

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche

Giugno 2019

Indice

Uno scenario appesantito da molta incertezza	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	5
Stati Uniti: venti di guerra mondiale dei dazi	7
Area euro: crescita poco sotto il trend, ampia incertezza	11
Germania: crescita inferiore al trend	17
Francia: crescita ormai in linea con il potenziale	21
Italia: prevalgono i rischi al ribasso, più domestici che esogeni	25
Spagna: debito in calo e crescita robusta facilitano il compito del prossimo governo	31
Paesi Bassi: PIL prossimo al potenziale ma l'export è in difficoltà	34
Asia	37
Giappone: due talloni d'Achille nel 2019 - imposta sui consumi e dazi	37
Cina: nel mezzo della guerra commerciale riappare il rischio di credito	41
India: si addensano le nubi sul fronte interno e internazionale	45
Materie prime: si intensificano le guerre commerciali	49
Petrolio: frequenti oscillazioni del sentiment di mercato	54

Giugno 2019

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Economista - Materie Prime

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Uno scenario appesantito da molta incertezza

La minaccia di un'estensione delle guerre commerciali americane continua a incidere sul clima di fiducia. In più, l'atteso rallentamento del 2° trimestre, dopo un primo favorito da fattori transitori, alimenta timori sulle prospettive economiche europee. Anche se i mercati obbligazionari paiono incorporare una valutazione troppo pessimistica delle prospettive, le banche centrali si preparano comunque a reagire all'eventualità di sviluppi negativi inattesi.

Siamo a giugno, e i segnali di riaccelerazione della crescita globale dopo il rallentamento del 2018 restano frammentari. Nel complesso, i dati hanno continuato a sorprendere in negativo sia fra i paesi avanzati, sia nei mercati emergenti. I PMI globali (v. Fig. A) sono scesi ulteriormente, con un rallentamento della caduta per il manifatturiero (poco sopra 50), ma un'accelerazione per l'indice dei servizi (che, però segnala una espansione ancora diffusa). Qualche segnale di svolta è arrivato dal commercio internazionale, che si va assestando dopo lo shock dei dazi punitivi imposti dagli Stati Uniti su una parte dell'import dalla Cina e le misure di rappresaglia di quest'ultima; tuttavia, il tasso di crescita globale è sostanzialmente nullo (v. Fig. B), e si prospetta un nuovo possibile rallentamento a causa degli aumenti decisi successivamente e del rischio di estensione a tutto l'interscambio. Per lo stesso motivo, l'indicazione di crescita stabile che l'indice anticipatore OECD sta fornendo riguardo alla Cina (v. Fig. 3 a pagina seguente) non è necessariamente affidabile, in questa fase.

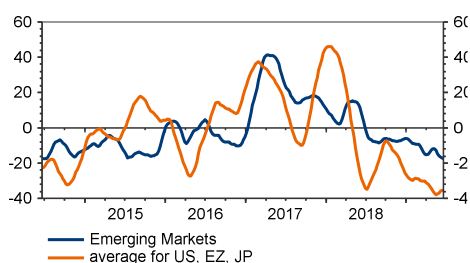
Anche nell'industria dell'auto è emerso qualche segnale di ripresa. Le immatricolazioni sono rimbalzate in Germania, tornando in maggio a variazioni tendenzialmente positive. Anche produzione, ordini e vendite sono in ripresa dai minimi. Sul mercato cinese, le importazioni si sono visibilmente riprese fra aprile e maggio, dopo 7 mesi di bassi volumi (v. Fig. 2).

Luca Mezzomo

I dati hanno continuato a sorprendere in negativo, nel 1° trimestre

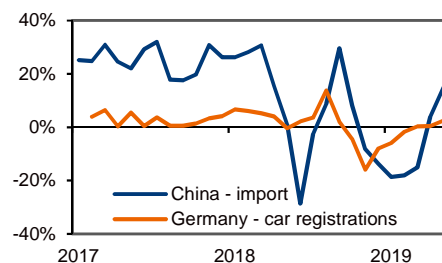
Qualche segnale di stabilizzazione nel comparto automobilistico

Fig. 1 - I dati continuano a sorprendere in negativo



Fonte: elaborazioni su dati CESI e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - Frenano le esportazioni verso la Cina



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

Per quanto concerne le politiche economiche, a fronte degli shock negativi che derivano dalle politiche commerciali degli Stati Uniti, l'orientamento delle politiche fiscali e delle politiche monetarie resta positivo. Sul fronte delle **politiche fiscali**, non è in corso alcuna restrizione sul 2019, e quanto atteso nel 2020 (v. Fig. D) potrebbe ridursi per effetto dei cicli elettorali, o per reazione al rallentamento dell'economia. **Le politiche monetarie sono tornate a un orientamento espansivo**. La Federal Reserve, che aveva già sospeso i rialzi dei tassi ufficiali, recentemente ha aperto alla possibilità di un taglio, che potrebbe avvenire nei prossimi mesi. La Banca Centrale Europea ha lanciato un nuovo programma di liquidità condizionato a target creditizi (TLTRO III) e prospettato altre misure (modifiche all'orientamento, ripresa dell'APP o tagli dei tassi a livelli ancora più negativi) se i dati non miglioreranno. Il movimento dei tassi di interesse a medio e lungo termine negli ultimi mesi è stato al ribasso, rinforzando il cambiamento di direzione delle politiche monetarie.

Le politiche monetarie sono tornate a un orientamento espansivo

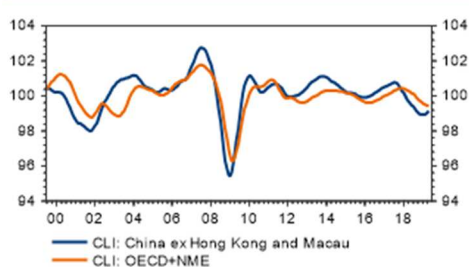
Nel breve termine, rimangono alcuni importanti fattori di incertezza. Gli Stati Uniti hanno un fronte di conflitto 'caldo' che può produrre sviluppi negativi nel giro di settimane: pende, infatti, la **minaccia di applicare dazi punitivi alla parte restante delle importazioni dalla Cina**, misura

Le politiche commerciali americane restano il principale rischio, al momento

rispetto alla quale sono in corso consultazioni interne. L'aumento potrebbe ancora essere sospeso o annullato in caso di ripresa dei negoziati, ma nello scenario qui pubblicato abbiamo ipotizzato che sia applicato. Ciò potrebbe rendere necessario un nuovo stimolo economico in Cina per mitigare l'effetto sull'economia reale: l'effetto cumulato dei dazi al 25% su tutto l'export verso gli Stati Uniti, infatti, potrebbe sottrarre lo 0,9% al PIL cinese dopo un anno. L'effetto negativo sull'economia statunitense, invece, sarà molto limitato: l'implicita restrizione fiscale che ne deriva sarà in parte restituita sotto forma di maggiori trasferimenti ai settori colpiti dalle rappresaglie; l'impatto sui prezzi al consumo, sebbene non trascurabile, sarà modesto; infine, proprio l'aumento dei dazi ha reso più probabile un allentamento della politica monetaria. Anche gli effetti sull'economia europea appaiono molto modesti, e potrebbero essere parzialmente compensati da una riallocazione di quote di mercato. Le conseguenze potrebbero essere ulteriormente mitigate da una ricomposizione dei flussi commerciali, con dirottamento dell'export cinese attraverso paesi terzi. In particolare, si è già osservato un notevole incremento della quota di mercato del Vietnam, oltre che del Messico e dell'UE, ben oltre quanto giustificato dal mero calo dell'export cinese negli Stati Uniti. Di contro, però, la simulazione non tiene conto dell'effetto negativo sul clima di fiducia delle imprese, e delle ripercussioni dell'incertezza sulla propensione a investire.

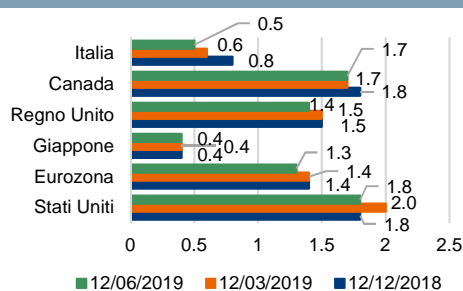
In secondo luogo, a fine anno gli Stati Uniti potrebbero decidere di prendere di mira le importazioni di auto e di componenti, in particolare quelle da Giappone e Unione Europea. Al riguardo, l'Unione Europea ha incaricato la Commissione di avviare negoziati con gli Stati Uniti per la riduzione dei dazi sui manufatti e delle barriere non-tarifarie nello stesso ambito; tuttavia, il processo è reso più difficile dal rinnovo delle cariche nell'UE e dalla focalizzazione degli Stati Uniti sulla Cina – almeno per il momento. Non vanno trascurati neppure i rischi di un'escalation della tensione nel Golfo Persico. Terzo, resta il rischio di un'uscita senza accordo del Regno Unito dopo il 31 ottobre 2019. In caso di uscita senza accordo e ipotizzando un grave sconvolgimento temporaneo dei flussi di import-export, l'impatto potenziale sul PIL dell'Eurozona nel 4° trimestre potrebbe arrivare fino allo 0,3%, anche se sarebbe in parte recuperato a inizio 2020. Tuttavia, gli effetti negativi sarebbero modesti se l'uscita fosse adeguatamente preparata nei mesi precedenti. Infine, l'Italia rischia di entrare in una nuova fase di instabilità se il Governo abbandonerà l'obiettivo di riduzione del debito per avventurarsi in nuovi stimoli fiscali, che rischiano di incidere sul costo del rifinanziamento ben prima di produrre effetti sulla crescita economica.

Fig. 3 - L'indice anticipatore per la Cina si va stabilizzando – un buon segno per l'economia mondiale



Fonte: OECD

Fig. 4 - Stime di consenso sulla crescita 2020 riviste leggermente al ribasso



Fonte: Consensus Economics

Come si riflettono tali valutazioni sulle previsioni di crescita? Rispetto a marzo, la media delle proiezioni di crescita per il 2019 è stabile o in lieve aumento per Stati Uniti e Giappone, in lieve calo per l'Eurozona; il taglio più netto si riscontra per l'America Latina. Le stime di consenso per il 2020 non sono calate significativamente negli ultimi sei mesi: la riduzione è inesistente per gli Stati Uniti e il Giappone, marginale per l'Eurozona e il Regno Unito, significativa soltanto per l'Italia, passata da 0,8% a 0,5%. Le stime di consenso proiettano una crescita globale invariata fra 2019 e 2020. Peraltro, tale scenario si basa su un'ipotesi di riaccelerazione della crescita trimestrale nel corso del 2° semestre 2019: come tre mesi fa, la cautela è d'obbligo, alla luce di

Le stime di crescita per il 2020 non sono scese significativamente. La visione resta costruttiva, con un ritorno a tassi trimestrali di crescita più elevati nella seconda metà del 2019

quanto detto sopra. Per quanto riguarda le nostre previsioni, segnaliamo una limatura delle stime per l'Eurozona, che sono in linea con il consenso. Ci attendiamo una crescita inferiore alle stime di consenso in Giappone. La crescita globale, misurata su un aggregato coerente con quello FMI, rallenta al 3,1% nel 2019 e resta invariata nel 2020. La crescita del commercio a prezzi costanti ritorna nel 2020 sopra il 2%, sebbene resti ben sotto la media storica.

I mercati valutari

Le curve dei tassi si sono vertiginosamente appiattite negli ultimi mesi, malgrado il calo che ha interessato anche le scadenze corte. Tale movimento ha compresso ulteriormente i differenziali USD-EUR e USD-JPY, in quanto la Fed era più avanti nel processo di normalizzazione della politica monetaria rispetto a BCE e BoJ. In teoria, ciò avrebbe potuto essere negativo per la valuta americana, ma il dollaro è relativamente favorito dalla condizione ciclica più solida degli Stati Uniti e dalla maggiore sensibilità di economie esportatrici come quelle dell'Eurozona e del Giappone a un contesto di rallentamento del commercio globale e di minacce protezionistiche. In effetti, le posizioni non commerciali degli operatori sono ancora lunghe di dollaro, per quanto un po' ridimensionate rispetto ad alcuni mesi fa. Il ridimensionamento è avvenuto in parte contro euro, ma anche contro franco svizzero e yen: le preoccupazioni sulla tenuta della fase di espansione, infatti, hanno portato a una riduzione delle posizioni non-commerciali corte di queste valute.

In prospettiva:

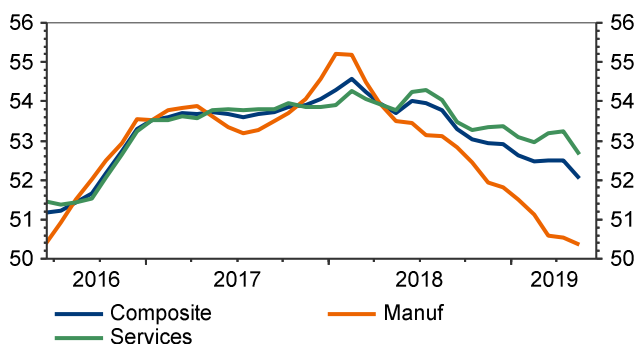
- La riduzione dei differenziali di tasso potrebbe favorire l'euro, ma non riteniamo che basterà di per sé a instaurare un trend ascendente contro dollaro fino a quando resteranno i dubbi sulla tenuta dell'economia europea e, quindi, attese che la BCE possa introdurre nuovo stimolo. Nelle more di tale rimbalzo, l'euro dovrebbe restare fra 1,11 e 1,15.
- Abbiamo sbagliato ad attenderci tassi ufficiali fermi negli Stati Uniti nel 2019: la Fed si sta rivelando più timorosa del previsto rispetto ai rischi dello scenario. Il calo delle aspettative, però, non aveva danneggiato il dollaro più di tanto negli ultimi mesi, anche se la svolta del FOMC ha avuto un impatto a giugno. Restiamo più cauti del mercato nell'attenderci tagli dei tassi. Per quanto appena detto, però, anche se avremo ragione, il beneficio per il dollaro si avrà soltanto più avanti.
- Pensiamo che lo yen potrebbe tornare a indebolirsi in un contesto di prosecuzione dell'espansione economica globale.
- Confermiamo l'idea che questo scenario di tassi americani bassi e in calo sia abbastanza favorevole alle divise emergenti. Ovviamente, fatti salvi gli sviluppi domestici. Non dimentichiamoci gli sviluppi dell'economia cinese: importante il ribilanciamento esterno (l'avanzo di parte corrente è ormai pressoché annullato), ma anche, in ottica più congiunturale, l'eventuale conferma di maggior vigore dell'espansione economica (che per ora è scarsa). Ciò potrebbe sostenere secondariamente le *commodity currencies*.
- L'esito altamente incerto di Brexit resta un problema per la sterlina, che è già tornata a indebolirsi. Uno scenario di *no deal exit* potrebbe riportarla verso 1,20 dollari.

Proiezioni sui cambi							
	-24m	-12m	-3m	17.06.2019	+3m	+6m	+12m
EUR/USD	1.11	1.16	1.14	1.13	1.13	1.14	1.17
USD/JPY	111.42	110.35	110.68	107.52	111.00	112.00	112.00
GBP/USD	1.26	1.32	1.32	1.27	1.24	1.23	1.25
EUR/CHF	1.09	1.15	1.13	1.11	1.11	1.12	1.13
EUR/GBP	0.88	0.88	0.86	0.89	0.91	0.93	0.93

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

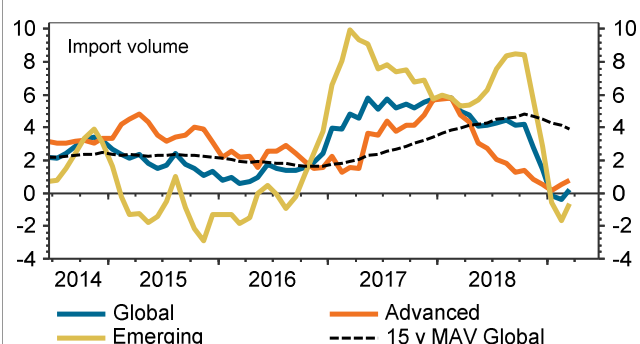
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



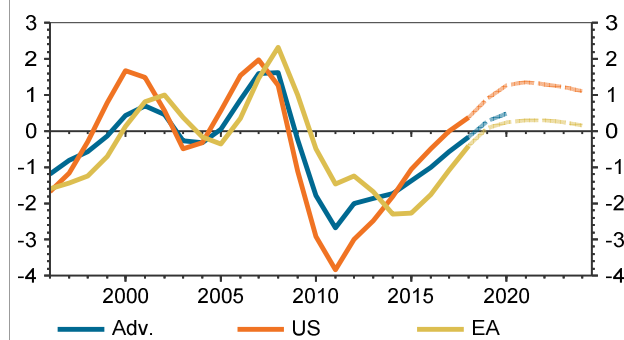
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



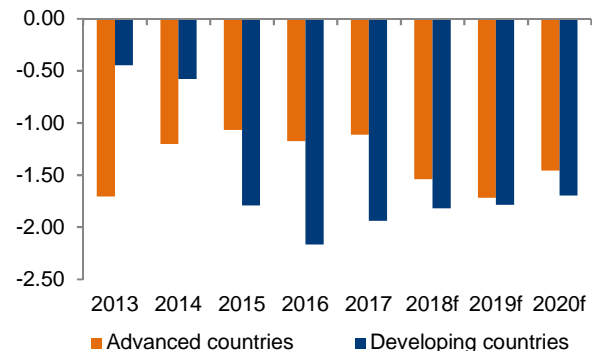
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



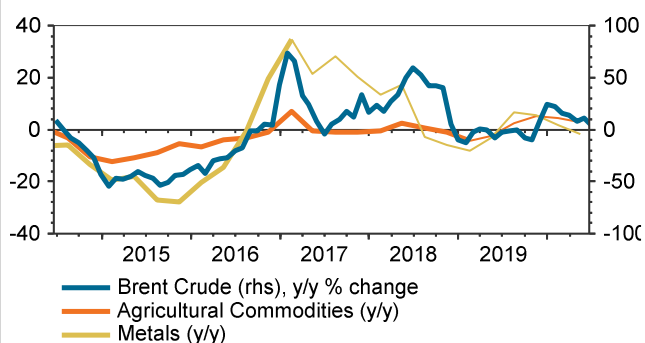
Fonte: FMI

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



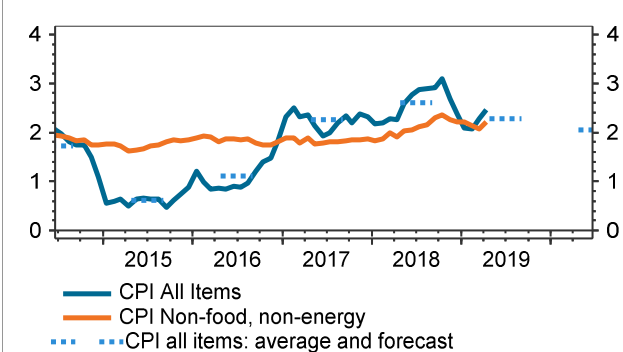
Nota: in percentuale del PIL. Fonte: FMI, *Fiscal Monitor*, October 2018

Fig. E – Prezzi delle materie prime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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

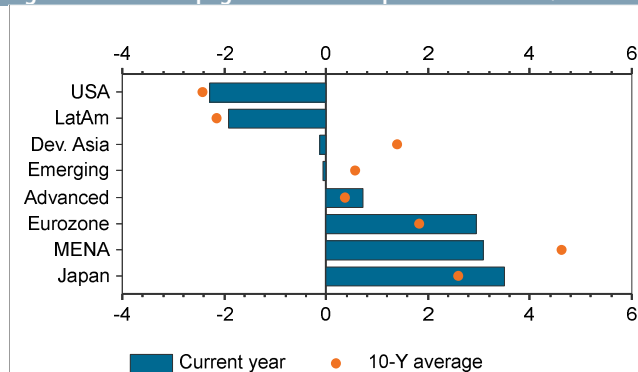


Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

Scenario Macroeconomic

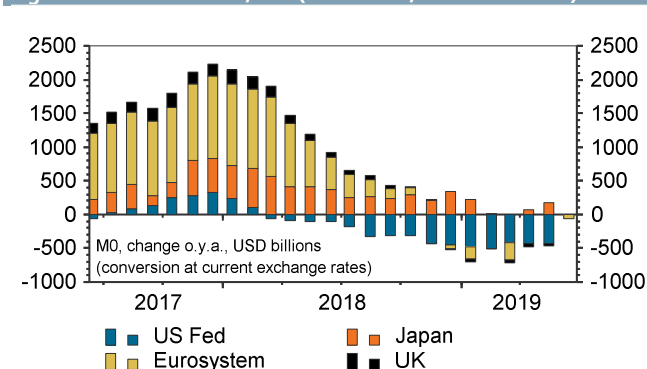
Giugno 2019

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



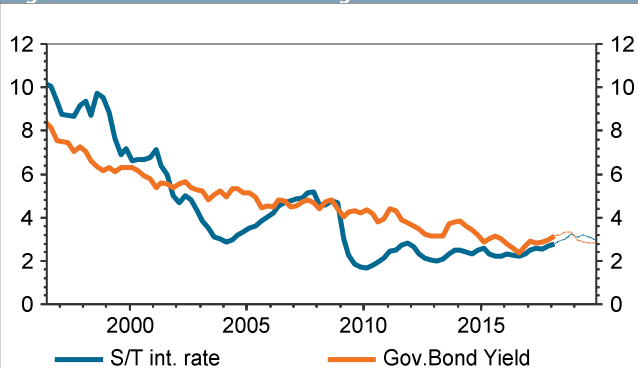
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



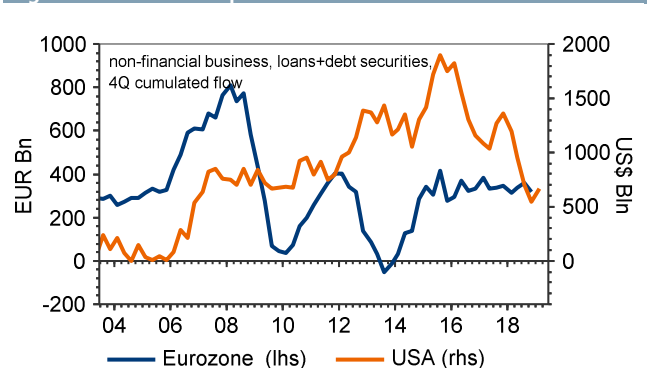
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



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

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



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

La crescita economica per area geografica

	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
Stati Uniti	2.9	2.5	1.7	1.6	1.8
Giappone	0.8	0.7	0.2	1.0	1.0
Area Euro	1.9	1.1	1.3	1.4	1.3
Europa orientale	3.4	2.6	2.9	2.5	2.3
America Latina	0.7	0.6	2.1	2.6	2.9
OPEC	0.4	-1.0	1.8	2.6	3.1
Cina	6.6	6.2	5.9	5.7	5.8
India	7.4	6.8	7.1	6.9	6.6
Africa	3.9	3.8	4.2	4.5	4.7
Crescita mondiale	3.6	3.1	3.1	3.2	3.3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: venti di guerra mondiale dei dazi

Giovanna Mossetti

La ripresa americana è entrata nel suo decimo anno. La crescita fra il 2018 e inizio 2019 è stata vicina al 3%, grazie alla riforma tributaria e all'allentamento delle condizioni finanziarie generato dalla svolta espansiva della Fed. Lo scenario per il 2019-20 da tempo includeva un rallentamento verso il potenziale, che però non implicava rischi recessivi sul biennio. Nell'ultimo mese, la **svolta aggressiva della politica commerciale** americana attuata simultaneamente su diversi fronti (Cina, Messico, minacce sul settore auto) ha significativamente accresciuto i rischi verso il basso e generato uno scenario alternativo potenzialmente quasi-recessivo. La gestione americana delle controversie commerciali ha chiarito che i dazi già attuati difficilmente verranno eliminati e/o ridotti, mentre **tutto l'impianto di accordi bilaterali e multilaterali in vigore potrebbe essere modificato senza preavviso**, sradicando il *framework* operativo costruito negli ultimi decenni e introducendo un'incertezza di fondo che persisterà anche in caso di raggiungimento di accordi.

Nonostante l'aumento dei rischi e il peggioramento dello scenario globale, modifichiamo solo marginalmente lo **scenario centrale per il 2019-20**, mantenendo una previsione di crescita di **2,5% nel 2019** e limando di un decimo **per il 2020, a 1,7%** dalla precedente previsione di 1,8%. Il significativo allentamento delle condizioni finanziarie già in atto e l'aspettativa di due tagli dei tassi da parte della Fed entro inizio 2020 dovrebbero compensare gli effetti dei dazi e dell'incertezza. Gran parte dei dazi e di loro effetti erano già parte delle previsioni precedenti.

Il **cambiamento del contesto globale, con una possibilità concreta di guerra mondiale dei dazi**, ha però un risvolto importante per le previsioni 2019-20, dato che genera uno **scenario alternativo molto negativo** con una moderata probabilità di realizzazione, e sposta il bilancio dei rischi verso il basso. Per questo, oltre allo scenario centrale di rallentamento contenuto e di prosecuzione della ripresa americana, consideriamo anche uno scenario negativo (*worst case scenario*, WCS) in cui in autunno gli USA introducono dazi generalizzati sul settore auto e aprono la strada a possibili diffuse ritorsioni, mettendo a rischio la sopravvivenza del ciclo attuale. Nel caso di WCS, a nostro avviso la Fed entrerebbe in modalità espansiva, e non solo più preventiva, attuando **una sequenza di tagli dei tassi consecutivi**, portando i fed funds fra 1 e 1,5% ed evitando una possibile recessione. Il sentiero dei tassi nel nostro WCS è vicino a quello che sconta oggi il mercato (future fed funds a 1,38% a gennaio 2021). Le conseguenze sulla crescita 2020 di una vera escalation dei dazi sarebbero mitigate dalle **misure di stimolo monetario**, e gli effetti netti sulla crescita del PIL nel 2020 sarebbero 2-3 decimi in meno rispetto allo scenario centrale. L'entità di eventuali ritorsioni da parte dei partner commerciali, al momento difficile da prevedere, potrebbe rendere però più negativo il quadro 2020.

1. Scenario centrale: attuati i dazi su tutto l'import cinese, tregua sugli altri fronti. Il nostro scenario centrale per il 2019-20 ipotizza che in estate vengano imposti anche i dazi del 25% sui restanti 325 mld di dollari di importazioni dalla Cina, con un effetto di freno sul 2020 di 0,1 pp.

La crescita resterà sostenuta dai **consumi**, con il supporto di variabili tutte orientate positivamente: mercato del lavoro al pieno impiego, prospettive occupazionali favorevoli, dinamica del reddito da lavoro su un trend moderato ma sostenibile e positivo in termini reali, risparmio e ricchezza netta su livelli storicamente elevati, condizioni finanziarie accomodanti. La dinamica occupazionale dovrebbe ridursi, verso 80-100 mila posti al mese, in linea con la crescita della forza lavoro. Inoltre, una parte del rallentamento dell'inflazione è di natura strutturale, e libera potere d'acquisto delle famiglie compensando eventuali rialzi dei prezzi determinati dai dazi. Questi fattori dovrebbero limitare il rallentamento dei consumi previsto per il 2020. Dopo un primo semestre volatile per via dello *shutdown*, il **2019 dovrebbe chiudersi con una crescita della spesa delle famiglie di 2,5%, in rallentamento a 2,1% nel 2020.**

L'incertezza generata dai dazi e la frenata del commercio hanno ricadute negative sul settore manifatturiero e sulle decisioni di investimento delle imprese che, nonostante la riduzione dei rendimenti, stanno frenando. Questa è la componente della domanda con maggiori rischi verso

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

il basso e potenziali ricadute negative sul ciclo. La previsione per gli **investimenti fissi non residenziali** è di rallentamento della crescita a **3,2% nel 2019 e 2,1% nel 2020**.

Il **canale estero** dovrebbe essere circa neutrale nel 2019, in parte per l'entrata debole dell'import a inizio 2019, e dare un contributo negativo (-0,2pp) nel 2020.

La **politica fiscale** sarà determinante per il 2020. A settembre scadono le leggi di spesa che hanno fornito stimolo nel 2018-19, con un aggiramento dei limiti del Budget Control Act (BCA) del 2011. Il nostro scenario prevede che la spesa 2020-21 non torni ai livelli previsti dal BCA, ma includa nel 2020 una **modesta espansione rispetto al 2019**. Questa previsione non è esente da rischi, perché richiede un accordo fra Camera, Senato e Presidente entro l'estate.

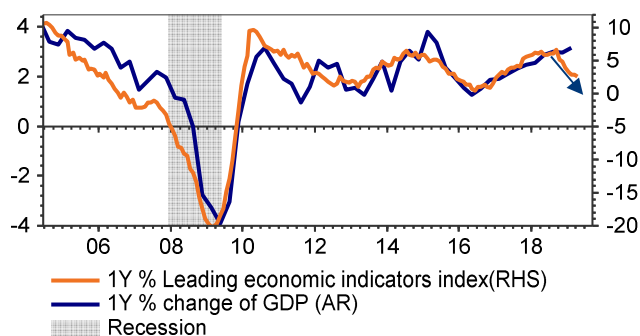
La **Fed è diventata il "follower" nel gioco fra autorità di policy**. Nel 2018, a fronte del massiccio stimolo fiscale, il FOMC ha alzato i tassi per ridurre i rischi di surriscaldamento. Nel 2019-20, la Fed risponderà agli effetti restrittivi della politica commerciale interrompendo la pausa sui tassi e intervenendo in modo preventivo per evitare un eccessivo rallentamento della crescita. La nostra previsione è che **fra l'estate 2019 e inizio 2020 la Fed tagli due volte i tassi**, per riportare i fed funds in territorio espansivo. La disponibilità ad agire in modo preventivo con tagli di assicurazione alla fine di un lungo ciclo è un netto cambiamento rispetto alla media del passato (con l'eccezione dei tagli del 1995 e del 1998) e dà sostegno alla previsione di sopravvivenza della ripresa, e di probabilità ancora relativamente bassa di una recessione nel prossimo biennio.

2. Scenario alternativo: scoppia la guerra dei dazi. L'evoluzione recente della politica commerciale USA ha aumentato considerevolmente la probabilità di un "*worst case scenario*" nel 2020, che potrebbe scatenarsi con l'imposizione in autunno di **dazi del 25% sulle importazioni di auto e parti**, e con effetti rilevanti sulla crescita, potenzialmente anche sull'inflazione. In questo caso, con un freno di circa 0,3pp al PIL USA, inizierebbe un vero e proprio ciclo espansivo dei tassi (almeno 4 tagli) e un rallentamento della crescita USA a 1,4/1,5% nel 2020. In realtà, c'è un **continuum di scenari intermedi possibili**, fra quello centrale e il WCS. Gli eventuali dazi sul settore auto potrebbero essere limitati su base geografica (esenzione di Canada e Messico), e/o in termini di aggregati (solo auto, esenzione della componentistica), con effetti più modesti sulla crescita USA. Tuttavia, l'aumento di incertezza, l'indebolimento della ripresa mondiale e il cambiamento dei cicli produttivi (shock negativo all'offerta) potrebbero diventare la causa di una recessione globale, particolarmente rischiosa in una fase in cui le politiche monetarie sono vicine al limite dei tassi a zero.

Previsioni	2018	2019p	2020p	2019p									2020p		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3		
PIL (prezzi costanti ,a/a)	2.9	2.5	1.7	2.9	3.0	3.0	3.2	2.5	2.1	2.0	1.7	1.7	1.6		
- trim./trim. annualizzato				4.2	3.4	2.2	3.1	1.3	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5		
Consumi privati	2.6	2.5	2.1	3.8	3.5	2.5	1.3	3.3	2.5	1.9	1.8	2.0	2.0		
IFL - privati non residenziali	6.9	3.2	2.1	8.7	2.5	5.4	2.3	1.5	2.9	2.5	1.5	1.8	2.5		
IFL - privati residenziali	-0.3	-2.2	0.9	-1.3	-3.6	-4.7	-3.5	-0.8	1.3	1.0	0.8	1.0	1.0		
Consumi e inv. pubblici	1.5	1.7	1.3	2.5	2.6	-0.4	2.5	2.0	2.2	1.4	1.1	1.4	0.3		
Esportazioni	4.0	1.7	2.1	9.3	-4.9	1.8	4.8	-0.8	2.1	2.3	2.1	2.3	2.8		
Importazioni	4.5	1.3	2.8	-0.6	9.3	2.0	-2.5	-0.8	3.3	2.8	3.2	3.0	3.1		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.2	-0.1	-1.5	2.7	0.2	0.6	-0.9	-0.2	-0.1	0.3	-0.1	-0.1		
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.5	-2.6												
Deficit Federale (% PIL)	-6.5	-6.4	-6.8												
Debito pubblico (% PIL)	138.5	139.1	141.0												
CPI (a/a)	2.4	1.9	2.0	2.7	2.6	2.2	1.6	1.9	2.0	2.0	2.3	1.8	1.8		
Produzione Industriale (a/a)	3.9	0.9	1.6	1.1	1.3	1.0	-0.5	-0.3	0.0	0.5	0.5	0.6	0.6		
Disoccupazione (%)	3.9	3.6	3.5	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.5	3.5	3.5	3.3	3.5		
Federal Funds (%)	1.9	2.4	2.0	1.8	2.0	2.3	2.5	2.5	2.5	2.3	2.1	2.0	2.0		

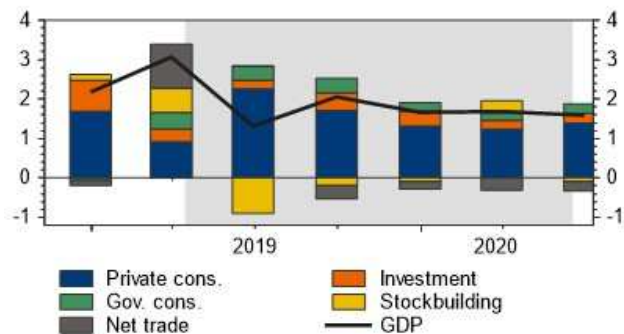
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il rallentamento è scritto...



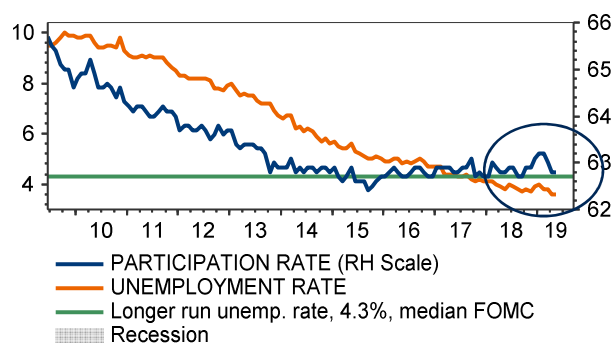
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ... quanto rapida sarà la discesa?



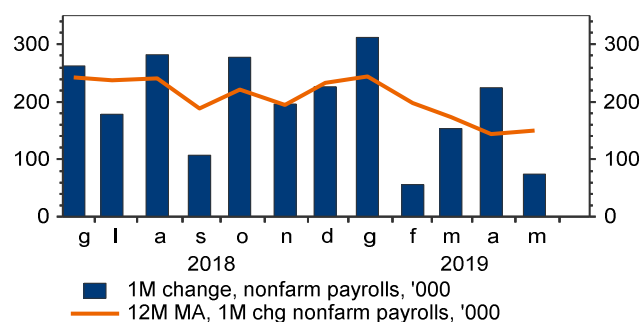
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il tasso di disoccupazione resta sui minimi dalla fine del 1969



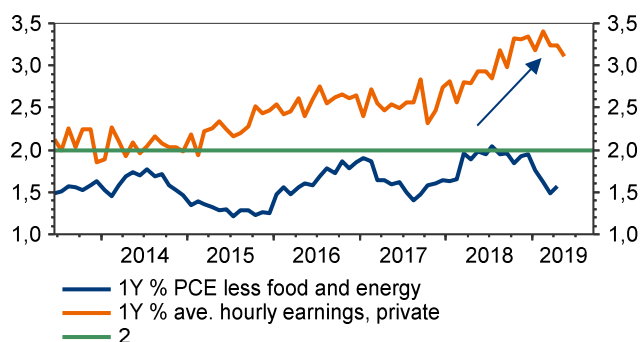
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Crescita media mensile degli occupati sempre elevata, ma in rallentamento da inizio 2019



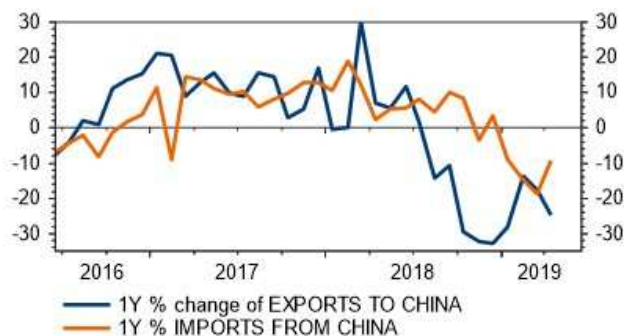
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Dinamica salariale in netta accelerazione, inflazione core sempre vicina al 2%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – I dazi colpiscono import ed export, e il deficit commerciale con la Cina continua a crescere

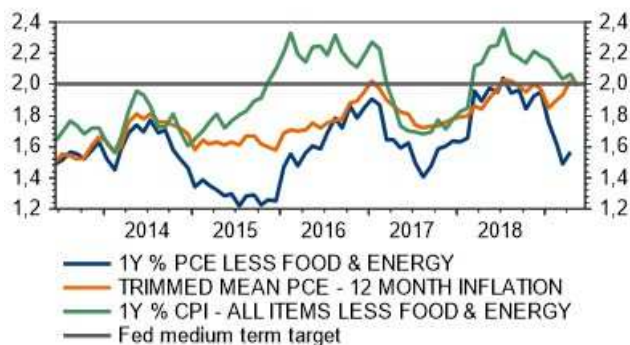


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

Fig. 7 – L’inflazione core lascia spazio per tagli dei tassi preventivi



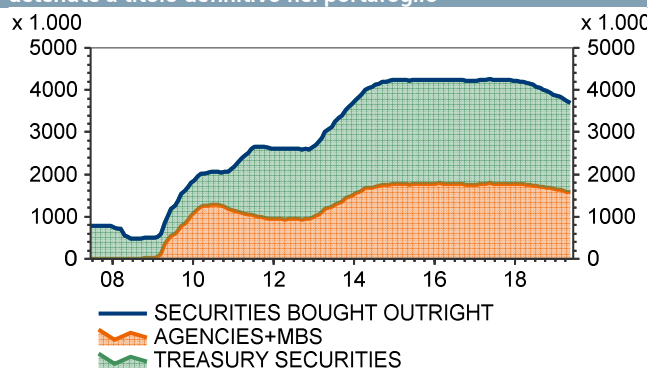
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 8 – La Fed è preoccupata per la debolezza delle aspettative di inflazione



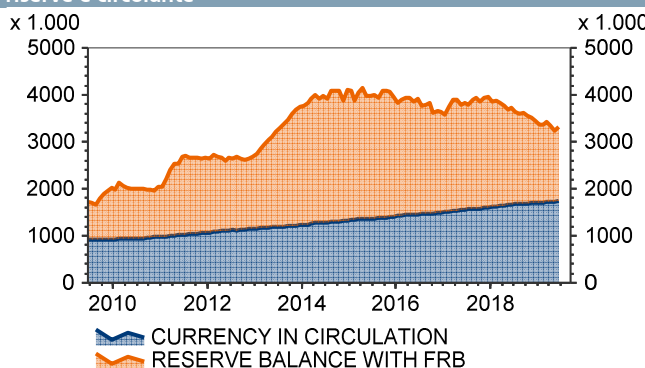
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 9 – Principali voci dell’attivo del bilancio della Fed: attività detenute a titolo definitivo nel portafoglio



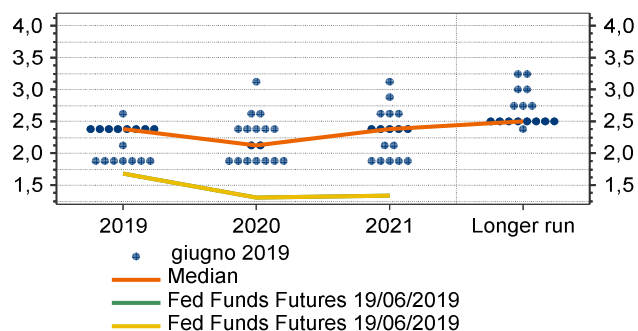
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 – Principali voci del passivo del bilancio della Fed: riserve e circolante



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Proiezioni dei tassi: il FOMC prevede due tagli dei tassi entro il 2020, il mercato è sempre molto più aggressivo



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

Tab. 1 - Proiezioni economiche dei membri del Board della Federal Reserve e dei Presidenti delle Federal Reserve Bank regionali – giugno 2019

Variables	Median			Longer run
	2019	2020	2021	
Change in real GDP	2.1	2.0	1.8	1.9
March projection	2.1	1.9	1.8	1.9
Unemployment rate	3.6	3.7	3.8	4.2
March projection	3.7	3.8	3.9	4.3
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0
March projection	1.8	2.0	2.0	2.0
Core PCE	1.8	1.9	2.0	
March projection	2.0	2.0	2.0	
Federal funds rate	2.4	2.1	2.4	2.5
March projection	2.4	2.6	2.6	2.8

Nota: PIL e deflatore: variazione 4° trim/4° trim. Tasso di disoccupazione: media 4° trim. Fonte: Federal Reserve Board

Area euro: crescita poco sotto il trend, ampia incertezza

Nei mesi invernali l'economia dell'Eurozona ha sorpreso per vigore. Il PIL è avanzato di 0,4% t/t ma non durerà. Il rimbalzo è in parte dovuto a una normalizzazione della dinamica congiunturale in Germania e Italia, dopo l'andamento eccezionalmente debole di fine 2018 legato alle sorti dei settori auto ed elettronica nonché a fattori climatici. Le indagini di fiducia della Commissione UE e PMI hanno perso quota tra dicembre e aprile e nei mesi primaverili si sono assestate sui livelli del 1° trimestre. Il quadro, però, rimane incerto: servizi e commercio al dettaglio restano in espansione moderata (v. Fig. 1) ma non sono ancora emersi segnali di riaccelerazione nel manifatturiero. I dati di produzione industriale di aprile confermano la debolezza del comparto: la crescita acquisita per l'output manifatturiero è di -0,8% t/t nella media area euro ma anche in Germania e Italia potrebbe vedersi una contrazione pronunciata (v. Fig. 2). **Il livello recente degli indici di fiducia compositi e della produzione industriale indica un tasso di crescita del PIL tra 0,2% t/t e 0,4% t/t, più debole rispetto ai ritmi dei primi mesi dell'anno**, quando si è visto un rimbalzo della dinamica congiunturale grazie alla normalizzazione della crescita, in particolare in Germania e Italia, dopo la debolezza di fine 2018 dovuta in parte a fattori temporanei.

Anna Maria Grimaldi

Difficilmente la domanda globale riaccelererà nella seconda metà del 2019. Export debole

La debolezza del manifatturiero e del PIL è chiaramente dovuta all'andamento del commercio internazionale negli ultimi nove mesi. I dati recenti segnalano un lieve recupero a partire da inizio 2019 (v. Fig. 4). Tuttavia, il dettaglio del PMI per l'industria e dell'indagine della Commissione non fa certo sperare in un rimbalzo della domanda di export rivolta alla zona euro (v. Fig. 5). L'esito dei negoziati tra Stati Uniti e Cina (con aumento dei dazi al 25% su tutte le importazioni dalla Cina e relativa controffensiva della tigre asiatica) era inaspettato. **Le simulazioni effettuate con il modello Oxford Economics suggeriscono che l'impatto sulla crescita del PIL dell'Eurozona è di un paio di decimi in due anni**, in assenza di una risposta di politica monetaria e/o fiscale. La nostra valutazione è che una riaccelerazione della crescita dell'area euro nella seconda metà del 2019 a 0,35% t/t sia poco probabile. Abbiamo quindi **limitato il profilo trimestrale incorporando una crescita media di 0,3% t/t fino a fine 2020**. Di riflesso le stime di crescita media annua risultano più deboli di un decimo nel 2019 (1,1%) e nel 2020 (1,3%). **Il nostro scenario di base, quindi, è che la zona euro cresca stabilmente appena sotto il potenziale stimato all'1,5% dalla Commissione UE**. Ma segnaliamo un ampio **margin di incertezza**. **Lo scenario, difatti, si basa su ipotesi fragili**: 1) che l'Amministrazione americana non apra nuovi fronti di tensioni; 2) che non vengano imposti dazi del 25% sulle vendite di auto verso gli Stati Uniti; 2) che la risposta di policy negli Stati Uniti sia sufficiente a scongiurare il rischio recessione; 3) che il rallentamento cinese resti ordinato nel prossimo anno; 4) che un'eventuale uscita senza accordo del Regno Unito dall'UE non crei un'onda d'urto sul continente; 5) che l'Italia concordi una politica fiscale più prudente con la Commissione Europea evitando un allargamento dello spread e tensioni sul debito.

Non è da escludere che l'Amministrazione americana apra altri fronti di conflitto, e in particolare sposti l'attenzione verso l'Unione Europea, dal momento che dopo la Cina l'UE (Germania in primis) è il secondo partner, nei confronti del quale gli Stati Uniti esibiscono il più ampio deficit commerciale. È possibile che si arrivi a un approccio più cooperativo dal momento che il fine ultimo dell'Amministrazione americana è quello di abbassare i dazi dell'UE sulle importazioni americane, in particolare di prodotti agricoli, mentre nel caso della Cina c'è in gioco la supremazia.

In uno scenario avverso in cui i negoziati sfocino in un aumento delle tariffe sulle auto al 25% l'impatto sulla crescita del PIL Eurozona sarebbe -0,1/-0,2%. L'istituto tedesco IFO¹ a febbraio stimava che dazi del 25% sulle auto avrebbero un impatto di 5 miliardi (0,2% del PIL) per effetto di un calo delle vendite di auto verso gli Stati Uniti di circa il 50% (a 17 miliardi dagli attuali 34). L'impatto per l'Unione Europea è stimato intorno ai 9 miliardi (-0,1%). Le nostre simulazioni, con *Oxford Economics*, che assumono un aumento dei dazi sulle auto del 6%, indicano un impatto simile.

Per quanto riguarda la dinamica di **petrolio e cambio ci aspettiamo un contributo neutrale**. Il prezzo del greggio dovrebbe aggirarsi sui 70 dollari al barile, poco variato in media rispetto al 2018. Il cambio è visto pressoché stabile intorno a 1,12 contro dollaro e anche in termini effettivi.

Il **commercio internazionale farà da freno sull'orizzonte di previsione, sottraendo in media uno 0,3% all'anno alla crescita del PIL**. Le esportazioni sono attese rallentare al 2,8% quest'anno e al 2,6% nel 2020, dal 3,2% del 2018. Le importazioni sono attese in crescita del 3,0% dal 3,2% del 2018. Sarà ancora la domanda interna a sostenere la crescita e compensare l'effetto di freno dal commercio estero. In particolare, i consumi sono attesi avanzare ancora dell'1,4%, ma molto dipenderà dalla tenuta della dinamica occupazionale, che è già in parte rallentata (v. Figg. 9 e 10) ma che pensiamo possa ancora crescere vicino all'1,0% nel 2019. I salari nominali sono accelerati nel 2018 al 2,1% da un precedente 1,7%. Nel 2019-20, pensiamo che i salari possano crescere del 2,2%, ma non ci aspettiamo un'accelerazione ulteriore dal momento che la riduzione dell'eccesso di offerta (*slack*) nel mercato del lavoro rallenterà. La dinamica del reddito disponibile reale dovrebbe aggirarsi intorno all'1,3%, dal momento che l'inflazione dovrebbe salire solo di poco all'1,4% nel 2020 (v. sotto). Parziale sostegno alla dinamica del reddito disponibile arriverà dalla politica fiscale.

Gli **investimenti fissi sono sostenuti da una crescita dei profitti ancora positiva**, da condizioni finanziarie accomodanti e dall'utilizzo ancora elevato della capacità produttiva, ma l'incertezza che circonda lo scenario internazionale e anche interno all'area potrebbe fare da freno. **Le prospettive per le costruzioni** restano ancora positive, ma ci aspettiamo un rallentamento al 2,0% rispetto al 2,9% del 2018.

L'**inflazione** complessiva è tornata indietro a maggio all' 1,2% dopo la fiammata all'1,7% sul rialzo dei prezzi di servizi ricreativi, in particolare in Germania. L'inflazione *core* è confermata in calo di tre decimi all'1,0%. Nei prossimi mesi, l'inflazione si muoverà lateralmente intorno a 1,2-1,3%. In autunno, è probabile che l'inflazione scenda sotto l'1,0% su di un effetto base sfavorevole ma dovrebbe trattarsi di un fenomeno isolato. Ci aspettiamo che l'inflazione si aggiri in media all'1,3% quest'anno e risalga solo all'1,4% nel 2020. Rispetto a tre mesi fa abbiamo tagliato le previsioni di due decimi. I rischi per la dinamica inflazionistica sono verso il basso: in assenza di un rialzo duraturo dei prezzi interni, difficilmente l'inflazione complessiva potrà stabilizzarsi al target. La dinamica del costo del lavoro è rallentata a fine 2018 ma potrebbe essere un fenomeno temporaneo. Tuttavia, con una crescita al (o al di sotto del) potenziale, lo *slack* nell'economia potrebbe riallargarsi (secondo le stime recenti della Commissione UE e OCSE, v. Fig. 12), con il rischio che la risalita dei prezzi *core* possa rallentare. Le attese delle imprese sono di graduale risalita dei prezzi di vendita, ma le attese di inflazione di mercato derivate dai contratti a termine a 5 anni sono tornate sui minimi dal 2015, quando la BCE avviò il QE (v. Fig. 13). Un aumento dei prezzi interni rimane chiave per garantire la convergenza

Petrolio e cambio circa neutrali

Sarà ancora la domanda interna a sostenere la crescita

Consumi sostenuti da occupazione e politica fiscale espansiva

L'incertezza potrebbe pesare sugli investimenti aziendali.

Costruzioni ancora solide

Inflazione ancora bassa nel 2020

¹ Si veda "Effects of new US auto tariffs on German exports and on industry value added around the world", 15 febbraio 2019.

dell'inflazione *headline* al target nel medio periodo, anche con le nostre ipotesi di tenuta del prezzo del greggio in area 70-75 dollari al barile nei prossimi due anni, più aggressive delle stime di consenso e dei prezzi impliciti nei contratti a termine.

Le politiche economiche resteranno di supporto al ciclo. La BCE, preso atto dell'andamento più debole delle attese del ciclo economico, alla riunione di giugno ha rivisto la *guidance* sui tassi e rinviato l'avvio della normalizzazione alla seconda metà del 2020. Il mercato sconta oggi un possibile ritocco all'ingiù dei tassi ufficiali, aspettativa che si è rafforzata dopo il discorso del presidente Draghi al Forum di Sintra. In, tale occasione, il presidente della BCE ha dichiarato che "in assenza di miglioramenti, in modo tale da minacciare il ritorno dell'inflazione al nostro scopo, saranno necessari ulteriori stimoli" e ha prospettato un riesame della situazione già alla riunione di luglio del consiglio direttivo. Le opzioni di intervento menzionate da Draghi includono (i) un potenziamento della *forward guidance*, (ii) ulteriori tagli dei tassi ufficiali, (iii) interventi sull'APP, in particolare modificandone i limiti oggi presenti.

Il passo più probabile ci pare al momento un potenziamento della *forward guidance*, eventualmente accompagnato da un immediato allentamento dei vincoli all'APP. Soltanto in caso di mancata riaccelerazione della crescita nei prossimi mesi la BCE potrebbe poi considerare di riaprire il programma di acquisto titoli o limare i tassi ufficiali. Non dimentichiamoci che la BCE ha già annunciato un nuovo programma di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III). Le condizioni delle nuove aste TLTRO III annunciate a giugno scorso sono ancora vantaggiose per parti del sistema bancario. Il tasso potrà variare tra un massimo pari al Refi prevalente nella vita dell'operazione, +10 punti base, fino a un minimo del tasso sui depositi +10 punti base, se le banche prenditrici saranno particolarmente virtuose nel rispettare un dato *benchmark* di crescita degli impieghi. Notiamo anche che il Comitato Esecutivo della BCE cambierà volto nei prossimi mesi. È già venuto a termine il mandato di Praet, uno tra i membri più cauti, sostituito da Lane; a fine ottobre andrà via Draghi e poco dopo Coeuré. L'*inflation bias* all'interno del Board potrebbe cambiare, in base alle nomine che saranno fatte.

Le **politiche fiscali diventeranno più espansive nel 2019** in Germania, Italia, Francia e Spagna (v. Fig. 14). Mentre la virtuosa Germania ha margine per spingere ancora di più sulla leva fiscale, Francia e Italia hanno scelto di sostenere il ciclo in rottura con le regole di Bruxelles. Per quanto concerne il processo di riforme europeo e una maggiore integrazione fiscale, pensiamo che i progressi in questa legislatura europea saranno lenti date anche le tensioni tra Francia e Germania.

I rischi per lo scenario macro sono verso il basso nonostante le revisioni rispetto a marzo. La ragione è da ricercarsi nell'elevato grado di incertezza, in primis, sulle politiche tariffarie dell'Amministrazione americana e le loro ripercussioni sui flussi di scambio, quindi sulla tenuta della crescita cinese e degli Stati Uniti. Altro elemento di incertezza non trascurabile è come evolveranno i negoziati su Brexit. Il rischio di un'uscita senza accordo non è rientrato. Pensiamo, inoltre, sia aumentato il rischio di tensioni sul debito italiano nonostante i numeri di crescita più forti del previsto. Le posizioni dell'Esecutivo in carica in tema di politiche fiscali restano favorevoli a un ulteriore allentamento dei vincoli di bilancio. Vi sono però anche notizie moderatamente positive. Le indicazioni per i Paesi emergenti sono di riaccelerazione nel 2020. Un altro elemento positivo è rappresentato dal fatto che (come detto sopra) le condizioni finanziarie nella zona euro restano accomodanti.

La politica monetaria ha già spinto al massimo. A parte le modifiche alla *forward guidance*, restano solo la riapertura dell'APP e magari una limatura dei tassi

Politica fiscale moderatamente espansiva

Ampia incertezza sullo scenario

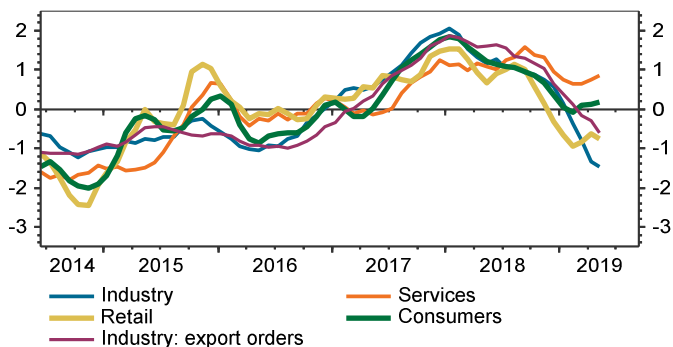
Scenario Macroeconomic

Giugno 2019

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018			2019p			2020p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.1	1.3	2.2	1.7	1.2	1.2	0.9	1.1	1.2	1.1	1.3	1.3
- t/t				0.4	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.3	1.3	1.3	0.1	0.1	0.3	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	3.3	2.9	1.7	1.6	0.5	1.4	1.1	-0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.0	1.1	1.1	0.4	0.0	0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	3.2	2.6	2.2	1.2	0.2	1.2	0.6	0.4	0.6	0.3	0.6	0.7	0.7
Importazioni	3.2	2.9	3.2	1.1	1.2	1.2	0.4	-0.1	1.0	1.0	1.0	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.4	0.3	-0.2	0.4	-0.4	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.5	3.3	3.0										
Deficit pubblico (% PIL)	-0.9	-0.9	-1.0										
Debito pubblico (% PIL)	87.1	85.8	84.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.8	1.3	1.5	1.7	2.1	1.9	1.4	1.4	1.1	1.3	1.6	1.4	1.4
Produzione industriale (a/a)	0.9	-0.2	1.2	2.2	0.5	-1.9	-0.4	-1.2	-0.6	1.2	1.1	1.6	1.3
Disoccupazione (ILO, %)	8.2	7.8	7.7	8.3	8.0	7.9	7.8	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7	7.7
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
EUR/USD	1.18	1.13	1.17	1.19	1.16	1.14	1.14	1.13	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17

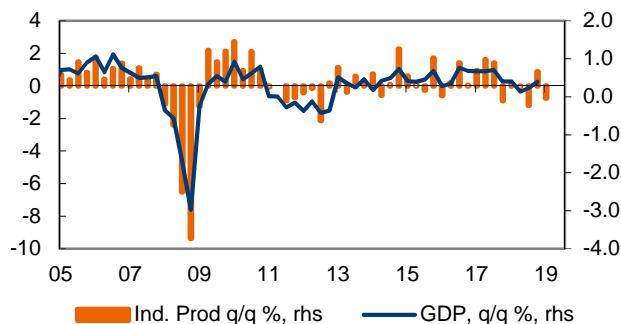
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Sono emersi segnali di ri-accelerazione nei servizi e nel commercio al dettaglio



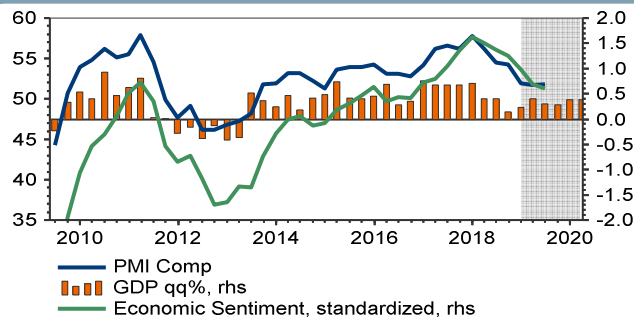
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – L'andamento della produzione industriale ad aprile suggerisce che il PIL potrebbe aver frenato a 0,2% t/t in primavera



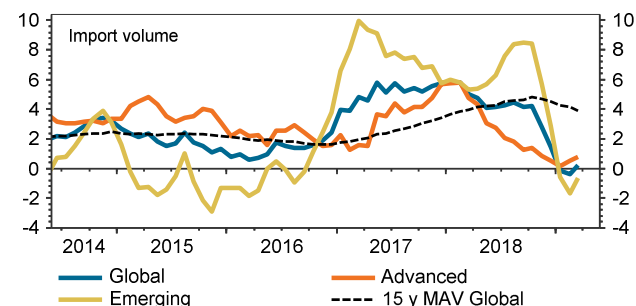
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – L'economia è debole ma forse si è passato un minimo locale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Il rimbalzo dell'export nei primi mesi dell'anno potrebbe rivelarsi effimero



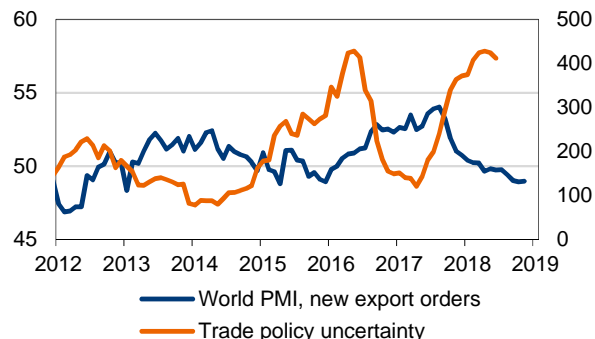
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Le indagini PMI e Commissione UE non segnalano una svolta dell'export Eurozona a breve



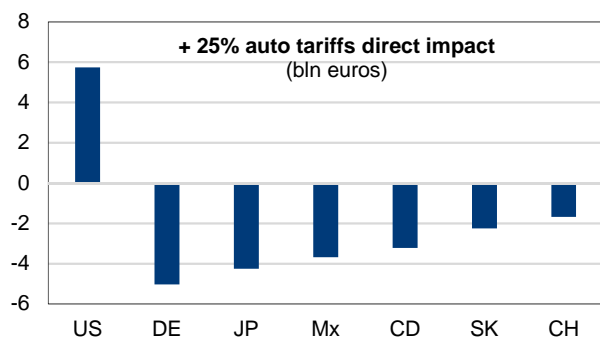
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – L'incertezza sulle politiche commerciali USA rimane elevata e peserà sui flussi commerciali



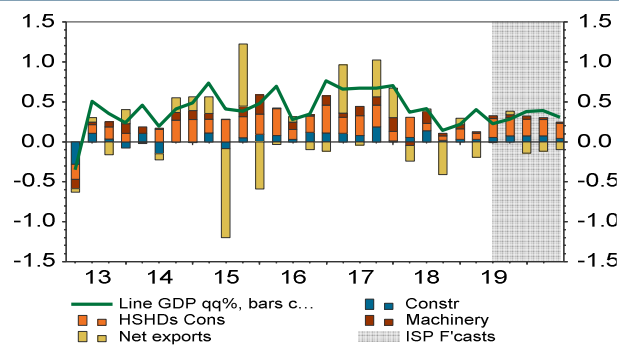
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – I dazi sulle auto potrebbero sottrarre fino a 5 miliardi al PIL tedesco (0,2% del PIL)



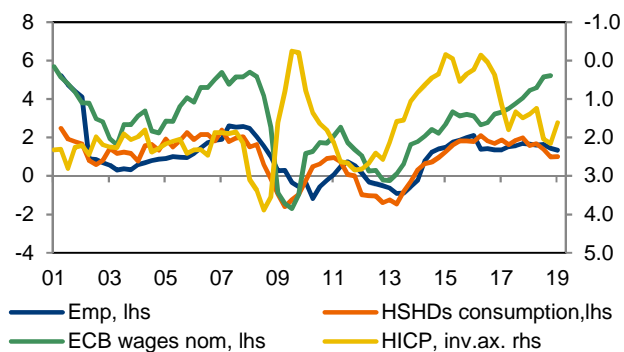
Fonte: IFO febbraio 2019

Fig. 8 – La crescita continuerà ad essere sostenuta dalla domanda interna



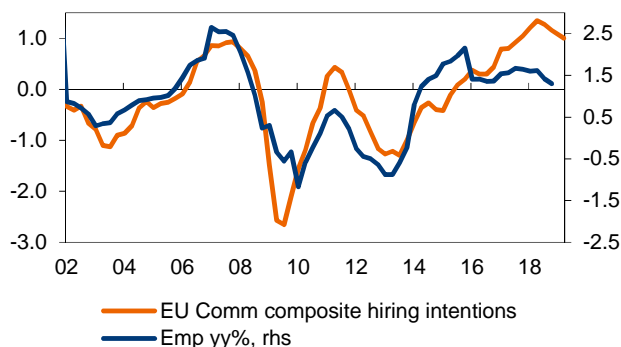
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Consumi solidi finché terrà il mercato del lavoro



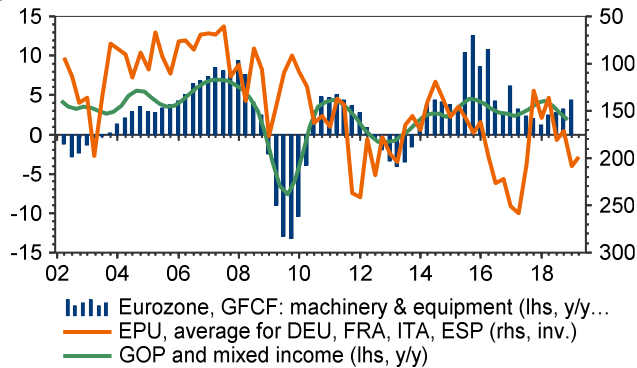
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Le indicazioni recenti restano incoraggianti: crescita degli occupati, anche se meno sostenuta rispetto al periodo recente



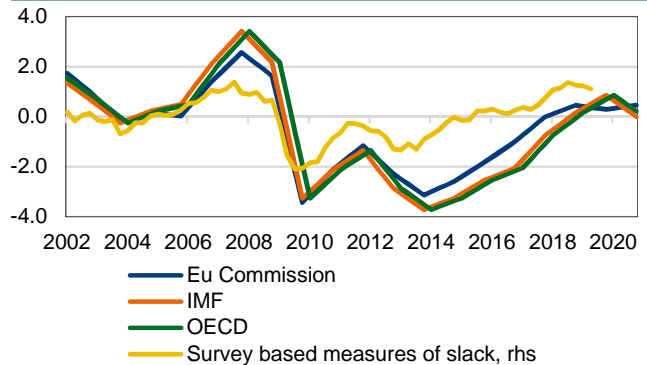
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Investimenti: i fondamentali tengono ma l'incertezza potrebbe fare da freno



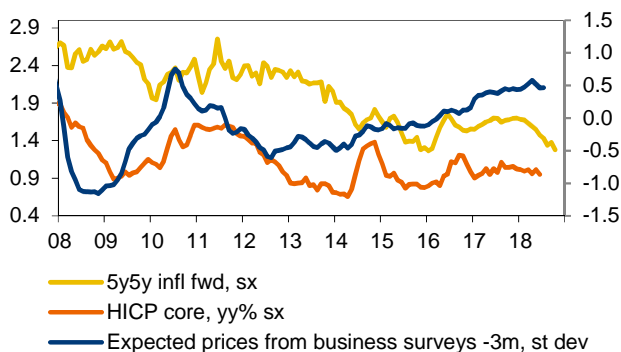
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Output gap non più positivo



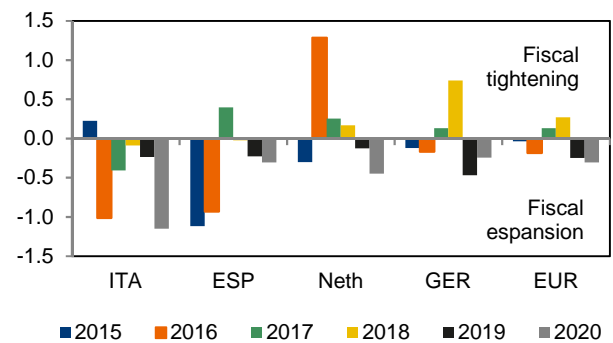
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Inflazione bassa, attese sui prezzi di mercato di nuovo sui minimi dal 2015, quando la BCE lanciò il QE



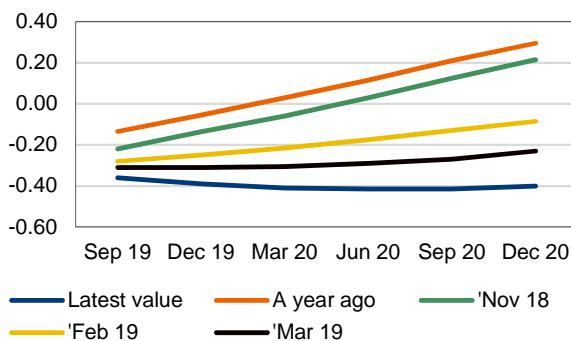
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Politiche fiscali più espansive



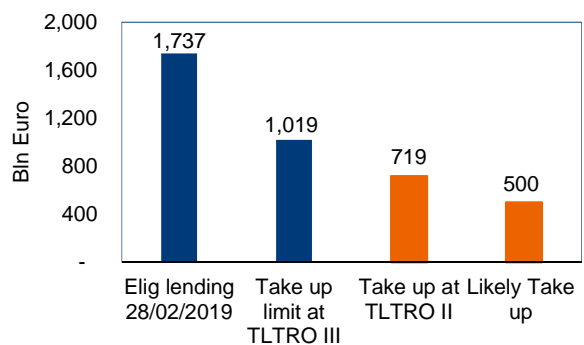
Fonte: Commissione UE, previsioni di primavera

Fig. 15 – Politica monetaria: tassi a zero fino al 2020 inoltrato



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 16 – Pensiamo che le TLTRO III vedranno un take-up di circa 500 miliardi perché le condizioni di tasso resteranno generose



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Germania: crescita inferiore al trend

Dopo circa quattro anni di crescita al di sopra del potenziale, la crescita tedesca ha iniziato a frenare dall'estate del 2018. Come è noto, il rallentamento della seconda metà dello scorso anno è spiegato dal calo più duraturo del previsto del comparto auto (v. Fig. 1) per le difficoltà di adattare le linee produttive alla nuova normativa WLTP sulle auto diesel. La produzione di auto è già rimbalzata a inizio 2019 (v. Fig. 1), contribuendo al recupero del PIL di (0,7% t/t). Sulla dinamica del 1° trimestre ha anche influito la crescita solida degli investimenti aziendali e della spesa in costruzioni, grazie a condizioni climatiche particolarmente favorevoli. Nel 2° trimestre la crescita tornerà a essere molto più bassa: per la produzione manifatturiera al momento si prospetta una contrazione di 1,5% t/t nel 2° trimestre, dopo i dati di aprile. Anche ipotizzando un rimbalzo in maggio e giugno, difficilmente il PIL potrà crescere più di 0,2% t/t nel trimestre primaverile, e non si deve escludere la possibilità di una variazione nulla o marginalmente negativa. Le indagini di clima PMI e IFO tra aprile e maggio hanno segnalato una stabilizzazione della crescita su livelli modesti (0,0-0,2% t/t) anche nei mesi estivi. Il dettaglio settoriale indica che servizi e commercio al dettaglio restano solidi e in lieve accelerazione rispetto a inizio 2019, ma che il manifatturiero resterà debole (v. Fig. 3), a causa della tendenza recente del commercio mondiale (v. Figg. 4 e 5). La crescita nel biennio in corso risentirà del rallentamento dell'export a fronte di una domanda interna che resterà solida, sebbene strutturalmente destinata a perdere impulso nel prossimo futuro (v. sotto). Nonostante i fondamentali ancora solidi, **il PIL crescerà di appena 0,8% nel 2019. Nel 2020, potrebbe esservi una riaccelerazione a 1,4%** (1,8% tenendo conto degli effetti di calendario). Il ritmo di crescita, quindi, per buona parte dell'orizzonte di previsione si manterrà al di sotto del potenziale. Rispetto a tre mesi fa abbiamo tagliato di circa tre decimi le stime per il 2019 e di un decimo la previsione per il 2020.

Sull'orizzonte di previsione, il commercio estero frenerà la crescita del PIL di 0,5% all'anno. Le esportazioni sono attese in frenata a 1,6% nel 2019 dal 2,2% dello scorso anno, dal momento che le indagini di fiducia e PMI globale suggeriscono una dinamica fiacca nei mesi centrali dell'anno. Per il 2020 prevediamo una riaccelerazione appena sopra il 2%. Le importazioni sono attese in crescita a ritmi più sostenuti (2,9%), considerato che la domanda interna dovrebbe restare solida. Nei prossimi anni, la quota di beni importati nella produzione tedesca è attesa aumentare ancora, dal momento che la Germania diverrà ancora più integrata nella catena del valore globale. Inoltre, il costo del lavoro è salito più che nel resto della zona euro; la perdita di competitività potrebbe spostare la domanda verso beni di importazione. **Il saldo di parte corrente dovrebbe quindi ridursi dal 7,4% del 2018 fino al 6,7% nel 2020.**

La **caratteristica del ciclo recente sarà la dicotomia tra domanda estera debole e domanda interna ancora robusta, grazie ai fondamentali solidi.** In particolare, i consumi privati resteranno sia quest'anno che il prossimo il principale motore di crescita. Tuttavia, è ragionevole aspettarsi una normalizzazione dopo l'1,2% t/t di inizio anno, spiegato dal rimbalzo delle vendite di auto dopo la debolezza di fine 2018. Quest'effetto dovrebbe riassorbirsi, ma la forte entrata nell'anno consentirà comunque un'accelerazione in media annua. Nel 2020, ci aspettiamo un rallentamento all'1,5%, dal momento che anche la crescita del reddito disponibile reale è attesa moderare progressivamente sull'orizzonte di previsione dal 2,8% del 2018 all'1,7% del 2020. La crescita degli occupati non può proseguire ai ritmi recenti (1,3%) visto che il mercato del lavoro è al pieno impiego; di riflesso, ci aspettiamo un rallentamento a 0,7%. I vincoli di offerta si faranno più stringenti nei prossimi anni. Gli sviluppi demografici stanno frenando la crescita della forza lavoro. L'aumento della partecipazione femminile e della forza lavoro immigrata riusciranno a contrastare solo in parte l'effetto dell'invecchiamento della popolazione. Le stime della Bundesbank indicano una crescita della forza lavoro prossima a zero dal 2020 in avanti dall'1,0% del 2018. Il tasso di disoccupazione si muoverà poco dai minimi recenti (5,0%). La crescita dei salari negoziali resterà poco al di sotto del 3,0%. Gli accordi recenti, con impatto anche sul 2020, prevedono aumenti salariali sostenuti. Sul 2020, pesa però un *wage drift* negativo per effetto di clausole di lunga durata inserite nel precedente round negoziale. Inoltre, con il ritorno ad una ripartizione paritaria dei costi dell'assicurazione sanitaria è difficile che le imprese accordino anche aumenti di benefici retributivi sotto forma di premi di produzione. Il costo del lavoro è atteso in crescita di circa il 3% sull'orizzonte di previsione. L'inflazione è attesa

Anna Maria Grimaldi

Il rimbalzo di inizio anno è una normalizzazione della crescita dopo la debolezza di fine 2018 legata in particolare all'auto

Consumi privati solidi ma i ritmi di crescita del biennio precedente non sono ripetibili

Occupazione in lieve rallentamento

Crescita sostenuta di salari e costo del lavoro

Ancora in attesa di un rialzo dei prezzi

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

all'1,4% nel 2019 dall'1,7% dello scorso anno, in parte per il rallentamento del costo dell'energia e di effetti base di freno a inizio anno. L'accelerazione di salari e costo del lavoro dovrebbe spingere l'inflazione *core* in area 1,7% nel 2020.

Ci aspettiamo un contributo dai consumi pubblici che sono visti accelerare all'1,5% nel 2019 e all'1,9% nel 2020, la legge di budget prevede aumenti di spesa in infrastrutture, *childcare*, istruzione e sicurezza. Da queste voci di spesa dovrebbe venire il principale impulso di politica fiscale a livello centrale e locale.

Consumi pubblici in aumento

I vincoli di capacità con cui il Paese ha operato negli ultimi dodici mesi dovrebbero continuare a spingere la dinamica degli investimenti aziendali ma, come per i consumi, è difficile che si ripeta il ritmo di espansione di inizio anno. Sulla spesa in macchinari ha giocato un effetto recupero dopo la debolezza di fine 2018. **Condizioni finanziarie ancora accomodanti dovrebbero controbilanciare il rallentamento della domanda nel manifatturiero solo parzialmente.** Ci aspettiamo, quindi, una crescita media del 2,2% nel 2019, dopo il 3,1% del 2018. Ci attendiamo **proseguire l'espansione delle costruzioni** (2,9% nel 2019 dopo il 2,5% del 2018), dato l'andamento di ordini e permessi (v. Fig. 9) anche se è ragionevole una correzione nei mesi centrali dell'anno dopo il balzo anomalo del 1° trimestre dovuto a fattori climatici.

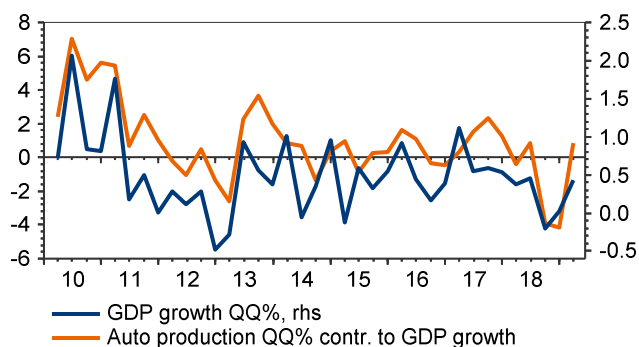
È indubbio che i rischi per la crescita permangono e derivano in primis dal commercio internazionale e dall'incertezza sulle politiche americane in tema di dazi e tariffe. **La Germania vanta un eccesso di risparmio pubblico e privato che può fare da ammortizzatore in caso di protratto rallentamento della domanda estera.** Non si riscontrano eccessi nella dinamica del credito o nell'aumento del prezzo di asset reali o finanziari che possano far temere in una svolta più negativa e più duratura dell'economia tedesca. Inoltre, **la leva della politica fiscale può essere usata in modo più attivo.** I conti pubblici hanno chiuso con un saldo di bilancio in surplus (1,7% in termini nominali e 1,4% al netto del ciclo) e debito in calo al 61% nel 3° trimestre 2018 dal 67% del 2017. Nel biennio in corso sono previste misure moderatamente espansive, il saldo di bilancio, rimarrà, in ogni caso, in forte surplus (sia nominale che strutturale): 1,3% da 1,7% il saldo nominale e 0,9% da 1,4% il saldo strutturale, beneficiando ancora di bassi tassi di interesse ed entrate tributarie poco variare. Il debito è atteso scendere sotto la soglia del 60% già quest'anno.

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

Previsioni	2018			2019p			2020p						
	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.4	0.8	1.4	2.0	1.2	0.6	0.7	0.3	0.9	1.2	1.1	1.4	1.4
- t/t				0.5	-0.2	0.0	0.4	0.0	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4
Consumi privati	1.1	1.9	1.5	0.3	-0.1	0.3	1.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.8	2.5	2.5	0.6	0.4	0.8	1.1	-0.2	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
Consumi pubblici	1.0	1.5	1.9	0.7	-0.3	1.3	-0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Esportazioni	2.2	1.6	2.2	0.8	-0.9	0.6	1.0	0.0	0.4	0.6	0.5	0.7	0.6
Importazioni	3.4	2.9	2.8	1.5	1.3	0.7	0.7	0.3	0.4	1.0	1.0	0.7	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.6	-0.2	0.3	0.8	-0.6	-0.6	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	7.4	6.7	6.5										
Deficit pubblico (% PIL)	1.0	0.8	0.6										
Debito pubblico (% PIL)	60.9	58.4	55.6										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.9	1.3	1.4	1.9	2.2	2.1	1.6	1.6	1.0	1.2	2.1	1.4	1.2
Produzione industriale (a/a)	0.8	-1.1	0.7	2.2	-0.1	-2.0	-0.9	-2.9	-1.0	0.4	-0.3	1.6	1.2
Disoccupazione (ILO, %)	5.2	5.0	5.1	5.2	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1
Tasso a 10 anni (%)	0.44	-0.12	-0.21	0.48	0.33	0.36	0.10	-0.10	-0.24	-0.24	-0.24	-0.22	-0.20

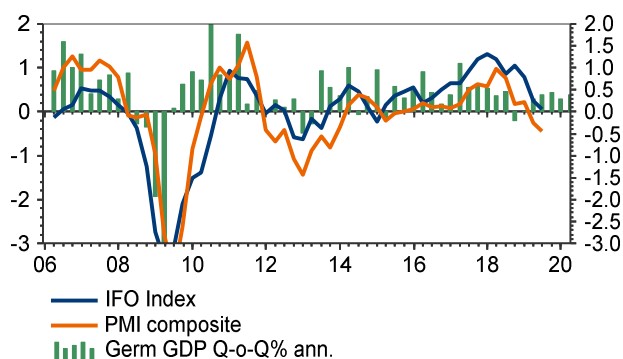
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'effetto freno dal comparto auto è rientrato



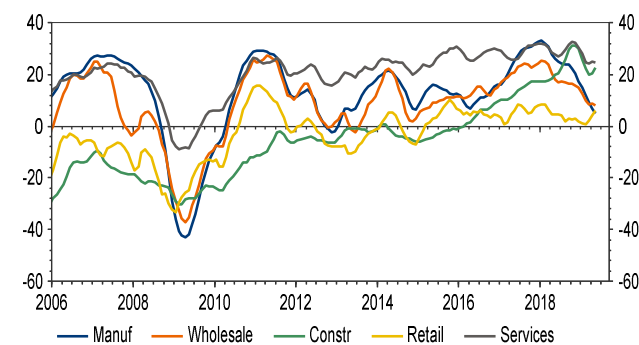
Fonte: Markit, IFO e ricerca Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – PMI e IFO: rischi verso il basso per le nostre previsioni di crescita del PIL intorno a 0,3% t/t nel 2° e 3° trimestre



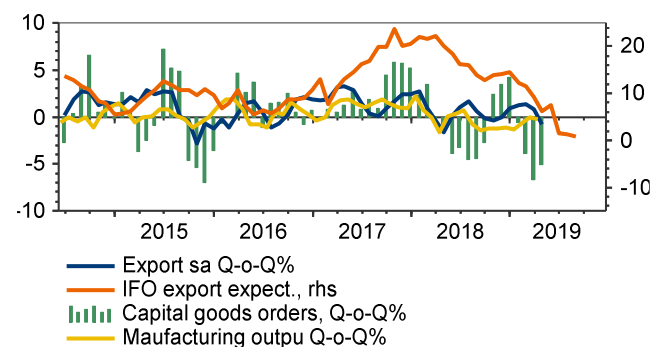
Fonte: Markit e ricerca Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Servizi e commercio solidi e in modesta riaccelerazione, manifatturiero debole a causa...



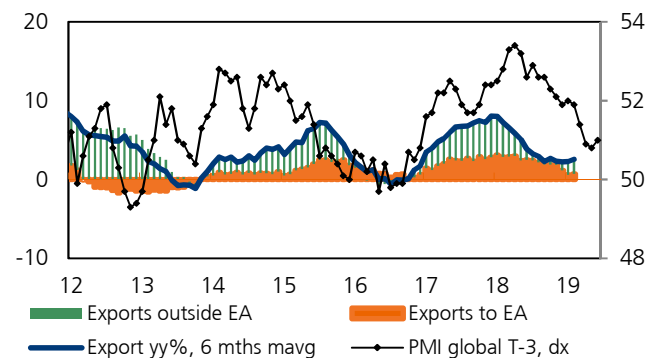
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ... della tendenza recente del commercio mondiale



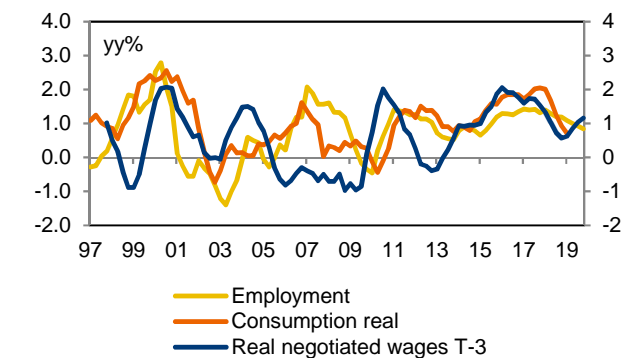
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Il peggio per l'export dovrebbe essere alle spalle



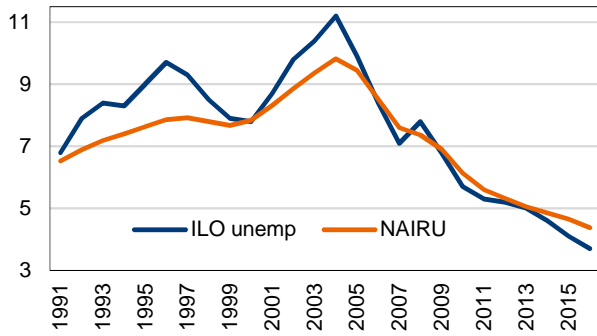
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Crescita ancora sostenuta da consumi solidi



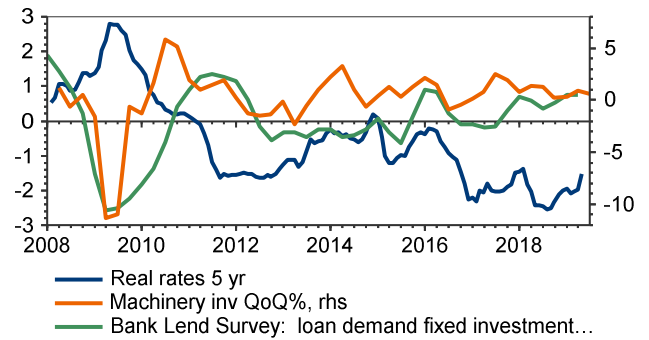
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Il mercato del lavoro è al pieno impiego



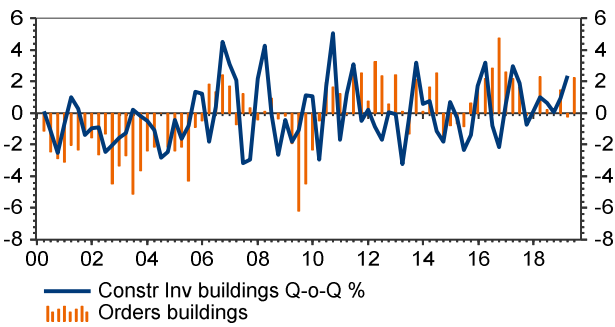
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – In teoria il ciclo di capex può proseguire, ma l'incertezza potrebbe frenare le decisioni di spesa



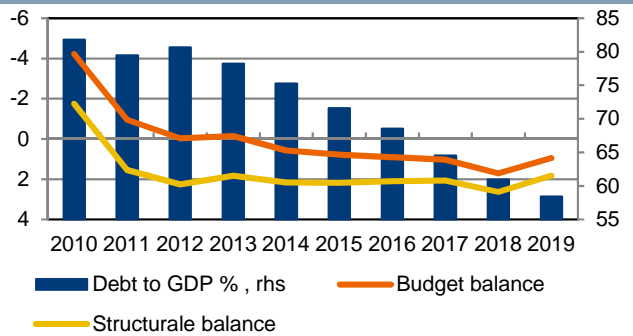
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – La politica fiscale verrà in aiuto



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Francia: crescita ormai in linea con il potenziale

La lettura finale conferma che il PIL nel terzo trimestre è avanzato solo di 0,3% segnando un rallentamento dallo 0,4% t/t del quarto trimestre 2018, con un contributo prevalente della domanda interna (0,4) e delle scorte (0,4) che hanno più che compensato la quasi stagnazione del canale estero. La crescita acquisita si porta a 0,8%. Confermiamo quindi la nostra stima per il 2019 di una **crescita in rallentamento all'1,4% dall'1,7% del 2018**, al di sopra della media Eurozona. Per il 2020 stimiamo ancora un'espansione attorno a 1,4-1,5%, ormai vicina al potenziale. I rischi appaiono nel complesso bilanciati.

Per il trimestre in corso prevediamo una accelerazione di un decimo a 0,4% t/t su spinta ancora della domanda interna. I **consumi** delle famiglie sono visti espandersi a un buon ritmo in primavera, stimiamo di 0,5% t/t dopo la stagnazione dell'inverno: gli indicatori di fiducia confermano che il morale delle famiglie sta migliorando da aprile, con una media trimestrale ora circa attorno a 97 da 94 di gennaio-marzo. In media annua i consumi sono visti in accelerazione all'1,3% dallo 0,8% del 2018. L'anno prossimo i consumi accelereranno grazie alla spinta derivante dal taglio delle tasse di cinque miliardi di euro voluto dal presidente Macron.

Il comparto **manifatturiero** potrebbe stagnare nel trimestre in corso: l'ingresso nel secondo trimestre, infatti, è stato compromesso dal crollo della produzione di marzo (-1,1% m/m), che lascia l'output in rotta per una quasi stagnazione (0,1-0,2% t/t da 1,1% t/t). Nel primo trimestre l'industria francese si è dimostrata più resiliente di quella di altri paesi, Germania inclusa, ma in questo trimestre stiamo registrando un contraccolpo che potrebbe preludere poi a una nuova fase espansiva dalla metà dell'anno in poi. Gli indicatori di fiducia nel manifatturiero confermano un marginale rallentamento di passo, scendendo a 102 da 103. In media annua prevediamo la **produzione industriale** in espansione però circa attorno all'1,5% dallo 0,3% del 2018. Nei **servizi** l'attività dopo aver rallentato a cavallo d'anno ha ripreso in primavera ad avanzare e al momento risulta più dinamica rispetto al manifatturiero. Infine, il comparto **edilizio** mantiene il trend espansivo dell'inverno come confermato dagli indici di fiducia.

Gli **investimenti fissi** sono attesi rallentare quest'anno al 2,5% dal 2,8%. Nel primo trimestre c'è stato un primo rallentamento da 0,6% t/t a 0,5% t/t, spiegato dalla componente produttiva che è passata da 0,8% t/t a 0,7% t/t mentre quella privata ha stagnato dopo la contrazione di dicembre; gli investimenti del comparto pubblico hanno però compensato abbassando la variazione complessiva solo a 0,5% t/t da 0,6% t/t. Il contesto nei prossimi mesi rimarrà di supporto agli investimenti sia domestici che esteri, in particolare quelli produttivi, come confermano anche gli indicatori di fiducia, ma prevediamo una normalizzazione tra 2019 e 2020. Gli indicatori di fiducia confermano le intenzioni di nuovi investimenti produttivi sia domestici sia esteri.

Le maggiori turbolenze alla crescita stanno provenendo dal **canale estero**, che nel primo trimestre ha aggiunto solo un decimo alla crescita. La minaccia di sanzioni e dazi al settore auto europeo potrebbe concretizzarsi a fine anno, ma già ora l'economia europea ha risentito dell'impatto dei dazi sulla Cina. Finora le **esportazioni** sono aumentate nell'inverno da 3,3% t/t a 3,6% t/t ma sono attese rallentare nel trimestre in corso e in maniera più pronunciata dopo l'autunno quando riteniamo che il dossier auto verrà affrontato. Le **importazioni**, d'altro canto, sono in rafforzamento (da 1,0% t/t del 4 trimestre a 3,1% t/t del 1 trimestre) e pensiamo andranno ulteriormente crescendo supportate dai consumi vivaci e dal potere d'acquisto in avanzamento delle famiglie grazie alla bassa inflazione e all'alleggerimento fiscale. Confermiamo quindi che il contributo alla crescita dell'export per il 2019 si rivelerà negativo.

Guido Valerio Ceoloni

L'economia francese si dimostra più resiliente del previsto

I consumi rimangono il principale vettore della crescita e sono in accelerazione quest'anno

Manifatturiero resiliente rispetto alla media europea, servizi e costruzioni positivi

La componente investimenti rimane ben posizionata ma quest'anno il trend è in rallentamento

Contributo negativo dell'export quest'anno a causa delle guerre commerciali e dall'aumento dei consumi interni

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

Il sentiero dei prezzi sta dando segnali di rallentamento oltre le attese iniziali, con l'**inflazione** che a maggio si è portata a 0,9%, ai minimi annui. La componente *core* sta altresì rallentando, toccando anche qui un minimo a maggio di 0,1%; non è attesa salire oltre lo 0,5% nel 2019 da 0,6% del 2018; mentre nel 2020 è prevista solo una discreta accelerazione verso l'1%. L'inflazione sta rallentando dal 2,1% dello scorso anno all'1,3%, ma nel 2020 potrebbe risalire leggermente verso l'1,4%. Il mercato del lavoro è migliorato anche nel primo trimestre, con un calo della **disoccupazione** di un decimo all'8,7%. Nel corso dell'anno potremmo vedere un calo di altri uno/due decimi per una media annua all'8,6-8,7% dal 9,1% del 2018, ancora al di sopra della media Eurozona. L'occupazione è in fase di normalizzazione.

Rivediamo al ribasso le stime di inflazione per quest'anno dall'1,3% all'1,1% per effetto della frenata dell'indice core

Disoccupazione in calo anche quest'anno

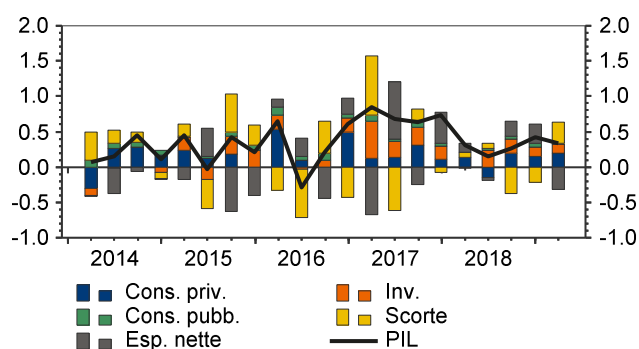
Lo scenario dei conti pubblici dovrebbe registrare uno sfioramento del **deficit** nominale al 3,1% quest'anno dal 2,5% del 2018 (rivisto al ribasso). Lo sfioramento del tetto del 3% quest'anno sarà dovuto alla parte non compensata dell'impatto della conversione della CICE, uno sgravio fiscale permanente a favore dei lavoratori dipendenti, e dalle misure una tantum annunciate ad aprile per scoraggiare le proteste dei gilet gialli. Il saldo strutturale, comunque, è atteso rimanere fermo al -2,6%. Dall'anno prossimo il deficit nominale è atteso tornare al 2,2% dopo l'esaurimento delle misure una tantum e per il supporto del ciclo. Il debito pubblico potrebbe toccare un picco del 99% quest'anno dal 98,9% del 2018 ma tornare a calare dal 2020. Nel complesso i rischi allo scenario risultano bilanciati: sul fronte interno, i gilet gialli costituiscono la maggior minaccia alle politiche di riforma di Macron, ma sembrano ad oggi in gran parte disinnescate. Sul fronte esterno permane l'incertezza legata alle guerre commerciali e alla Brexit.

Deficit nominale oltre il 3% per quest'anno ma saldo strutturale stabile al -2,6%

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018			2019p			2020p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.4	1.4	1.9	1.5	1.2	1.2	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
- t/t				0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.9	1.3	1.4	-0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.8	2.5	2.3	1.0	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Consumi pubblici	0.8	1.0	1.2	0.1	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.5	3.0	2.2	0.7	0.5	2.0	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Importazioni	1.2	3.2	2.4	0.8	-0.2	1.1	1.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.0	-0.1	0.1	-0.4	-0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.6	-0.6	-0.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.5	-3.1	-2.2										
Debito pubblico (% PIL)	98.4	99.0	98.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.1	1.3	1.4	2.1	2.6	2.2	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4
Produzione industriale (a/a)	0.3	1.5	1.6	0.4	0.2	-1.7	0.7	1.4	1.6	2.4	1.7	1.8	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	9.1	8.7	8.4	9.1	9.1	8.8	8.7	8.7	8.7	8.6	8.5	8.5	8.4

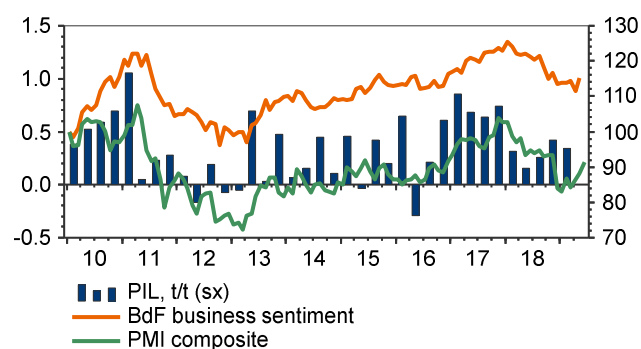
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



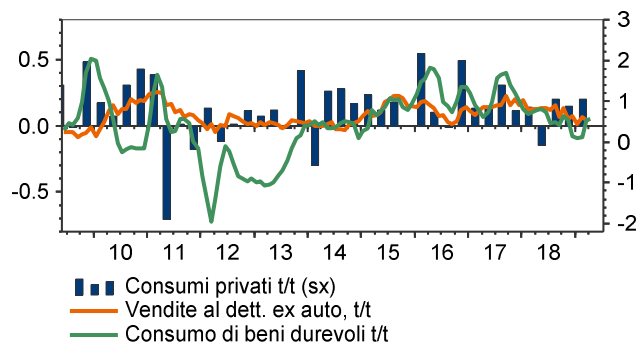
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



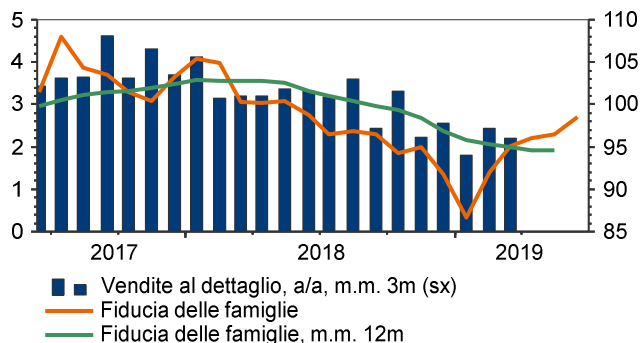
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



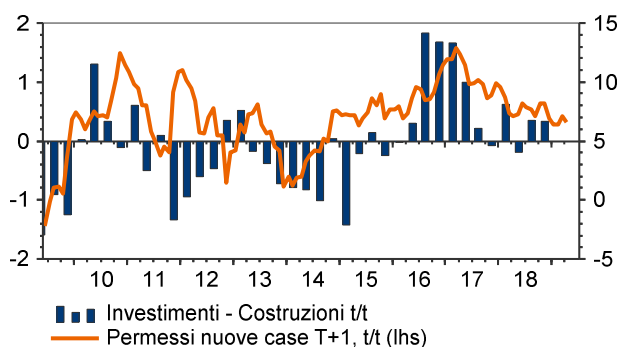
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



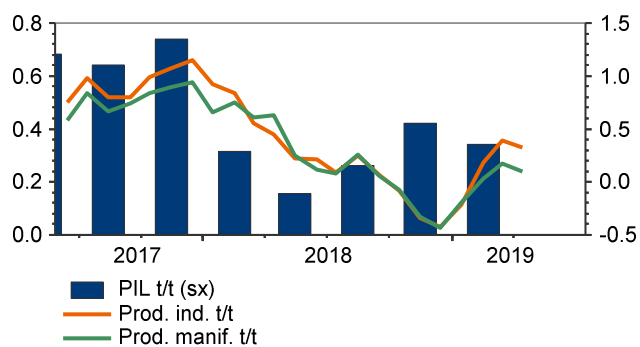
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



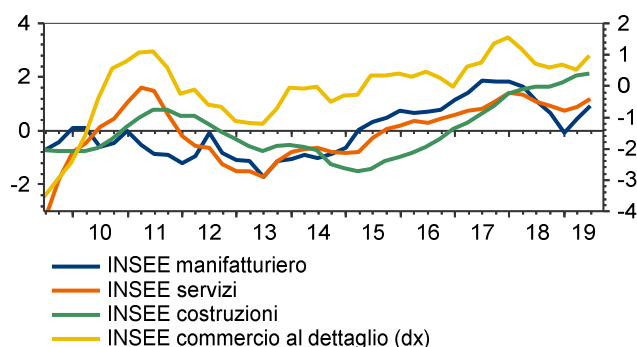
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



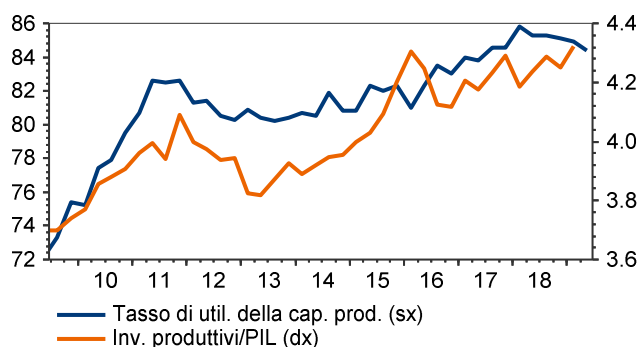
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



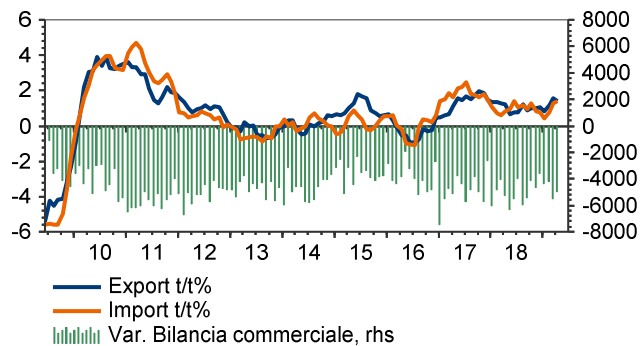
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



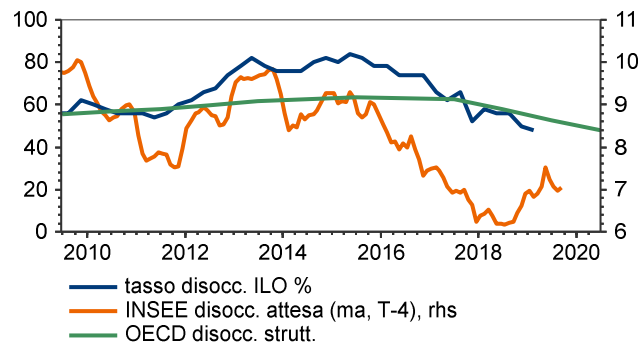
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



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

Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Italia: prevalgono i rischi al ribasso, più domestici che esogeni

Dopo un inizio d'anno incoraggiante, l'attività economica in Italia dovrebbe risultare più fiacca nei mesi primaverili (nella migliore delle ipotesi stagnante). Per il prosieguo dell'anno, manteniamo per ora una previsione di riaccelerazione del PIL, su ritmi di 0,1-0,2% t/t nel 2° semestre, ma nel periodo più recente sembrano aumentati i rischi al ribasso su tale scenario. È vero che le indagini di fiducia hanno evidenziato un piccolo rimbalzo nei mesi più recenti, tuttavia i livelli degli indici anticipatori ancora non appaiono coerenti con una significativa espansione, ma semmai con una stagnazione dell'attività. In effetti, il dato incoraggiante sul PIL a inizio anno (peraltro rivisto al ribasso in seconda battuta, da +0,2% a +0,1% t/t) appare più positivo rispetto alle indicazioni dalle *survey*, e potrebbe essere dovuto a fattori transitori (di calendario e meteorologici), che sembrano aver in qualche modo "spostato crescita" dal 2° al 1° trimestre 2019. Al di là della variabilità su base trimestrale, probabilmente come detto dovuta a fattori *una tantum*, il trend resta quello di un'attività economica sostanzialmente stagnante.

Paolo Mameli

Per il 2019, manteniamo per ora la previsione di una crescita del PIL di 0,2%, con rischi al ribasso dell'ordine di uno-due decimi, specie se il dato sul 2° trimestre dovesse risultare negativo e se il trimestre estivo non dovesse vedere una significativa riaccelerazione. Ci aspettiamo comunque quest'anno una dinamica positiva sia per la domanda interna che per quella estera (dell'ordine di circa mezzo punto in entrambi i casi), a fronte di un contributo significativamente negativo dalle scorte (il cui assottigliamento potrebbe essere dovuto alla rilevante incertezza che incombe sullo scenario sia internazionale che domestico, che spinge le imprese a sottodimensionare i magazzini). Stimiamo nell'anno corrente un contributo negativo dalle scorte di -0,8%: solo nel 2009 e nel 2012, anni di profonda recessione, si è avuto un apporto più negativo dai magazzini.

Sono aumentati i rischi al ribasso sulla previsione di crescita allo 0,2% nel 2019

Rivediamo al ribasso la stima di crescita per il 2020, da 0,7% a 0,5%, in considerazione dei rischi di natura sia internazionale, sia soprattutto domestica (vedi sotto). Confermiamo una sostanziale stagnazione degli **investimenti** nel biennio in corso, per via dell'incertezza ancora gravante sullo scenario. Rivediamo invece al ribasso la stima sui **consumi**, che ora stimiamo crescere nel 2020 allo stesso ritmo (moderato) dell'anno in corso (0,5%). Infatti, l'impatto sul potere d'acquisto delle famiglie del Reddito di Cittadinanza sarà inferiore al previsto, data la minore adesione al programma rispetto alle attese. Inoltre, l'occupazione sta perdendo slancio: la stimiamo in crescita di 0,2% nel biennio in corso, dopo l'1% medio dei 4 anni precedenti. L'**export netto** potrebbe anche l'anno prossimo sostenere la crescita, in forza di un differenziale di crescita sfavorevole rispetto alla media dei partner commerciali, anche se il contributo sarà inferiore rispetto a quello di quest'anno (stimiamo di un decimo nel 2020 dopo il mezzo punto del 2019). Vediamo un rallentamento dell'export (da 2,7% a 2,3%), a fronte di un'accelerazione per l'import (da 1,1% a 2,3%). Infine, dalle **scorte** potrebbe venire l'anno prossimo un contributo marginalmente positivo, dopo l'apporto fortemente negativo di quest'anno.

Rivediamo al ribasso la stima di crescita per il 2020, da 0,7% a 0,5%

Il principale rischio esogeno deriva dalle persistenti tensioni commerciali su scala mondiale, con la possibilità di una nuova *escalation* sul fronte dei dazi anche verso la UE, in particolare sul settore auto. Abbiamo simulato due possibili scenari nel modello *Oxford Economics Forecasting*: un primo scenario prevede che le misure restrittive riguardino solo il fronte USA-Cina, con l'estensione dei dazi punitivi a tutto l'import americano da Pechino, seguito da analogo ritorsione da parte del gigante asiatico. Il secondo scenario prevede invece che la guerra commerciale si allarghi al fronte con la UE, prevedendo dazi punitivi del 25% su auto e componentistica a partire dal 1° trimestre del 2020 (i dazi sulle auto colpirebbero, oltre ai Paesi UE, anche Giappone e Corea, ma non Canada e Messico). La rappresaglia da parte dei Paesi colpiti sarebbe della stessa entità. Le simulazioni non prevedono una risposta anti-ciclica da parte della politica fiscale o monetaria. Il risultato è che l'impatto del primo scenario sulla crescita del PIL italiano è relativamente modesto (inferiore al decimo di punto percentuale per tutto il

L'impatto della guerra commerciale è significativo solo in caso di dazi sulle auto

triennio), mentre l'effetto negativo del secondo scenario è più tangibile, pari a due decimi di punto in media nel biennio 2020-21 (v. Figura 9).

Il maggiore rischio che ancora incombe sullo scenario congiunturale resta però quello **quisitivamente domestico, legato all'evoluzione della politica fiscale**. Il cammino del Governo sul tema della finanza pubblica si presenta irto di ostacoli. Un primo scoglio è rappresentato dal **rischio di avvio ufficiale di una procedura d'infrazione europea per debito eccessivo**, che potrebbe materializzarsi alla riunione Eurogruppo-Ecofin del prossimo 8-9 luglio. L'esecutivo italiano ha manifestato la volontà di evitare la procedura, ribadendo però al contempo di non vedere necessità di una manovra correttiva e di avere tra le priorità un taglio della pressione fiscale. Nella lettera inviata il 19 giugno dal Governo all'Unione Europea non sono state fornite indicazioni riguardo a come riconciliare i due elementi, che per ora spingono in direzione contraria. La lettera si limita a citare un vago "programma complessivo di revisione della spesa corrente comprimibile e delle entrate, anche non tributarie" ancora in via di elaborazione. Secondo fonti di stampa, l'"assestamento" di bilancio proposto dal governo a Bruxelles comprenderebbe, oltre ai 2 miliardi di "congelamento" delle spese dei ministeri già pattuiti nell'accordo dello scorso dicembre, circa 3 miliardi di maggiori entrate tributarie (da dividendi di Bankitalia e partecipate, e da riscossione fiscale, presumibilmente grazie alla buona dinamica del gettito IVA, che sembrerebbe legata all'introduzione della fatturazione elettronica, e alle entrate superiori al previsto da condoni fiscali); a ciò si aggiungerebbero 2-3 miliardi derivanti da un'adesione inferiore alle attese al programma sul reddito di cittadinanza e alle misure di pensionamento anticipato. Tale "assestamento" consentirebbe di evitare una vera e propria manovra correttiva e porterebbe il deficit 2019 intorno al 2,1% (rispetto al 2,4% inserito nel DEF). Tuttavia, **il nodo principale resta quello del debito**, la cui discesa quest'anno nei piani del governo era legata a un massiccio piano di privatizzazioni (per un punto di PIL), di cui finora non c'è traccia. In assenza di ciò, il rapporto debito/PIL, dopo essere salito di otto decimi l'anno scorso, aumenterebbe nelle nostre stime di oltre un punto quest'anno, un'evoluzione evidentemente non in linea con le regole UE.

Si avvicina il momento della verità sul fronte della finanza pubblica...

In ogni caso, anche se il Governo riuscisse a superare questo primo scoglio, **i nodi verrebbero comunque al pettine nella prossima sessione di bilancio**. Come noto (v. Tabella 1), le risorse necessarie solo per tenere fede al quadro programmatico descritto nel DEF ammontano a circa 30 miliardi per l'anno prossimo. Se a queste si aggiungesse la cosiddetta "flat tax" proposta dalla Lega, stimata costare 12-15 miliardi, si supererebbero i 40 miliardi. Nelle stime della Commissione, poiché il saldo strutturale è visto peggiorare di ben 1,2% nel 2020, e poiché l'aggiustamento richiesto in teoria è pari a 0,6%, la correzione necessaria sarebbe dell'ordine di ben 1,8% del PIL (e questo senza considerare nuove misure aggiuntive).

In questo quadro, **non è ad oggi noto a quali misure di copertura il Governo intenda fare ricorso**. L'esecutivo ha più volte escluso di voler attivare l'aumento delle imposte indirette incluso nelle clausole di salvaguardia (supportato in tale proposito da una mozione parlamentare). Il DEF cita genericamente riduzioni di spesa causate da un "programma di revisione organica della spesa pubblica", e aumenti di entrate "che deriverebbero principalmente da misure volte a rafforzare il contrasto all'evasione fiscale". Si è più volte accennato anche al riordino delle *tax expenditures*, o a un taglio del cosiddetto "bonus Renzi", che però appaiono probabili solo in un quadro di rimodulazione in senso espansivo dell'Irpef.

Peraltro, **le scelte di politica fiscale dipenderanno evidentemente dall'evoluzione del quadro politico**: i rapporti di forza tra i due partiti di governo si sono ribaltati dopo le elezioni europee, a favore della Lega e a discapito del Movimento 5 Stelle. La Lega potrebbe essere dunque tentata di causare una crisi di governo, in quanto, in caso di nuove elezioni, avrebbe una ragionevole probabilità di ottenere la maggioranza dei seggi, con una coalizione di centro-destra (con Fratelli

...che si incrocia all'evoluzione del quadro politico

d'Italia e Forza Italia) o anche solo di destra (con Fratelli d'Italia). **Due sono gli scenari più probabili**, a nostro avviso:

- 1) **la Lega, forte del recente risultato elettorale, detta l'agenda di governo**, forzando la mano sulla "flat tax" e **imponendo un budget espansivo** (con ogni probabilità in violazione delle regole fiscali europee);
- 2) **in caso di resistenze, il risultato potrebbe essere una crisi di Governo con elezioni anticipate**. Praticamente l'unica finestra elettorale possibile nell'anno in corso appare la fine di settembre: un voto il 22 o il 29 settembre consentirebbe da un lato di evitare una campagna elettorale interamente "agostana", dall'altro di non interferire troppo con il processo di bilancio (la prima riunione del parlamento si terrebbe in quel caso entro il 12 o 19 ottobre). In quell'ipotesi, le camere dovrebbero essere sciolte in una data a partire dal 14 luglio. Considerato che in caso di caduta dell'esecutivo il Presidente della Repubblica, come da sue prerogative costituzionali, sonderà la possibilità di prolungare la legislatura, il *timing* più appropriato per una eventuale crisi di governo sarebbe inizio luglio. In altri termini, a nostro avviso se uno dei due partiti di governo intende causare una crisi, lo farà nel giro delle prossime due-tre settimane, trascorse le quali la finestra successiva per eventuali elezioni anticipate si sposta alla prossima primavera. In ogni caso, dopo il risultato delle consultazioni europee, la probabilità che il Governo porti al termine la legislatura appare essersi ridotta.

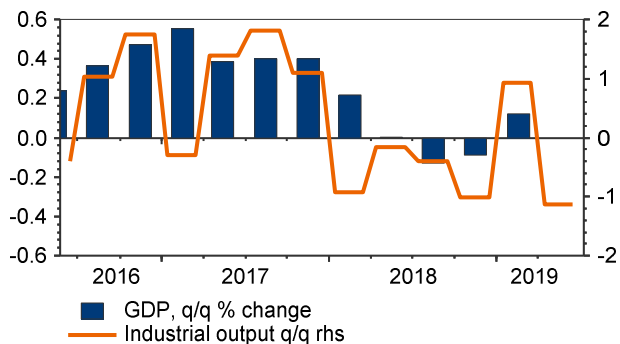
In entrambi gli scenari delineati, c'è il rischio concreto di un ritorno di momenti di tensione sui mercati finanziari, analoghi a quelli dello scorso autunno (ma in un contesto ciclico internazionale più debole e caratterizzato da maggiore incertezza). Tali tensioni potrebbero pesare sulla crescita. Di più, anche nel caso (che ad oggi appare, almeno sulla base delle dichiarazioni dei membri dell'esecutivo, meno probabile) in cui il governo accettasse di implementare una Legge di Bilancio restrittiva in ottemperanza almeno parziale alle prescrizioni della UE, **la stretta avrebbe anch'essa ripercussioni negative sulla crescita** (che pure potrebbero essere inferiori a quelle di un budget in deficit, specie se il mix di misure dovesse essere "virtuoso"). In ogni caso, l'evoluzione del quadro fiscale e politico resta la principale incognita gravante sullo scenario congiunturale italiano, e configura, pressoché in tutti gli scenari, significativi rischi al ribasso sulla crescita, verosimilmente a partire dalla parte finale del 2019 e con effetti anche sul 2020.

Pressoché in tutti gli scenari si configurano rischi sulla crescita, relativi sia alla seconda metà del 2019 che al 2020

Previsioni	2018			2019p			2020p						
	2	3	4	1	2	3	1	2	3				
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.2	0.5	1.0	0.5	0.0	-0.1	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5
- t/t				0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
Consumi privati	0.6	0.5	0.5	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Investimenti fissi	3.2	0.4	0.1	2.7	-1.2	0.6	0.6	-0.7	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3
Consumi pubblici	0.2	0.1	0.0	0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	1.4	2.7	2.3	0.8	1.1	1.4	0.2	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Importazioni	1.8	1.1	2.3	1.6	0.4	1.3	-1.5	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.8	0.1	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.5	2.9	2.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.1	-2.1	-3.1										
Debito pubblico (% PIL)	132.2	133.3	134.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.2	0.8	1.4	1.0	1.7	1.5	1.0	0.9	0.6	0.9	1.2	1.3	1.5
Produzione industriale (a/a)	0.5	-0.6	1.1	1.8	-0.4	-2.5	-0.7	-1.6	-0.7	0.7	0.2	1.7	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	10.6	10.3	10.4	10.7	10.3	10.6	10.4	10.2	10.3	10.4	10.5	10.5	10.4
Tasso a 10 anni (%)	2.59	2.62	2.98	2.24	2.83	3.29	2.71	2.47	2.54	2.77	2.95	2.99	3.00

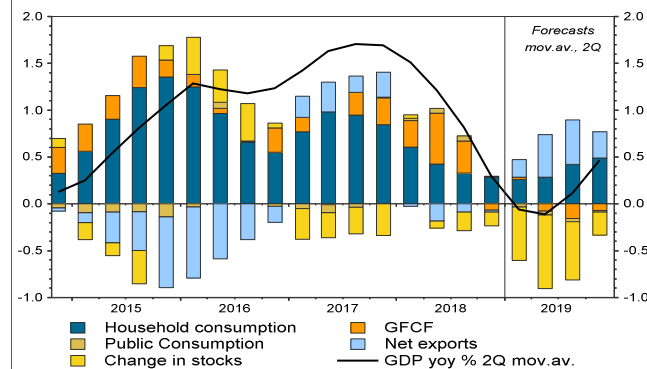
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'industria, che aveva spinto il PIL a inizio anno, dovrebbe tornare a frenare l'attività economica nel 2° trimestre



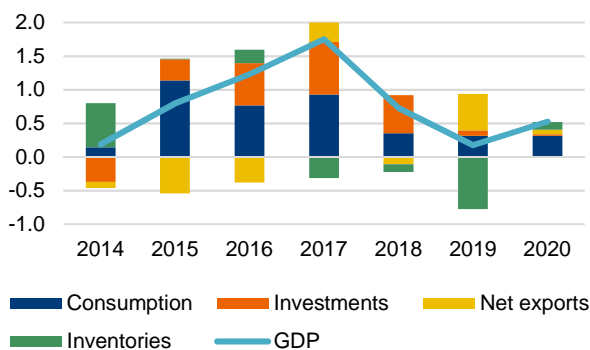
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue, dati annui. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Il profilo della crescita tendenziale dovrebbe comunque vedere un graduale miglioramento in corso d'anno



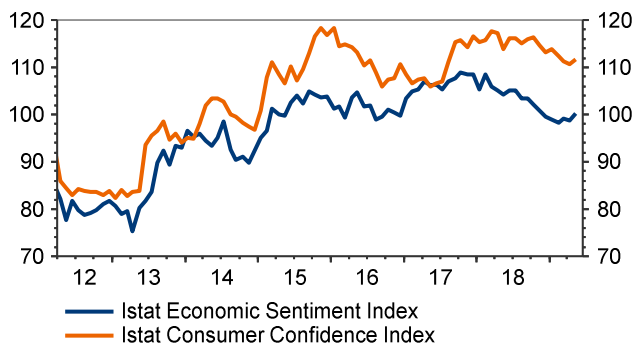
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % annue, medie a 2 trimestri, dati trimestrali. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Nel 2020 ci aspettiamo una crescita della domanda interna ed estera circa in linea con il 2019. Solo il venir meno del freno dalle scorte potrebbe consentire un'accelerazione



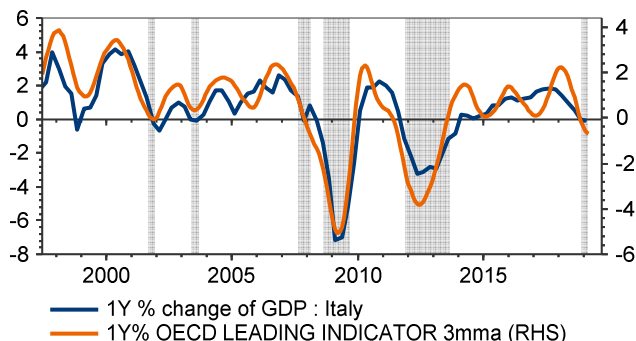
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue, dati annui. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – La fiducia di consumatori e imprese ha mostrato un marginale recupero negli ultimi mesi, ma ancora non coerente con una significativa accelerazione dell'attività



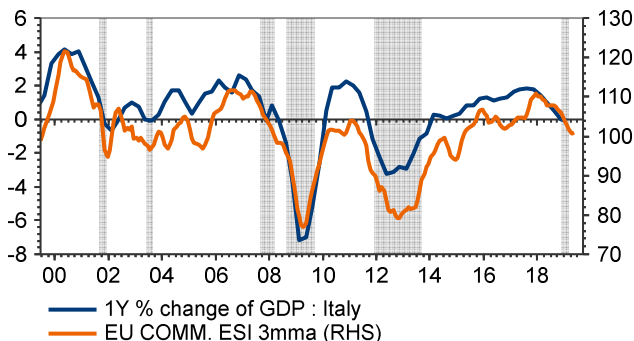
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Gli indici anticipatori sia dell'OCSE...



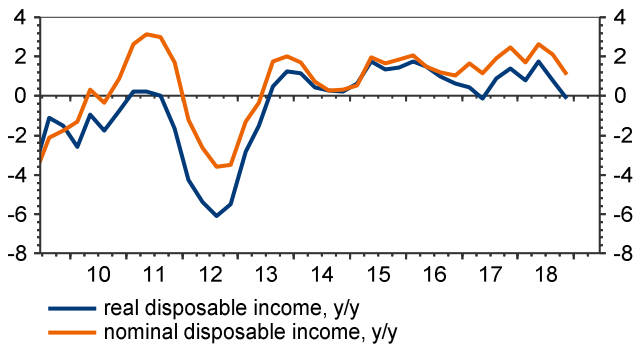
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ...che della Commissione UE ancora non segnalano una svolta in senso espansivo



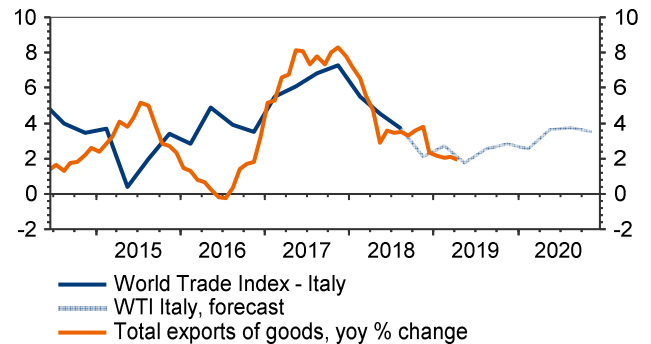
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La minore crescita occupazionale sta frenando il reddito disponibile delle famiglie (da cui verrà un impatto inferiore al previsto dal reddito di cittadinanza)



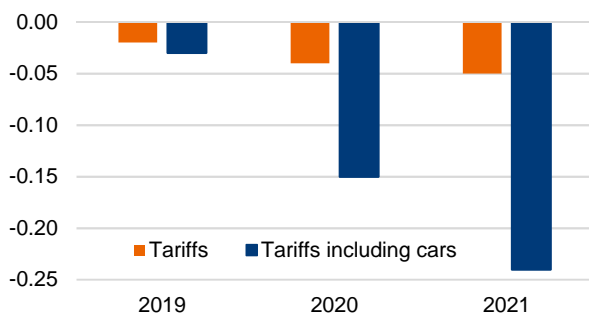
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – L'export rimarrà uno di motori di crescita, in quanto la domanda mondiale rivolta verso l'Italia è attesa in graduale miglioramento



Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Impatto sul PIL italiano di una *escalation* della guerra sui dazi (scenario base con dazi Usa-Cina e scenario peggiorativo con dazi estesi alle auto UE)



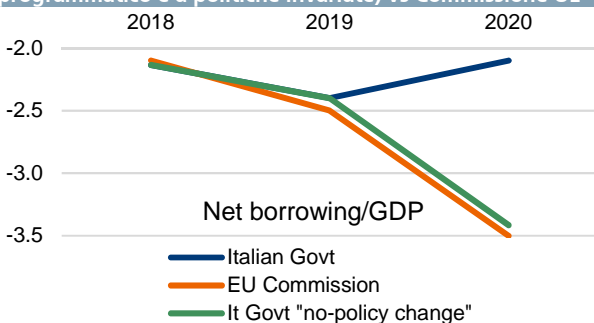
Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics

Tab. 1 – Risorse necessarie per ottenere la discesa progressiva del disavanzo programmata nel DEF (in miliardi di euro e in % del PIL)

	In miliardi			In % PIL		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Clauseole	23.1	28.8	28.8	1.3	1.5	1.5
Spese a politiche invariate	2.7	5.2	7.8	0.1	0.3	0.4
Investimenti pubblici	2.0	2.0	2.0	0.1	0.1	0.1
Correzione del disavanzo	2.0	7.0	16.0	0.1	0.4	0.8
TOTALE	29.8	43.0	54.6	1.6	2.3	2.8

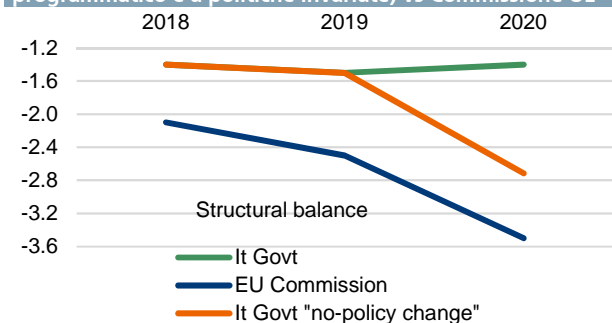
Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Previsioni sul rapporto deficit/PIL: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



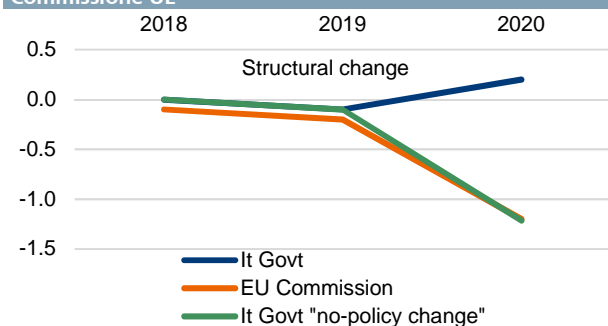
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 11 – Previsioni sul saldo strutturale: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



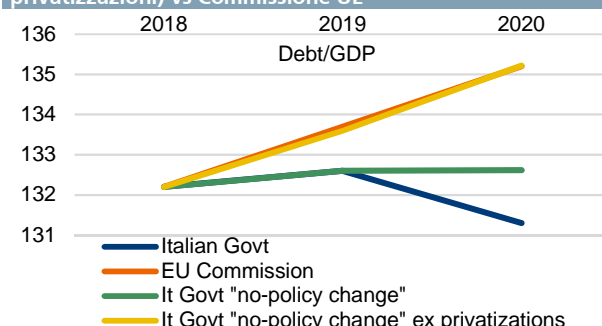
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 12 – Previsioni sulla variazione del saldo strutturale: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 13 – Previsioni sul rapporto debito/PIL: Governo (quadro programmatico, a politiche invariate e al netto delle privatizzazioni) vs Commissione UE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Spagna: debito in calo e crescita robusta facilitano il compito del prossimo governo

Contrariamente al resto dell'Eurozona, il consenso sulle stime di crescita per la Spagna è leggermente salito nel 2019, anche se l'incertezza ha portato a una lieve limatura per il 2020. L'anno è iniziato bene, con una variazione del PIL di 0,7% t/t e 2,4% a/a. Le **elezioni politiche anticipate** non hanno causato alcuna significativa tensione, anche se non hanno prodotto una maggioranza chiara. Sono in corso trattative fra PSOE e Unidas Podemos (UP) per formare un **governo "di cooperazione"**, che includerà ministri indipendenti approvati da UP. I due partiti, però, non dispongono della maggioranza parlamentare, contando soltanto 158 seggi su 350: perciò dovranno ottenere l'appoggio di altri partiti con accordi generali specifici, o caso per caso. Nel complesso, ciò garantirà la continuità sul fronte delle politiche economiche rispetto al recente passato.

Luca Mezzomo

L'azione di governo è favorita da una **dinamica del debito in calo dal 2015**, e dalle ricadute positive della crescita economica sul bilancio del settore pubblico, il cui deficit dovrebbe calare al 2% del PIL già quest'anno. Il 5 giugno scorso, la Commissione Europea ha raccomandato di chiudere la procedura di infrazione per deficit eccessivo che era in corso dal 2009.

La domanda interna continuerà ad essere sostenuta da politiche fiscali cautamente espansive e dalla **crescita dell'occupazione**. I consumi delle famiglie sono attesi in crescita dell'1,6% nel 2019 e dell'1,4% nel 2020. Il rallentamento è giustificato da una dinamica occupazionale meno vivace, come segnalato dalle ultime indagini di fiducia (v. Fig. 8), crescita dei salari solida ma appena in linea con l'inflazione, propensione al risparmio molto bassa. Il tasso di disoccupazione è calato ancora fino al 14,7% nel 1° trimestre, e ci aspettiamo che possa scendere ancora. I salari contrattuali sono in accelerazione da fine 2017 (v. Fig. 9) ma il rischio di surriscaldamento è limitato: il tasso di disoccupazione allargato è ancora alto, e dovrebbe esercitare un effetto calmierante.

I consumi privati sono solidi, ma in rallentamento

Gli **investimenti in macchinari** sono attesi ancora in crescita, sostenuti da condizioni finanziarie accomodanti e dall'attrattiva della Spagna per gli investitori esteri. Tuttavia, è prevedibile un rallentamento, a motivo del calo della redditività delle imprese e di aspettative di domanda meno favorevoli, che si sono riflesse nel clima di fiducia delle imprese (v. Fig. 5). La crescita degli **investimenti in costruzioni** ha continuato a rallentare dal picco del 2018, ma resta sostenuta. Le indagini di settore mostrano però un peggioramento del clima di fiducia, che potrebbe preludere a un'ulteriore frenata nei prossimi trimestri.

Investimenti in macchinari e costruzioni in rallentamento rispetto al 2018

La domanda estera rappresenta per la Spagna una nota dolente, in questo momento. L'**export** si sta contraendo su base tendenziale da alcuni mesi, e l'indice degli ordini esteri dell'indagine PMI per il settore manifatturiero non segnala un'inversione imminente di tale tendenza. La nostra previsione incorpora una significativa ripresa dell'export dal 2° trimestre, il che introduce un rischio di sorprese negative.

Infatti, **come per il resto dell'Eurozona, i rischi sono verso il basso** e vengono per lo più dal quadro internazionale. La Spagna non ha un settore manifatturiero tanto sviluppato quanto quello tedesco o italiano, ed è meno dipendente dall'export per la sua crescita. Tuttavia, l'allungarsi della fase di debolezza dell'Eurozona potrebbe ripercuotersi negativamente anche sulla Spagna. Inoltre, potrebbe mettere a rischio il ribilanciamento esterno ora in corso, con un modesto avanzo di parte corrente che sta lentamente erodendo una posizione netta sull'estero ancora molto negativa.

Anche la Spagna potrebbe soffrire una nuova escalation della guerra commerciale

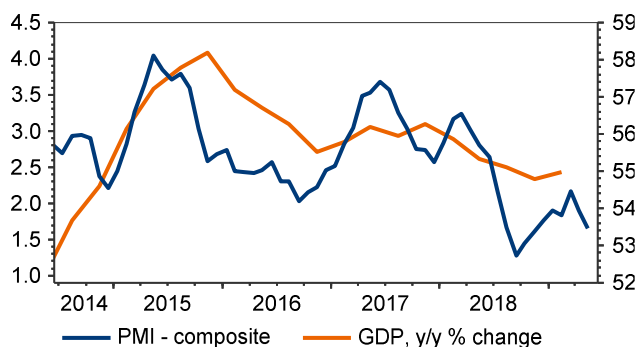
Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018			2019p			2020p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.6	2.3	1.9	2.6	2.5	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9	1.9
- t/t				0.6	0.5	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi privati	2.3	1.6	1.4	0.1	0.6	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3
Investimenti fissi	5.3	3.0	1.8	3.2	0.2	-0.2	1.5	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
Consumi pubblici	2.1	1.7	0.6	0.3	0.8	0.4	0.4	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	2.3	1.0	2.8	0.1	-0.8	0.7	-0.5	1.0	0.8	0.6	0.5	0.8	1.0
Importazioni	3.5	-0.3	3.1	0.8	-0.9	0.0	-1.1	1.0	0.8	-0.2	1.0	1.0	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.3	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	0.9	0.9	1.0										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.5	-2.3	-2.0										
Debito pubblico (% PIL)	97.1	96.3	95.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.7	1.0	1.3	1.8	2.3	1.8	1.1	1.1	0.8	1.1	1.3	1.3	1.2
Disoccupazione (ILO, %)	15.2	14.2	13.6	15.4	14.9	14.6	14.4	14.3	14.1	13.9	13.7	13.7	13.6

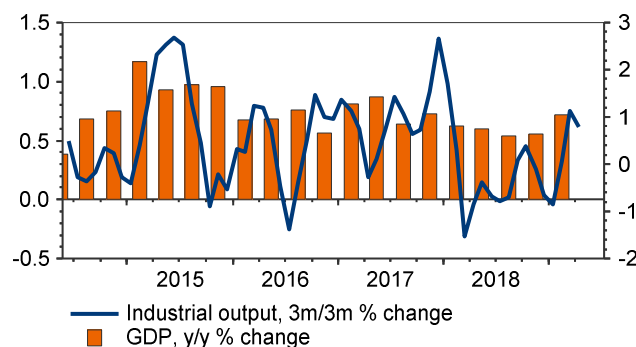
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PMI composito segnala un rallentamento della crescita tendenziale



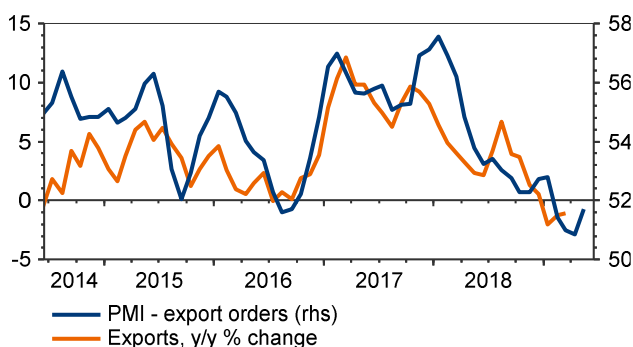
Nota: media mobile trimestrale per il PMI.
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La produzione industriale resta coerente con una crescita del PIL intorno allo 0,5%



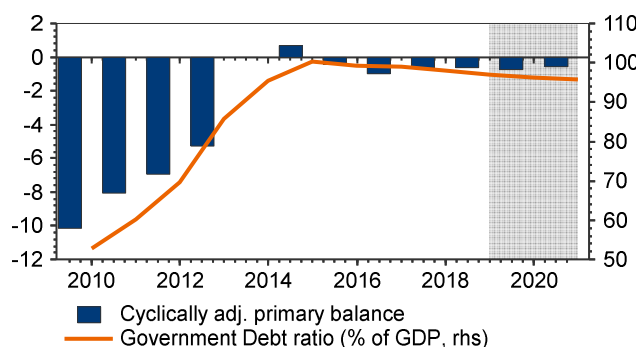
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Export debole anche nel 2° trimestre



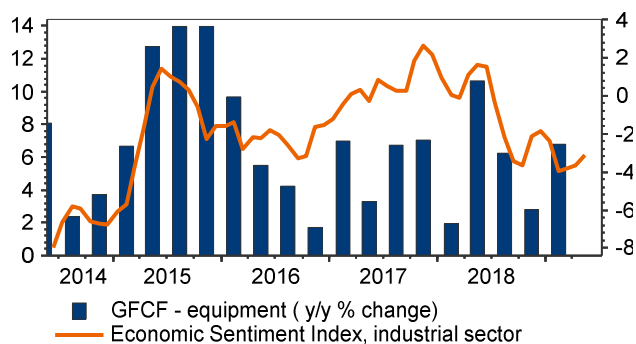
Nota: Medie mobili trimestrali.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE e IHS Markit

Fig. 4 – Debito pubblico in calo dal 2015. Saldo primario leggermente negativo, ma stabile



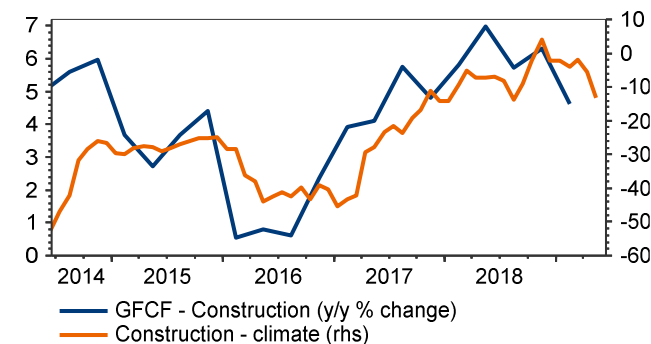
Fonte: Commissione Europea, AMECO

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



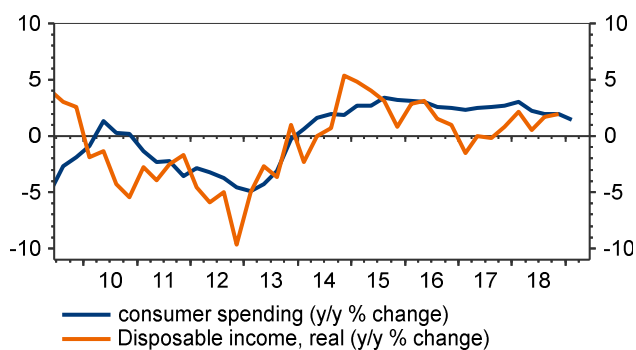
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Costruzioni: spesa in rallentamento dai picchi del 2018



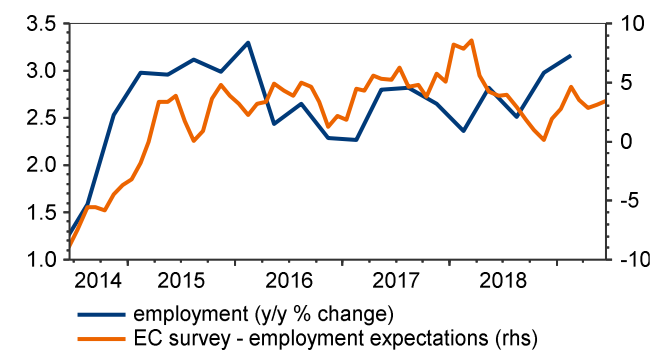
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Rallentano i consumi, ora di nuovo al passo del reddito disponibile



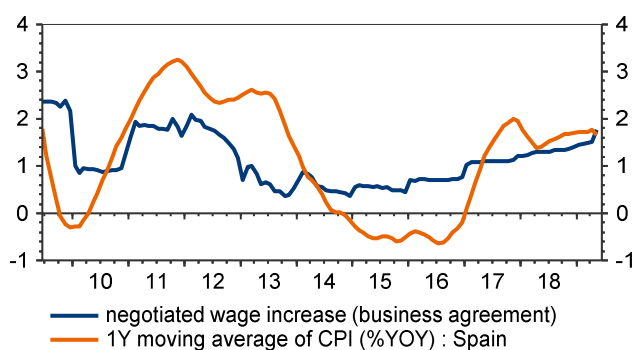
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Le indagini presso le imprese segnalano un modesto rallentamento della dinamica occupazionale



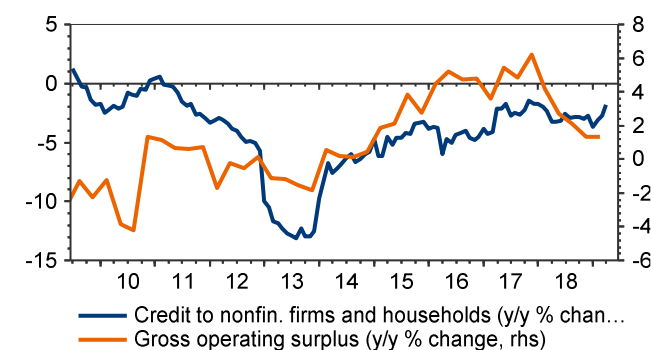
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Rinnovi salariali più generosi, ma appena in linea con l'inflazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Volume del credito ancora in riduzione. Peggiora la redditività delle imprese



Fonte: INE, BdE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: PIL prossimo al potenziale ma l'export è in difficoltà

Nel primo trimestre il PIL è avanzato di 0,5% t/t, stesso ritmo di fine 2018 e un risultato migliore della media Eurozona. Il contributo principale è venuto dalla domanda interna (0,7) e dalle scorte, mentre il canale estero ha contribuito negativamente (-0,8) per il secondo trimestre di fila. La variazione annua è passata quindi a 1,9% da 2,1% portando la crescita acquisita 2019 a 1,2%. Per il trimestre in corso prevediamo un marginale rallentamento a 0,4% t/t ancora a causa della debolezza del canale estero. In media annua rivediamo al rialzo di due decimi la crescita annua, che dovrebbe comunque rallentare a 1,8% da 2,5% del 2018. Per il 2020 prevediamo una normalizzazione a 1,4%, in linea con il potenziale di lungo periodo.

I **consumi** sono assai deboli ormai da quattro trimestri, con l'ultimo dato che ha indicato una quasi stagnazione a 0,1% t/t da 0,3% t/t precedente. Il deterioramento del morale dei consumatori è piuttosto pronunciato (a -7,9% nel trimestre in corso da -7,5% precedente secondo l'indice elaborato dalla CE) e perdura ormai da gennaio. La spesa delle famiglie ad aprile è salita rispetto ai primi tre mesi dell'anno, ma il rallentamento della dinamica annua è già in corso dalla metà del 2018 e anche se riteniamo che si potrebbe vedere una ripresa moderata dei consumi nella seconda parte dell'anno sempre sostenuta dall'alto livello di reddito disponibile. Nel 2019 la crescita è vista solo dell'1% da 2,3% del 2018. Le condizioni del mercato del lavoro rimangono però positive, con gli **occupati** ancora in aumento tra marzo e maggio e la **disoccupazione** in calo al 3,3% al di sotto dei livelli pre-crisi, mentre il tasso di partecipazione è ormai stabile al 68,7%.

L'impulso principale alla crescita continua a venire dalla componente degli **investimenti fissi**, che sono cresciuti del 2,7% t/t anche a inizio 2019 da 3,8% t/t di fine 2018. L'indice ESI di fiducia economica rimane al di sopra della media di lungo periodo e in linea con il livello dell'Eurozona. Per l'anno in corso, sebbene in rallentamento, la componente investimenti è vista in crescita attorno ai livelli dello scorso anno (3,2%). Il mercato immobiliare continua a registrare domanda in aumento e conseguenti aumenti dei prezzi delle case mese dopo mese (+37% medio dal minimo di giugno 2013). La domanda interna sarà sostenuta anche da una buona dinamica dei **consumi pubblici**, attesi in espansione anche quest'anno dell'1,5%.

Il **maggior rischio allo scenario è il canale estero**, che sta particolarmente risentendo delle guerre commerciali tra USA e Cina. L'**export** è comunque cresciuto dello 0,5% a marzo dopo due trimestri di cali e la dinamica annua è attesa a +2% da 3,7% del 2018, anche se i rischi sono ampiamente orientati verso il basso anche a causa del rallentamento delle principali controparti commerciali. L'**import** dovrebbe provarsi fiacco quest'anno (stimiamo a +1% da 2,3%) sulla scia del rallentamento dei consumi. Il contributo alla formazione del PIL del canale estero è quindi atteso negativo quest'anno e neutrale l'anno prossimo. Molto, tuttavia, dipenderà dalla piega che prenderanno i colloqui commerciali tra Stati Uniti e Unione Europea e il conseguente impatto dell'imposizione di dazi. Su questo fronte i Paesi Bassi rimangono tra gli attori più esposti.

I prezzi al consumo, sebbene in calo, appaiono in controtendenza rispetto all'Eurozona: l'**inflazione** sta rallentando, ma partendo da un livello più alto della media area euro: a maggio l'indice *headline* si è portato al 2,3% dal 3,0% in termini armonizzati e nella restante parte dell'anno prevediamo un'ulteriore discesa verso il 2%. In media annua l'inflazione dovrebbe però accelerare al 2,2% dall'1,6%, soprattutto a causa dell'aumento della tassazione indiretta (IVA e energia). Dal 2020 l'inflazione dovrebbe tornare a scendere verso l'1,7% sulla scia dell'esaurirsi della componente fiscale.

I **conti pubblici** mantenevano un avanzo primario dell'1,5% a fine 2018, supportato dall'aumento robusto del gettito sull'anno. Quest'anno l'avanzo è visto in calo solo

Guido Valerio Ceoloni

Crescita in allineamento al potenziale, pesano sull'export le guerre commerciali

I consumi stanno rallentando ma il mercato del lavoro rimane solido e la disoccupazione in calo

I consumi pubblici sosterranno la domanda interna, quest'anno

Il principale rischio allo scenario è rappresentato dalla debolezza del canale estero

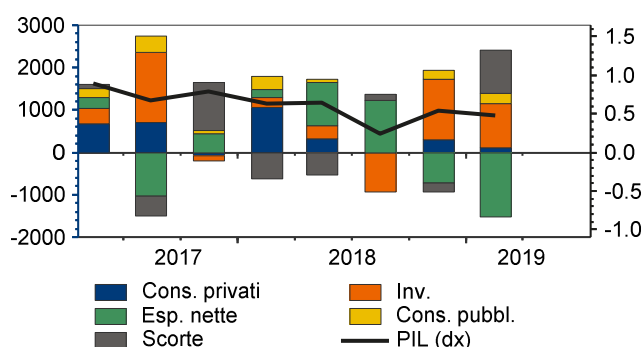
Inflazione in accelerazione quest'anno a causa dell'aumento dell'IVA e delle accise sul prezzo dell'energia

marginalmente all'1,4% per poi scendere più rapidamente sotto l'1% nel 2020 quando scatterà una nuova ampia riduzione fiscale sia per le aziende sia per le famiglie. Il debito pubblico sarà in calo per tutto l'orizzonte di previsione, stimiamo dal 52,4% del 2018 al 49% quest'anno e al 47% nel 2020. I rischi allo scenario dei conti pubblici possono venire quindi solo da un deterioramento dello scenario macroeconomico che andrebbe a incidere sul gettito statale.

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018			2019p				2020p		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.6	1.7	1.4	3.0	2.3	2.0	1.8	1.5	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
- t/t				0.7	0.1	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	2.5	1.1	1.3	0.4	0.0	0.5	0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.2	5.0	2.0	0.9	-2.3	4.0	2.1	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.5	1.4	1.1	0.1	0.0	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	2.6	1.9	2.9	1.0	1.6	-1.6	0.8	0.8	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
Importazioni	2.7	3.2	3.6	0.4	1.0	-1.1	1.6	1.3	1.3	1.1	0.7	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.6	0.4	-0.3	0.0	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	10.8	10.0	9.6										
Deficit pubblico (% PIL)	1.4	0.8	1.3										
Debito pubblico (% PIL)	52.4	49.1	46.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	2.1	1.5	1.5	1.8	1.8	2.5	2.6	1.9	1.5	1.0	1.0	1.6

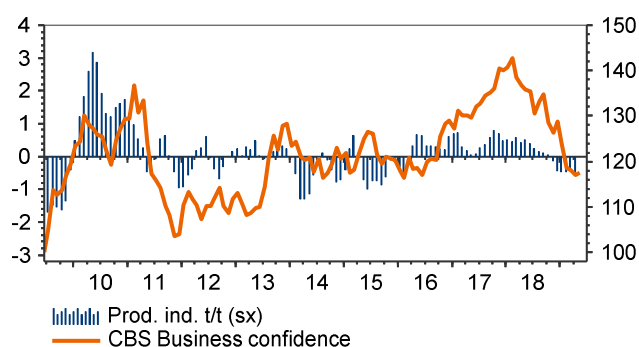
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



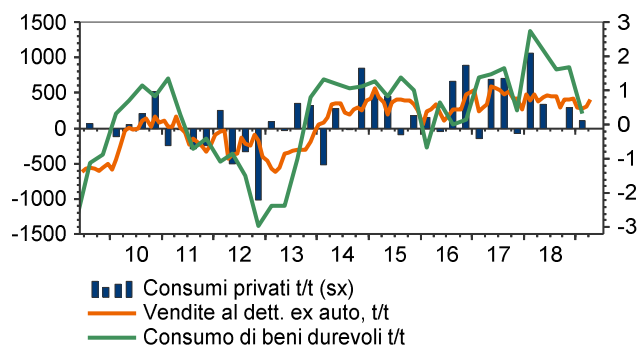
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



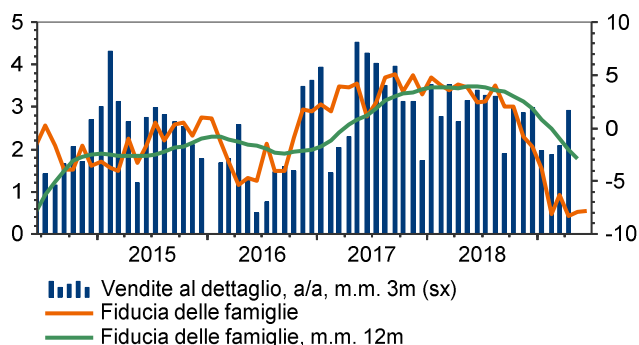
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



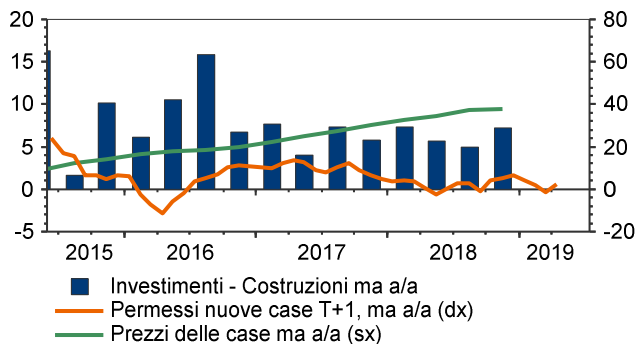
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



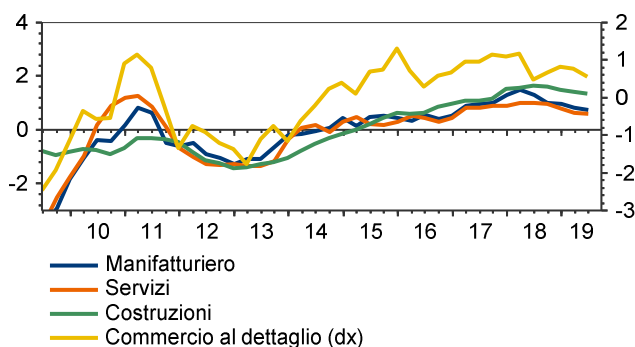
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



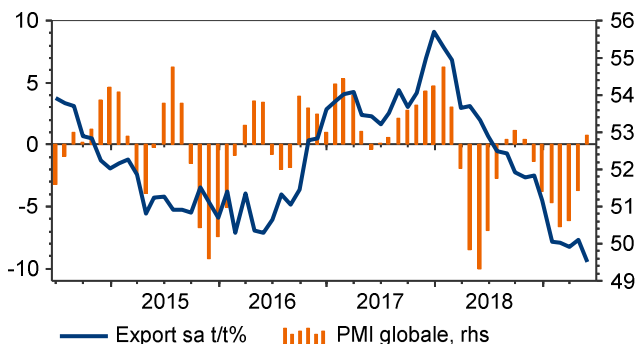
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



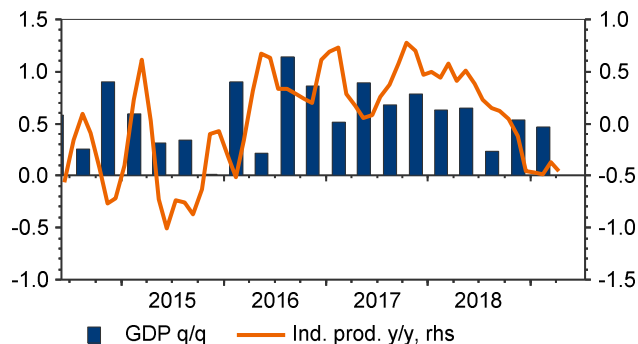
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



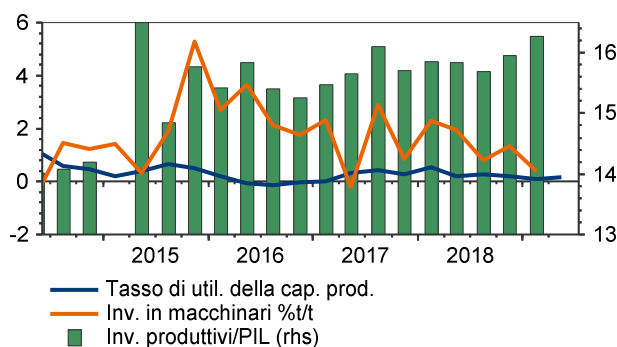
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



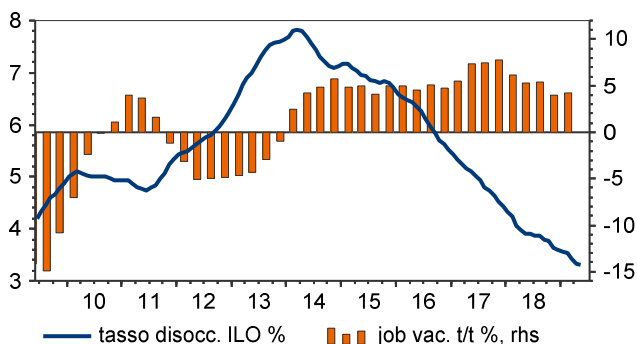
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 10 – Andamento della disoccupazione e job vacancies



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

Asia

Giappone: due talloni d'Achille nel 2019 - imposta sui consumi e dazi

Giovanna Mossetti

Lo scenario economico giapponese per il 2019 è particolarmente rischioso. L'incertezza e la volatilità collegate all'atteso **rialzo dell'imposta sui consumi** (IC), dall'8% al 10%, saranno amplificate dalle **tensioni commerciali USA-Cina** e dalla minaccia di nuovi **dazi americani sul settore auto**. La crescita è rallentata nel 2° trimestre, sulla scia di esportazioni deboli e cambio in rafforzamento. Pertanto, l'economia entra nella fase di attuazione del rialzo dell'IC in un contesto di **fragilità di fondo**. La previsione è di **crescita di 0,7% nel 2019 e di 0,2% nel 2020**, con rischi verso il basso sia di ordine domestico sia di ordine globale. L'**inflazione core** dovrebbe mantenersi sotto l'1%, con un probabile rallentamento verso lo zero nella parte finale dell'anno, al netto dell'aumento dell'IC. Nonostante il deterioramento del quadro internazionale, il Governo dovrebbe procedere con il rialzo dell'IC a ottobre, dato che sembra improbabile il rinnovo anticipato della Camera Bassa in estate.

La stretta fiscale collegata all'aumento delle imposte indirette dovrebbe essere mitigata da **misure fiscali espansive** e dalla disponibilità dell'esecutivo a introdurre un eventuale budget supplementare. Inoltre, con il progressivo rafforzamento dello yen e l'indebolimento dell'inflazione, il mercato ha iniziato a scontare un possibile **taglio del tasso di policy** nel corso dell'estate, soprattutto nel caso di riduzione dei tassi della Fed. La **retorica della BoJ** dovrebbe essere di supporto al ciclo nei prossimi mesi, anche se l'efficacia degli strumenti di politica monetaria è progressivamente sempre più limitata.

1. Scenario macroeconomico a rischio su due fronti: imposta sui consumi e dazi. Il biennio 2019-20 sarà caratterizzato da enorme volatilità, come nelle precedenti occasioni di rialzo dell'IC. Dopo un 1° trimestre apparentemente solido (+0,6% t/t), spinto da esportazioni nette in aumento per via del crollo dell'import, il 2° trimestre dovrebbe chiudersi in stagnazione. La fiducia delle famiglie alla vigilia del rialzo dell'IC è in calo. Nonostante il trend verso l'alto delle aspettative di inflazione, collegato all'atteso aumento delle imposte indirette, la disponibilità delle famiglie ad acquistare beni durevoli è in calo da inizio anno e segnala rischi per la crescita dei consumi nella parte centrale dell'anno. Il mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione al 2,4% (minimo da aprile 1993), resta caratterizzato da eccesso di domanda, ma la crescita salariale reale non ha segnato un cambiamento di passo e rimane debole (con variazioni tendenziali negative da inizio anno). I **consumi sono previsti in aumento di 0,5% nel 2019**, nell'ipotesi che le famiglie anticipino spese per beni durevoli prima del rialzo dell'imposta. Nel **2020, i consumi dovrebbero essere stagnanti** per via dell'ampia contrazione prevista fra fine 2019 e inizio 2020 dopo la stretta fiscale.

Gli **investimenti fissi non residenziali** sono sostenuti dalla spesa per le Olimpiadi 2020 e dall'obiettivo di spostare il capitale verso impianti a minore intensità di lavoro, vista la scarsità di manodopera. La dinamica positiva della spesa in conto capitale dovrebbe invertirsi nel 4° trimestre, ma riprendersi nel 2020. I profitti delle imprese, dopo un periodo di debolezza nel 2018, sono tornati in crescita a inizio 2019 (+10% a/a), grazie alla ripresa nei servizi, mentre per il manifatturiero lo scenario resta fragile per via del cambio forte, della debolezza della crescita cinese e dei rischi di dazi sulle auto. Le indagini presso le imprese restano in territorio espansivo sia nel manifatturiero sia nei servizi e puntano a investimenti privati non-residenziali in rialzo. La nostra **previsione è un aumento di 1,9% nel 2019 e 1,5% nel 2020**.

Il **canale estero** è ormai un freno persistente per la crescita giapponese. Il rischio di nuovi dazi, la frenata della crescita mondiale e l'apprezzamento del cambio sono alla base dell'aspettativa di un altro anno di contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita complessiva (fig. 5). Nel 1° trimestre il crollo dell'import ha dato una spinta alla crescita, ma le previsioni per il resto dell'anno sono di normalizzazione dell'import nella parte centrale del 2019, con un'ulteriore flessione a fine anno in seguito alla volatilità collegata al rialzo dell'IC. Complessivamente le importazioni dovrebbero risultare in flessione di -1,6% nel 2019 e in rialzo di 3,6% nel 2020. L'export è previsto in calo di -1,9% nel 2019 e in rialzo di 3,2% nel 2020. I contributi delle **esportazioni nette dovrebbero essere di -0,1pp sia nel 2019 sia nel 2020**. I rischi sono verso il basso. Da un lato, la politica monetaria potrebbe non essere in grado di contrastare il

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

rafforzamento dello yen. Dall'altro, gli attuali negoziati per un accordo commerciale con gli USA potrebbero essere infruttuosi e portare ai temuti dazi sul settore auto in autunno.

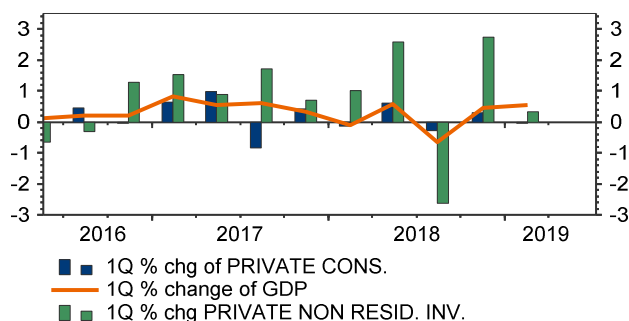
2. Politica fiscale: una 2019 difficile. Il Governo è intenzionato a procedere con il rialzo dell'IC dall'8% al 10% a ottobre. L'eventualità di un rinvio, legata a un possibile scioglimento anticipato della Camera Bassa, sembra esclusa. Parte del nuovo gettito (circa 5,2 tln, 0,9% del PIL) finanzierà misure espansive, fra cui l'azzeramento delle rette degli asili e la riduzione di quelle degli altri gradi di istruzione, il rafforzamento della previdenza per le coorti anziane. Verranno anche introdotte misure espansive temporanee, con interventi a sostegno delle fasce di reddito più basse e aumenti degli investimenti pubblici per la prevenzione dei disastri climatici. Il Governo mantiene l'impegno a ridurre il deficit totale e quello primario nell'a.f. 2019 e negli anni successivi. **L'effetto netto del rialzo dell'IC dovrebbe essere moderatamente restrittivo**, per circa 2 tln (0,4% del PIL) e, in caso di effetti più negativi delle attese, non si può escludere una manovra aggiuntiva. A luglio si terranno le elezioni per il rinnovo della Camera Alta. La maggioranza di Governo dovrebbe mantenere un'ampia maggioranza, pur perdendo una decina di seggi. Se il Governo manterrà una maggioranza qualificata di 2/3 della Camera Alta, il primo ministro potrebbe perseguire una riforma costituzionale, con un programma di misure popolari per ottenere la maggioranza a un eventuale referendum. In caso di discesa al di sotto della soglia dei 2/3, Abe potrebbe invece mirare all'attuazione di riforme impopolari ma utili per il controllo del deficit (tagli spesa sanitaria e pensionistica), probabilmente dopo aver visto l'impatto del rialzo dell'IC in autunno.

3. Politica monetaria: BoJ pronta a introdurre nuovo stimolo. L'inflazione *core* resta lontana dal 2%, su un sentiero intorno a 0,5% a/a e indicazioni di ulteriore debolezza. La BoJ ha ribadito l'impegno ad attuare le misure necessarie per raggiungere l'obiettivo del 2%. Ora la Banca centrale riconosce **l'aumento di rischi verso il basso**, non più confinati al rialzo dell'IC ma estesi a "sviluppi in economie estere" e potrebbe preparare un'estensione della **forward guidance**. Al momento la BoJ si impegna a mantenere la politica super-accomodante in vigore per un "periodo esteso di tempo", con una definizione semi-esplicita che pone tale periodo almeno fino alla primavera 2020. Un primo passo in direzione espansiva potrebbe definire il periodo esteso su un orizzonte più lungo. Con Fed e BCE in modalità espansiva, **la BoJ potrebbe dover fare di più, agendo anche sui tassi**. Nel caso di un taglio estivo della Fed, la BoJ potrebbe **allargare la banda di oscillazione dei rendimenti a 10 anni**, al di là del limite attuale di -20/+20pb e, per evitare un'inversione della curva, ridurre il tasso di policy a -0,3%, da -0,1%. La svolta sui tassi potrebbe avvenire nella seconda parte dell'estate, ma essere preparata prima, con la riunione di fine luglio e la revisione dello scenario, per contenere l'apprezzamento dello yen.

Previsioni	2018			2019p			2020p						
	2018	2019p	2020p	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.7	0.2	1.4	0.1	0.3	0.9	0.4	1.3	0.0	-0.2	0.0	0.0
- trim/trim annualizzato				2.3	-2.6	1.8	2.2	0.2	0.8	-3.1	1.2	1.0	1.0
Consumi privati	0.4	0.5	0.0	2.4	-1.1	1.2	-0.2	1.2	4.3	-7.1	1.4	1.4	1.2
IFL - priv. non residenziali	3.9	1.9	1.5	10.7	-10.1	11.3	1.4	0.5	1.7	-1.3	3.0	2.2	2.0
IFL - priv. residenziali	-5.8	0.8	-1.5	-7.9	3.1	5.6	2.5	0.4	-5.0	-2.3	-1.0	-1.0	0.0
Investim. pubblici	-3.4	-0.7	0.9	-2.7	-7.6	-5.8	4.7	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Consumi pubblici	0.8	0.9	0.8	0.5	0.9	2.7	-0.4	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
Esportazioni	3.3	-1.9	3.2	2.8	-7.9	4.9	-9.3	1.2	0.7	3.1	4.0	4.0	4.0
Importazioni	3.4	-1.6	3.6	4.2	-4.1	12.7	-17.2	3.0	5.9	-1.7	5.0	4.8	4.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.0	-0.2	-0.2	0.6	0.3	0.3	-0.5	-1.0	0.2	0.0	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	3.5	3.2	3.0										
Deficit (% PIL)	-2.5	-2.8	-3.2										
Debito/PIL (% PIL)	224.2	224.2	224.7										
CPI (a/a)	1.0	0.9	1.0	0.7	1.2	0.8	0.3	0.8	0.9	1.7	1.2	1.3	1.2
Produzione Industriale	1.0	-0.7	0.2	1.1	0.4	0.6	-1.1	-1.4	1.7	-1.9	0.4	0.8	-1.4
Disoccupazione (%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	110.4	110.2	111.7	109.1	111.5	112.7	110.1	109.9	109.3	111.6	112.0	112.0	111.7

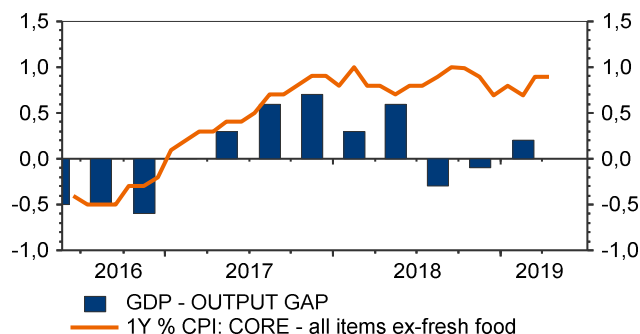
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Grande volatilità intorno a un trend di crescita moderata nel 2018, ma il 2019 sarà più debole



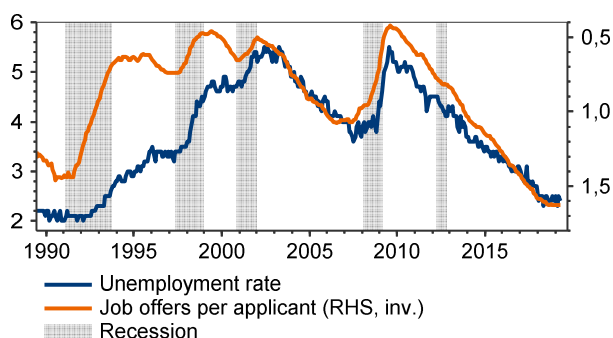
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – La frenata dell'output gap non promette bene per l'inflazione



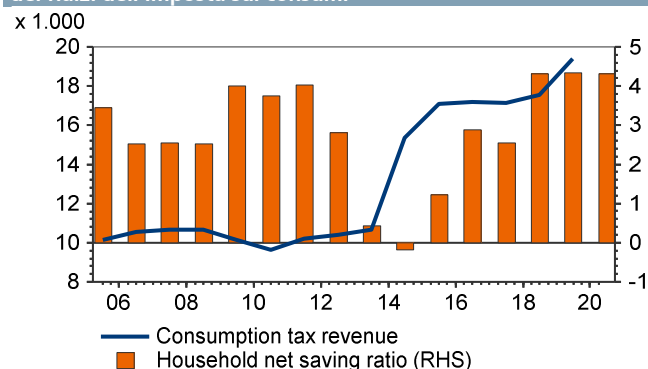
Nota: stime Cabinet Office. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Il mercato del lavoro continua a essere in situazione di eccesso di domanda



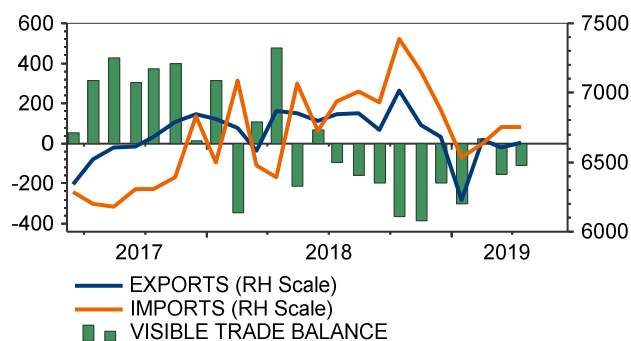
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Il risparmio dovrebbe ammortizzare in parte gli effetti dei rialzi dell'imposta sui consumi



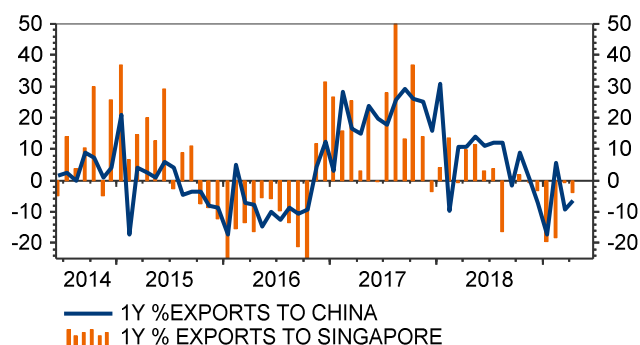
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Canale estero: trend negativo, con un temporaneo miglioramento a inizio 2019



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il deficit commerciale dipende dalle esportazioni verso la Cina e il resto dell'Asia

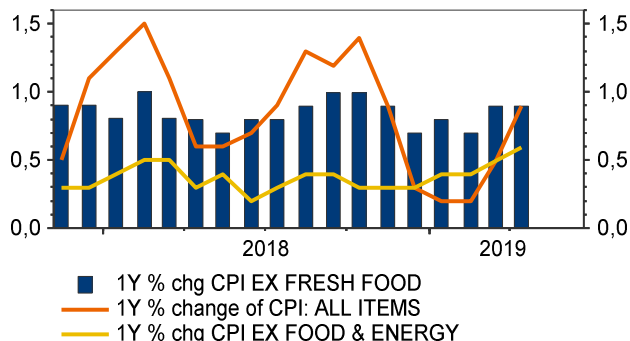


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomic

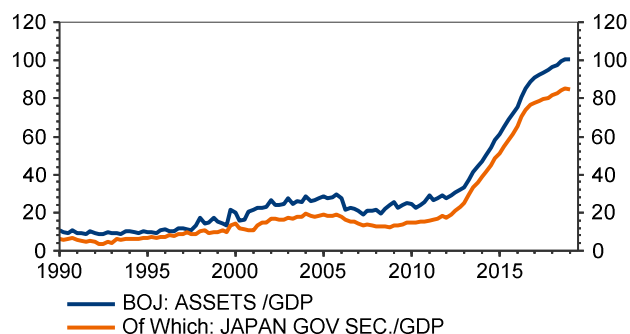
Giugno 2019

Fig. 7 - L'inflazione non dà segni di svolta verso il 2%...



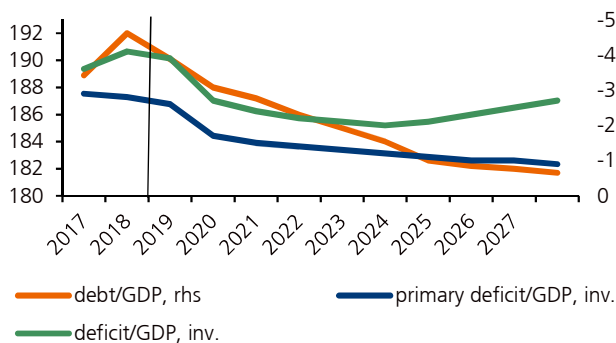
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



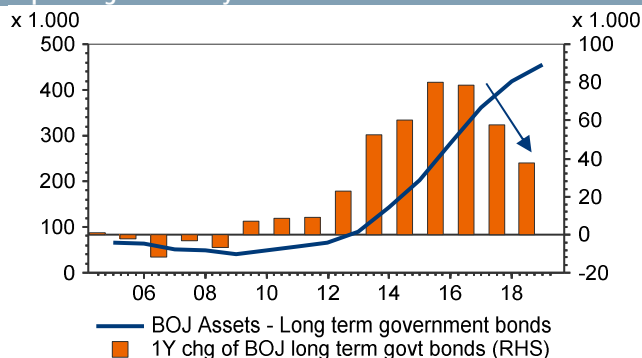
Fonte: Cabinet Office

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

	Real GDP	CPI less fresh food	CPI less fresh food excluding the effects of the consumption tax hike and policies on free education
FY 2018	0.6	0.8	
forecasts Jan. 2019	0.9	0.8	
FY 2019	0.8	1.1	0.9
forecasts Jan. 2019	0.9	1.1	0.9
FY 2020	0.9	1.4	1.3
forecasts Jan. 2019	1.0	1.5	1.4
FY 2021	1.2	1.6	

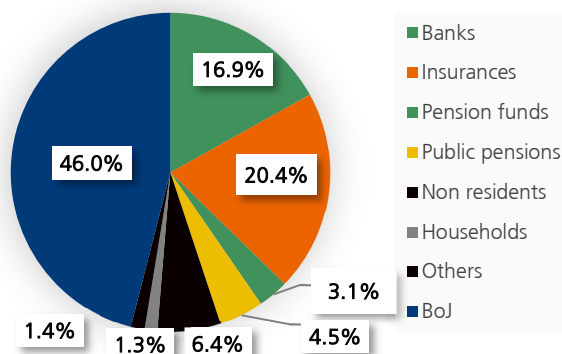
Fonte: BoJ, Outlook for Economic Activity and Prices, gennaio 2019. La BoJ stima che l'effetto del rialzo dell'IC sia pari a un aumento di circa 0,5pp sull'inflazione core e che l'eliminazione delle rette scolastiche riduca l'inflazione di -0,3pp nell'a.f. 2019 e di -0,4pp nell'a.f. 2020

Fig. 9 - Gli acquisti annui di JGB nel 2017 sono in continuo calo rispetto agli 80 tln di yen iniziali



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

Fig. 11 - La quota di JGB detenuta dalla BoJ è oltre il 45%



Nota: dati a fine dicembre 2018; totale JGB: 1013,1 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1110,9 tln di yen. I non residenti detengono il 69,7% dei T-bills. La vita media delle obbligazioni è 9 anni e 1 mese. Fonte: Ministry of Finance

Cina: nel mezzo della guerra commerciale riappare il rischio di credito

Il PIL è salito del 6,4% a/a nel 1° trimestre 2019, un tasso di crescita tendenziale invariato rispetto al 4° trimestre 2018, con un rallentamento in termini congiunturali (1,4% t/t vs 1,5% t/t del trimestre precedente) che prosegue dal 3° trimestre 2018. Dal lato dell'offerta, la riaccelerazione del settore manifatturiero ha compensato il rallentamento del settore agricolo che si è aggiunto a quello dei servizi. Quest'ultimo ha coinvolto tutti i comparti, ad eccezione di quello finanziario, e sembra destinato a continuare in linea con la riduzione delle aspettative del PMI dei servizi. Gli indici PMI di aprile e maggio hanno avuto un andamento divergente nelle due rilevazioni e, nel migliore dei casi, hanno segnalato una stabilizzazione dell'attività. I dati reali a frequenza mensile hanno invece continuato ad evidenziare **un rallentamento dell'attività economica**.

Silvia Guizzo

In maggio, a una stabilizzazione delle **esportazioni** si è affiancata una contrazione delle **importazioni**, incluse le importazioni in volume dei principali metalli. La dinamica della **produzione industriale** ha toccato il minimo della serie (5% a/a), decelerando anche in termini di variazioni mensili, spinta al ribasso dalla frenata della produzione delle imprese statali e di quelle a capitale straniero. Gli **investimenti fissi nominali** sono rallentati da 6,3% cumulata a/a in marzo a 5,6% a/a in maggio, con una moderazione degli investimenti sia statali sia privati. A livello settoriale, la dinamica tendenziale degli investimenti nel settore manifatturiero rimane fiacca sui minimi della serie (2,7% cumulata a/a), quella del settore dei servizi è rallentata e quella del settore agricolo è stata negativa. Gli investimenti in **infrastrutture** e nei **trasporti** sono decelerati rispetto al 1° trimestre. L'andamento degli investimenti nel **settore immobiliare e in edilizia residenziale** rimane invece ancora sostenuto, seppur in lieve moderazione, e i prezzi delle abitazioni sono tornati a salire. La recente ridefinizione della regolamentazione delle obbligazioni speciali dei governi locali potrebbe fornire un moderato supporto al finanziamento di progetti infrastrutturali e di ristrutturazione immobiliare nei prossimi mesi. L'unico segnale positivo è venuto dalle **vendite al dettaglio**, salite in termini reali a 6,4% a/a in maggio dal minimo storico di 5,1% a/a in aprile, nonostante il persistente calo delle vendite di auto. La solida crescita dei salari, i tagli delle imposte e a una fiducia dei consumatori sui massimi della serie hanno fornito supporto ai consumi ma i segnali di indebolimento del mercato del lavoro lasciano dei rischi al ribasso nella seconda metà dell'anno.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è salita a 2,7% a/a in maggio da 5,5% a/a in febbraio spinta al rialzo dal sensibile aumento dell'inflazione nel comparto degli alimentari (7,7% a/a), in particolare di frutta e verdura e della carne di maiale (+18,2% a/a), sulla cui offerta pesano gli effetti dell'influenza suina. L'inflazione *core* è invece scesa a 1,6% a/a da 1,8% a marzo, rimanendo sui minimi da metà 2016. L'inflazione dei prezzi alla produzione è ulteriormente rallentata (0,6% a/a in maggio) grazie alla diminuzione dei prezzi delle materie prime. L'inflazione *core* è attesa ancora contenuta data l'assenza di pressioni da domanda ma l'aumento dei prezzi degli alimentari continuerà a influire sulla dinamica del CPI totale nei prossimi mesi. **Rivediamo, quindi, al rialzo le previsioni d'inflazione da 2,1% a 2,6% nel 2019 e da 2,1 a 2,3% nel 2020.**

La dinamica dello **stock di finanza sociale** si è stabilizzata (10,5% a/a in maggio) grazie all'aumento delle emissioni corporate, dei titoli speciali dei governi locali, e del credito bancario. Quest'ultimo continua però ad essere sorretto soprattutto dall'aumento degli sconti di portafoglio (+72,5% a/a in maggio), mentre il **credito a lungo termine si è stabilizzato sui minimi della serie**. La dinamica del credito rimane ancora negativamente influenzata dal rallentamento della componente non bancaria e dall'aumento dei **crediti incagliati** (*Non Performing Loans*, NPL) in particolare delle banche rurali e più piccole. A livello nazionale, il rapporto dei crediti incagliati sul totale dei crediti delle banche rurali, pari al 4% nel 1° trimestre, è il più elevato tra le varie tipologie di banche ed è in aumento a causa della più stringente regolamentazione sulla

classificazione dei NPL da rispettare entro il 2019. Questo problema è stato sottolineato a fine marzo anche in un rapporto del National Audit Office e riportato all'attenzione dei mercati dai recenti casi di Baoshang Bank e Bank of Jinzhou². Questi ultimi, anche se isolati e legati a comportamenti illeciti, hanno riportato alla ribalta il tema della corretta **valutazione del rischio di credito**. A maggior ragione dopo che **la PBoC**, in occasione della "nazionalizzazione temporanea" di Baoshang Bank, **ha segnalato che** è pronta a fornire qualsiasi livello di liquidità richiesto dal mercato ma **non offrirà garanzie illimitate in caso di fallimenti bancari**. Le accettazioni bancarie superiori a 50 milioni di CNY saranno garantite solo all'80% e i depositi interbancari e quelli delle imprese superiori ai 50 milioni di CNY saranno garantiti solo tra il 70% e il 90% in base alla dimensione. La precisazione della PBoC ha indotto una rivalutazione del rischio di credito nel mercato che potrebbe rendere più difficili e costosi i rifinanziamenti delle piccole banche in un momento di aumento dei fallimenti (57 titoli dall'inizio dell'anno contro 22 dell'intero 2018) e delle scadenze di obbligazioni. Nel 3° trimestre, infatti, si concentra un picco di scadenze sia di titoli corporate sia di certificati negoziabili di deposito. La Banca centrale ha annunciato a maggio un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) per alcune banche rurali medio piccole in tre tranche, con l'obiettivo di ridurlo all'8% entro metà luglio da una media dell'11,5%, ha recentemente ampliato le quote di alcune finestre di rifinanziamento e incoraggiato l'utilizzo di strumenti di mitigazione del rischio dalla stessa finanziati.

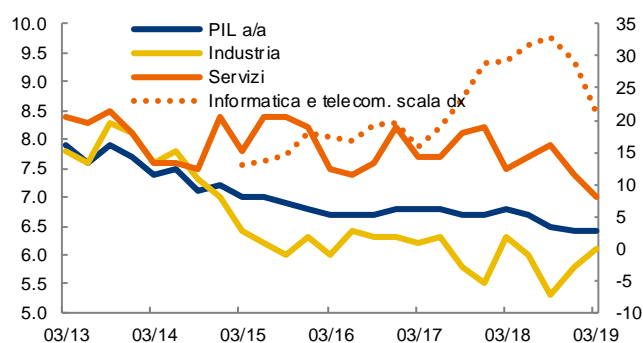
L'inasprimento della disputa commerciale ci ha indotto ad incorporare nel **nostro scenario centrale l'estensione dei dazi a tutte le importazioni** statunitensi dalla Cina (si veda introduzione). Secondo le nostre stime, a politiche invariate, ciò avrebbe un effetto negativo di circa lo 0,2% del PIL nel 2019 e circa lo 0,6% del PIL nel 2020, con un impatto maggiore a cavallo d'anno. Ci aspettiamo che la **PBoC** continui a mantenere **ampia la liquidità attraverso le varie finestre di rifinanziamento** e che effettui altri **tagli del RRR** (per complessivi 200pb entro il 2020), ricorrendo infine anche a **tagli dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento** per contrastare l'impatto negativo dei dazi sull'economia (ipotizziamo 25pb nel 2019, seguiti da altri 50pb nel 2020). Riteniamo che la PBoC agirà sui tassi dopo il taglio Fed atteso per settembre per limitare l'impatto sul cambio USD/CNY, già sotto pressione. Pensiamo che le Autorità cercheranno di evitare eventuali fallimenti di piccole banche attraverso altre nazionalizzazioni o acquisizioni da parte di banche più grandi. Una rivalutazione del rischio di credito potrebbe comunque rallentare la concessione di crediti soprattutto alle piccole e medie imprese, le cui condizioni restano di difficoltà nonostante gli sforzi del Governo, ridimensionando il miglioramento congiunturale dell'attività economica atteso nella seconda parte dell'anno grazie all'allentamento della politica monetaria e fiscale. **Rivediamo pertanto al ribasso le nostre previsioni di crescita del PIL da 6,3% a 6,2% nel 2019 e da 6,1% a 5,9% nel 2020.**

² La PBOC e la CBIRC hanno assunto il controllo di Baoshang Bank, una banca privata nella Mongolia interna il 24 maggio a causa di "seri rischi di credito" legati ad appropriazione indebita di fondi da parte del maggior azionista. Il 31 maggio i revisori contabili di EY si sono dimessi dall'incarico per la certificazione del bilancio di Bank of Jinzhou, una banca del Liaoning, a causa della documentazione non in linea con la situazione reale.

Previsioni	2015	2016	2017	2018	2019p	2020p
PIL (prezzi costanti)	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	5.9
Consumi privati	8.1	8.2	6.7	6.7	6.7	6.4
Consumi pubblici	7.7	9.7	8.9	11.2	6.8	6
Investimenti fissi	7.3	6.7	4.8	4.4	4.2	4.2
Esportazioni	0	1.9	6.8	4.3	1.3	3.6
Importazioni	0.7	3.3	7.7	6.5	1.7	4.9
Produzione industriale	6.2	6.3	5.9	5.8	5.3	4.6
Inflazione (CPI)	1.4	2.0	1.5	2.1	2.6	2.3
Tasso di disoccupazione (%)	4.0	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7
Salari medi	9.7	9.5	10	8.9	7.6	7.5
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	3.80	3.00	4.70	4.00	2.95	2.80
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.05	2.91	3.85	3.45	3.10	3.15
Cambio USD/CNY (media)	6.28	6.64	6.76	6.61	6.84	6.68
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1912	1335	1313	353	225	203
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.8	1.8	1.6	0.4	0.2	0.2
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-2.8	-3.7	-3.9	-4.1	-4.1	-4.1
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	15.1	15.8	16.0	16.2	17.5	18.8

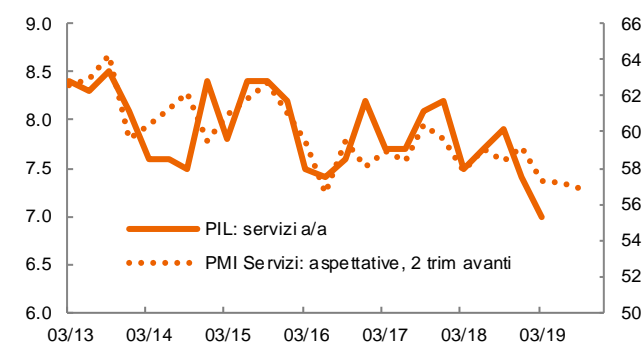
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; * IMF Article IV, July 2018. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - PIL a/a



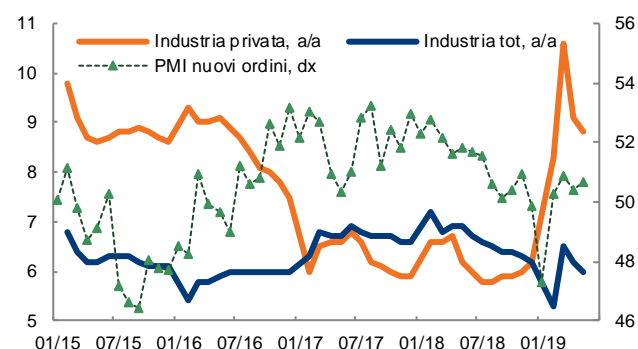
Fonte: CEIC

Fig. 2 - Servizi



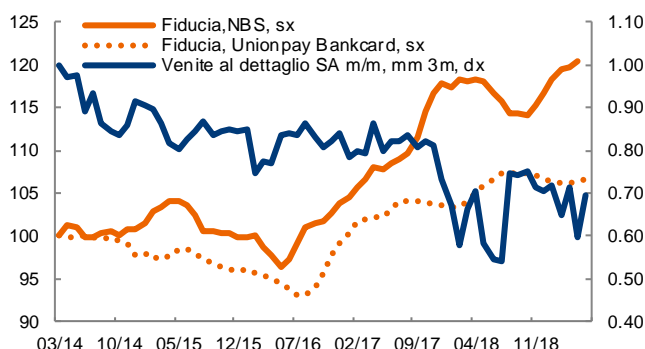
Fonte: CEIC; IHS Markit

Fig. 3 - Produzione industriale e ordini



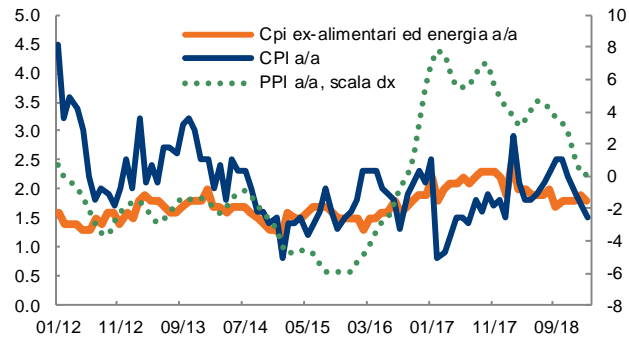
Nota: produzione industriale cumulata, var. a/a. Fonte: CEIC, IHS Markit

Fig. 4 - Vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori*



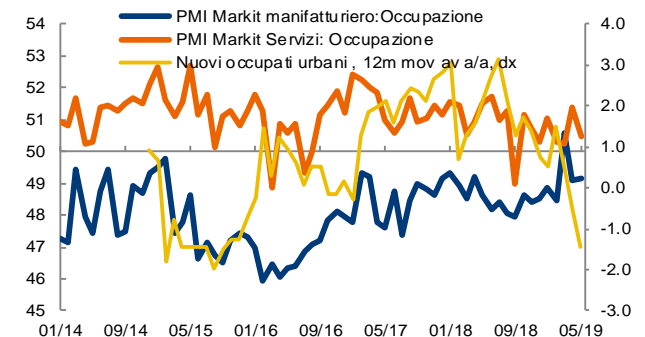
Nota: * media mobili a 3 mesi ribasate marzo 2014=100. Fonte: CEIC

Fig. 5 - Inflazione



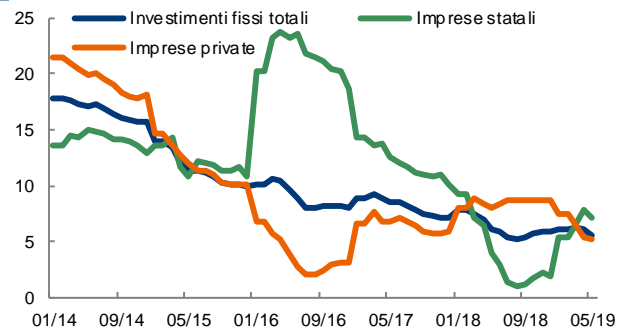
Fonte: CEIC

Fig. 6 - Mercato del lavoro



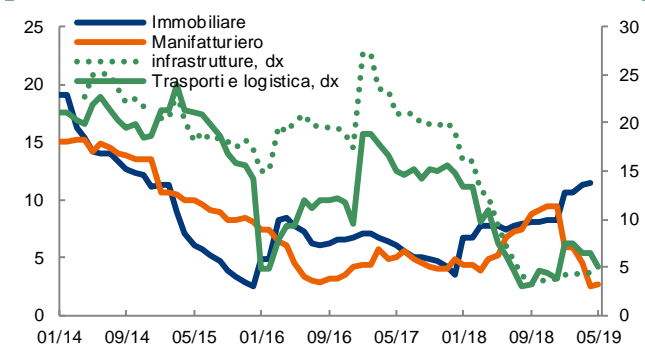
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Investimenti nominali per tipo di impresa a/a



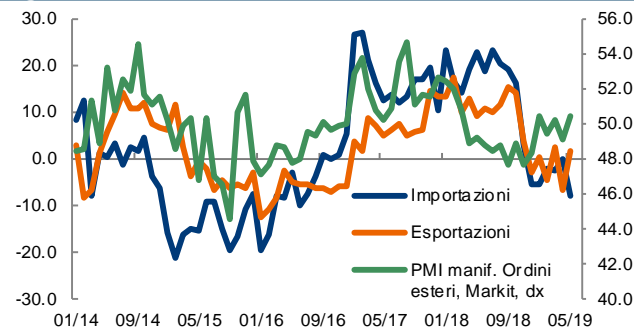
Fonte: CEIC

Fig. 8 - Investimenti nominali per settore a/a



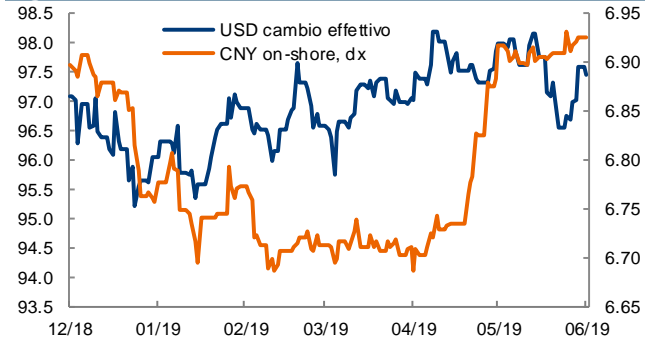
Fonte: CEIC

Fig. 9 - Commercio estero



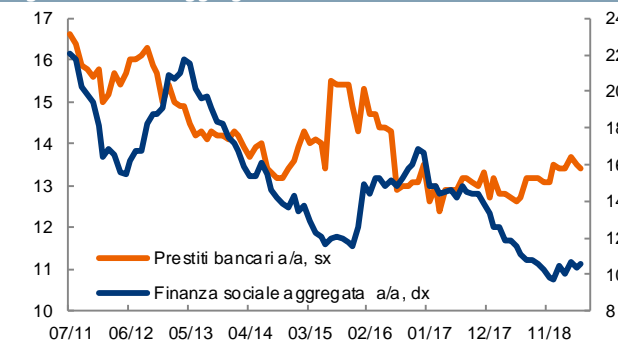
Nota: dati destagionalizzati. Fonte: CEIC, IHS Markit

Fig. 10 - Cambio



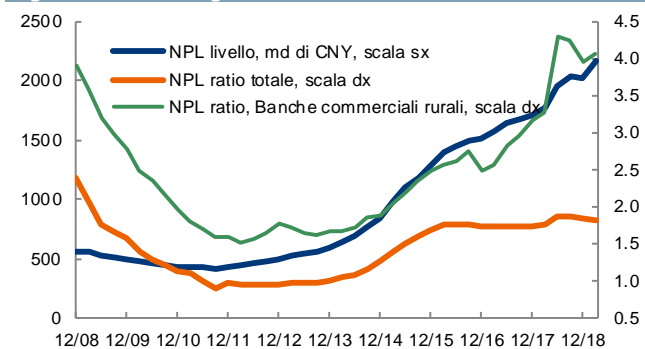
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 - Credito aggregato



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - Crediti incagliati



Fonte: Bloomberg

India: si addensano le nubi sul fronte interno e internazionale

L'Ufficio Centrale di Statistica ha rivisto al rialzo la crescita del PIL nel 1° trimestre del 2018 così che la crescita annua è passata da 7,3% a/a a 7,4%. Il PIL è però salito solo del 5,8% a/a nel 1° trimestre del 2019, meno delle nostre previsioni (6,5% a/a), in un trend di progressivo rallentamento dal picco del 1° trimestre 2018 (8,1% a/a). La brusca frenata degli investimenti (+3,6% a/a, da tassi di crescita sopra l'11% a/a per tutto il 2018) e il rallentamento dei consumi privati si sono sommate a un contributo negativo del canale estero. La crescita dell'AF 2018-19 si è quindi chiusa a 6,8%a/a. Dal lato dell'offerta la riaccelerazione dei servizi, in particolare della Pubblica Amministrazione e dei settori finanziario e immobiliare, non è riuscita a compensare il netto rallentamento del settore manifatturiero e il calo del valore aggiunto del settore agricolo. **I dati a frequenza mensile confermano una moderazione dell'attività anche nel 2° trimestre.**

Silvia Guizzo

La dinamica delle esportazioni resta moderatamente positiva in linea con il lieve miglioramento della componente degli ordini esteri del PMI, mentre quella delle importazioni resta fiacca, anche al netto di petrolio, oro e metalli preziosi. Le prospettive rimangono di debolezza per i prossimi mesi visti i recenti **risvolti che la guerra commerciale sta avendo anche in India**. Il presidente Trump ha infatti deciso di [ritirare il trattamento commerciale preferenziale](#) di cui godeva l'India all'interno del *Generalized System of Preferences*, il programma americano che permette l'importazione senza dazi da molti paesi in via di sviluppo, dal 5 giugno. L'**India**, che l'anno scorso aveva sospeso l'introduzione dei dazi in risposta a quelli americani su acciaio e alluminio in attesa di dirimere il contenzioso con le negoziazioni, subito dopo ha confermato **l'aumento dei dazi su 28 prodotti americani** per tutelare il proprio interesse nazionale. I dazi riguardano soprattutto prodotti agricoli, tra cui mele, mandorle e noci, nonché alcuni prodotti in metallo e chimici.

La **produzione industriale** è rimasta anemica tra febbraio e aprile con qualche segnale di miglioramento dopo i minimi di febbraio. L'indice sintetico dell'indagine trimestrale sull'Industria della RBI ha evidenziato una valutazione delle condizioni imprenditoriali stabile e ancora ottimista nel 1° trimestre ma un calo delle aspettative per il 2° trimestre, migliorate, invece, nell'indagine D&B. L'indice PMI segnala ritmi di espansione degli ordini ancora inferiori rispetto al 1° trimestre ma in miglioramento rispetto al minimo di aprile, offrendo un unico segnale positivo per la futura dinamica della produzione. Il calo delle vendite di auto, di veicoli commerciali e a tre ruote, un netto rallentamento del traffico cargo e passeggeri domestico, che si è affiancato a quello internazionale, e il calo della fiducia dei consumatori prefigurano una moderazione dell'attività anche nel settore dei servizi e la prosecuzione della decelerazione dei consumi nel 2° trimestre.

Nella primavera le importazioni di macchinari hanno registrato un moderato miglioramento in termini di dinamica mensile non ancora riflesso in quella tendenziale, mentre la spesa in conto capitale del Governo centrale è accelerata. Questi timidi segnali puntano ad una **stabilizzazione della dinamica degli investimenti** nel 2° trimestre. Su di essa i rischi restano però al ribasso a causa dinamica tuttora debole del credito.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo si è stabilizzata a 3% in aprile e maggio, risalendo dal minimo del 2% in gennaio, guidata dall'aumento dei prezzi degli alimentari e di carburanti ed elettricità, mentre l'inflazione *core* è ulteriormente scesa a 4,2% in maggio da 5% in marzo. Il rallentamento è stato trasversale a tutti i comparti, segnalando l'assenza di pressioni da domanda. Un effetto base favorevole dovrebbe mitigare l'impatto dell'aumento dei prezzi di alimentari e carburanti atteso sulla dinamica del CPI nei prossimi mesi mentre l'inflazione *core* è attesa rallentare. **Confermiamo quindi le nostre previsioni sull'inflazione a 3,3% nel 2019 e a 4% nel 2020.**

Il BJP ha ottenuto nuovamente un'ampia maggioranza alle elezioni politiche della primavera, permettendo così al primo ministro Modi di rimanere in carica alla guida del Governo. Questo

risultato ha contribuito a sostenere il cambio che, tuttavia, potrebbe continuare a rimanere sotto pressione a causa del probabile aumento del deficit pubblico e di quello delle partite correnti. Il nuovo ministro delle finanze, la signora Nirmal Sitharam, ha annunciato che il bilancio pubblico verrà presentato per la votazione in parlamento a partire dal 5 luglio e sono allo studio misure di allentamento fiscale a supporto dei consumi.

La riaccelerazione del credito all'industria resta ancora guidata dal credito al settore costruzioni e alle infrastrutture, mentre quello al netto di queste voci è piatto da mesi ed è stato in calo in aprile (-0,1% a/a). Il rallentamento del credito ai servizi e quello dei prestiti personali, hanno ulteriormente contribuito all'indebolimento della dinamica del credito bancario. A questo si somma la persistente **restrizione del credito del settore finanziario non bancario** che continua a trascinarsi in seguito al fallimento del colosso IL&FS nel settembre 2018 ed è esacerbato da problematiche simili recentemente emerse in altri istituti. Il 4 giugno Dewan Housing Finance Corp ha mancato un pagamento e l'affiliata locale dell'agenzia S&P ha ridotto a *default* il rating sul suo debito a breve termine. I default in aumento (45 titoli nella prima metà dell'anno contro 22 dell'intero 2018), la richiesta di bancarotta per Jet Airways India LTD da parte dei creditori il 17 giugno e la preoccupazione per i destini del conglomerato Essel Group LTD, hanno contribuito ad **un inasprimento delle condizioni finanziarie e ad un aumento dell'avversione al rischio** tra gli investitori. Entrambe avranno effetti frenanti sulla futura dinamica del credito.

La **Reserve Bank of India** ha mantenuto elevata e in surplus la liquidità del sistema attraverso l'aumento delle operazioni di finanziamento per calmierare le tensioni nel mercato. Spinta dal deterioramento del quadro macroeconomico e confortata dal calo dell'inflazione *core*, ha effettuato inoltre altri due tagli dei tassi ufficiali da 25pb ciascuno dopo quello di febbraio, portando il tasso repo a 5,75%. Nella riunione di giugno, a differenza delle precedenti, tutti i membri hanno votato all'unanimità anche per il cambiamento della *stance* di politica monetaria da *neutrale* ad *accomodante*. Riteniamo che la preoccupazione per un *output gap* negativo possa preludere ad altri due tagli dei tassi entro il 1° trimestre del 2020.

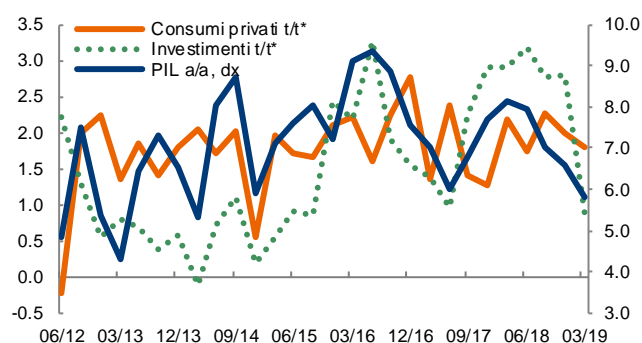
Il deterioramento del quadro economico nel 1° trimestre e le prospettive di ulteriore rallentamento dei consumi ci inducono a **rivedere al ribasso le previsioni per il 2019 da 7,1% a 6,8%**. L'allentamento delle politiche monetaria e fiscale dovrebbe favorire **una moderata ripresa della crescita a 7,1% nel 2020**. **I rischi sullo scenario restano al ribasso, soprattutto sul 2019**. Sul fronte domestico la restrizione del credito nel settore non bancario e il peggioramento delle condizioni finanziarie potrebbero continuare a frenare gli investimenti privati. Inoltre, l'Indian Meteorological Department ha reso noto che le piogge del monsone estivo al 20 giugno sono state del 43% al di sotto del livello di normalità, aumentando i rischi che il ritardo nelle semine possa ridurre la produzione agricola in autunno. Sul fronte estero, l'allargamento della guerra dei dazi impatterà negativamente sulla dinamica delle esportazioni riducendo il contributo positivo del canale estero.

Previsioni

	2015	2016	2017	2018	2019p	2020p
PIL (prezzi costanti)	7.5	8.7	6.9	7.4	6.8	7.1
Consumi privati	7.7	9.1	6.6	8.5	7.1	6.9
Consumi pubblici	4.2	4.2	13.7	10.7	12	7.6
Investimenti fissi	4.8	9.2	7.7	12.2	5.2	9.8
Esportazioni	-6.2	2.5	5.8	10.6	5.5	6.1
Importazioni	-5.8	1.6	15.5	16.1	3.9	6.1
Produzione industriale	2.5	5.2	3.5	5.2	2	6.7
Inflazione (CPI)	4.9	4.9	3.3	3.9	3.3	4.0
Tasso di disoccupazione (%)	3.0	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6
Salari medi	8.7	11.5	10.2	10.3	10.2	11.1
Mibor 3 mesi (media) (%)	8.00	7.20	6.50	7.30	6.80	7.00
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	7.80	7.20	6.70	7.70	7.20	7.30
Cambio USD/INR (media)	64.15	67.2	65.11	68.40	69.97	68.53
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-1451	-815	-2528	-4457	-4633	-4817
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.1	-0.5	-1.5	-2.4	-2.3	-2.1
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-3.4	-3.6	-3.9	-3.6	-3.4	-3.4
Debito Pubblico (% del PIL)	47.1	46.9	45.5	44.9	44.5	44.4

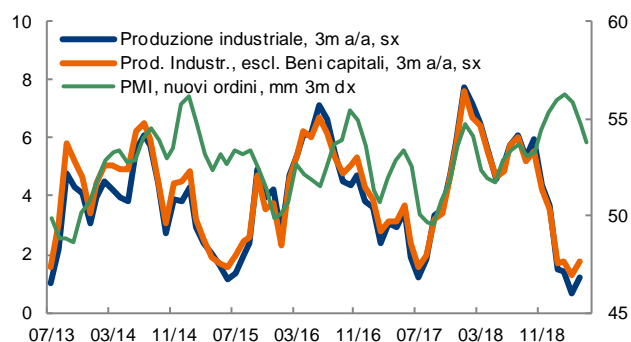
Nota: variazioni % sul periodo precedente, salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

PIL e componenti



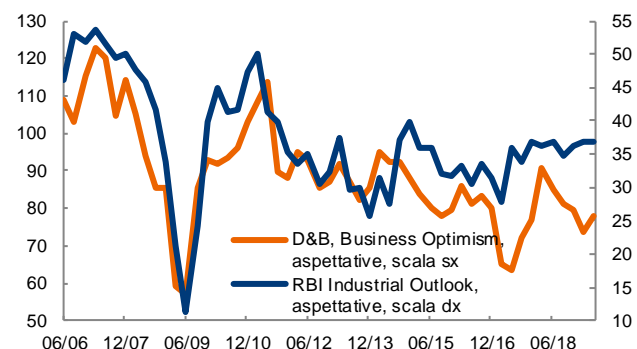
* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

Produzione industriale



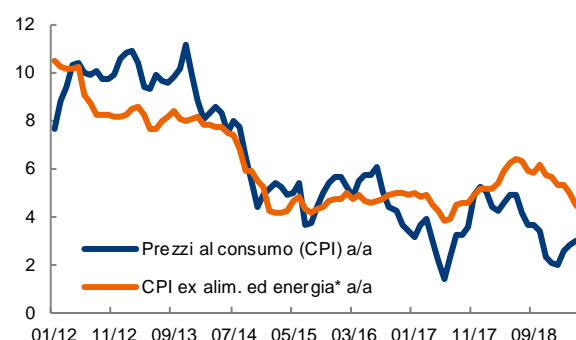
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

Fiducia delle imprese



Fonte: CEIC

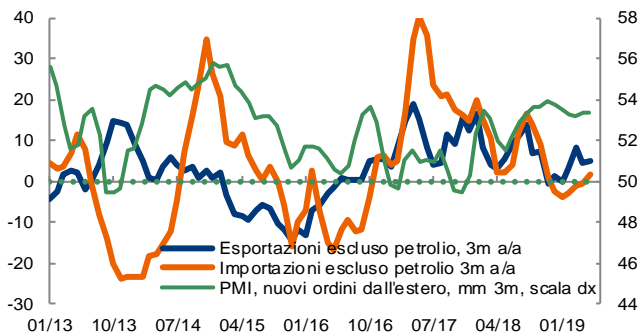
Inflazione



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

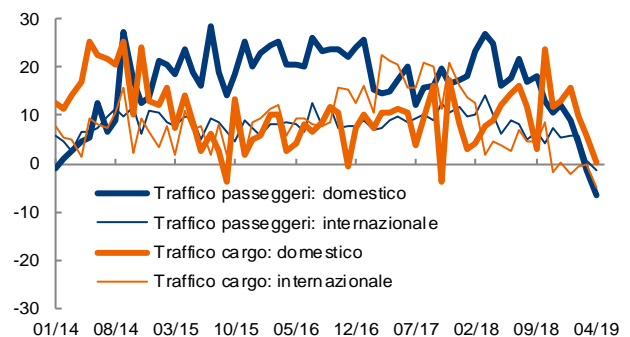
Scenario Macroeconomic Giugno 2019

Commercio estero



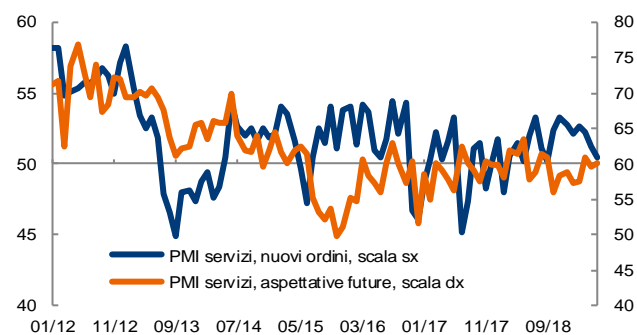
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico passeggeri e cargo



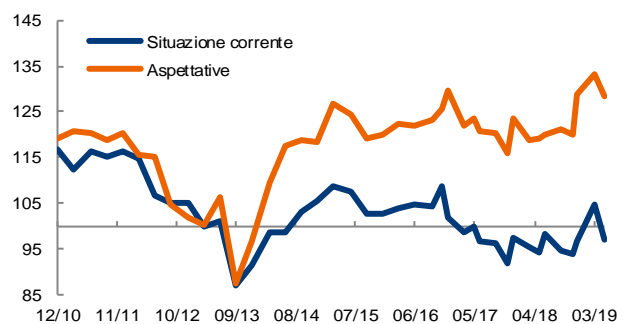
Fonte: CEIC

Servizi



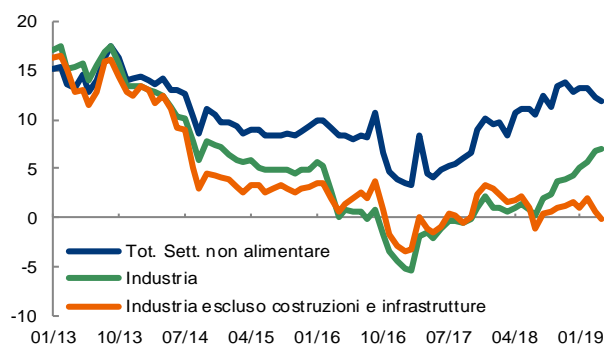
Fonte: Markit

Fiducia dei consumatori



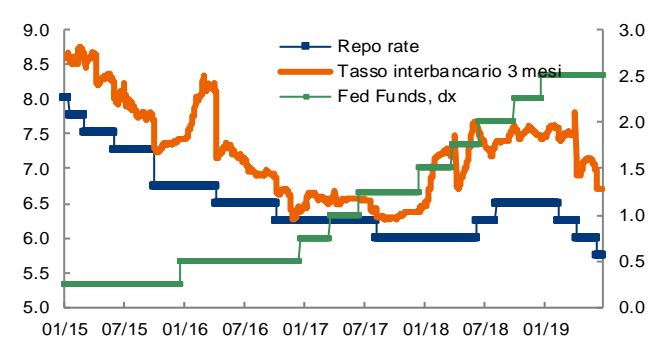
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



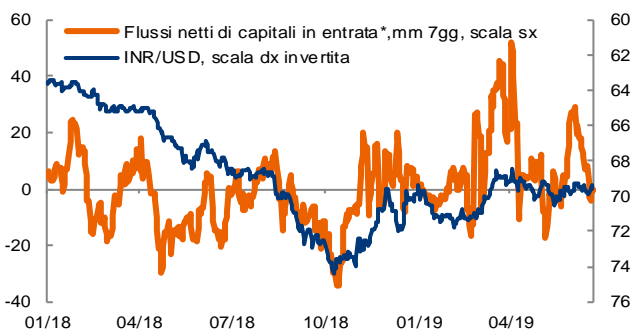
Fonte: CEIC

Tassi ufficiali e mercato monetario



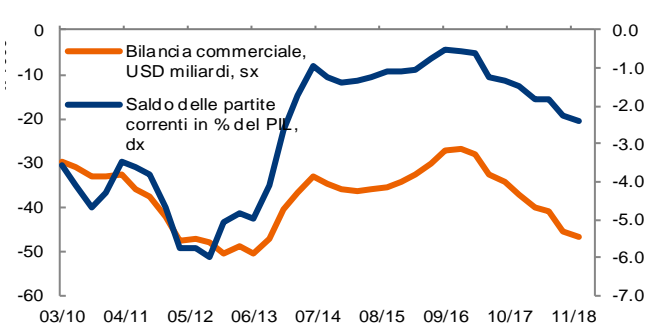
Fonte: CEIC

Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio



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

Partite correnti (media mobile 4 trimestri)



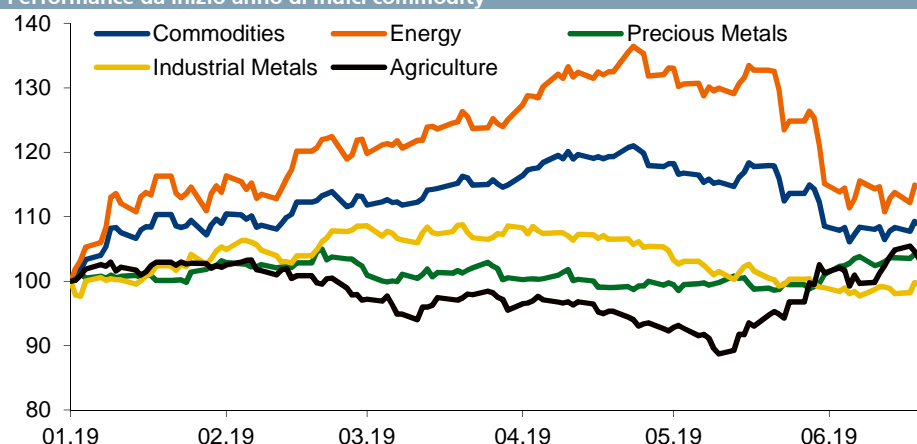
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Materie prime: si intensificano le guerre commerciali

A maggio, l'ottimismo è svanito rapidamente: le trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono interrotte bruscamente e la minaccia di introdurre nuovi dazi è divenuta realtà. Inoltre, abbiamo assistito a un inasprimento delle tensioni anche tra gli Stati Uniti e altri partner commerciali importanti, come Messico e Unione Europea. Si delinea ora per i prezzi delle materie prime uno scenario di base più complicato: escludiamo possibili miglioramenti a breve termine della disputa tra Stati Uniti e Cina e riteniamo che le tensioni commerciali siano destinate a rimanere una caratteristica strutturale del mercato.

Daniela Corsini

Performance da inizio anno di indici commodity



Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

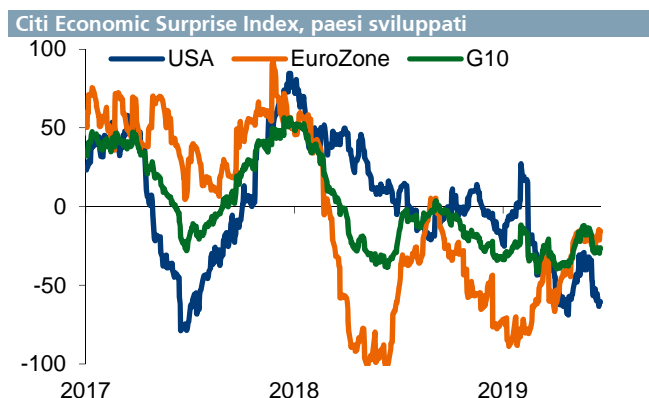
Le materie prime hanno beneficiato di un primo trimestre molto positivo: i timori sulla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina si erano allentati e tutte le parti coinvolte avevano espresso ottimismo sui progressi compiuti durante i colloqui ad alto livello; le banche centrali hanno rassicurato i mercati globali garantendo una liquidità abbondante; la maggior parte delle materie prime ha tratto beneficio da mercati fisici più tesi, grazie a una combinazione di fattori strutturali ed esogeni. Ad esempio, i prezzi dei metalli industriali sono stati sostenuti dal bassissimo livello degli investimenti in capacità produttiva effettuati nel corso degli ultimi anni, una caratteristica strutturale del mercato. Il prezzo del greggio è stato sostenuto soprattutto da eventi esogeni: tagli alla produzione nei paesi OPEC+ e in Canada; sanzioni comminate dagli Stati Uniti a Venezuela e Iran; scontri in Libia.

L'andamento positivo dei prezzi ha subito una battuta d'arresto nel 2° trimestre, quando l'ottimismo è svanito rapidamente, a causa della brusca interruzione delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina e della minaccia di introdurre nuovi dazi, poi divenuta realtà. Inoltre, abbiamo assistito a un inasprimento delle tensioni anche tra gli Stati Uniti e altri partner commerciali importanti, come Messico e Unione Europea. In Europa, i rischi politici restano significativi, a fronte di maggiori probabilità di un no-deal per la Brexit già nel 4° trimestre del 2019.

Inoltre, nei mesi scorsi i dati macroeconomici hanno deluso le attese nella maggior parte delle aree e i timori di un rallentamento della crescita globale si sono intensificati. Abbiamo dovuto rivedere al ribasso previsioni di crescita regionale e globale, e ulteriori revisioni al ribasso di previsioni macroeconomiche potrebbero essere annunciate nei prossimi mesi se le tensioni politiche non si allenteranno.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019



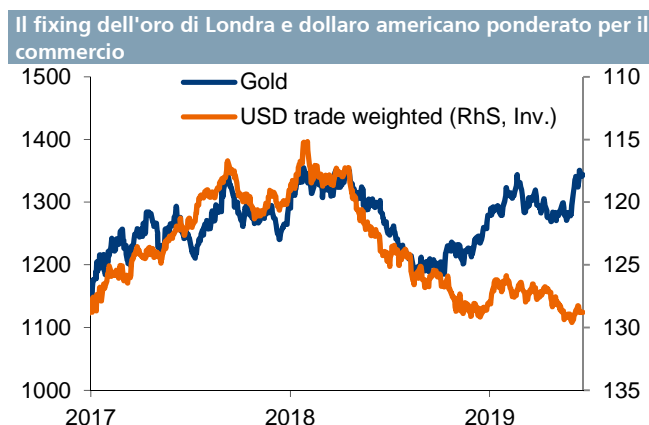
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg



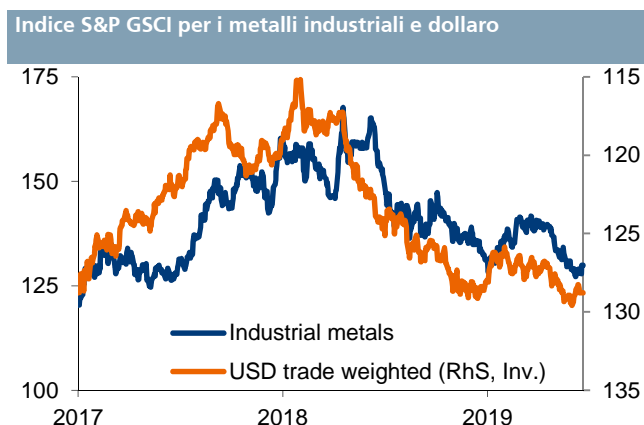
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

Abbiamo anche rivisto le nostre previsioni sulle politiche monetarie negli Stati Uniti e in Europa. Attualmente, ci attendiamo un taglio dei tassi d'interesse di riferimento da parte della Fed di 25 pb nel 2019 e di ulteriori 25 pb nel 2020. La BCE dovrebbe lasciare i tassi invariati fino alla fine del 2020, anche se probabilmente attuerà misure più espansive per immettere nel sistema la liquidità necessaria.

Di conseguenza, il dollaro statunitense ponderato per il commercio potrebbe registrare un moderato deprezzamento nel corso dei prossimi mesi. Normalmente, un dollaro stabile o più debole favorisce il comparto delle materie prime, data la correlazione storicamente negativa tra tali asset. Tuttavia, in questa fase di mercato, l'effetto dollaro potrebbe essere facilmente compensato da un sentiment di mercato negativo, che eserciterebbe pressioni ribassiste sui principali asset ciclici, inclusi energia e materie prime industriali. Infatti, riteniamo che, **ancora una volta, il sentiment di mercato rappresenterà il principale driver dei prezzi delle materie prime poiché, a nostro avviso, l'attenzione dei mercati finanziari si concentrerà principalmente su rischi politici e geopolitici.**

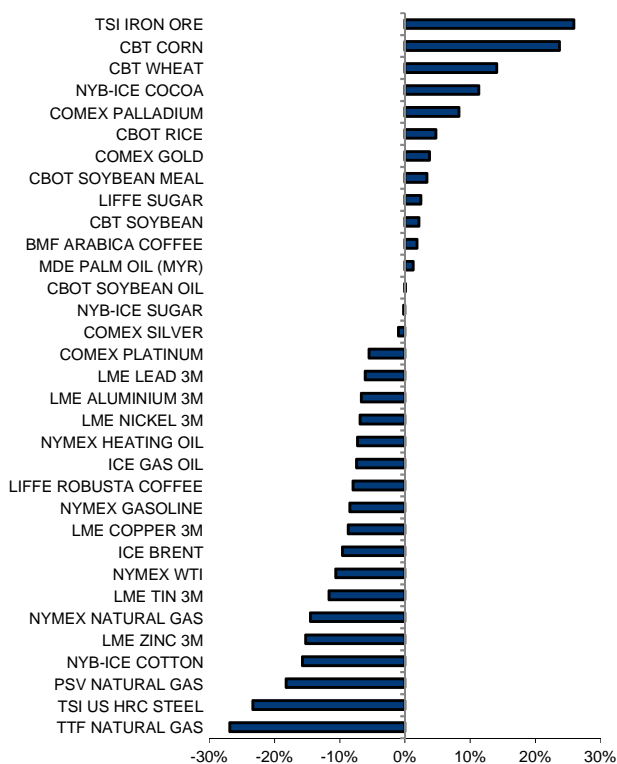


Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



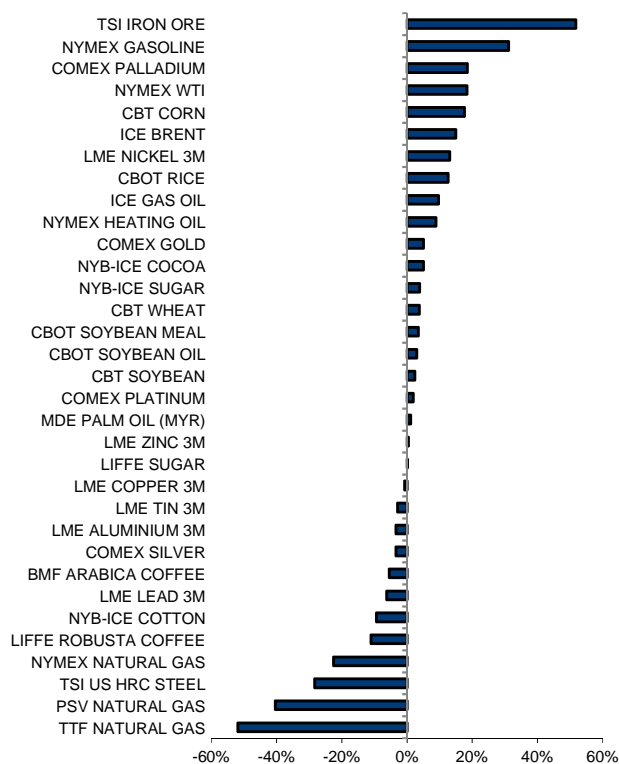
Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance da inizio trimestre sino al 19.06.2019



Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance da inizio anno sino al 19.06.2019



Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Ipotesi sottostanti al nostro scenario di base

Prevediamo ora un più difficile scenario di base per i prezzi delle materie prime. Abbiamo dovuto escludere un possibile miglioramento a breve termine della disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina e riteniamo che le **tensioni commerciali siano destinate a diventare una caratteristica strutturale del mercato.**

- A nostro parere, **gli Stati Uniti introdurranno dazi sulle restanti importazioni cinesi** del valore di circa 300 miliardi di dollari, e la **Cina reagirà con azioni di ritorsione**, imponendo eventualmente limiti commerciali sui beni percepiti come strategici per alcuni settori core, come tecnologia e difesa. Entrambe le economie saranno penalizzate, anche se la Cina subirebbe l'impatto negativo più pesante in termini di diminuzione della crescita potenziale. In vari settori, le filiere globali sarebbero alterate, con un possibile impatto negativo su altre aree, inclusa l'Europa. Abbiamo già avuto un'anticipazione del tipo di conseguenze, gravi e di vasta portata, causate dai dazi e dalle sanzioni statunitensi nel settore siderurgico: attualmente, i prezzi dell'acciaio in Europa sono inferiori rispetto alla Cina, il maggior produttore a livello mondiale, poiché le esportazioni di acciaio cinesi e turche sono state dirottate verso il Vecchio Continente. Nonostante le clausole di salvaguardia, il mercato europeo si trova in una situazione di eccesso di offerta a causa delle importazioni elevate e di una domanda domestica debole. I principali sconfitti in questa guerra sull'acciaio sono proprio i produttori europei, penalizzati da prezzi bassi e da un aumento dei costi di produzione, a fronte dello straordinario rally dei prezzi del ferro dopo la tragedia della diga a Brumadinho in Brasile e di inattese interruzioni delle forniture in Australia, causate da avverse condizioni meteorologiche.

- Per il momento, ipotizziamo che le **tensioni tra Stati Uniti e Messico sul controllo dell'immigrazione non porteranno a ulteriori limiti degli scambi commerciali regionali**. A nostro avviso, il nuovo USMCA³ sarà probabilmente ratificato e i dazi statunitensi sulle importazioni di alluminio e acciaio provenienti da questi due paesi saranno probabilmente revocati.
- Al momento, **il nostro scenario di base non considera l'introduzione di dazi statunitensi sulle importazioni di veicoli europei e asiatici**. Tuttavia, questo tema sarà discusso prima della scadenza di novembre e probabilmente alimenterà la volatilità dei prezzi di mercato. La grave minaccia di limiti commerciali nel settore automobilistico rappresenta il principale rischio di ribasso che pesa sulle nostre previsioni per le materie prime.

Inoltre, **i rischi geopolitici sono destinati a permanere**. A nostro avviso, se i rapporti tra Stati Uniti e Cina non miglioreranno, vari dossier rischiano di rimanere bloccati, come **Venezuela e Corea del Nord**, i due esempi più lampanti.

In Medio Oriente, le tensioni si sono acuite dopo il mancato rinnovo da parte degli Stati Uniti degli esoneri dalle sanzioni precedentemente garantiti ai maggiori importatori di greggio iraniano. **L'Iran ha minacciato di ridurre progressivamente i propri impegni previsti dall'accordo sul nucleare JCPOA 2015** a partire da luglio se i firmatari europei e asiatici non riprenderanno le importazioni di greggio e non ripristineranno i rapporti finanziari. Nelle ultime settimane, le parti coinvolte hanno cercato di abbassare i toni, manifestando il desiderio di evitare un conflitto armato nell'area.

Nei prossimi mesi, la tensione resterà alta, ma al momento riteniamo che l'Iran non uscirà dall'accordo sul nucleare e che eventuali eventi negativi (come, ad esempio, sabotaggi da parte di fonti sconosciute nello Stretto di Hormuz o attacchi terroristici a obiettivi sensibili) non saranno così gravi da provocare un embargo nei confronti dell'Iran o aprire un conflitto armato con una coalizione saudita-statunitense. Tuttavia, **la probabilità che eventi imprevisti inneschino una serie di ritorsioni a catena fino ad arrivare all'interruzione dei rapporti diplomatici e all'uscita dell'Iran dall'OPEC appare ora concreta** (nella nostra analisi di scenario attribuiamo una probabilità del 10% all'uscita dell'Iran dall'OPEC nel corso dell'estate).

In questo contesto, **il ruolo della Russia in Medio Oriente diventa ancora più critico** relativamente a una serie di problematiche. Per quanto riguarda la politica sul petrolio, la coesione all'interno dell'OPEC+ potrebbe venire meno se l'Iran dovesse manifestare l'intenzione di uscire dall'organizzazione come ritorsione contro l'aumento delle esportazioni saudite a compensazione delle minori esportazioni iraniane e se la Russia dovesse spingere per abbandonare l'accordo attualmente in vigore, per soddisfare i produttori russi che desiderano trarre maggiore beneficio da prezzi relativamente elevati sui mercati internazionali.

Previsioni per l'universo commodity

Energia. Continuiamo a ritenere che, nei prossimi mesi, il prezzo del greggio resterà all'interno di un range ampio e sarà scambiato tra i 60 e i 75 dollari per la maggior parte del periodo. I rischi geopolitici e la promessa dei paesi dell'OPEC+ di mantenere il mercato globale in equilibrio innescheranno pressioni al rialzo. I timori sulle tensioni commerciali, la fragile crescita economica mondiale e l'indebolimento della domanda di greggio globale innescheranno pressioni al ribasso. La volatilità eserciterà, ancora una volta, un impatto significativo sull'andamento dei prezzi. Per il gas, prevediamo un aumento dei prezzi negli Stati Uniti e in Europa, dovuto all'accelerazione stagionale della domanda.

³ USMCA: United States, Mexico, Canada Agreement, sostituisce il precedente NAFTA.

Metalli preziosi. Probabilmente i prezzi saranno ben sostenuti dalle tensioni politiche e dalla volatilità degli asset di rischio. Tuttavia, continuiamo a ritenere che, nel prossimo futuro, l'oro sarà scambiato prevalentemente all'interno di un range di 1.250-1.400 dollari. A nostro avviso, l'oro potrebbe scambiare molto al di sopra del livello di 1.400 dollari soltanto se i gravi timori sulla crescita globale s'intensificassero, innescando una nuova impennata di avversione al rischio con una conseguente brusca correzione degli asset ciclici, inclusi comparto energetico, azionario globale e materie prime industriali. Preferiamo il palladio al platino, a fronte delle tendenze attualmente in atto nel settore automobilistico.

Metalli industriali. Un sentiment di mercato ribassista, alimentato dalle tensioni commerciali e dai timori di una crescita cinese inferiore alle attese, produce un impatto estremamente negativo sui prezzi dei metalli industriali. A nostro avviso, il potenziale di rialzo in questo comparto resterà molto limitato fintanto che l'attenzione dei mercati resterà concentrata sui rischi politici. Tuttavia, confermiamo la nostra previsione di un sensibile aumento dei prezzi nei prossimi 3-5 anni, poiché i metalli industriali presentano i fondamentali più solidi nel comparto delle materie prime: la maggior parte di essi dovrebbe registrare un deficit sia nel 2018 che nel 2019, le scorte mondiali stanno diminuendo, i prezzi bassi scoraggiano l'offerta secondaria e negli ultimi anni gli investimenti sono stati scarsi.

Agricoli. Negli ultimi mesi, la maggior parte delle merci agricole ha registrato forti oscillazioni del prezzo, a fronte di rischi legati alle condizioni meteorologiche e timori sulle forniture. Le quotazioni dei prodotti statunitensi sono influenzate dalle tensioni commerciali con la Cina e dalle promesse di maggiori sussidi per gli agricoltori penalizzati dai dazi cinesi. Le soft commodity, come il caffè, dovrebbero risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, poiché i prezzi dovrebbero essere maggiormente influenzati dai loro fondamentali. Per questo motivo, le soft commodity sono considerate un interessante strumento di diversificazione.

Previsioni di prezzo per le principali commodity						
Al 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
CO1 Comdty	ICE BRENT	67.0	70.0	67.2	70.0	70.0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	58.0	62.0	58.4	64.0	66.0
NG1 Comdty	NYMEX NATURAL GAS	2.3	3.0	2.7	3.0	3.0
GOLDLNP Index	LME GOLD	1,350	1,325	1,321	1,300	1,325
SLVRLND Index	LME SILVER	15.0	15.2	15.2	16.0	16.25
PLTMLNPM Index	LME PLATINUM	800	800	815	800	800
PLDMLNPM Index	LME PALLADIUM	1,450	1,480	1,436	1,550	1,600
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	6,000	6,000	6,079	6,000	6,300
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	1,800	1,800	1,823	1,800	1,920
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	12,500	12,500	12,416	13,000	14,000
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2,500	2,500	2,578	2,500	2,600
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	1,800	1,800	1,882	1,800	1,880
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	19,500	19,500	19,894	19,500	19,750
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	90	85	89,1	82,0	77,0
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	500	530	584	550	550
JBO1 Comdty	LME SCRAP	300	300	303	300	300
JBP1 Comdty	LME REBAR	468	465	469	463	460
C 1 Comdty	CBOT CORN	450	460	421	480	490
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	500	500	494	500	500
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	900	900	892	900	940
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	100	105	100	110	115
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,400	1,450	1,437	1,525	1,600
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	310	310	310	300	300
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	28.0	28.0	28.4	28.0	28.0

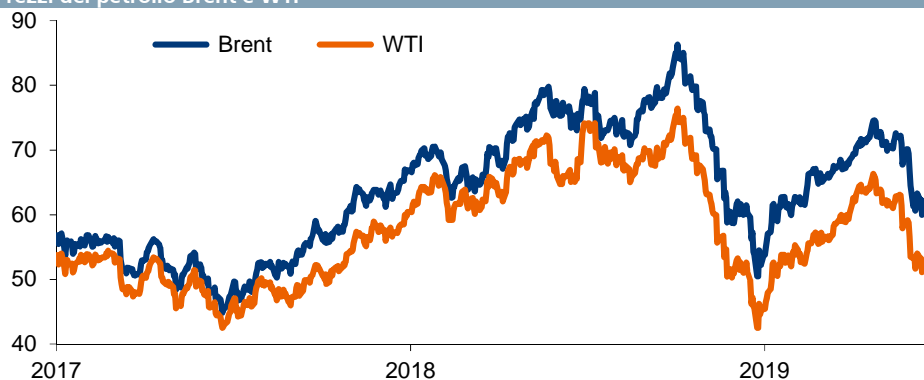
Fonte: stime Intesa Sanpaolo Ferro: contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un basket di prezzi di riferimento pubblicati da The Steel Index. Acciaio: Steel Index: indice calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano

Petrolio: frequenti oscillazioni del sentiment di mercato

Nei prossimi mesi, probabilmente i mercati continueranno ad altalenare la loro attenzione fra le preoccupazioni di un'intensificazione delle tensioni commerciali e i timori di interruzioni inattese delle forniture. A nostro parere, i fondamentali dei mercati fisici e i rischi geopolitici potrebbero prevalere sui timori politici e macroeconomici globali. Nel nostro scenario di base, non ipotizziamo profonde spaccature all'interno dell'OPEC e prevediamo che gli attuali tagli alla produzione implementati dall'OPEC+ saranno mantenuti.

Daniela Corsini

Prezzi del petrolio Brent e WTI



Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel 2° trimestre 2019, le quotazioni del greggio hanno registrato variazioni sensibili, a seguito delle frequenti oscillazioni del sentiment di mercato e dell'attitudine risk-on e risk-off. Spesso i mercati alternano la loro attenzione fra i timori di un'escalation delle tensioni commerciali, con il conseguente impatto negativo su crescita economica globale e domanda di materie prime, e preoccupazioni per interruzioni inattese delle forniture, soprattutto in relazione ai rischi geopolitici.

Nel corso degli ultimi mesi, abbiamo assistito a un rafforzamento dei fondamentali dei mercati fisici, sulla scia dell'attuale calo della produzione in Venezuela, delle sanzioni statunitensi contro l'Iran, dei tagli alla produzione in Canada e nei paesi OPEC+ e degli imprevisti problemi di contaminazione lungo la pipeline Druzhba, che trasporta il greggio dalla Russia all'Europa orientale.

I dati pubblicati a giugno dall'Energy Information Administration (EIA) statunitense dimostrano che i previsti tagli alla produzione e le varie interruzioni inattese delle forniture hanno spinto il mercato globale in deficit. Infatti, secondo le previsioni dell'EIA, quest'anno la domanda supererà l'offerta di quasi 0,3 milioni di barili al giorno (mb/g).

Tuttavia, la crescita della produzione non OPEC dovrebbe confermarsi eccezionalmente elevata sia nel 2019 che nel 2020, con ritmi molto più sostenuti rispetto al consumo totale. Pertanto, anche ipotizzando un rinnovo dell'attuale accordo OPEC+ e il mantenimento delle sanzioni statunitensi nei confronti di Iran e Venezuela, probabilmente l'anno prossimo il mercato tornerà in surplus, con un eccesso di offerta stimato di circa 0,3 mb/g.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a giugno 2019

Stime pubblicate a giugno 2019 in mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2018	99.9	63.4	11.0	5.3	32.0	31.2	0.7
2019	101.1	65.5	12.3	5.2	30.2	30.4	-0.3
<i>y/y change</i>	1.2	2.2	1.4	-0.2	-1.8	-0.8	
2020	102.6	68.1	13.3	5.0	29.7	29.5	0.3
<i>y/y change</i>	1.4	2.6	0.9	-0.2	-0.4	-1.0	

Nota (*) "Call on OPEC crude = Consumo mondiale - Offerta Non OPEC - Offerta OPEC di LNG; (**) "Bilancio di mercato = Offerta OPEC - Call on OPEC crude". Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

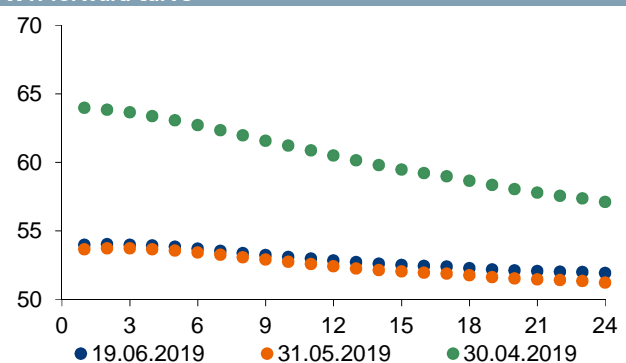
L'inclinazione delle curve forward riflette la forza della crescita della produzione statunitense: il front-end della curva del WTI è in contango, segnalando correttamente che il mercato domestico è molto ben fornito, complici alcuni ostacoli infrastrutturali che hanno limitato la capacità di trasporto dai bacini di shale oil alla Costa del Golfo. Tuttavia, questi ostacoli dovrebbero essere superati a partire da metà 2019, grazie al potenziamento della capacità di alcune pipeline e ad alcune inversioni di flusso. Per contro, la curva del Brent è in backwardation, riflettendo l'effetto combinato degli attuali tagli alla produzione, delle sanzioni statunitensi e delle numerose interruzione non pianificate dell'offerta.

Crescita eccezionale della produzione negli Stati Uniti



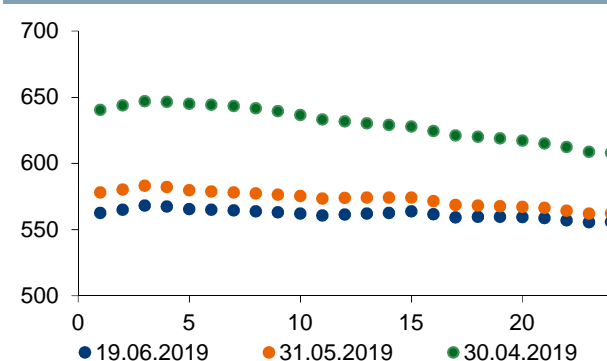
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

WTI forward curve



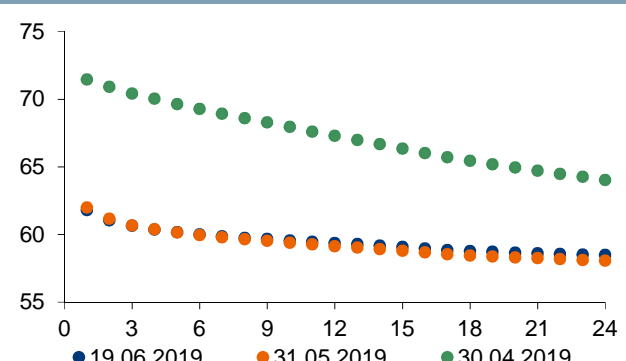
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gasoil forward curve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent forward curve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A nostro parere, i prossimi mesi saranno cruciali per il futuro dell'OPEC. Infatti, da un lato la strategia di riduzione della produzione complessiva non ha prodotto i risultati sperati, poiché non ha né fermato la crescita della produzione shale, né contribuito ad ancorare i prezzi al livello preferito dai sauditi, ovvero in un intervallo vicino al prezzo di pareggio fiscale (budget break-

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

even), stimato all'interno di una forchetta di 70-90 dollari. Dall'altro lato, le maggiori tensioni in Medio Oriente stanno indebolendo la coesione interna all'OPEC.

Nelle scorse settimane, sono stati segnalati diversi sabotaggi vicino allo Stretto di Hormuz e i ribelli Houthi dallo Yemen hanno colpito più attivamente infrastrutture in territorio saudita.

L'attuale quadro geopolitico è reso ancor più difficile dal serio rischio di un'uscita dell'Iran dall'accordo sul nucleare, che comprometterebbe irrimediabilmente i rapporti tra il paese islamico e i paesi occidentali, e dalla solidità del rapporto tra Stati Uniti e Arabia Saudita.

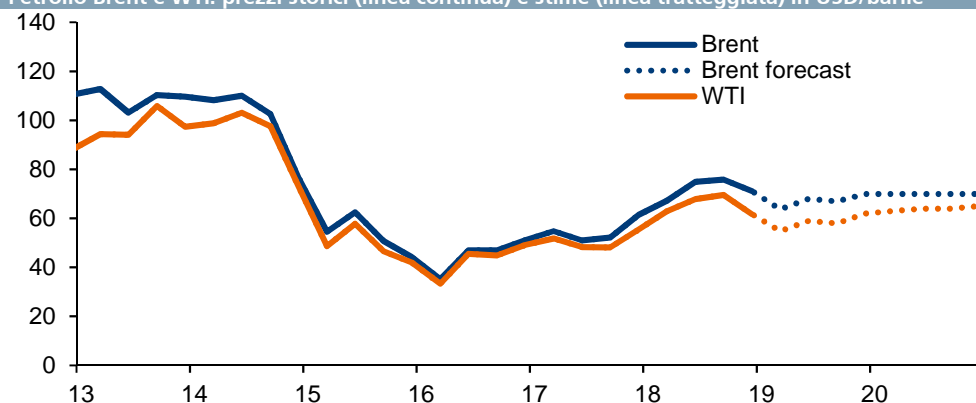
A nostro avviso, questo inusuale livello di tensioni politiche potrebbe spingere gli attori a deviare dal sentiero di azioni preferito, producendo conseguenti effetti indesiderati. In particolare, se le tensioni tra Arabia Saudita e Iran non si allentano, l'unità dell'OPEC potrebbe sfaldarsi, rendendo l'Organizzazione ampiamente irrilevante.

Apparentemente, le prime crepe sono emerse anche all'interno dell'OPEC+, poiché la Russia ha spesso fatto pressioni per interrompere i tagli. Per contro, l'Arabia Saudita ha espresso chiaramente l'intenzione di confermare i limiti alla produzione almeno fino a fine anno.

Nel nostro scenario di base, nel corso dei prossimi mesi prevediamo frequenti oscillazioni dei prezzi del greggio all'interno di un ampio intervallo. Consideriamo il livello di 50 dollari come un forte supporto per il Brent. Questo livello potrebbe essere raggiunto soltanto se le tensioni politiche s'inasprissero e i dati macroeconomici nei principali paesi consumatori deludessero le attese. Vediamo il livello di 85 dollari come una forte resistenza per il Brent. Questo livello potrebbe essere raggiunto soltanto se le tensioni geopolitiche in Medio Oriente si traducevano in forti timori riguardo la sicurezza dell'offerta e rischi di interruzione del transito attraverso lo Stretto di Hormuz.

Attualmente, prevediamo una quotazione media per il Brent di 67 dollari per il 3° trimestre 2019 e di 70 dollari per l'intero 2020. Riteniamo infatti che i fondamentali dei mercati fisici e i rischi geopolitici potrebbero prevalere sui timori politici legati alla guerra commerciale. Ovviamente, le nostre previsioni si basano sull'ipotesi forte che l'OPEC+ manterrà gli attuali tagli alla produzione almeno fino a metà 2020.

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



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

Stime di prezzo del petrolio Brent						
Al 18.06.2019	3Q19	4Q19	2019	2020	2021	2022
ICE BRENT	67.0	70.0	67.2	70.0	70.0	68.0
Mediana, Bloomberg	70.0	70.0	67.8	68.0	67.0	68.0
Curva Forward	59.6	58.9	62.4	58.3	57.8	58.1

Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI						
Al 18.06.2019	3Q19	4Q19	2019	2020	2021	2022
NYMEX WTI	58.0	62.0	58.4	64.0	66.0	64.0
Mediana, Bloomberg	62.0	62.3	61.0	61.6	62.9	63.8
Curva Forward	58.9	52.2	55.3	51.7	51.1	51.4

Fonte: Intesa Sanpaolo chart from Bloomberg data

Scenario Macroeconomico

Giugno 2019

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)

Macroeconomic & Fixed Income Research

Luca Mezzomo 62170 luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Fixed Income

Sergio Capaldi 62036 sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Chiara Manenti 62107 chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Federica Migliardi 62102 federica.migliardi@intesasanpaolo.com

Macroeconomia

Guido Valerio Ceoloni 62055 guido.ceoloni@intesasanpaolo.com

Paolo Mameli 62128 paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Giovanna Mossetti 62110 giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi 32834 alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Mercati Valutari

Asmara Jamaleh 62111 asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Materie Prime

Daniela Corsini 62149 daniela.corsini@intesasanpaolo.com

International Economics Research

Economista - Asia Emergenti

Silvia Guizzo 62109 silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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

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

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. 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. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlg_231_2001.jsp 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 dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp ed aggiornate 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.