dovrebbe comunque mantenere la sterlina tendenzialmente al di sotto dei livelli pre-referendum sull'orizzonte annuale.

I rischi dello scenario di previsione sono comunque verso il basso, sia contro dollaro sia contro euro, in ragione dell'elevata incertezza su quelle che saranno effettivamente le ricadute di Brexit sull'economia britannica non tanto nel breve, quanto nel medio/lungo termine. L'effetto più "sicuro" di Brexit è infatti che, almeno nei prossimi mesi, le ricadute negative sull'economia britannica sono certe (incerta è la dimensione) mentre è incerto se ve ne siano sull'area euro ed è certo che non ve ne siano (perlomeno di dirette) sull'economia USA. Nel confronto con l'euro in particolare si può quindi dire che, anche se la moneta unica mantiene di base una correlazione positiva con la valuta britannica, l'euro dovrebbe scendere meno della sterlina nelle fasi rialziste del dollaro, e salire di più in quelle ribassiste.

Fig. 1 – Dollaro, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 2 – Euro, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 3 – Yen, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 - Sterlina, cambio effettivo nominale



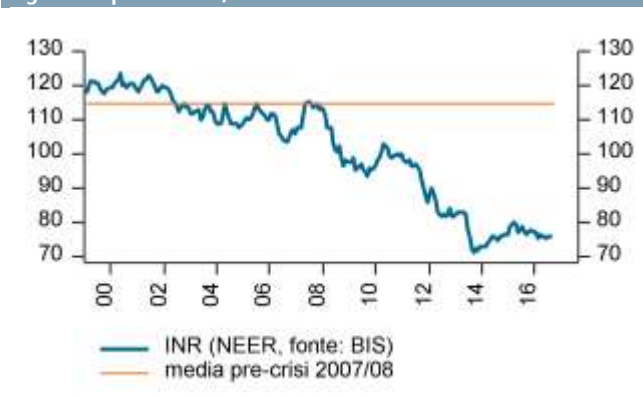
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 5 – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 6 – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 7 – Dollaro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Yen, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Sterlina, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
Federico Desperati	62513	federico.desperati@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto 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.intesasnpaolo.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.