

## Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche  
Marzo 2019

## Indice

<b>Il logorio di mille piccoli shock</b>	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	5
<b>Stati Uniti: atterraggio morbido?</b>	7
<b>Area euro: aspettando Godot</b>	11
Germania: motori a scartamento ridotto, manca la domanda estera	17
Francia: dopo un inverno fiacco, l'economia torna ad avanzare	21
Italia: tra Scilla e Cariddi	25
Spagna: l'economia resta solida, incurante della politica	32
Paesi Bassi: l'economia rallenta, i rischi di scenario aumentano	36
<b>Asia</b>	40
Giappone: le nubi si addensano sul prossimo biennio	40
Cina: flessibilità di manovra per stabilizzare la crescita	44
India: rallentamento economico e "populismo competitivo"	48
<b>Materie prime: migliora il sentiment di mercato</b>	52
Petrolio: fondamentali più deboli	57

<b>Marzo 2019</b>
<b>Nota trimestrale</b>
Direzione Studi e Ricerche
Macroeconomic and Fixed Income Research
Macroeconomic Research Team
<b>Luca Mezzomo</b> Responsabile
<b>Daniela Corsini</b> Economista – Materie Prime
<b>Anna Maria Grimaldi</b> Economista - Area Euro
<b>Paolo Mameli</b> Economista - Area Euro
<b>Guido Valerio Ceoloni</b> Economista - Area Euro
<b>Giovanna Mossetti</b> Economista - USA e Giappone
<b>International Economics</b>
<b>Silvia Guizzo</b> Economista - Asia Emergenti

## Il logorio di mille piccoli shock

Non ci sono ancora indicazioni sicure che il primo trimestre 2019 abbia segnato il minimo di questa fase di rallentamento, ma alcuni dei fattori transitori che hanno frenato la crescita da metà 2018 stanno recedendo. La fase di espansione soffre il logoramento che risulta dall'accumularsi di tante incertezze e di tanti piccoli shock negativi.

Luca Mezzomo

I primi mesi del 2019 non hanno offerto molto conforto a chi sperava in una pronta riaccelerazione dell'economia mondiale. I dati hanno continuato a sorprendere in negativo – e sono ormai nove mesi che ciò accade con sistematicità sia nei paesi emergenti, sia nelle grandi economie avanzate. Gli indici manifatturieri di attività continuano a calare, pur rimanendo globalmente su livelli ancora compatibili con un'espansione (v. fig. 1). I dati di fine 2018 sul commercio mondiale sono stati molto negativi, evidenziando una brusca frenata dei volumi importati dai paesi emergenti e una sostanziale stagnazione della crescita dell'import nei paesi avanzati (fig. 2). La percezione di un peggioramento è stata esacerbata dall'inversione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti, in passato un buon predittore di recessione. Nell'attuale situazione la curva potrebbe essere troppo distorta dall'intervento delle Banche centrali per offrire indicazioni affidabili: i dati hanno sì fornito abbastanza indicazioni negative da far suonare qualche campanello di allarme, ma meno negli Stati Uniti che nel resto del mondo.

I dati hanno continuato a sorprendere in negativo, nel primo trimestre

Qualche spiraglio di luce arriva dall'industria automobilistica, in parte responsabile del rallentamento del secondo semestre 2018. Nel bimestre dicembre-gennaio, la contrazione su base tendenziale degli ordinativi e del fatturato in Germania è stata la più contenuta da agosto, anche se rimane pur sempre una contrazione. Le immatricolazioni di autoveicoli nei quattro maggiori paesi dell'Eurozona e in Giappone sono quasi stabili rispetto a un anno fa, mentre la riduzione negli Stati Uniti sta rallentando. Tuttavia, le importazioni cinesi di auto continuano a contrarsi, con un calo tendenziale in febbraio di -18% che è appena meglio di quello osservato in gennaio (-18,7%).

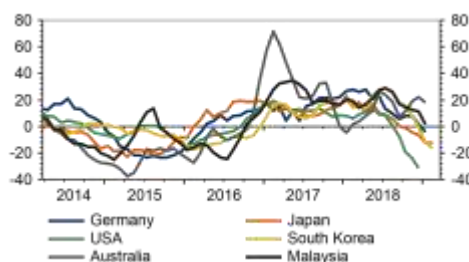
Qualche segnale di stabilizzazione nel comparto automobilistico

I dati continuano a sorprendere in negativo



Fonte: elaborazioni su dati CESI e Thomson Reuters Datastream

Frenano le esportazioni verso la Cina



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

La Cina, in effetti, resta un osservato speciale. Tutti i maggiori partner commerciali della Cina registravano a gennaio una netta contrazione dei flussi (Giappone, Corea, Stati Uniti) rispetto a un anno prima, oppure un netto rallentamento verso tassi di variazione sostanzialmente stagnanti (Germania, Malesia). L'unica eccezione era costituita dall'Australia, che però invia in Cina soprattutto materie prime. Diversamente dal 2015, comunque, la brusca contrazione dei flussi commerciali riflette soprattutto l'adattamento alle barriere daziarie innalzate dagli Stati Uniti e, secondariamente, il rallentamento degli investimenti fissi. Oggi la crescita poggia più sui consumi e meno su investimenti ed export. La nostra valutazione (v. p. 44) è che il rallentamento, per quanto significativo, dovrebbe essere contrastato sempre di più dall'allentamento monetario e dalle misure di stimolo fiscale a favore di imprese e consumatori.

Le esportazioni verso la Cina erano ancora in netto calo a gennaio, ma più come conseguenza dei dazi americani

Ciò non esclude che probabilmente il trend di crescita dell'economia cinese sia destinato a rallentare ulteriormente, nei prossimi anni.

La reazione della politica economica non sta avvenendo soltanto in Cina. Le Banche centrali dei paesi avanzati hanno quasi tutte sospeso il ritiro delle misure di stimolo. La Banca Centrale Europea ha annunciato nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine, in sostituzione di quelle in scadenza nei prossimi anni, e ha prorogato a dicembre il periodo di garantita stabilità dei tassi ufficiali. La Federal Reserve ha segnalato l'interruzione della fase di rialzo dei tassi ufficiali, prospettandone una possibile ripresa a ritmi ridotti soltanto nel 2020, e ha annunciato che la riduzione del bilancio mediante il reinvestimento soltanto parziale delle scadenze sarà prima rallentata e poi interrotta. I riflessi sulla curva dei tassi di interesse del dollaro, che si è appiattita significativamente, dovrebbero aiutare i paesi emergenti. La Banca del Giappone continua ad acquistare attività finanziarie al massimo ritmo possibile. Sul fronte delle politiche fiscali, nel 2019 si dovrebbe verificare nel complesso un allentamento, mentre è soltanto nel 2020 che è attesa una restrizione che potrebbe riguardare Stati Uniti, diversi stati europei e il Giappone.

Nel breve termine, rimangono alcuni importanti fattori di incertezza. Gli Stati Uniti, infatti, potrebbero ancora decidere di prendere di mira le importazioni di auto e di componenti. Nel continente europeo, è aumentato il rischio di un'uscita senza accordo del Regno Unito, anche se la data cruciale è slittata al 12 aprile. Mentre scriviamo, la probabilità di approvazione dell'accordo è giudicata molto bassa, ma non è ancora chiaro se il Parlamento riuscirà a prendere il controllo del processo e a imporre una richiesta di estensione lunga motivata da una concreta proposta alternativa (Customs Union 2.0 o secondo referendum). 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 secondo trimestre potrebbe arrivare fino allo 0,3%, anche se sarebbe in parte recuperato nel terzo trimestre.

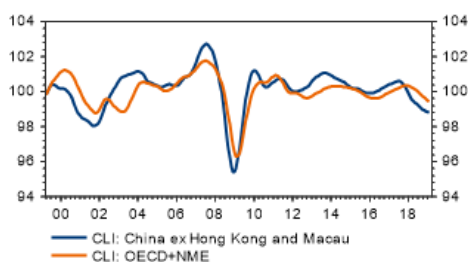
Come si riflettono tali valutazioni sulle previsioni di crescita? Le stime di consenso per il 2019 sono calate significativamente negli ultimi tre mesi. La riduzione è di 2 decimi per gli Stati Uniti e il Regno Unito, di 4 decimi per il Giappone e l'Eurozona, di 5 per il Canada, di 6 per l'Italia. Tuttavia, le nostre proiezioni erano già state limate a dicembre, sicché la nostra revisione è un po' più contenuta (v. tabella a pag. 6). Peraltro, anche il nuovo scenario si basa su un'ipotesi di riaccelerazione della crescita trimestrale nel corso del 2019, spiegata dal rientro dei fattori transitori che hanno contribuito alla frenata del secondo semestre 2018. A tale riguardo, bisogna riconoscere che gli indici anticipatori OECD non stanno ancora segnalando un punto di svolta, e che la cautela è d'obbligo; tuttavia, segnali di stabilizzazione della crescita sono emersi per Francia e Cina – quest'ultimo molto importante perché solitamente precede i punti di svolta per l'economia globale.

**Le Banche centrali hanno reagito al rallentamento interrompendo il ritiro dello stimolo monetario**

**A fronte di un fattore di incertezza che recede (nuovi dazi contro la Cina), altri rimangono ancora minacciosi**

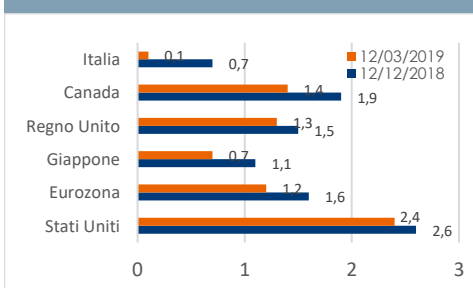
**Nuova limatura alle stime di crescita 2019. La visione resta costruttiva, con un ritorno a tassi trimestrali di crescita più elevati da metà anno**

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



Fonte: OECD

Stime di consenso sulla crescita riviste ampiamente al ribasso



Fonte: Consensus Economics

### I mercati valutari: euro ancora fragile

Con le Banche centrali ora paralizzate dal rallentamento dell'economia, le curve dei tassi sono tornate ad appiattirsi. Tale movimento tende a comprimere 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 potrebbe essere negativo per il dollaro. Tuttavia, 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. Le preoccupazioni sulla tenuta della fase di espansione possono beneficiare lo yen e il franco svizzero, ma non sono neppure negative per il dollaro: in effetti, la correlazione fra l'indice di cambio effettivo del dollaro e il VIX è stata recentemente elevata e positiva.

In prospettiva:

- Un miglioramento dei dati macroeconomici globali potrebbe sostenere l'euro, ma non riteniamo che basterà di per sé a instaurare un trend ascendente contro dollaro (dovrebbero esserci grosse sorprese positive sul fronte europeo, tali da mettere in dubbio il sentiero atteso per i tassi BCE).
- Il mercato deve ancora scrollarsi di dosso le aspettative di tagli dei tassi Fed, che appaiono improbabili nel 2019. Ciò potrebbe sostenere il dollaro, anche se bisogna riconoscere che il calo delle aspettative non lo aveva danneggiato più di tanto negli ultimi mesi.
- Le tensioni sulle divise emergenti dovrebbero calare in un contesto di tassi americani bassi e in calo, anche se l'ultima settimana ha raccontato una storia diversa. In effetti, gli sviluppi domestici possono complicare il quadro (come in Turchia).
- L'esito altamente incerto di Brexit è potenzialmente un problema per la sterlina, ma anche per l'euro.
- Infine, 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. Ciò potrebbe sostenere le *commodity currencies*.

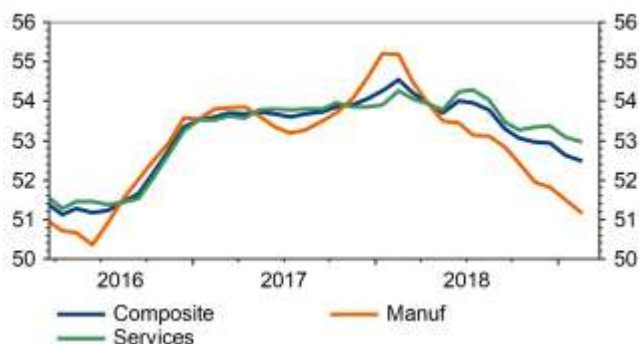
In conclusione, ci aspettiamo ancora oscillazioni senza tendenze direzionali forti per l'euro ancora per diversi mesi, fermo restando che manteniamo una previsione di rialzo a lungo termine connessa alla situazione delle rispettive bilance dei pagamenti. Pensiamo che lo yen potrebbe tornare a indebolirsi in un contesto di prosecuzione dell'espansione economica globale. Riguardo alla sterlina, uno scenario di *no deal exit* potrebbe riportarla verso 1,25 dollari.

Proiezioni sui cambi							
	-24m	-12m	-3m	26/03/2019	+3m	+6m	+12m
EUR/USD	1.08	1.24	1.14	1.13	1.15	1.16	1.20
USD/JPY	111.33	105.40	111.35	110.14	110.7	111.0	112.0
GBP/USD	1.25	1.42	1.26	1.32	1.32	1.32	1.32
EUR/CHF	1.07	1.18	1.13	1.12	1.13	1.13	1.15
EUR/GBP	0.87	0.87	0.90	0.86	0.87	0.88	0.91

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati

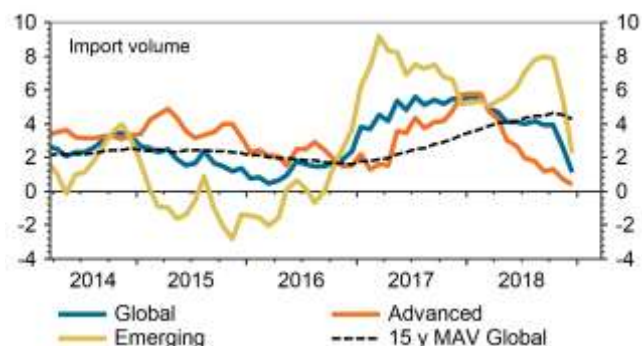
## Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



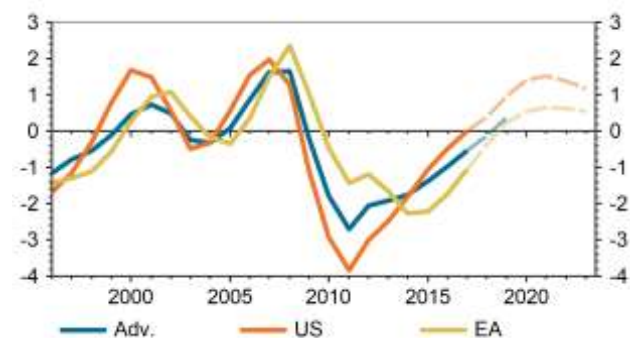
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



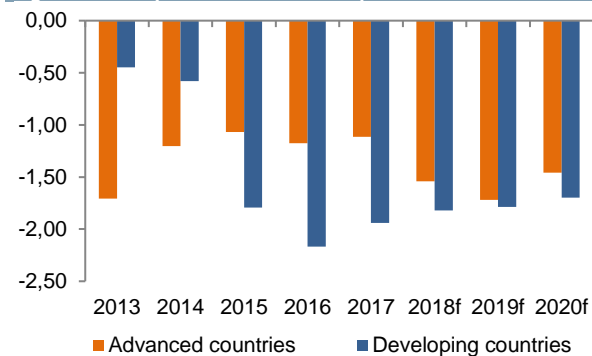
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



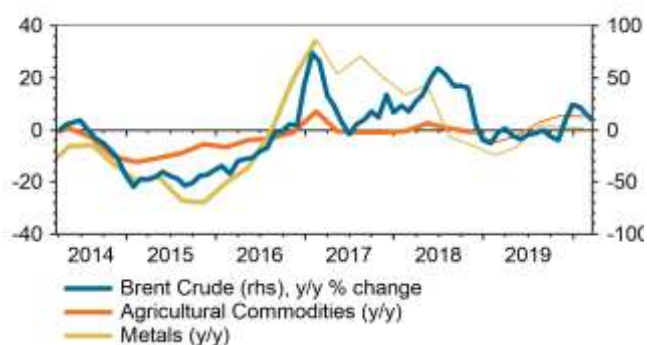
Fonte: FMI

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



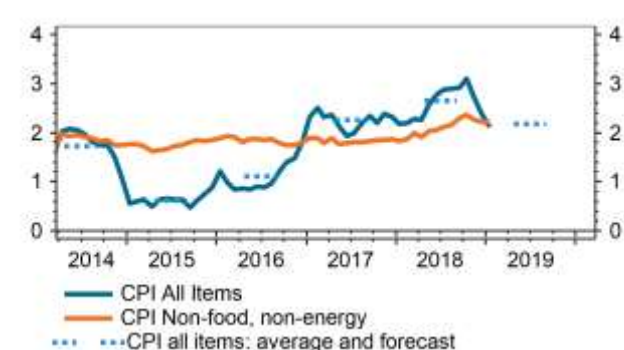
Nota: in percentuale del PIL. Fonte: IMF, *Fiscal Monitor*, October 2018

Fig. E – Prezzi delle materie prime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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

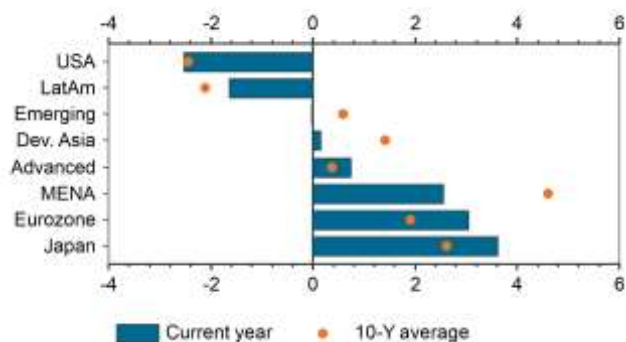


Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

## Scenario Macroeconomico

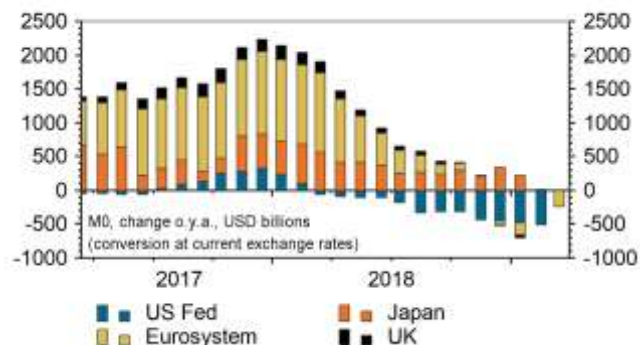
Marzo 2019

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



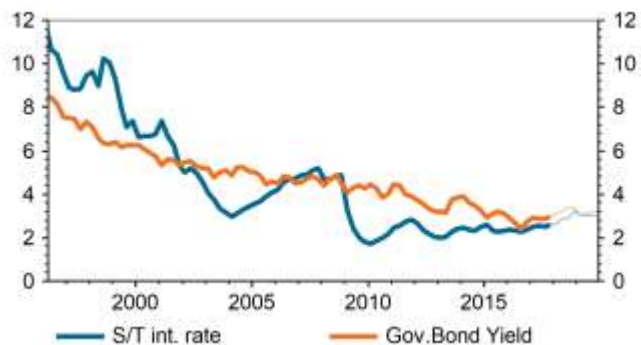
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



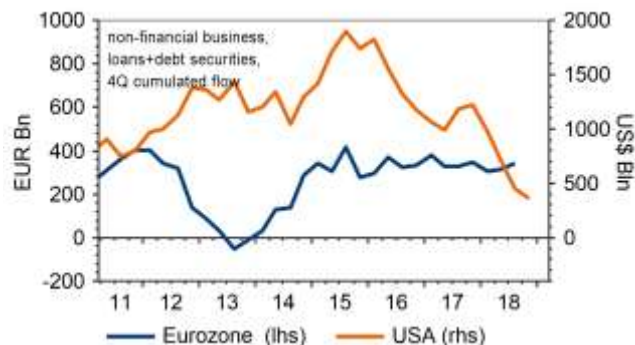
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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	2.4	1.9	1.6	1.7
Giappone	0.8	0.7	0.3	1.0	0.9
Area Euro	1.8	1.2	1.4	1.4	1.3
Europa orientale	3.2	2.5	2.5	2.4	2.2
America Latina	0.8	0.6	2.6	3.2	3.1
OPEC	0.7	-1.6	2.6	3.8	3.9
Cina	6.6	6.3	6.1	5.8	5.8
India	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8
Africa	3.5	3.9	4.2	4.3	4.4
<b>Crescita mondiale</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Stati Uniti: atterraggio morbido?

Giovanna Mossetti

Il 2018 si è chiuso con una crescita annua di 2,9%, sulla scia dell'ampio stimolo fiscale derivante dalla riforma tributaria. Il 2019 sarà frenato da minore stimolo fiscale, da distorsioni derivanti dallo *shutdown* e da una crescita mondiale in rallentamento. I dati di fine 2018 e inizio 2019 non sono ancora completi per via della chiusura degli uffici federali, ma danno chiari segnali di debolezza. Per ora, il **rallentamento della domanda domestica, in parte transitorio, non sembra tale da mettere a rischio la fase di espansione**. La domanda rilevante riguarda la solidità dello scenario di crescita di fronte ai rischi di indebolimento del ciclo internazionale, di restrizione delle condizioni finanziarie e di incertezza sulla politica commerciale dell'amministrazione e fiscale del Congresso. Il nostro scenario centrale è di crescita di **2,4% nel 2019 e di 1,9% nel 2020**.

**1. L'economia rallenta, ma non troppo.** La frenata dei consumi di fine 2018, dovuta in parte allo *shutdown*, è destinata ad invertirsi nel 2° trimestre, come segnalato anche dal Beige Book. Il 1° trimestre dovrebbe vedere un netto rallentamento della spesa personale, per via dell'entrata debole nel 2019. Le previsioni sono di rimbalzo verso una media di **2,5% nel 2019**, grazie all'andamento solido del mercato del lavoro (fig. 2). L'*employment report* di febbraio è stato sorprendente, ma la quasi-stagnazione della dinamica occupazionale (fig. 1) è in contrasto con le altre indicazioni positive del mercato del lavoro. Ci vorranno conferme nei prossimi mesi, ma prevediamo una crescita di occupati elevata, intorno a 150 mila posti al mese. Con questa previsione, **non ci dovrebbe essere una frenata duratura della spesa** delle famiglie.

Anche la crescita degli **investimenti fissi non residenziali** è in rallentamento a inizio 2019 per via dell'incertezza politica, della debolezza del canale estero e del rallentamento dell'estrattivo (v. figg. 3-4). Gli ordini di beni durevoli sono fiacchi e la domanda estera contribuisce negativamente alla crescita. I dazi finora hanno probabilmente avuto un impatto contenuto sulla crescita, anche se hanno generato incertezza. La fine dello *shutdown* e la probabile chiusura del contenzioso con la Cina riducono alcuni dei rischi, anche se rimane incerto il futuro dei dazi già attuati verso la Cina e c'è la minaccia di interventi sul settore auto. La svolta *dovish* della Fed, lo stimolo fiscale in Cina e la sorpresa espansiva dalla BCE forniscono supporto a una previsione di crescita moderata.

La **spesa pubblica** ha frenato a fine 2018 per via dello *shutdown*, ma dovrebbe recuperare nella parte finale del 1° trimestre e soprattutto nel 2° trimestre. Qui, i rischi sono concentrati dopo l'estate, quando dovranno essere rinnovate le leggi di spesa in scadenza il 1° ottobre e le misure straordinarie del Tesoro per aggirare il limite del debito saranno in via di esaurimento (v. sotto). Le **esportazioni nette** dovrebbero contribuire negativamente alla crescita quest'anno (prev. -0,2pp), tuttavia una parte della debolezza dell'export potrebbe essere limitata sul fronte cinese dal nuovo stimolo fiscale e dalla possibile eliminazione di una parte dei dazi imposti nel 2018, anche se resta il rischio collegato a potenziali dazi sul settore auto.

Per quanto riguarda le **condizioni finanziarie**, nel 1° trimestre c'è stato un progressivo allentamento (v. fig. 5), con uno spostamento verso il basso della curva dei rendimenti, una ripresa degli indici azionari e l'interruzione del trend verso l'alto del dollaro. La svolta *dovish* della Fed contribuisce ulteriormente in questa direzione. Per quanto riguarda l'**incertezza politica**, la fig. 6 mostra un rientro su livelli "normali" dopo la fine dello *shutdown*.

**2. L'economia è in mano alla politica fiscale nel 2019-20.** Lo scenario di crescita di questo biennio è condizionato alle **scelte di politica economica del Congresso e dell'amministrazione**, con ampi rischi, vista l'elevata conflittualità emersa in occasione dello *shutdown*. I principali appuntamenti riguardano la politica commerciale, il limite del debito e il budget 2020. Per quanto riguarda la **politica commerciale**, tutti i fronti sono ancora aperti. Il nuovo **NAFTA** non è ancora stato approvato in Congresso. Le trattative con la **Cina** proseguono: un accordo potrebbe essere raggiunto entro fine aprile, con un impegno da parte della Cina di aumentare gli acquisti di prodotti USA e una possibile parziale riduzione dei dazi imposti nel 2018. Le azioni del governo cinese resteranno in ogni caso sotto osservazione, con rischi di recrudescenza delle



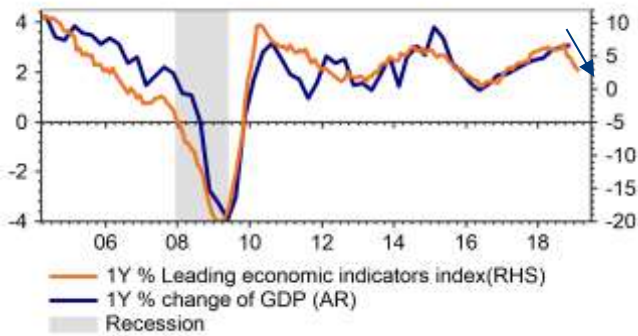
tensioni. In caso di esito positivo sul fronte cinese, si potrebbe aprire il capitolo anche più spinoso dei **dazi sul settore auto**, osteggiato dal Congresso e dai produttori, oltre che dai partner commerciali. Il Presidente dovrà pronunciarsi entro metà maggio per indicare se intende dare seguito al rapporto del Commerce Department, mantenendo elevata l'incertezza e i timori di possibili ripercussioni negative sulla crescita e positive sui prezzi. Per la politica fiscale, due fronti saranno cruciali nella seconda metà dell'anno. Il 1° marzo è tornato in vigore il **limite del debito**, sospeso a febbraio 2018. Le "misure straordinarie" potranno finanziare il governo fino all'autunno, quando potrebbe riproporsi uno scontro con rischi di crisi come nel 2011. Il 1° ottobre scadono le **leggi di spesa**. Senza un accordo in Congresso, la legislazione vigente prevede minore spesa discrezionale per circa 150 miliardi nel 2020. In base agli eventuali accordi in Congresso, la politica fiscale nel 2020 potrà essere neutrale o restrittiva. Nel peggiore dei casi si potrebbe anche avere un nuovo *shutdown*, insieme a una crisi per il debito, improbabile in un anno pre-elettorale, ma non impossibile vista l'imprevedibilità del Presidente. Per il 2019, la crescita media attesa è quasi "blindata" ormai, ma per il 2020 gli scenari possibili sono molto diversi e difficili da prevedere.

**3. Politica monetaria: è probabile che questa fase di rialzo dei tassi sia alla fine.** Il messaggio di pazienza introdotto a gennaio è stato rinforzato alla riunione del FOMC di marzo con segnali *dovish*. Più delle parole di Powell, contano le revisioni alle proiezioni macroeconomiche e dei tassi, che dipingono il quadro della "nuova normalità", in cui l'inflazione continua a non reagire alla riduzione delle risorse inutilizzate e, pur in presenza di un tasso di interesse reale poco sopra lo zero, non emergono segni di surriscaldamento. Nel **grafico a punti** (fig. 11) c'è un ampio consenso (anche se non unanimità) per tassi fermi tutto l'anno e indicazioni per un ulteriore rialzo nel 2020. Infatti, per il 2019 la mediana prevede tassi invariati, con 11 punti stabili (su 17). Per il 2020, 7 partecipanti prevedono tassi fermi e 4 prevedono un rialzo, mentre gli altri partecipanti hanno proiezioni più elevate. Sul **bilancio**, è stato annunciato che il processo di riduzione verrà rallentato da maggio e interrotto a settembre. A maggio, verranno lasciati scadere al massimo 15 mld di Treasury al mese (invece di 30 mld). Da ottobre, i Treasury in scadenza verranno reinvestiti, mentre per i titoli delle agenzie, le scadenze oltre 20 mld al mese verranno reinvestiti in Treasury. Non è ancora stato deciso quando il portafoglio tornerà a crescere: saranno le condizioni di mercato, insieme alla dinamica del circolante, a definire il livello desiderato delle riserve e quindi anche quello del portafoglio titoli. In conclusione, il FOMC si è spostato in **una modalità attendista non soltanto sui tassi, ma anche sul regime in cui opera l'economia**, dando sempre più peso a quella che appare essere la nuova normalità di crescita moderata, poca inflazione e tassi reali neutrali molto bassi. La conseguenza è che gli strumenti per contrastare una futura recessione saranno meno efficaci che in passato, rendendo essenziale maggiore cautela per preservare la ripresa. Prevediamo **tassi fermi fino al 2020**.

Previsioni	2018			2019p				2020p					
	1	2	3	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti ,a/a)	2.9	2.4	1.9	2.6	2.9	3.0	3.1	2.7	2.5	2.2	2.1	2.4	2.0
- trim./trim. annualizzato				2.2	4.2	3.4	2.6	0.7	3.2	2.5	2.0	1.8	1.7
Consumi privati	2.6	2.5	2.2	0.5	3.8	3.5	2.8	1.3	2.9	2.5	2.3	2.2	2.0
IFL - privati non residenziali	7.0	4.1	2.9	11.5	8.7	2.5	6.2	2.9	3.8	3.5	3.4	2.8	2.5
IFL - privati residenziali	-0.2	-1.5	1.0	-3.4	-1.3	-3.6	-3.5	-2.5	0.8	1.3	1.0	0.8	1.0
Consumi e inv. pubblici	1.5	2.2	1.4	1.5	2.5	2.6	0.4	2.4	3.5	2.2	1.4	1.1	1.4
Esportazioni	3.9	2.0	2.4	3.6	9.3	-4.9	1.6	3.3	2.3	3.4	2.2	2.1	2.3
Importazioni	4.6	3.5	3.1	3.0	-0.6	9.3	2.7	2.9	3.5	3.1	2.8	3.2	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.3	-0.1	0.3	-1.5	2.7	0.2	0.0	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.7	-2.8										
Deficit Federale (% PIL)	-6.4	-6.5	-6.8										
Debito pubblico (% PIL)	135.5	136.6	138.3										
CPI (a/a)	2.4	1.5	1.9	2.2	2.7	2.6	2.2	1.6	1.4	1.5	1.6	1.9	1.9
Produzione Industriale (a/a)	4.0	2.7	1.9	0.6	1.3	1.2	1.0	-0.1	0.7	0.7	0.7	0.3	0.3
Disoccupazione (%)	3,9	3,6	3,3	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3
Federal Funds (%)	1,9	2,5	2,5	1,5	1,8	2,0	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5

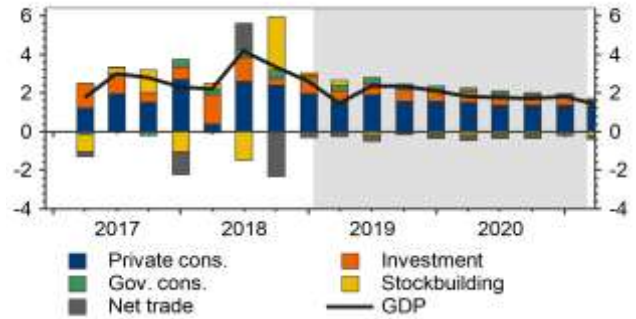
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il picco della crescita è alle spalle...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ... dal 2019 si scende



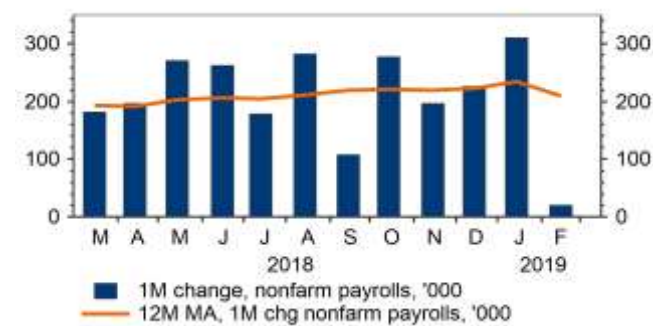
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e previsioni Intesa Sanpaolo

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



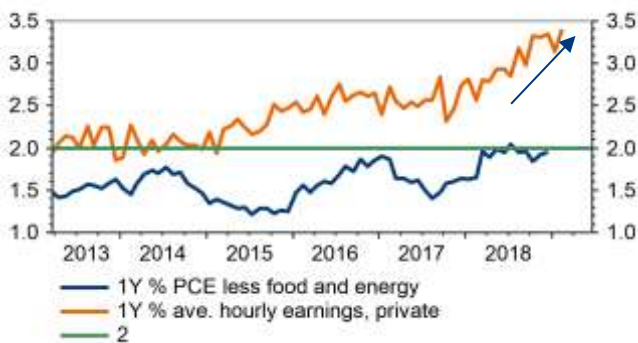
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Crescita media mensile degli occupati sempre elevata, nonostante la frenata anomala di febbraio



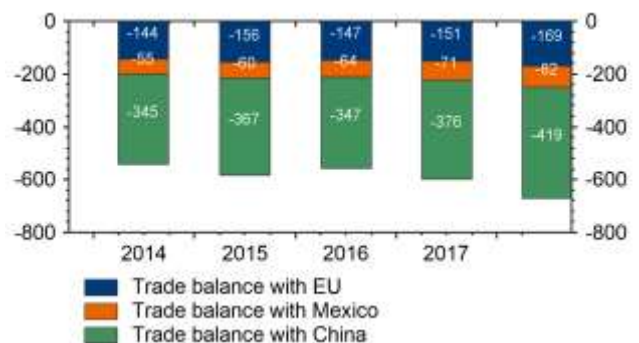
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



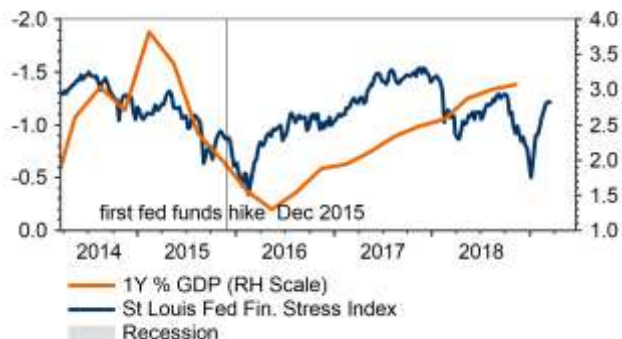
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il deficit commerciale continua ad allargarsi: il differenziale di crescita prevale su tutte le altre condizioni



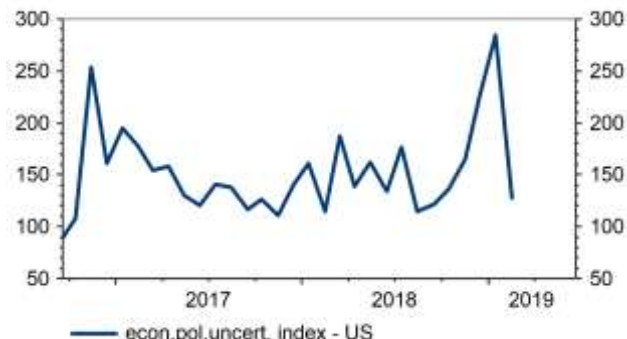
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Condizioni finanziarie più accomodanti...



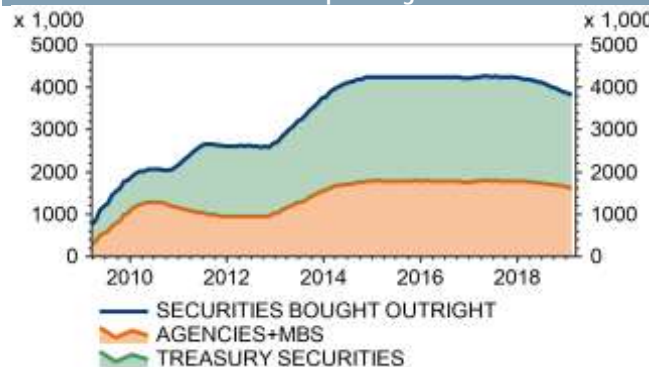
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 8 – ... e incertezza di nuovo "normale" riducono i rischi



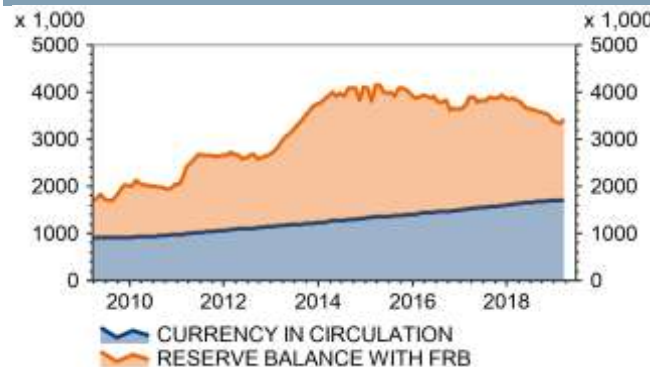
Fonte: Thomson Reuters Datastream

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



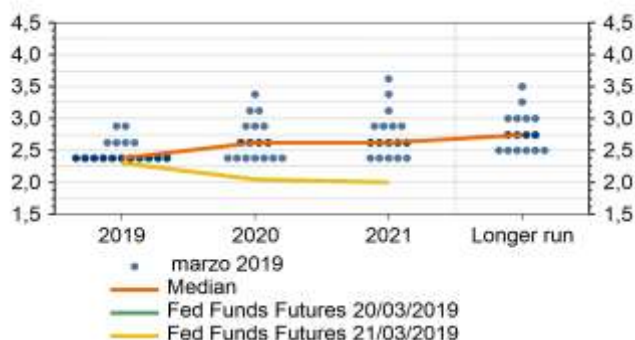
Fonte: Thomson Reuters Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Proiezioni dei tassi: il FOMC vede stabilità, il mercato una discesa



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 – marzo 2019

Variables	Median			Longer run
	2019	2020	2021	
<b>Change in real GDP</b>	2.1	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>
Dec. projection	2.3	2.0	1.8	1.9
<b>Unemployment rate</b>	3.7	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>
Dec. projection	3.5	3.6	3.8	4.4
<b>PCE inflation</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
Dec. projection	1.9	2.1	2.1	2.0
<b>Core PCE</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	
Dec. projection	2.0	2.0	2.0	
<b>Federal funds rate</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>
Dec. projection	2.9	3.1	3.1	2.8

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

## Area euro: aspettando Godot

La crescita economica dell'eurozona ha deluso le attese. Il rallentamento estivo non era poi così temporaneo: anche a fine 2018 il PIL è cresciuto di appena 0,2% t/t, circa la metà rispetto alle attese. La spiegazione è da ricercarsi in primis in fattori idiosincratici, quali la frenata della produzione di auto (v. fig. 2), in particolare in Germania, per un periodo più esteso del previsto a causa delle difficoltà di adattare le linee produttive<sup>1</sup> alla nuova normativa europea sui diesel, rallentamento dei trasporti fluviali in Germania per le basse acque sul Reno, le proteste popolari in Francia, l'inasprimento delle condizioni finanziarie in Italia.

La debolezza del comparto auto dovrebbe progressivamente rientrare nei prossimi mesi. La Germania aveva accumulato un eccesso di spesa per mezzi di trasporto tra metà 2017 e metà 2018, che dovrebbe però essersi in larga misura riassorbito con i cali estivi e autunnali (l'andamento degli ordinativi di auto a fine 2018 fa ben sperare). Tuttavia, al di là di fattori idiosincratici, è ormai evidente che il rallentamento del commercio internazionale (v. fig. 5) ha pesato e continua a pesare sul comparto manifatturiero. Gli indici PMI composito ed ESI sono calati ancora tra dicembre e febbraio, assestandosi su livelli medi (v. fig. 1) coerenti con una crescita del PIL non superiore allo 0,2% anche nel 1° trim 2019. La nostra lettura è che la crescita è tornata al potenziale (0,3% t/t / 1,4% a/a) da metà 2018 e che poi il PIL sia cresciuto anche meno del trend per fattori transitori. Rimaniamo dell'idea che, da inizio primavera, la crescita possa riaccelerare verso 0,3-0,4% t/t (1,4% a/a). Ma la debolezza tra fine 2018 e inizio 2019 lascia in ogni caso la stima 2019 a 1,2%, tre decimi meno delle nostre previsioni di dicembre. Per il momento i segnali di ri-accelerazione sono a dir poco scarsi, le attese per i prossimi mesi sono calate ancora a febbraio (v. fig. 4). Gli unici segnali positivi che sono emersi nelle ultime settimane sono il recupero di produzione industriale a gennaio e il rimbalzo, peraltro ancora modesto, dell'indice ZEW sulle attese per i prossimi tre/sei mesi. Si noti che il rallentamento non è omogeneo all'interno dell'area e risulta più marcato in Germania e Italia e meno in Francia e Spagna.

La crescita del manifatturiero e del PIL continuerà ad essere frenata dal rallentamento del commercio mondiale, che ha una natura in parte strutturale e potrebbe essere aggravato da eventuali nuove misure protezionistiche da parte dell'amministrazione americana. La nostra previsione di crescita del PIL di 1,2% nel 2019 e dell'1,4% nel 2020 assume, però, che il rischio di deriva protezionistica rientri e che prevalga una tregua sia con la Cina che con l'Unione Europea. La Commissione Europea nello scenario macroeconomico di novembre 2018 stimava che **l'effetto delle misure già attuate dovrebbero avere un impatto limitato sulla crescita Eurozona nel breve periodo (un anno), pari circa a -0,2%.<sup>2</sup> In caso di ritorsioni da parte della maggior parte dei paesi e di aumento generalizzato delle tariffe del 2%, l'effetto sulla crescita area euro sarebbe più persistente e pari circa a -0,4% nel medio periodo.** I negoziati tra Cina e Stati Uniti sono ancora in atto e dovrebbero concludersi entro fine aprile e non è escluso che portino ad una riduzione di alcuni dei dazi imposti nel 2018. L'attenzione dell'amministrazione americana potrebbe spostarsi verso l'unione europea, seconda area con cui gli Stati Uniti hanno il più ampio deficit commerciale. Il rischio che possano essere introdotti dazi del 25% sulle auto (e componentistica) non è trascurabile. Il Presidente Trump dovrà pronunciarsi entro il 18 di maggio sull'opportunità o meno di agire con l'introduzione di dazi sulle auto<sup>3</sup>. Tra i paesi euro

Anna Maria Grimaldi

**Stime di crescita riviste al ribasso nel 2019 ma continuiamo a ritenere che il rallentamento sia temporaneo e che il PIL possa riaccelerare da metà 2019 al potenziale**

**Contributo meno vivace delle esportazioni. Il commercio mondiale rallenta ma non tracolla assumiamo una tregua della guerra commerciale**

**Ma in caso contrario la crescita Eurozona si assesterebbe sotto il potenziale**

**Dazi sulle auto peserebbero in particolare sulla crescita tedesca**

<sup>1</sup> Stimiamo che il crollo di produzione di auto in Germania (v. Fig. 2) dovrebbe aver sottratto almeno uno 0,1% alla crescita del PIL Eurozona a fine 2018 (il peso dell'auto tedesca nel valore aggiunto totale Eurozona è dell'1,6%; su base trimestrale; la produzione di auto in Germania è calata del 5% tra giugno e novembre).

<sup>2</sup> Le simulazioni tengono conto dell'effetto delle misure sull'incertezza (misurata da un aumento dei premi al rischio) e sulla produttività. In assenza di nuove misure, l'effetto dovrebbe riassorbirsi dal 2° anno, quindi dal 2020, dal momento che la zona euro può contare su una diversificazione dei flussi commerciali. L'impatto per Stati Uniti e Cina è più severo a causa della perdita di quote di mercato e pari rispettivamente a -0,3% e -0,6% dopo un anno.

<sup>3</sup> Secondo la sezione 232 del US Trade Action Act se il Presidente decide che azioni sono appropriate, per la sicurezza nazionale, le disposizioni necessarie vanno prese nelle due settimane successive.

zona, la Germania sarebbe il più colpito. L'istituto tedesco IFO<sup>4</sup> stima che dazi del 25% 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.

Per quanto concerne le altre variabili esogene il contributo da petrolio e cambio dovrebbe essere circa neutrale. Rispetto alle stime di tre mesi fa, abbiamo rivisto al ribasso le previsioni del prezzo del greggio in media a 70 dollari al barile nel 2019 e 75 dollari nel 2020 da una precedente stima di 80 dollari già quest'anno. Il contributo dal prezzo del petrolio sarà circa neutrale dal momento che già nel 2018 il greggio si è aggirato in media sui 70 dollari. Prevediamo un cambio poco mosso nei prossimi dodici mesi data la decisione della BCE di rinviare al 2020 il primo rialzo dei tassi e l'annuncio di nuove misure di sostegno al credito.

Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo che le esportazioni crescano del 2,4%, in rallentamento dal 4,3% medio dei sei anni precedenti, le importazioni sono attese in aumento del 3,0% in media. Di riflesso il commercio estero sottrarrà in media uno 0,2% all'anno alla crescita del PIL. La crescita del PIL dovrebbe essere ancora sostenuta dalla dinamica della domanda interna dati i fondamentali più che solidi. Consumi e investimenti saranno sostenuti dall'accelerazione dei nuovi prestiti (v. fig. 11), da costi di finanziamento ancora sui minimi storici (v. fig. 12). Le nuove misure adottate dalla BCE mirano ad estendere condizioni al credito ultra accomodanti ben oltre il 2020.

Gli elevati vincoli di capacità e condizioni finanziarie ancora assai accomodanti **dovrebbero garantire una crescita della spesa per investimenti ancora positiva, intorno al 3% nel 2019-20**, dal 4,8% del 2018 (v. figg. 6 e 7). Tuttavia, i rischi sono verso il basso dal momento che l'incertezza sulle politiche internazionali e sull'evoluzione dello scenario politico interno all'area potrebbero indurre le imprese a rinviare i piani di spesa. **Le prospettive per le costruzioni** restano ancora positive ma ci aspettiamo un rallentamento al 2,0% rispetto al 2,9% del 2018.

Il circolo virtuoso tra minor *slack* nel mercato del lavoro, salari e consumi è circa intatto (v. fig.8), nonostante il rallentamento del ciclo. Le indagini di fiducia presso le imprese rivelano solo un modesto calo delle intenzioni ad assumere nei primi mesi di quest'anno e rimangono su livelli coerenti con una crescita dell'occupazione di quasi il 2% al di sopra, quindi, dell'1,5% *a/a* del 2018. La stessa BCE ha rilevato che la resilienza della dinamica occupazionale è dovuta a fattori strutturali: maggiore partecipazione (e occupazione) per le coorti 55-64 anni grazie alle riforme sull'età pensionabile. Secondo la BCE<sup>5</sup>, la scarsità del fattore lavoro metterà ulteriori pressioni sulle richieste di adeguamento salariale nei prossimi mesi: confermiamo, quindi, la nostra previsione di crescita salariale del 2,5% dal 2,2% del 2018. Il reddito da lavoro reale dovrebbe di riflesso avanzare del 2,0%.

L'inflazione complessiva era tornata al target BCE a fine estate sul rialzo del prezzo del greggio per poi ridiscendere all'1,5% a febbraio 2019. La dinamica sottostante dei prezzi non è variata in modo significativo nell'ultimo anno (1,2% come a inizio 2018). 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. Ma con una crescita in linea con il potenziale tra metà 2019 e metà 2021, lo *slack* nell'economia resterà invariato, con il rischio che la risalita dei prezzi *core* possa rallentare. La nostra misura di inflazione super *core* (v. fig. 13) è tornata nuovamente a calare sia pure marginalmente a fine 2018 e segnala rischi verso il basso per le nostre stime di rialzo dell'inflazione *core* all'1,4% nel 2019 e all'1,6% nel 2020-2021. Un aumento dei prezzi interni rimane chiave per garantire la convergenza dell'inflazione *headline* al

**Petrolio e cambio neutrali**

**Sarà ancora la domanda interna a sostenere la crescita**

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

**Costruzioni viste ancora in espansione**

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

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

<sup>4</sup> Ai veda Effects of new US auto tariffs on German exports and on industry value added around the world, 15 febbraio 2019.

<sup>5</sup> Si veda ECB working papers series no 2235 February 2019

target nel medio periodo, anche con le nostre ipotesi di rialzo del prezzo del greggio a 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 marzo ha rivisto la *guidance* sui tassi e rinviato l'avvio della normalizzazione al 2020. **La nostra previsione centrale è di un primo rialzo dei tassi a giugno 2020** ma riconosciamo che lo scenario è assai incerto e che le attese sui tassi sono più che mai condizionate all'evoluzione dei dati macro. I mercati continuano a spostare in avanti la data del primo rialzo BCE (v. fig.15). Il **Consiglio ha inoltre adottato una serie di misure di supporto al credito** per i prossimi due anni volte a evitare una congestione del *funding* per le banche, per effetto del venire a scadenza delle obbligazioni in essere e delle precedenti TLTRO II, la BCE sta cercando di stimolare l'erogazione di credito e quindi ancora una volta di potenziare la trasmissione dell'impulso di politica monetaria all'economia reale. Inoltre, la BCE manterrà invariato il livello del bilancio tramite la politica di reinvestimento del portafoglio APP ancora "per un periodo esteso di tempo". Le decisioni prese alla riunione di marzo estendono condizioni finanziarie ultra accomodanti nell'area euro per almeno altri due anni (marzo 2021). Dopo le scelte di marzo 2019 alla BCE restano pochi margini di intervento per contrastare un eventuale shock negativo, nonostante i tentativi di assicurazione da parte di Draghi e più membri del Consiglio BCE. Al più il Consiglio potrebbe rinviare ulteriormente la normalizzazione del tasso sui depositi e la data in cui inizierà a ridurre il bilancio. Solo in caso di recessione e di rischio deflazione nella media area euro, la BCE potrebbe considerare di riaprire un programma di acquisto titoli, scenario che, ad oggi, ci sembra remoto.

La BCE è già intervenuta a sostegno del ciclo

Le **politiche fiscali diventeranno più espansive nel 2019** in Germania, Italia, Francia e Spagna (v. fig.16). Mentre la virtuosa Germania ha margine per spingere sulla leva fiscale, gli altri paesi hanno scelto di sostenere il ciclo in rottura con le regole di Bruxelles. Riteniamo che nel contesto attuale di frammentazione politica e crescenti rischi domestici, i progressi sull'adozione di un budget comunitario e riforma della *governance* europea saranno limitati anche dopo le elezioni europee.

Politica fiscale moderatamente espansiva

**I rischi per lo scenario macro sono verso il basso, nonostante la revisione delle stime già attuata rispetto a dicembre scorso.** La ragione è da ricercarsi nell'elevato grado di incertezza in primis sulle politiche tariffarie dell'amministrazione USA (v. fig. 17) e sulle ripercussioni sui flussi di interscambio (v. fig. 18), quindi sulla tenuta della crescita in Cina e Stati Uniti. Inoltre, nel breve termine le scelte sulle modalità di uscita del Regno Unito dall'Unione Europea potrebbero avere delle conseguenze non trascurabili se, nonostante gli estenuanti tentativi di trovare un accordo, si arrivasse ad un'uscita *hard*. Al di là del Regno Unito, la scena politica europea rimane preoccupante con una forte riduzione dei consensi per i partiti tradizionali quasi ovunque. Le elezioni europee del prossimo 28 maggio non vedranno emergere di una maggioranza populista a livello europeo, stando ai sondaggi (v. fig. 20); tuttavia i movimenti e/o partiti di protesta otterranno una maggiore rappresentanza al Parlamento europeo, con possibili ripercussioni sul processo normativo europeo. Oltre alle elezioni europee, si terranno le politiche in Spagna (28 aprile), Portogallo (6 ottobre) e Grecia (20 ottobre). La formazione di maggioranze di governo richiederà lunghi negoziati in particolare in Spagna. Da ultimo non va trascurato il rischio di elezioni anticipate in Italia, date le tensioni all'interno dell'attuale maggioranza. Il rischio politico sarà (quasi) ovunque contenuto da un quadro di crescita ancora positivo. Tuttavia, la combinazione di bassa crescita e ulteriore erosione dei consensi per i partiti tradizionali può avere ripercussioni negative sui premi per il rischio, soprattutto nei paesi ad alto debito.

Ampia incertezza sullo scenario

E' la politica, bellezza

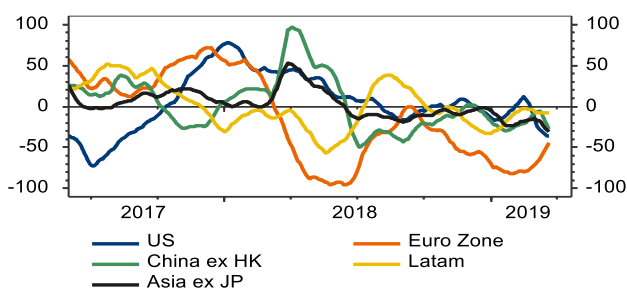
## Scenario Macroeconomico

Marzo 2019

Previsioni	2018	2019p	2020p												
				2018	2019p				2020p						
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.8	1.2	1.4	2.4	2.1	1.6	1.1	1.0	0.9	1.3	1.4	1.5	1.5		
- t/t				0.4	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3		
Consumi privati	1.3	1.0	1.4	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3		
Investimenti fissi	3.1	2.3	2.3	0.0	1.5	0.6	0.6	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5		
Consumi pubblici	1.0	1.5	1.2	0.0	0.4	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3		
Esportazioni	3.0	2.4	2.5	-0.7	1.1	0.2	0.9	0.3	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6		
Importazioni	2.9	3.0	3.0	-0.5	1.3	1.1	0.5	0.6	0.7	0.6	1.0	0.7	0.7		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	0.3	-0.4	0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0		
Partite correnti (% PIL)	3.8	3.6	3.2												
Deficit pubblico (% PIL)	-0.8	-1.0	-0.9												
Debito pubblico (% PIL)	86.9	85.2	82.8												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.8	1.5	1.5	1.3	1.7	2.1	1.9	1.5	1.4	1.4	1.8	1.9	1.6		
Produzione industriale (a/a)	1.0	0.5	1.7	3.1	2.3	0.6	-1.9	-0.8	-0.2	0.5	2.3	2.6	2.0		
Disoccupazione (ILO, %)	8.2	7.7	7.6	8.5	8.3	8.0	7.9	7.8	7.8	7.7	7.7	7.6	7.6		
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3		
EUR/USD	1.18	1.15	1.21	1.23	1.19	1.16	1.14	1.14	1.14	1.16	1.17	1.19	1.21		

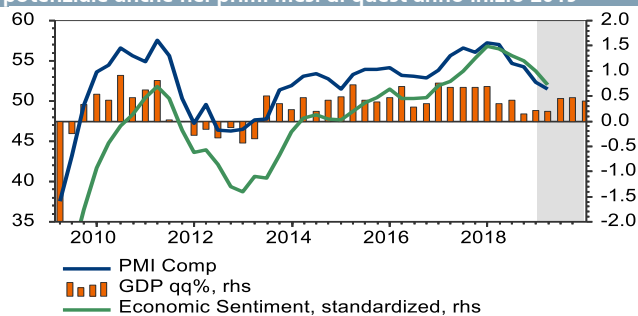
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Non sono mancate le sorprese negative dai dati a inizio 2019



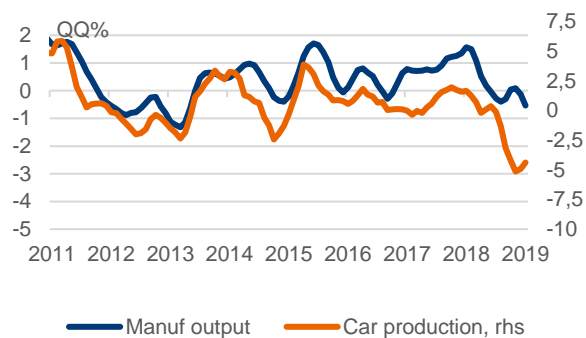
Fonte: indici Citibank di sorprese economiche e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – PMI ed ESI segnalano un tasso di crescita al di sotto del potenziale anche nei primi mesi di quest'anno inizio 2019



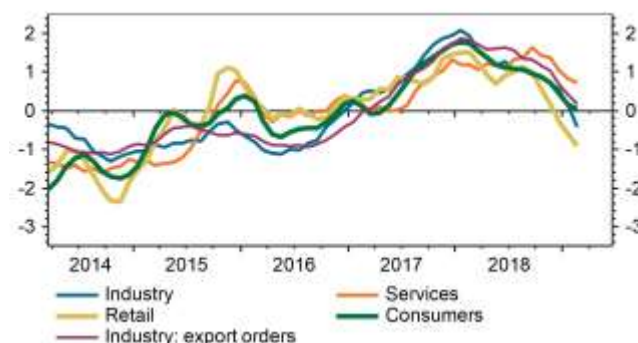
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Il rallentamento nel 2018H2 è in parte dovuto a fattori temporanei: calo della produzione di auto per effetto dell'entrata in vigore della nuova normativa UE sui diesel



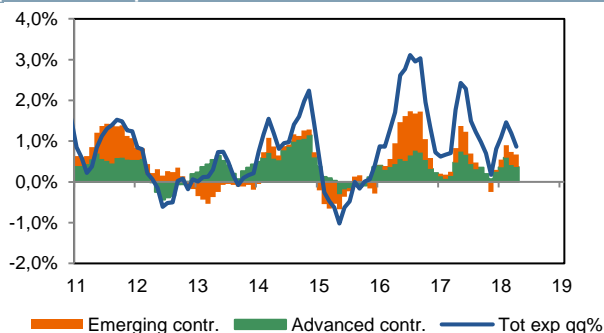
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La componente attese e ordini dall'export dalla indagine per il manifatturiero della Commissione UE non fanno sperare in una ri-accelerazione della crescita a breve



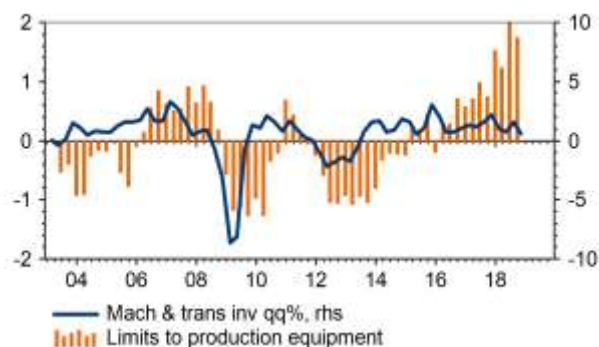
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Il rallentamento del commercio mondiale continuerà pesare sull'export



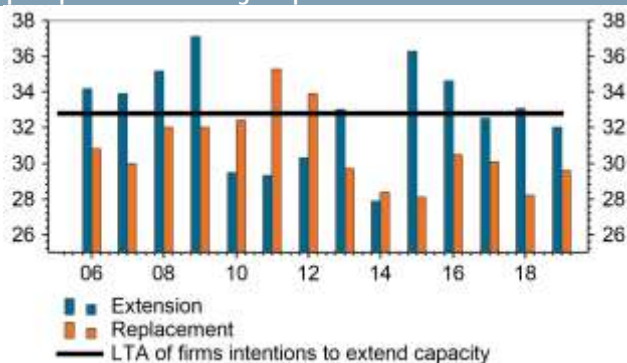
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il ciclo euro zona dovrebbe beneficiare di fondamentali ancora solidi: vincoli di capacità dovrebbero sostenere capex



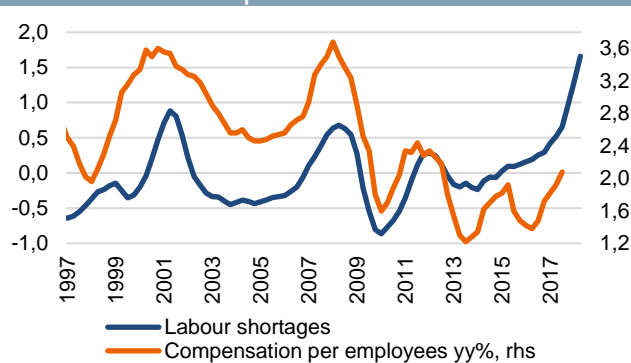
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Le imprese hanno rivisto solo marginalmente i piani di spesa per estensione degli impianti nel 2019



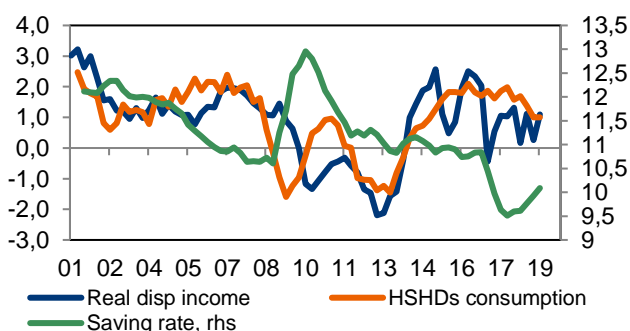
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Circolo virtuoso minor slack nel mercato del lavoro accelerazione di salari e prezzi ancora in essere



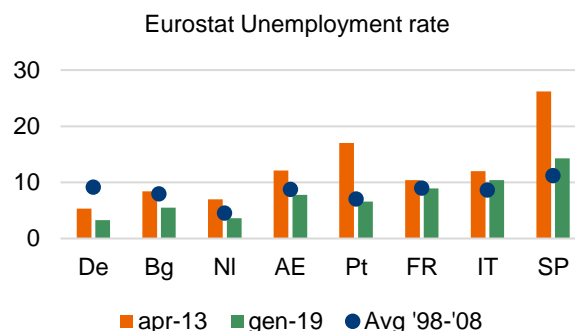
Nota: misura di labor shortage derivata dall'indagine trimestrale della Commissione UE  
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Consumi delle famiglie sostenuti dalla dinamica del reddito da lavoro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

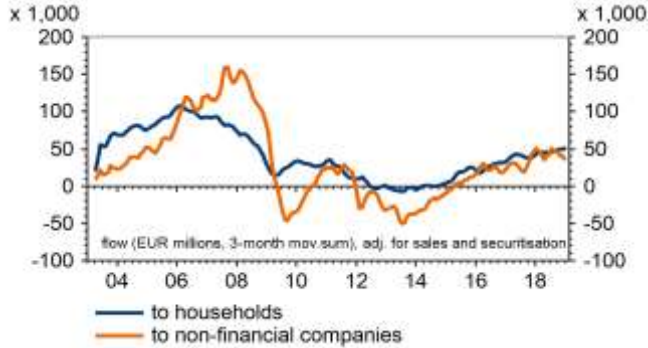
Fig. 10 – Il tasso di disoccupazione è al di sotto dei livelli pre crisi in Germania, Belgio e Olanda, ma altrove vi è ancora spazio di discesa



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

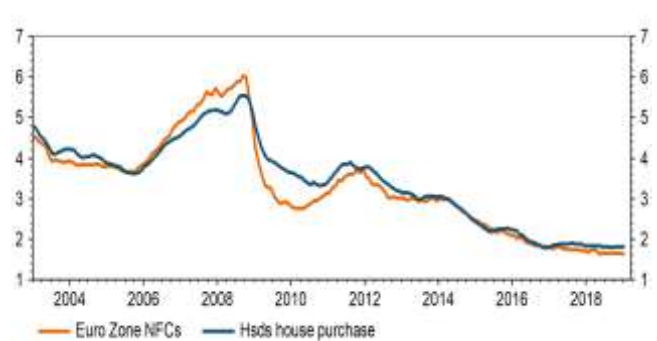


Fig. 11 – Crescita del credito solida



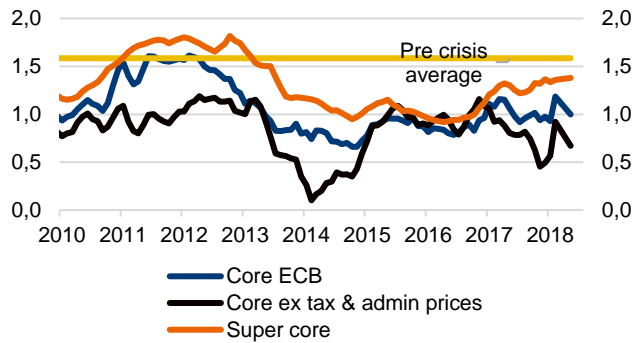
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Costo del *funding* ancora sui minimi storici



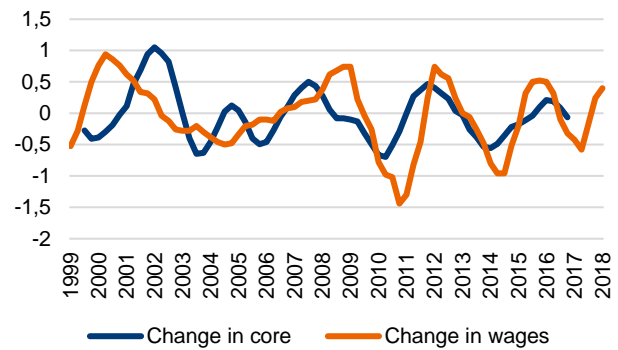
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Rischi verso il basso per la dinamica inflazionistica. Le diverse misure di inflazione *core* non sono lontane dai minimi di fine 2014 ed anche la nostra misura di inflazione *super core* è tornata indietro



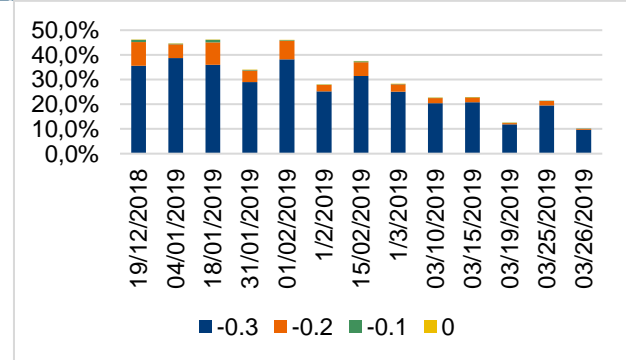
Nota: la misura di inflazione *super core* ISP è costruita selezionando i sotto indici del CPI *core* al netto di energia alimentari e tabacchi che esibiscono una correlazione con l'*output gap* ritardato di 2 periodi superiore a 0,5%. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



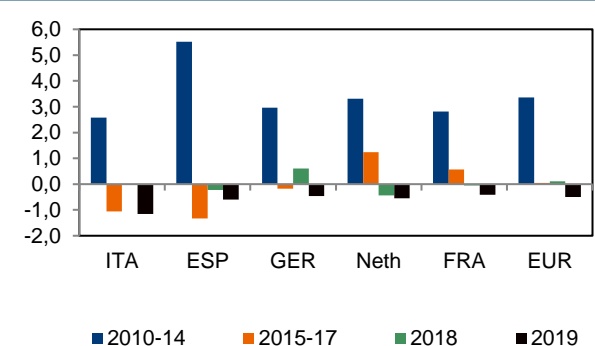
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 15 – Il mercato continua a spostare in avanti la data del primo rialzo dei tassi. La politica fiscale diverrà più espansiva



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 16 – La politica fiscale diverrà più espansiva



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

## Germania: motori a scartamento ridotto, manca la domanda estera

La Germania ha spinto la ripresa dell'eurozona tra il 2014 e metà 2018, ma dalla scorsa estate il motore tedesco ha perso giri. La contrazione del prodotto interno nella seconda metà dello scorso anno è in larga misura dovuta al manifatturiero (-1,7% in estate e -1,1% t/t nel 4° trimestre) e in particolare al calo più duraturo del previsto del comparto auto (v. Fig. 1) per le difficoltà di adattare le linee produttive alla nuova normativa WLTP (*Worldwide Harmonised Light Vehicle Test*), introdotta in Europa a settembre 2018. Stimiamo che la contrazione di produzione di auto tra giugno e dicembre ha pesato per -0,4% sulla dinamica congiunturale del PIL. La produzione di auto è calata ancora a gennaio, ma pensiamo che il grosso della correzione dovrebbe essere ormai alle spalle. Il comparto auto dovrebbe vedere un recupero nei prossimi mesi stando all'andamento degli ordinativi (v. Fig. 2) ma non verrà certo controbilanciata del tutto la correzione degli ultimi mesi (il Paese continua a esibire un eccesso di spesa in mezzi di trasporto rispetto alle dinamiche usuali, v. Fig. 3)<sup>6</sup>. Ma anche al netto delle auto e della contrazione inusuale del comparto farmaceutico<sup>7</sup>, il settore manifatturiero ha registrato un calo marcato a fine anno. Il rallentamento del commercio internazionale e del ciclo cinese sta avendo un impatto sull'industria tedesca più severo delle attese. Le indicazioni da PMI globale e ordini all'export dall'indagine IFO, nonché dagli ordinativi di beni capitali, al netto delle auto, non fanno ben sperare (v. Figg. 5 e 6). Il comparto manifatturiero e l'industria dell'auto subirebbero un forte contraccolpo in caso di introduzione di dazi del 25% da parte dell'Amministrazione americana. Come illustrato nella precedente sezione, l'impatto sul PIL tedesco sarebbe nel medio periodo negativo tra -0,2% e -0,3% e le vendite di auto tedesche si dimezzerebbero a 17 miliardi.

Se il rallentamento della crescita è in larga misura spiegato dal comparto manifatturiero, l'andamento delle attese dall'indagine IFO per gli altri settori non è particolarmente incoraggiante (v. Fig.7). I dati recenti ci hanno portato a rivedere sensibilmente le nostre previsioni di crescita per la Germania a 0,9% nel 2019 da un precedente 1,4%, la nostra previsione sconta una ri-accelerazione verso lo 0,3% t/t nei primi sei mesi di quest'anno, accelerazione che, stando alle indicazioni da IFO e PMI composito (v. Fig. 8), non è scontata. Rimaniamo positivi sull'economia tedesca e ci aspettiamo un ritorno della crescita al potenziale nel 2020 (1,5%). La dinamica del PIL sarà frenata dal commercio estero (-0,4% nel 2019 e -0,2% nel 2020): la tendenza per l'export è, difatti, di rallentamento graduale (e intorno al 2,2% a/a) in linea con il trend per la domanda mondiale, mentre le importazioni dovrebbero continuare a crescere a ritmi più solidi (3,4%).

**La nostra previsione sull'andamento della domanda interna è poco variata rispetto a dicembre scorso** ci aspettiamo, difatti, una crescita ancora vicina all'1,6%. **I fondamentali per consumi e investimenti restano di ampio supporto.** Nonostante il rallentamento in atto, le indagini di fiducia segnalano che il Paese opera ancora con stringenti vincoli di capacità (v. Fig. 9). Condizioni finanziarie ancora ampiamente accomodanti (v. Fig.10) e andamento positivo dei profitti indicano che la spesa aziendale dovrebbe continuare a crescere in media di 0,8% t/t nell'anno in corso. **In media 2019, gli investimenti aziendali sono attesi in crescita del 2,9% dopo il 3,1% del 2018.** Ci aspettiamo prosegua l'espansione delle **costruzioni** (3,6% nel 2019 dopo il 3,3% del 2018), al di là del peggioramento delle attese dall'indagine IFO, la situazione di ordini e permessi rimane coerente con **una crescita ancora ampiamente positiva** sia nel 2019 (3,0%) che nel 2020 (2,8%).

I **consumi delle famiglie** dovrebbero tornare a spingere la domanda interna nella prima metà del 2019. I dati sulle vendite al dettaglio e immatricolazioni auto di gennaio indicano una ri-

Anna Maria Grimaldi

Il rallentamento iniziato nei mesi estivi continua

Ma scommettiamo ancora in una crescita in linea con il potenziale dalla seconda metà del 2019

Non abbiamo rivisto le nostre previsioni di crescita più che solida di investimenti aziendali e costruzioni

Consumi delle famiglie ripartiranno da inizio 2019

<sup>6</sup> Secondo la Bundesbank la debolezza della domanda di auto potrebbe riflettere un calo di interesse da parte della Cina, anche se il grosso è spiegato dall'introduzione del WLTP. Si veda il bollettino di febbraio 2019 il box alle pagg. 47 e 48.

<sup>7</sup> La debolezza del comparto industriale nei mesi finali del 2018 è in parte dovuta anche a una correzione inattesa nel settore farmaceutico dopo una fase di crescita insolitamente forte nei mesi precedenti.

accelerazione già nel 1° trimestre (v. Fig. 12). La fiducia delle famiglie rimane su livelli elevati, la crescita dell'occupazione è rimasta solida a fine 2018 1,1% a/a. I lavori soggetti a contribuzione sono cresciuti a ritmi ben più solidi 2,2% a/a (0,2% t/t a trimestre). La creazione di occupazione è concentrata nei servizi alle imprese e logistica, ma anche nei servizi sanitari e sociali. Il mercato del lavoro tedesco è difatti al pieno impiego e quello che si sta verificando è uno spostamento da lavori a termine a posizioni soggette a contribuzioni i cosiddetti *good jobs*. La forza lavoro immigrata ha riempito più della metà delle 660 mila posizioni soggette a contribuzione create lo scorso anno<sup>8</sup>. Il tasso di disoccupazione ha toccato nuovi minimi nel 2018 calando fino al 5% dal 5,5% di un anno prima. Le indicazioni dalle indagini di fiducia sono di creazione ancora solida dei posti di lavoro nella prima metà di quest'anno ma è ragionevole attendersi un rallentamento fino a 0,7% nel biennio in corso. I salari negoziali sono rimasti su di un chiaro trend ascendente nella seconda metà del 2018 avanzando in media del 2,8% a/a dal 2,2% dei tre anni precedenti. Gli accordi salariali del 2019 interesseranno il settore dei servizi e distribuzione, le richieste sinora pubbliche sono di aumenti tra il 5,5% e il 6%. Nel complesso la crescita dei salari dovrebbe aggirarsi intorno al 2,8% anche quest'anno. Effetti calmieranti potrebbero venire dall'entrata in vigore di un sistema di condivisione dei costi (tra imprese e impiegati) dei costi sanitari. **L'inflazione è attesa circa stabile** all'1,6% nel 2019 dall'1,7% dello scorso anno e quindi in aumento all'1,8% nel 2020, in parte su di un rialzo dell'inflazione *core* fino all'1,5%.

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 buffer 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 nominale 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) (1,4% 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.

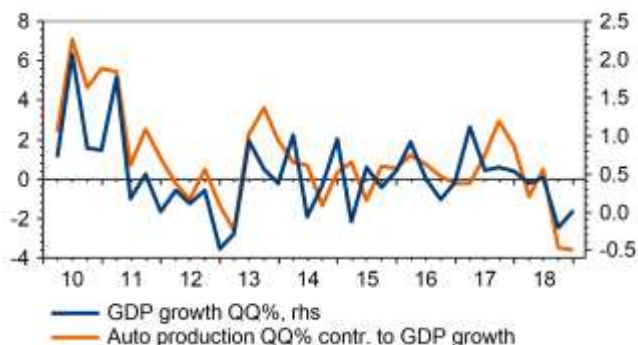
**La Germania, in caso di shock avversi, può far leva sulla politica fiscale**

Previsioni	2018			2019p			2020p						
	2018	2019p	2020p	2018				2019p				2020p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.4	0.9	1.5	2.1	2.0	1.2	0.6	0.6	0.5	1.2	1.4	1.5	1.5
- t/t				0.4	0.5	-0.2	0.0	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Consumi privati	0.9	1.3	1.7	0.4	0.2	-0.3	0.2	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
Investimenti fissi	2.7	2.9	2.9	1.1	0.6	0.4	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7
Consumi pubblici	1.0	2.3	1.8	-0.4	0.8	-0.3	1.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
Esportazioni	2.2	1.9	2.6	-0.2	0.8	-0.9	0.7	0.6	0.5	0.9	0.7	0.9	0.3
Importazioni	3.4	3.4	3.4	-0.3	1.5	1.3	0.7	1.0	0.3	0.4	1.4	1.0	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.3	0.9	-0.6	-0.1	-0.2	-0.3	0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	7.7	7.2	6.7										
Deficit pubblico (% PIL)	1.2	1.1	0.5										
Debito pubblico (% PIL)	60.1	56.7	53.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.9	1.0	1.4	1.5	1.9	2.2	2.1	1.5	0.9	0.5	1.3	1.9	1.6
Produzione industriale (a/a)	1.0	0.5	1.7	3.8	2.7	-0.3	-2.1	-2.2	-1.2	1.9	3.4	3.2	2.1
Disoccupazione (ILO, %)	5.2	5.0	5.0	5.4	5.2	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Tasso a 10 anni (%)	0.44	0.26	0.68	0.59	0.48	0.33	0.36	0.13	0.11	0.32	0.47	0.53	0.62

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

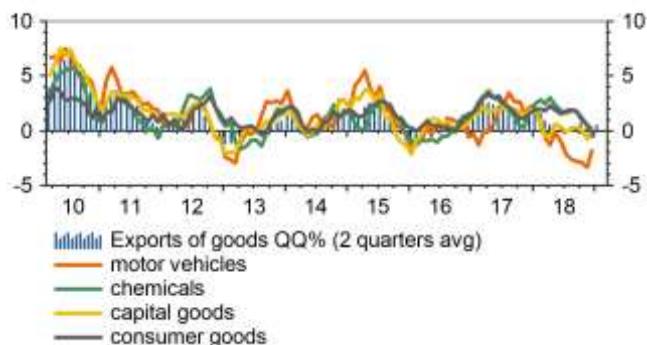
<sup>8</sup> L'immigrazione da paesi terzi anche se in calo rispetto al picco di 500 mila unità nel 2016 rimane elevata e nel 2018 dovrebbe essersi aggirata, secondo le stime dell'FSO e Bundesbank intorno alle 400 mila persone.

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



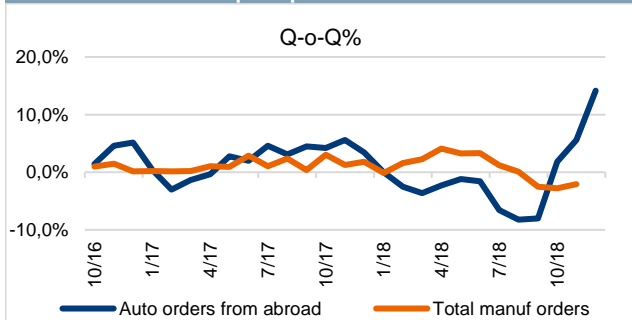
Fonte: Markit, IFO e ricerca Intesa Sanpaolo

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



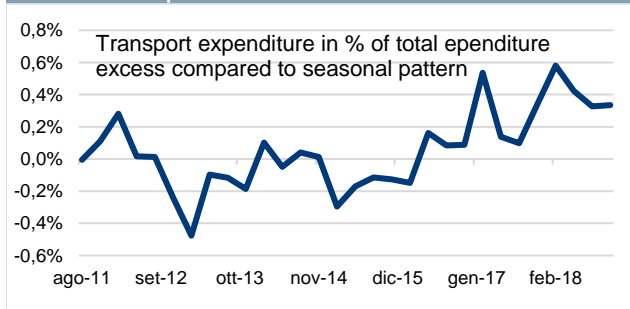
Fonte: Markit e ricerca Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'andamento degli ordini suggerisce che il peggio dovrebbe essere alle spalle per l'industria automobilistica



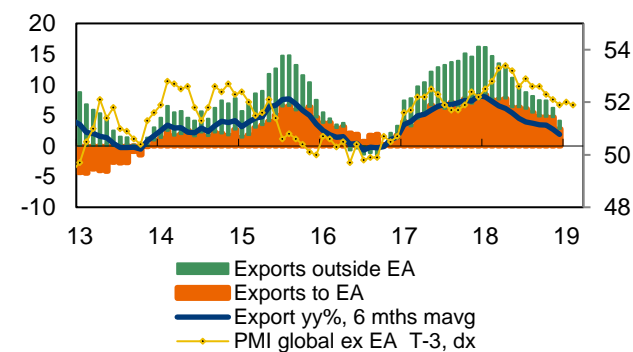
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Il Paese continuava, però, ad esibire un eccesso di spesa in mezzi di trasporto a fine 2018



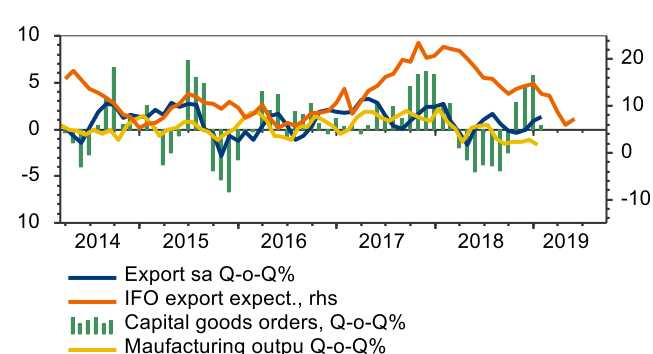
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Il minore impulso dal commercio estero peserà ...



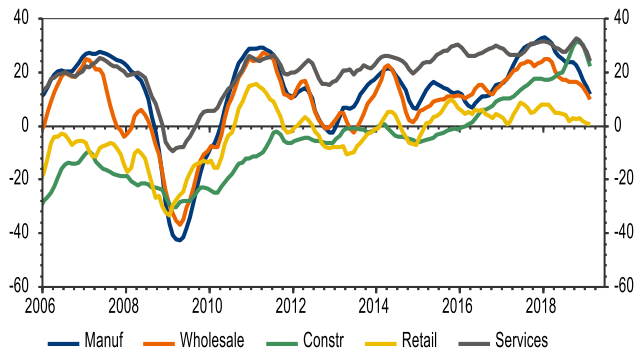
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ... sulla produzione industriale



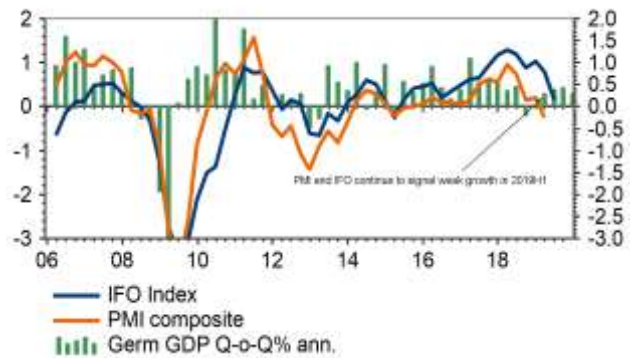
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Ma non è solo il manifatturiero a frenare stando all'indagine IFO



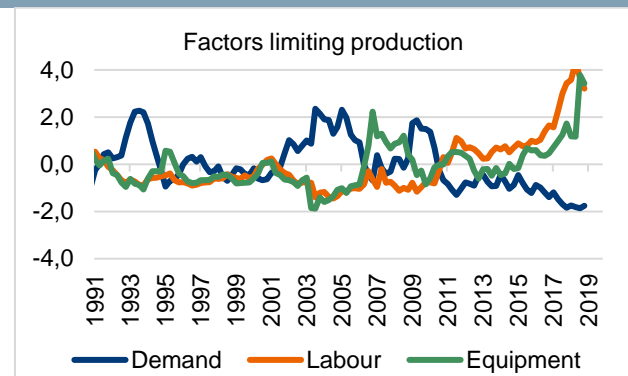
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – PMI e IFO segnalano rischi verso il basso alle nostre previsioni di crescita del PIL intorno a 0,3% t/t nel 2019 H1



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – I vincoli di capacità restano stringenti



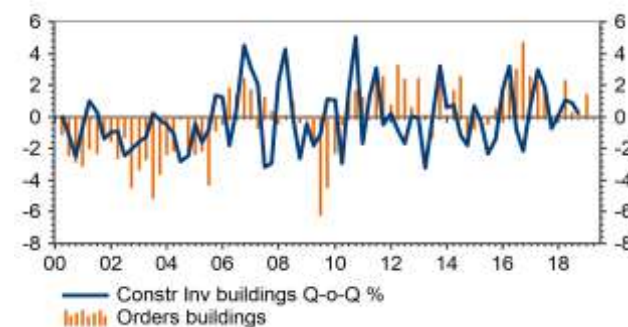
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – In teoria il ciclo di capex può proseguire, ma l'incertezza potrebbe frenare le decisioni di spesa



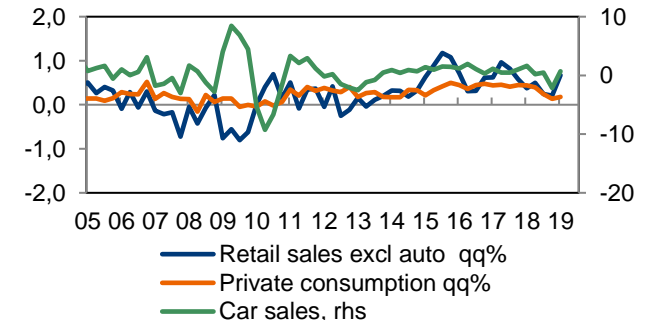
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Gli ordini nelle costruzioni restano coerenti con una crescita ancora sostenuta del comparto



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Vendite al dettaglio e immatricolazioni auto indicano un recupero dei consumi già a inizio 2019



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Francia: dopo un inverno fiacco, l'economia torna ad avanzare

Il rallentamento economico visto a fine 2018 dovrebbe essere in via di esaurimento nel 1° trimestre dell'anno, in cui ci aspettiamo una progressiva ri-accelerazione del ciclo grazie in particolare al contributo positivo del comparto manifatturiero, che a gennaio ha visto un considerevole rimbalzo. Nel complesso, l'economia si è dimostrata più resiliente di quanto inizialmente previsto: per il trimestre in corso prevediamo quindi un avanzamento di 0,3% t/t, stesso ritmo del precedente, ma i rischi alla previsione sono spostati verso l'alto. Anche le proteste dei "gilet gialli", sebbene non siano ancora sopite, nei primi mesi dell'anno non hanno avuto la virulenza di fine 2018. In termini annui, la crescita è vista in avanzamento dell'1,0% da 0,9%. Rivediamo al ribasso di un decimo la nostra precedente previsione 2019, con il PIL all'1,5% da 0,9% del 2018.

I consumi dopo il crollo di dicembre (-1,5% m/m) hanno visto un rimbalzo a gennaio (+1,2% m/m) spinto dal settore auto (+3,0% m/m da -4,0% m/m) grazie alle nuove immatricolazioni. Tra febbraio e marzo i consumi dovrebbero aver continuato a espandersi, seppur a un ritmo inferiore, impostando la spesa delle famiglie per un contributo positivo nel 1° trimestre circa in grado di compensare la contrazione di fine 2018. Il morale dei consumatori registrato dall'INSEE rimane ancora inferiore alla media storica, e la correzione vista in autunno (livello medio dell'indice a 91 da 97 dell'estate) appare ora in lenta stabilizzazione, anche se riteniamo che il picco del morale di fine 2017-inizio 2018 sia alle spalle. Per l'anno in corso prevediamo, infatti, una normalizzazione dei consumi attorno all'1,2% (meno forti rispetto alla nostra ultima stima), supportati dal miglioramento del mercato del lavoro e da una marginale riduzione del carico fiscale delle famiglie.

Il contributo complessivo degli investimenti è fortemente diminuito a fine anno in conseguenza della frenata del manifatturiero ma anche la componente di investimenti immobiliari delle famiglie ha visto un calo durante l'autunno, dopo la stagnazione estiva. Per il trimestre in corso prevediamo un avanzamento robusto degli investimenti, attorno a 0,7% t/t da 0,2% t/t, sostenuti dal rimbalzo del manifatturiero e da una prosecuzione della ripresa della componente pubblica registrata a fine anno. Gli investimenti delle famiglie sono visti ancora deboli, ma dovrebbero iniziare a ripartire dopo la primavera. In media annua gli investimenti fissi sono quindi attesi avanzare di 2,6% da 2,9% del 2018, un rallentamento rispetto alla nostra precedente stima di stabilizzazione.

Il rimbalzo della produzione industriale di gennaio (+1,3% m/m, soprattutto grazie al manifatturiero), dopo la stagnazione di dicembre, ha impostato positivamente il 1° trimestre, che ora è in rotta per un avanzamento solido (+1,2% t/t da -0,5% t/t), con un contributo alla formazione del PIL di oltre un decimo. Le indagini di fiducia del settore manifatturiero condotte da INSEE, dopo il rallentamento di fine anno, ora puntano a una stabilizzazione del morale. Anche gli indici PMI tra gennaio e febbraio hanno puntato a un ritorno sopra quota 50 (a 51,4), indicando una ripresa dell'attività. Per l'anno in corso la produzione industriale quindi è vista in espansione al ritmo di circa 2% da 0,4% del 2018. Anche nei servizi l'attività ha rallentato a cavallo d'anno, come confermato dai livelli degli indici PMI: dalle indagini la situazione nei servizi a inizio anno rimane circa ferma rispetto a dicembre ma da febbraio il comparto ha mostrato un ritorno su un terreno espansivo (a 50,2 da 48,4 tra dicembre e gennaio). Infine, il comparto edilizio rimane in controtendenza da quest'estate, proseguendo a espandersi e sostenuto da indicatori di fiducia in avanzamento anche tra gennaio e febbraio (indice INSEE a 110 da 109).

Il canale estero ha aggiunto due decimi alla crescita del 4° trimestre, spinto al balzo dell'export da 0,2% t/t a 2,3% t/t in chiusura d'anno, che ha più che compensato le importazioni (da -0,3% t/t a 1,4% t/t) grazie alle commesse aeree e navali. Per il trimestre in corso prevediamo un avanzamento dell'import, sostenuto dalla ripresa dei consumi, solo in parte compensato

Guido Valerio Ceoloni

L'economia francese si è dimostrata più resiliente del previsto

I consumi si stanno stabilizzando ma rimangono il primo vettore della crescita

Il ritorno degli investimenti pubblici sta sostenendo il comparto, altrimenti fiacco

Produzione industriale in risalita nel 1° trimestre, servizi in rallentamento mentre le costruzioni rimangono in espansione

I rischi esogeni peseranno sul commercio estero che peserà sulla crescita nel 2019

dall'export, che dovrebbe contrarsi dopo il balzo di fine anno. **Le prospettive per il commercio estero rimangono quindi incerte quest'anno, specialmente per la presenza di rischi esogeni** (Brexit, tariffe US sulle auto, rallentamento cinese): le esportazioni sono viste in rallentamento al 2,5% quest'anno dal 3,0% del 2018, mentre le importazioni dovrebbero avanzare più del 2018, al 2,3% dall'1,2% per effetto dell'aumento dei consumi. Nel complesso, il contributo del canale estero quest'anno sarà marginalmente negativo.

**L'inflazione** ha bruscamente rallentato a gennaio, passando da un livello medio attorno al 2% nell'ultimo trimestre 2018 ad essere in assestamento attorno all'1,2% tra gennaio e febbraio. Il rallentamento è spiegato in larga parte dalla componente più volatile legata ai prodotti alimentari, mentre **l'indice sottostante è rimasto circa stabile dall'autunno ad oggi attorno allo 0,5%**. Nei prossimi mesi prevediamo che l'indice sottostante rimarrà circa stabile per poi accelerare gradualmente verso l'1% nella seconda metà dell'anno; ciononostante, **l'inflazione nel 2019 è vista stabilizzarsi attorno all'1,3% dall'1,9% del 2018**, quindi una revisione al ribasso della precedente stima di circa tre decimi.

Il mercato del lavoro prosegue gradualmente a migliorare, con la **disoccupazione** in calo nel 4° trimestre di tre decimi all'8,8% dal 9,1% dopo essere rimasta stabile tra il 3° e il 4° trimestre. Nel corso dell'anno il calo dovrebbe continuare al ritmo di circa un decimo a trimestre per una media annua all'8,7% dal 9,1% del 2018.

Sebbene segnali di rinvigorismento del tessuto produttivo siano recentemente visibili, **lo scenario paese rimane caratterizzato da rischi endogeni (di natura politica) ed esogeni (Brexit) che pesano sulla previsione**. A livello interno, il maggior rischio politico rimane legato al fenomeno "gilet gialli", anche se è parzialmente rientrato rispetto all'intensità dell'autunno, nelle ultime settimane ha visto riaccendersi focolai di tensione che prevediamo aumenteranno a ridosso delle elezioni europee di maggio: il rischio qui è nel migliore dei casi di un rallentamento dell'agenda economica del governo Macron quest'anno fino a un suo deragliamento che porterà a una diluizione dell'impatto delle riforme strutturali programmatiche, specie per quanto concerne la riduzione delle rigidità sul mercato del lavoro e la compressione della spesa pubblica con un impatto negativo sulla crescita 2019-20. **L'altro principale rischio è costituito dal verificarsi di una no-deal exit che avrà sicuramente impatti sull'economia francese, che è una delle più interconnesse con il Regno Unito**. Tra i rischi esogeni, va menzionata anche **la possibile guerra commerciale tra Stati Uniti ed Europa specialmente sul settore auto**, che vede la Francia come paese più esposto dopo la Germania. Inoltre, una guerra commerciale avrà poi effetti più estesi e generalizzati sul livello della fiducia dei settori produttivi, che **potrebbe ulteriormente compromettere il profilo degli investimenti produttivi e del commercio estero**.

**L'inflazione rallenterà quest'anno attorno all'1,3%**

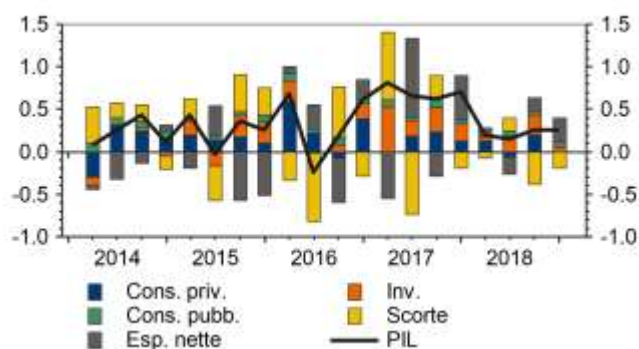
**La disoccupazione scenderà attorno all'8,7% nel 2019**

**I rischi politici interni ed esterni pesano sullo scenario**

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018		2019p				2020p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	1.3	1.4	2.2	1.7	1.3	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
- t/t				0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Consumi privati	0.9	1.2	1.4	0.3	-0.1	0.4	0.0	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.9	2.6	2.3	0.2	0.8	1.0	0.2	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
Consumi pubblici	1.0	1.4	1.5	0.1	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	3.0	2.5	2.7	-0.5	0.0	0.2	2.3	-0.2	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Importazioni	1.2	2.3	2.7	-0.8	0.6	-0.3	1.4	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	0.2	-0.4	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.6	-0.6	-0.4										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.6	-3.4	-2.8										
Debito pubblico (% PIL)	99.0	99.4	97.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.1	1.3	1.4	1.5	2.1	2.6	2.2	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
Produzione industriale (a/a)	0.4	2.1	2.1	2.5	0.5	0.4	-1.7	0.9	2.0	2.2	3.5	2.7	2.3
Disoccupazione (ILO, %)	9.1	8.8	8.1	9.2	9.1	9.1	9.0	9.2	8.7	8.6	8.5	8.3	8.2

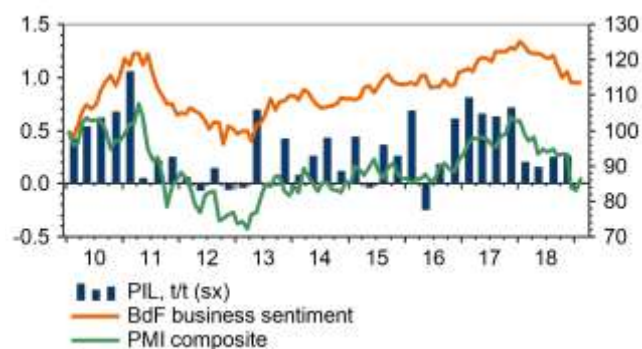
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



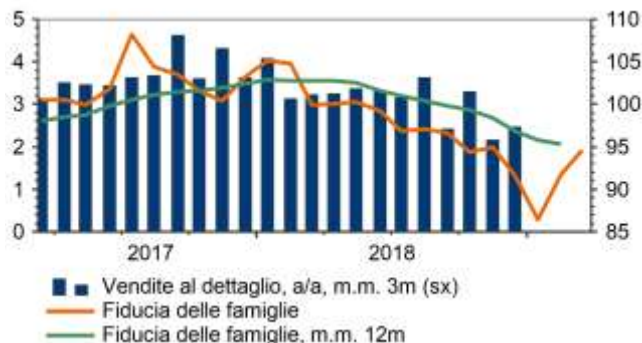
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

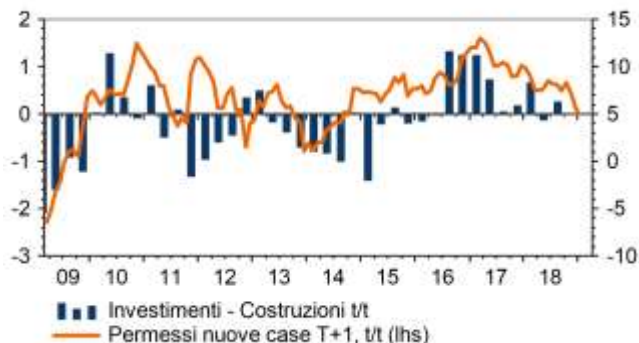
Fig. 4 – Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



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

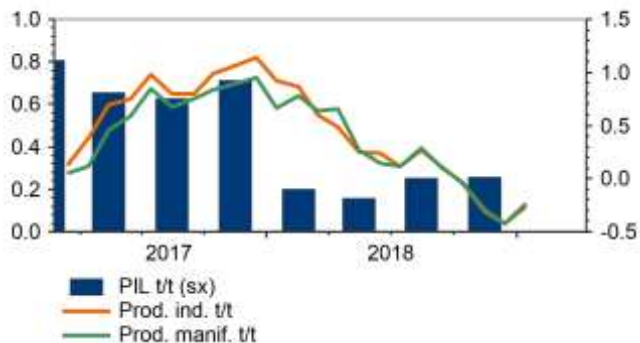


Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



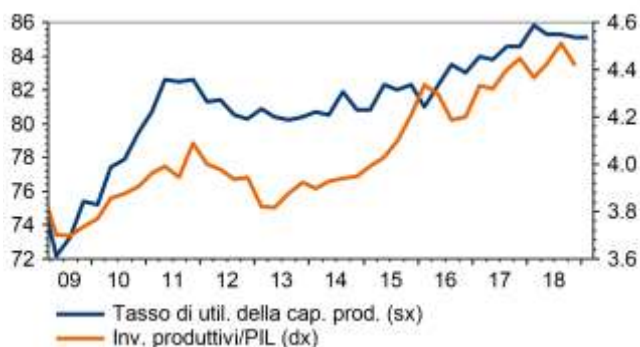
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7– Indici di attività nei vari settori produttivi



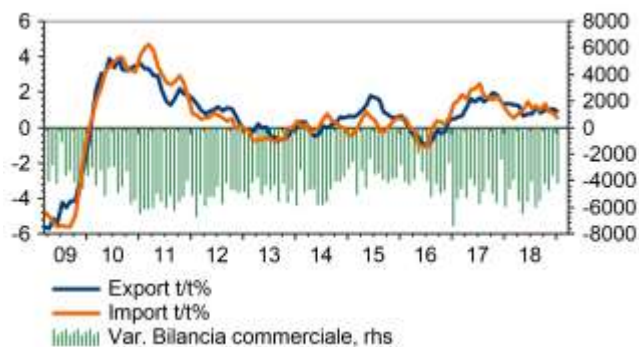
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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: tra Scilla e Cariddi

**Prevediamo che il PIL dell'Italia cresca di 0,2% nell'anno in corso e di 0,7% l'anno prossimo.** Peraltro, da tempo segnalavamo rilevanti rischi al ribasso sulle previsioni: gli indicatori congiunturali sull'economia italiana sono risultati unanimemente negativi fino a poche settimane fa, e solo dai dati più recenti sono venute indicazioni un po' meno negative: una revisione al rialzo del PIL nel 4° trimestre 2018, con un dettaglio per componenti relativamente incoraggiante; un rimbalzo congiunturale a gennaio per l'export e per i principali indicatori industriali (produzione, ordini e fatturato); un recupero a febbraio per l'indice PMI servizi e composito (mentre l'indagine Istat sulla fiducia delle imprese sia nell'industria che nei servizi ha continuato a peggiorare nel mese). In assenza di tali indicazioni meno negative, la previsione sul PIL 2019 sarebbe stata senz'altro più bassa.

Paolo Mameli

**Il 2019 sarà un anno di sostanziale stagnazione per l'economia italiana**

**Il 2019 sarà un anno di sostanziale stagnazione per l'economia italiana, dopo 4 anni di espansione. Il profilo congiunturale del PIL potrebbe tuttavia vedere un graduale miglioramento nel corso dell'anno.** Ci aspettiamo una crescita probabilmente nulla a inizio anno (dopo il -0,1% t/t visto nella seconda metà del 2018), seguita da un possibile ritorno a un'espansione moderata a partire dal trimestre primaverile (0,1% t/t) e lievemente più sostanziosa nella seconda metà dell'anno (0,2% t/t). Nel caso in cui tale velocità di crociera sia mantenuta anche nel corso del 2020, ne deriverebbe un'accelerazione della crescita media annua allo 0,7% l'anno prossimo. **I motivi del graduale miglioramento su base congiunturale sarebbero sostanzialmente due, uno esogeno e uno domestico:**

- 1) **una possibile ripresa del commercio internazionale**, sulla scia del venir meno (o almeno dell'attenuarsi) di alcuni dei fattori di incertezza sullo scenario internazionale; ci aspettiamo infatti nei prossimi mesi quantomeno una tregua sul fronte della guerra tariffaria, un assorbimento degli effetti sul settore auto della normativa relativa ai diesel, e lo sciogliersi dei nodi relativi all'esito finale della Brexit senza esiti traumatici per l'economia italiana;
- 2) **gli effetti sui consumi del "reddito di cittadinanza"**, che dovrebbe essere implementato a partire dal mese di aprile (stimiamo un impatto sul reddito delle famiglie di +0,3% nel 2019 e +0,4% nel 2020, che potrebbe tradursi in un impatto sul PIL reale di un decimo quest'anno e uno-due decimi il prossimo).

**La frenata del PIL quest'anno (0,2% da 0,8% del 2018) è dovuta agli investimenti** (nostra stima: -0,2% dopo il +3,2% dell'anno scorso), **mentre i consumi dovrebbero mantenere quest'anno il ritmo di crescita visto nel 2018 (0,6%), per poi accelerare nel 2020 (a 0,9%).** Viceversa, ci aspettiamo una sostanziale stagnazione degli investimenti delle imprese anche l'anno prossimo (0,3%). Ci aspettiamo insomma una divergenza tra consumi e investimenti nel biennio di previsione. Infatti, la condizione delle famiglie, come segnalato dal livello ancora elevato della fiducia dei consumatori, resta ben impostata, sostenuta dal prosieguo della fase di crescita dell'occupazione e del reddito disponibile (grazie ai recenti incrementi delle retribuzioni contrattuali, nonché proprio agli effetti dell'implementazione del reddito di cittadinanza per i nuclei più poveri).

**Ci aspettiamo una divergenza tra consumi e investimenti**

Viceversa, **diversi fattori stanno pesando, e continueranno a pesare nel breve termine, sul morale e sulla spesa in conto capitale delle imprese:**

- **il più importante è probabilmente l'incertezza ancora pendente sullo scenario** sia internazionale sia domestico: con riferimento al fronte interno, i rischi si sono ridotti dopo l'accordo con la UE di fine 2018, ma persiste incertezza legata sia alla scarsa prevedibilità delle politiche economiche (non solo sul fronte fiscale ma anche ad esempio su quello delle infrastrutture), sia alla spada di Damocle del possibile aumento della pressione fiscale implicito nelle clausole di salvaguardia dal 2020;
- **le imprese negli ultimi trimestri hanno visto calare la redditività**, almeno come risultante dal risultato lordo di gestione, sia in termini tendenziali (-0,9% a/a nel 3° trimestre 2018 a fronte di un picco a +11,9% nel 2° trimestre 2016) che come quota del valore aggiunto (42,4% medio negli ultimi 4 trimestri disponibili, un minimo da due anni e mezzo e in calo dal picco di 43,3% toccato tra fine 2016 e metà 2017); peraltro le imprese non finanziarie, a fronte di un calo dei margini, hanno mantenuto un tasso di investimento relativamente elevato sino al 3° trimestre 2018 (ultimo dato disponibile: 22,1% negli ultimi 4 trimestri, massimo da quasi 10 anni), ma è verosimile che la propensione all'investimento delle aziende sia calata significativamente nel periodo più recente;
- la Legge di Bilancio 2019, mentre ha previsto diversi interventi a favore delle famiglie (due fra tutti: reddito di cittadinanza e misure per il pensionamento anticipato), è di segno restrittivo per le imprese, soprattutto grandi; non ha tra l'altro rinnovato il super-ammortamento per gli investimenti in nuovi beni strumentali, che aveva avuto un ruolo non trascurabile nella riattivazione del ciclo degli investimenti degli anni scorsi; a tal proposito, fonti di stampa riportano che il Governo starebbe valutando un nuovo decreto che reintrodurrebbe il super-ammortamento al 130% a partire dal 1° aprile (con un limite di 2,5 milioni e con l'esclusione di autovetture, immobili e beni immateriali), o in alternativa un aumento al 60% della deducibilità dell'Imu pagata sugli immobili strumentali; tra le altre misure allo studio: procedure più snelle per il *patent box*, *Sabatini quater* in versione estesa per gli investimenti di PMI nel digitale, norme meno rigide sui *mini-bond*, un ritorno del bonus per le aggregazioni di imprese e una norma anti-delocalizzazioni (oltre agli interventi sblocca-cantieri approvati "salvo intese" nel CdM del 20 marzo); nel caso in cui tale decreto fosse effettivamente approvato, potrebbe derivarne un impatto non trascurabile sugli investimenti delle imprese, ma ad oggi però non appare risolto il nodo delle coperture.

Tra le altre componenti di domanda, **ci aspettiamo in media nel 2019 un contributo significativamente negativo dalle scorte** (più che altro come eredità statistica dalla parte finale del 2018), **e viceversa un apporto positivo del commercio estero**, in virtù di una ripresa dell'export più vivace di quella dell'import (dopo il rallentamento di entrambi i flussi visto l'anno scorso).

**I rischi sullo scenario, anche dopo la recente revisione, restano verso il basso**, in quanto il profilo previsivo incorpora un'accelerazione della crescita su base congiunturale di cui per ora non si vedono segnali negli indicatori anticipatori (segnatamente negli indici di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero, che almeno sino a febbraio hanno continuato a peggiorare). I fattori di rischio sono ancora una volta due, uno di natura esogena e uno domestico:

**I rischi sullo scenario restano verso il basso**

- **l'eventuale mancato rientro dei fattori di incertezza** di carattere internazionale di cui sopra, con particolare riferimento alla possibilità di una recrudescenza nella guerra tariffaria (l'Italia sarebbe uno dei Paesi più colpiti nel caso di imposizione di dazi o quote alle importazioni di auto europee negli Stati Uniti, non tanto per l'impatto diretto quanto soprattutto per gli effetti sull'export di componentistica verso l'industria tedesca); anche uno scenario di *no-deal Brexit* potrebbe avere degli effetti non trascurabili, specie su alcuni settori (alimentare, farmaceutico); cumulativamente, questi due fattori potrebbero pesare per 0,2-0,3% sulla crescita italiana nell'arco di un anno;
- **il principale fattore di rischio domestico resta quello di natura politica**: a nostro avviso, il maggiore pericolo deriva non tanto dalla possibilità di elezioni anticipate (che pure non si possono escludere, anche a seconda dell'esito del voto europeo, a partire dalla metà del 2019 in poi), ma dalle sfide che saranno rappresentate dalla prossima sessione di bilancio.

Lo scenario di politica fiscale resta infatti cruciale con riferimento sia agli effetti sul ciclo economico che alle eventuali ripercussioni sui mercati finanziari. Il Governo a fine 2018 ha dimostrato di non essere insensibile ai rischi legati a un'eventuale procedura europea per deficit eccessivo e a evoluzioni avverse sul versante finanziario. **Almeno in linea teorica, dunque, è possibile che anche quest'anno l'esito finale possa essere un compromesso** tra la comprensibile esigenza di implementare alcune promesse elettorali e una ragionevole dose di disciplina fiscale. Tuttavia:

Il principale rischio è connesso alle difficili scelte che dovranno essere effettuate nella prossima sessione di bilancio

- **come lo scorso anno, difficilmente il Governo rinuncerà a un'impostazione espansiva del budget almeno in prima battuta**, il che potrebbe ridestare preoccupazione negli investitori; anzi non si può escludere che i partiti di governo possano "rilanciare", visto che già al momento in cui si scrive sta rientrando nel dibattito politico la principale proposta di politica economica contenuta nel contratto di governo e rimasta sinora largamente inattuata, ovvero la cosiddetta *flat tax*, la cui attuazione anche parziale per le famiglie avrebbe un costo che, per il suo principale proponente, la Lega, potrebbe essere inizialmente di 12-15 miliardi.
- **lo scenario si prospetta maggiormente irto di ostacoli rispetto all'anno passato**, in quanto le clausole di salvaguardia che pesano sul 2020 sono pari a 23,1 miliardi, circa il doppio rispetto allo scorso anno. Ciò significa che, solo per evitare l'aumento dell'IVA (che i partiti di governo hanno ripetutamente dichiarato di voler disattivare), occorrono coperture pari all'1,2% del PIL, che si aggiungerebbero a quelle necessarie per finanziare eventuali nuovi interventi espansivi. Ciò fa sì che, mentre lo scorso anno l'esito finale della saga di bilancio è stato una manovra sostanzialmente neutrale (al netto del mancato aumento dell'IVA, che non era incorporato nelle attese degli operatori), **quest'anno ogni compromesso dovrà includere una non trascurabile restrizione fiscale** (sempre al netto delle clausole). Ciò potrebbe far emergere resistenze e/o frizioni fra i partiti di governo.

Il nostro scenario di base prevede, come detto, un'accelerazione della crescita allo 0,7% nel 2020. Tuttavia, proprio l'evoluzione dello scenario di politica fiscale costituisce il principale rischio su tale previsione. Se l'IVA dovesse aumentare nella misura indicata (circa tre punti per l'aliquota sia ordinaria che ridotta), ne deriverebbe un impatto negativo sulla crescita di circa mezzo punto percentuale (possibile anche con misure alternative dall'elevato moltiplicatore). Viceversa, se il Governo non effettuasse la correzione richiesta, il deficit salirebbe sopra il 3%, e gli effetti che ne deriverebbero sui mercati finanziari (accompagnati da probabili *downgrade* ed entrata in vigore della procedura d'infrazione europea) determinerebbero una restrizione delle condizioni finanziarie con effetti anch'essi avversi sulla crescita. Insomma il **Governo dovrà navigare verosimilmente in acque agitate, tra lo Scilla dell'eccesso di austerità e il Cariddi delle tensioni finanziarie in caso di indisciplina fiscale**. È auspicabile un mix "virtuoso" delle due alternative (una parziale correzione, da almeno 10-15 miliardi, con misure di copertura dal moltiplicatore non troppo elevato, meglio se accompagnate da riforme strutturali a costo zero per il bilancio, e misure *una tantum* di riduzione del debito). Il nostro scenario di base incorpora

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2019

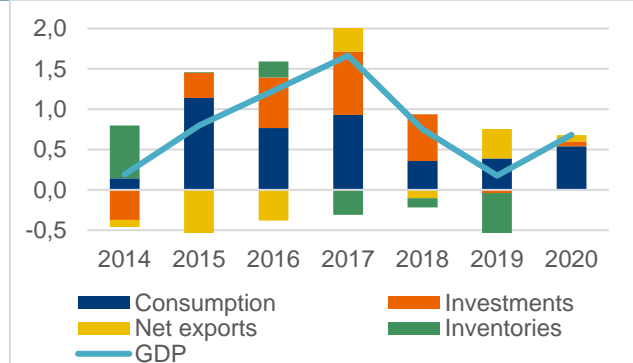
un deficit al 2,8% nel 2020, proprio per effetto di una copertura al 50% delle clausole (con misure dal moltiplicatore relativamente basso).

In ogni caso, riteniamo che il momento della verità, come lo scorso anno, possa arrivare non prima dell'autunno, con l'inizio ufficiale della sessione di bilancio, ovvero con la presentazione della Nota di aggiornamento al DEF di fine settembre. Difficilmente il DEF atteso entro il 10 aprile indicherà già gli orientamenti del Governo in merito alla modalità di copertura delle clausole e a nuove misure espansive. A giugno, il monitoraggio dei conti pubblici italiani previsto dall'accordo siglato con la UE farà luce su eventuali scostamenti rispetto ai target concordati con Bruxelles per l'anno in corso. A nostro avviso, l'andamento del deficit mostrerà uno sfioramento solo limitato sul deficit nominale (al 2,3% nelle nostre stime) e strutturale (perché il peggioramento del disavanzo è dovuto interamente al ciclo). Dunque non è detto che sia richiesta una manovra correttiva. Tuttavia, **i maggiori problemi riguardano il debito, che nelle nostre stime salirà quest'anno di oltre mezzo punto (al 132,8%) anche in caso di raggiungimento del target da un punto di PIL sulle privatizzazioni (anziché scendere di un punto come da scenario programmatico del Governo).** Bisognerà dunque vedere come la Commissione UE riceverà il mancato raggiungimento dell'obiettivo sul debito. A nostro avviso, è possibile che Bruxelles possa rimandare appunto alla Legge di Bilancio 2020 le azioni richieste per riportare su un sentiero più favorevole il rapporto debito/PIL (la cui evoluzione anche per gli anni prossimi non appare rassicurante). Insomma è nella sessione autunnale di bilancio che tutti i nodi verranno al pettine. Prima di allora, i rischi di evoluzioni avverse sui mercati appaiono relativamente contenuti.

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018				2019p				2020p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.2	0.7	1.4	1.1	0.6	0.0	-0.1	-0.1	0.3	0.6	0.7	0.7
- t/t				0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi privati	0.6	0.6	0.9	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Investimenti fissi	3.2	-0.2	0.3	-1.3	2.5	-1.3	0.3	-0.5	0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.2
Consumi pubblici	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	1.4	3.6	2.3	-2.0	0.7	1.0	1.3	1.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
Importazioni	1.8	2.6	2.3	-2.0	1.8	0.4	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.5	0.0	0.3	-0.1	-0.1	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.6	2.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.1	-2.3	-2.8										
Debito pubblico (% PIL)	132.1	132.8	133.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.2	1.0	1.5	0.9	1.0	1.7	1.5	1.0	1.1	0.9	1.1	1.4	1.4
Produzione industriale (a/a)	0.7	0.0	1.0	3.4	1.9	-0.2	-2.4	-1.3	-0.7	0.3	1.8	1.7	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	10.6	10.3	10.0	10.9	10.7	10.3	10.6	10.5	10.4	10.3	10.2	10.1	10.0
Tasso a 10 anni (%)	2.59	2.87	3.79	2.01	2.24	2.83	3.29	2.75	2.61	2.89	3.24	3.62	3.78

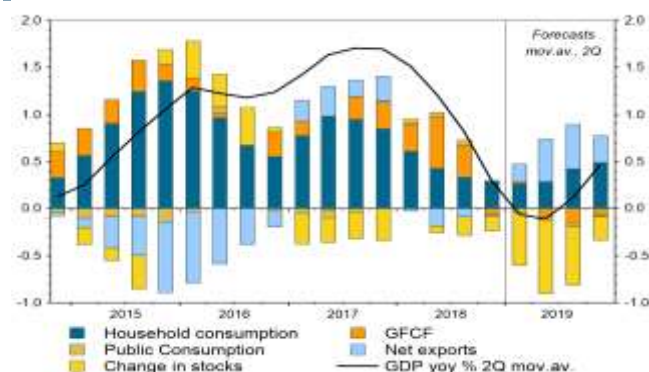
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – I consumi saranno il principale motore di crescita nel biennio in corso. Le scorte freneranno in misura significativa il PIL nel 2019, bilanciate in parte dal commercio estero



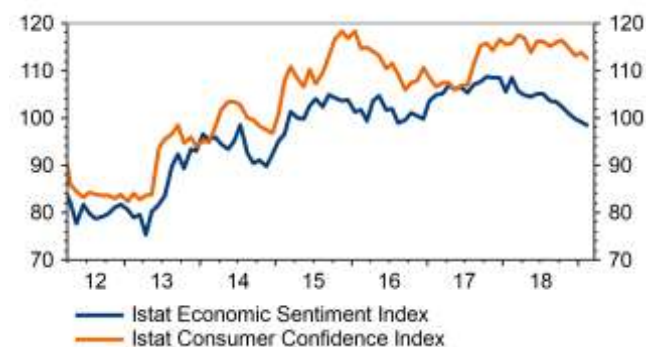
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue, dati annui. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Il profilo trimestrale della crescita dovrebbe vedere un miglioramento nella seconda metà del 2019



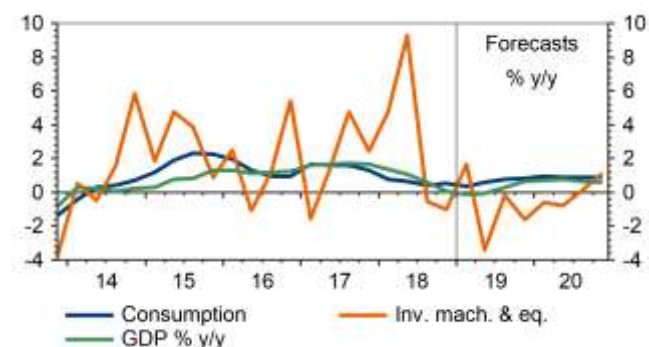
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % annue, medie a 2 trimestri, dati trimestrali. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – La maggiore resilienza della fiducia dei consumatori rispetto a quella delle imprese...



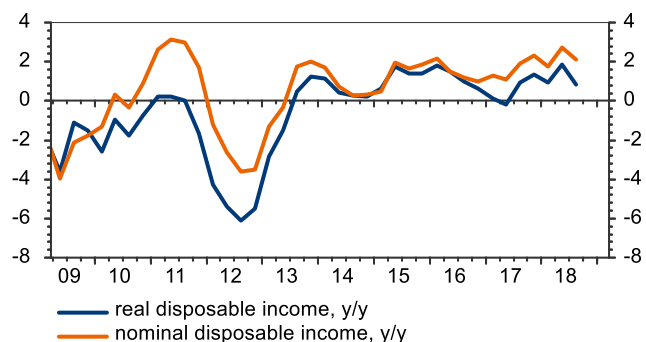
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ...si rifletterà a nostro avviso in una divergenza tra consumi delle famiglie e investimenti delle aziende (attesi in ripresa solo alla fine nel biennio in corso)



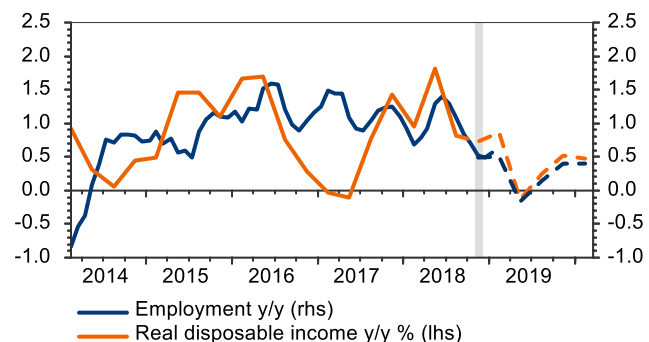
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – Resta ben impostato il reddito disponibile delle famiglie...



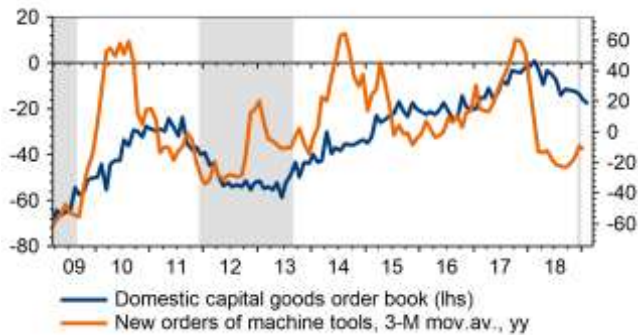
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ...che, dopo una possibile flessione a inizio 2019, dovrebbe riprendere a crescere nella seconda metà dell'anno



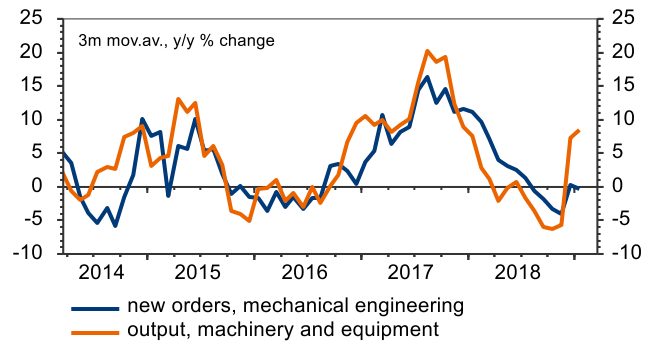
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Resta in calo il trend delle valutazioni delle aziende sugli ordini domestici di beni capitali (e dei dati reali sui nuovi ordinativi di macchinari)...



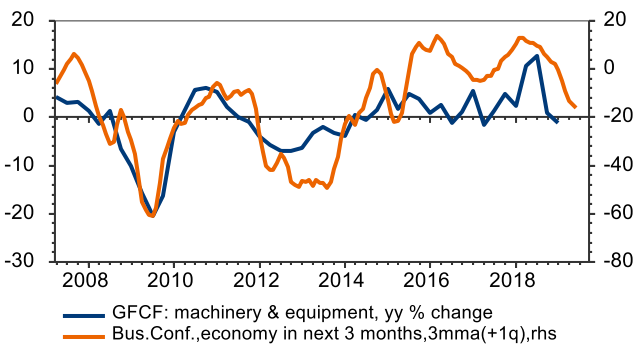
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ...ma i dati di gennaio 2019, soprattutto sulla produzione, mostrano un tentativo di recupero



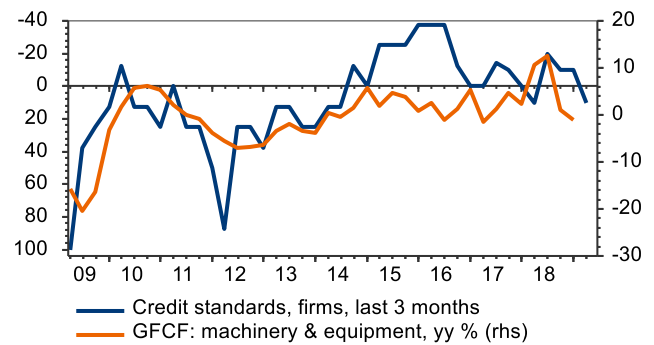
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Riteniamo comunque che gli investimenti saranno frenati dalla maggiore incertezza sulla domanda finale...



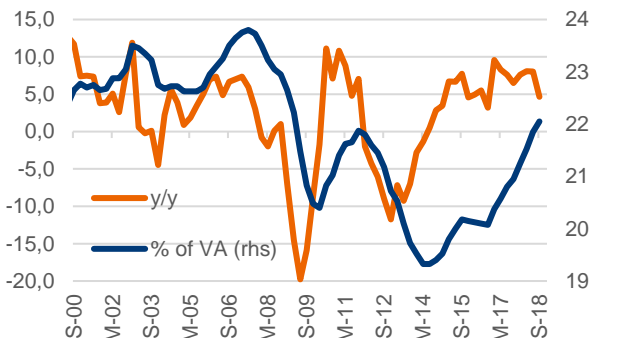
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ...nonché da condizioni finanziarie meno favorevoli che nel recente passato



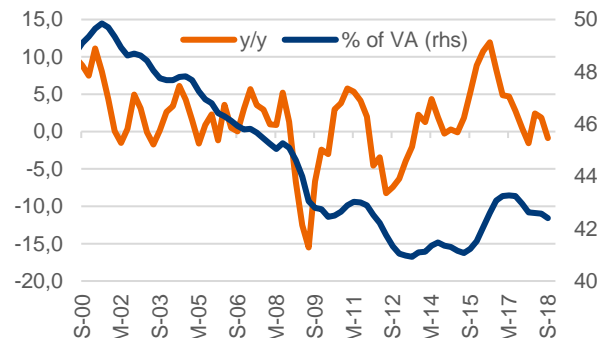
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Le imprese non finanziarie hanno mantenuto un tasso di investimento relativamente elevato sino alla scorsa estate...



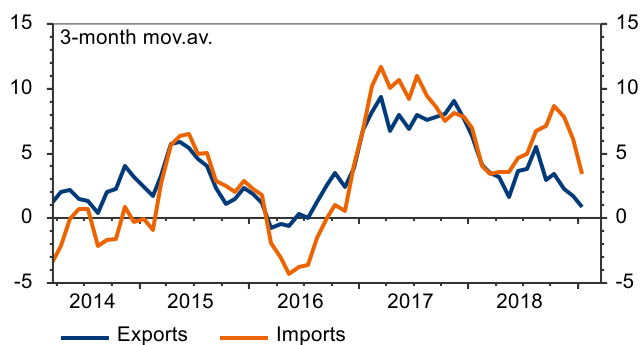
Nota: tasso di investimento delle società non finanziarie, variazione % a/a e quota sul valore aggiunto. Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – ...ma il calo della redditività non potrà non avere impatto sulla spesa in conto capitale delle aziende



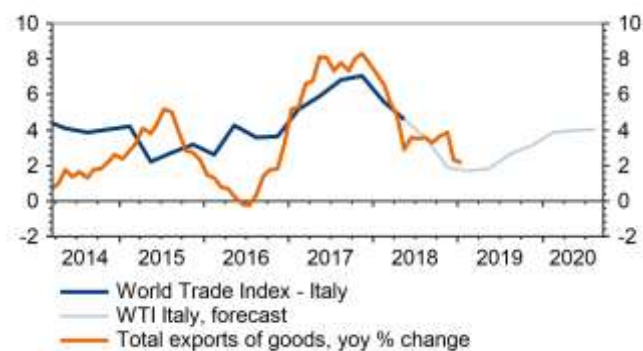
Nota: risultato lordo di gestione delle società non finanziarie, variazione % a/a e quota sul valore aggiunto. Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Entrambi i flussi commerciali hanno evidenziato una moderazione nella parte finale del 2018...



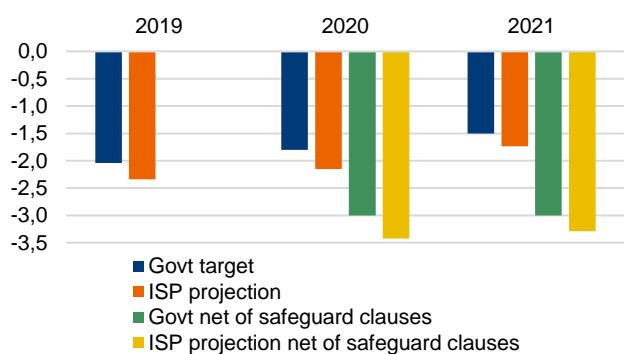
Nota: variazione % a/a, medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – ...ma pensiamo che l'export possa mostrare una ripresa nel corso dell'anno, sulla scia di un graduale recupero della domanda mondiale rivolta verso l'Italia



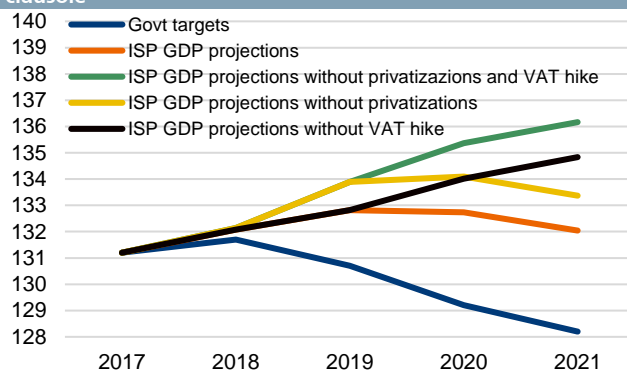
Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datstream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Il "vero" deficit tendenziale nel 2020-21 (al netto delle clausole di salvaguardia) è sopra il 3%



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 16 – Il rapporto debito/PIL a nostro avviso salirà ancora quest'anno, e l'evoluzione nel prossimo biennio dipenderà soprattutto dalle scelte del Governo sulla copertura delle clausole



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF



## Spagna: l'economia resta solida, incurante della politica

L'economia spagnola continua a esibire una sorprendente resilienza rispetto al resto dell'Eurozona. Nel 2018, il Paese è cresciuto del 2,5% in rallentamento dal 3,0% del 2017, ma ancora ampiamente al di sopra del potenziale (1,5% secondo le ultime stime della Commissione UE) per il 4° anno consecutivo. Il PIL è avanzato ancora di 0,7% t/t nel 4° trimestre più che nei nove mesi precedenti (0,6% t/t). La politica fiscale ha, in parte, contribuito a spingere la crescita nel 2018 (per circa lo 0,4%) grazie a un mix di tagli alle aliquote medio-basse e aumenti di spesa. Ma la tenuta del ciclo a fine 2018 è spiegata in larga misura dalla ri-accelerazione dell'export nei dati di contabilità nazionale (1,9% t/t dopo una crescita circa nulla nei tre trimestri precedenti). Invece, si è visto un rallentamento degli investimenti aziendali che sono calati di 1,7% t/t e dei consumi privati (0,5% t/t dallo 0,8% t/t precedente). Lo spaccato per destinazione geografica evidenzia che il calo di domanda dai Paesi avanzati è più che compensato dall'accelerazione dell'export verso l'Asia (v. Fig. 4). Le riforme degli anni post-crisi, per riguadagnare competitività, tramite una riduzione del costo del lavoro, insieme allo sforzo di diversificazione dei mercati di sbocco, sembrano aver dato risultati duraturi. Le indagini di fiducia PMI composito e ESI della Commissione Europea sembrano indicare solo una modesta perdita di impulso (verso 0,5% t/t) a inizio 2019 (v. Fig. 1). La produzione industriale è entrata a passo sostenuto nei 2019 (v. Fig. 2) e il trascinarsi nel 1° trimestre è ampiamente positivo (v. Fig. 2). Tuttavia, il Paese non resterà immune dal rallentamento della domanda globale (v. Fig. 3). I dati di commercio estero evidenziano un calo dell'export del 5,5% m/m a ridosso del nuovo anno, spiegato da un calo di domanda per prodotti industriali finiti e beni intermedi. Sull'orizzonte di previsione, ci aspettiamo una crescita dell'export del 2,8% nel 2019 e 3,1% nel 2021, al di sopra della media UE ma più debole rispetto al 5,2% del 2017. La crescita dell'export sarà solo in parte bilanciata dalle importazioni sull'orizzonte di previsione, di riflesso il contributo del commercio estero è atteso rimanere marginalmente positivo. Il saldo di parte corrente è visto ancora in surplus all'1,0% anche se in calo dall'1,8% precedente, il saldo merci è già tornato in territorio negativo anche al netto dell'energia. Mantenere un sentiero di crescita bilanciata e un surplus di parte corrente è fondamentale, data l'ancora elevata posizione debitoria sull'estero (63% del PIL a settembre 2018 da un picco del 97,3% nel 2010).

Anna Maria Grimaldi

Pensiamo che la fase di espansione possa proseguire anche nel biennio 2020-21; sebbene l'*output gap* sia tornato in territorio positivo, il mercato del lavoro rimane lontano dal pieno impiego. Inoltre, la domanda interna continuerà ad essere sostenuta da politiche fiscali espansive. I consumi delle famiglie sono attesi in crescita dell'1,8% nel 2019 e dell'1,6% 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 non più in accelerazione dai livelli recenti (al 2,4% a gennaio 2019 dall'1,7% del 2018, v. Fig. 9) e inflazione in aumento verso il 2%. Il rallentamento sarebbe benvenuto, se confermato, data l'erosione del tasso di risparmio degli ultimi anni (v. Fig. 7). Il tasso di disoccupazione è calato ancora fino al 14,1% a gennaio e ci aspettiamo che possa scendere ancora fino al 13,4% a fine 2019, se si dovesse vedere un aumento della partecipazione, che è tornata a calare nel trimestre estivo e rimane inferiore al periodo pre-crisi (v. Fig. 10), il che indica che le condizioni del mercato del lavoro sono ancora fragili e richiedono interventi strutturali. I salari negoziali hanno svoltato da fine 2017 (v. Fig. 9) ma il rischio di surriscaldamento è limitato, lo *slack* nel mercato del lavoro resta ampio: il tasso di disoccupazione allargato rimane al 23,5% anche se in netto calo dal picco del 2015 (34,4%).

I consumi privati sono solidi ma in rallentamento

Gli investimenti aziendali sono attesi ancora in crescita sostenuti da condizioni finanziarie accomodanti. Tuttavia, ci aspettiamo un rallentamento al 2,5% dopo che la spesa aziendale è cresciuta (6,0%) più di quanto giustificato da vincoli di capacità (v. Fig. 5), dinamica dei profitti e aspettative di domanda. **L'espansione nelle costruzioni si è confermata più forte del previsto** nel trimestre autunnale (5,5% nel 2018 dal 4,6% del 2017). Una moderazione verso tassi di crescita

Investimenti in macchinari e costruzioni in rallentamento rispetto al 2018

al di sotto dell'1,0% t/t a trimestre sarebbe auspicabile per evitare l'accumulo di nuovi eccessi. Nel 2019, prevediamo una crescita del 3,2%. Il forte aumento degli investimenti aziendali dal 2014 a oggi (in media del 7% all'anno) fa sperare in un maggior contributo alla crescita potenziale nel medio periodo.

Il quadro di finanza pubblica è in miglioramento grazie alle condizioni cicliche ampiamente favorevoli. Tuttavia, il budget 2019 è in violazione degli obiettivi di medio termine. Il processo di riduzione del deficit nominale passa dal 4,5% del 2016 al 2,7% del 2018. Un ulteriore miglioramento verso il 2% quest'anno rimane plausibile data la tenuta del ciclo. In assenza di un budget 2019, il saldo strutturale è atteso peggiorare di tre decimi nell'anno in corso a -3,2% del PIL. Il debito è ancora visto in calo al 96,2% nel 2019 e al 95,8% nel 2020 dal 96,9% del 2018.

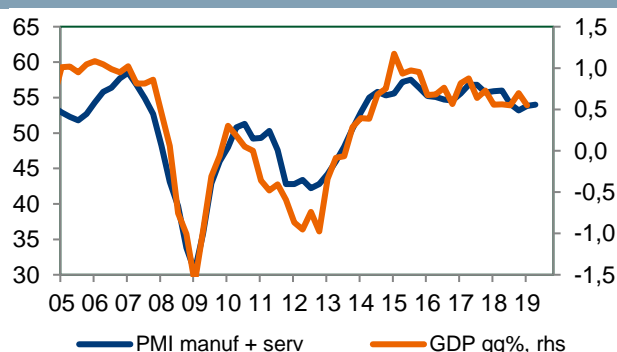
Come per il resto dell'Eurozona, i rischi sono verso il basso e vengono per lo più dal quadro internazionale. Inoltre, il rischio politico interno non è trascurabile, le elezioni del prossimo 28 aprile non porteranno alla formazione di una maggioranza di governo in tempi brevi data la frammentazione dei consensi per i partiti tradizionali e la necessità di formare alleanze trasversali. Lo scenario più probabile è quello di un governo di larghe intese PP, *Ciudadanos* e il partito di destra VOX, stando agli ultimi sondaggi (v. figg. 11&12), ma anche in questo caso la maggioranza rischia di essere assai risicata. Per un paese che è abituato ad un'alternanza bipartisan non è facile abituarsi a governare in coalizione, d'altro canto il dibattito sulla riforma elettorale non avanza.

Rischio di lunga impasse dopo le elezioni del prossimo 28 aprile

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018				2019p				2020p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.3	1.9	2.8	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9
- t/t				0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi privati	2.4	2.1	1.4	0.9	0.0	0.8	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
Investimenti fissi	5.4	3.3	1.9	1.0	3.0	0.8	0.3	0.8	0.8	0.7	0.4	0.5	0.5
Consumi pubblici	2.3	2.2	0.6	0.6	0.2	0.8	1.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	2.0	2.3	3.0	0.5	0.3	-0.9	1.2	0.7	0.6	0.8	1.0	0.5	0.8
Importazioni	3.8	4.1	4.0	1.4	0.7	-0.2	1.8	1.4	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.4	0.8	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3
Partite correnti (% PIL)	1.2	1.5	1.1										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.9	-2.9	-1.8										
Debito pubblico (% PIL)	97.3	97.0	95.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.7	1.7	2.1	1.1	1.8	2.3	1.8	1.3	1.7	1.6	2.3	2.5	2.2
Disoccupazione (ILO, %)	15.3	14.2	13.6	16.2	15.4	14.9	14.6	14.4	14.3	14.1	13.9	13.7	13.7

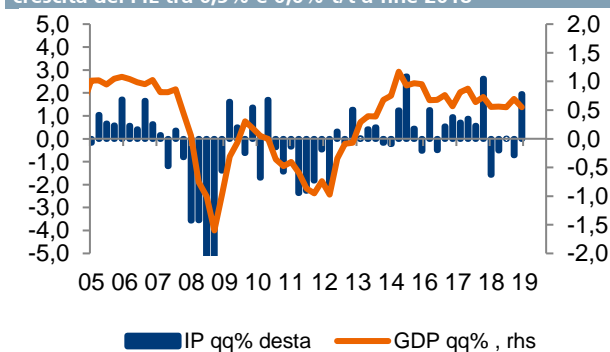
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PMI composito e ...



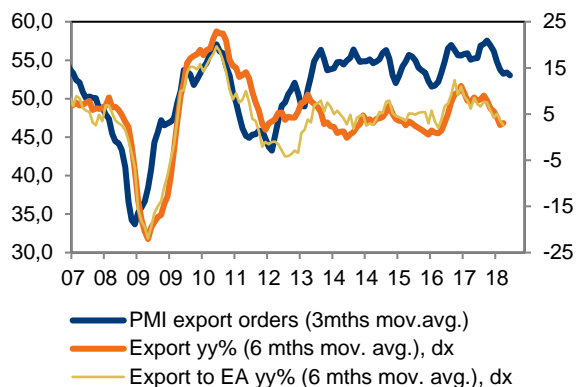
Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



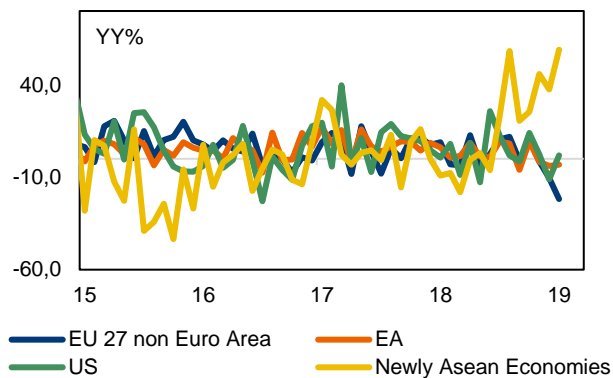
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Prospettive per l'export poco brillanti



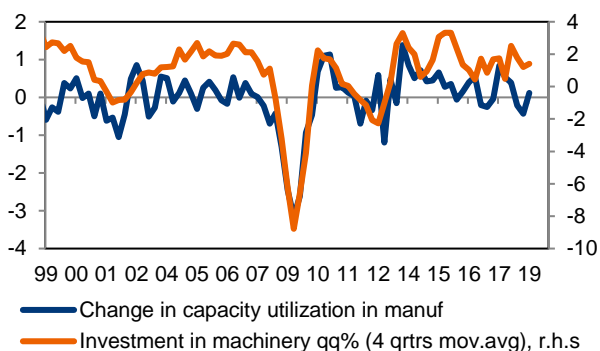
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La domanda dall'Asia sostiene le esportazioni spagnole



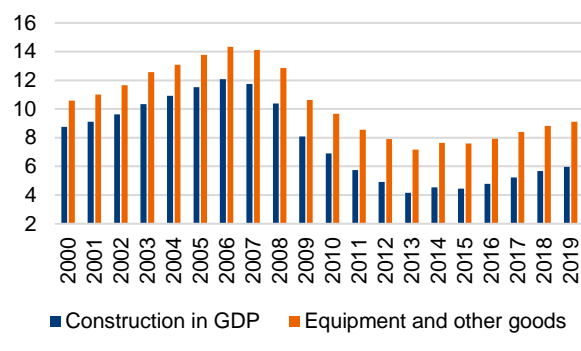
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



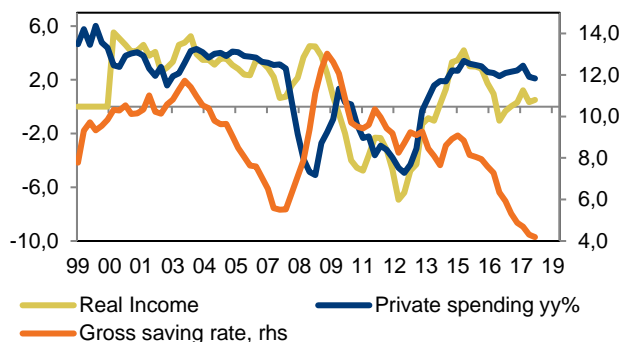
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Costruzioni: il comparto ha recuperato ma per ora non vi sono eccessi. Rimane basso il tasso di investimenti in macchinari in % del PIL



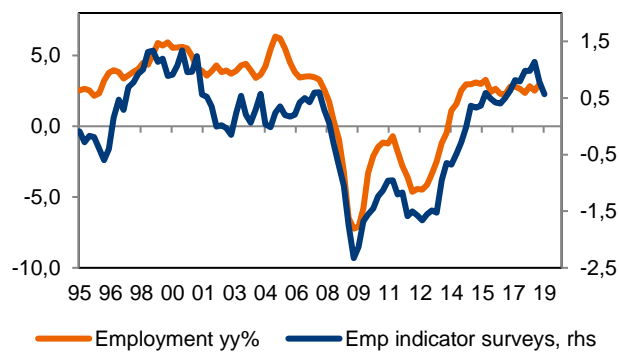
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



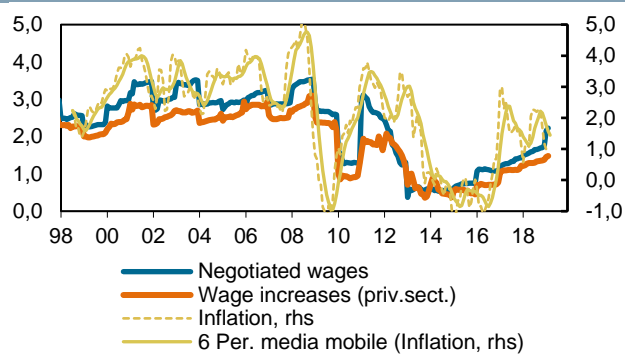
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



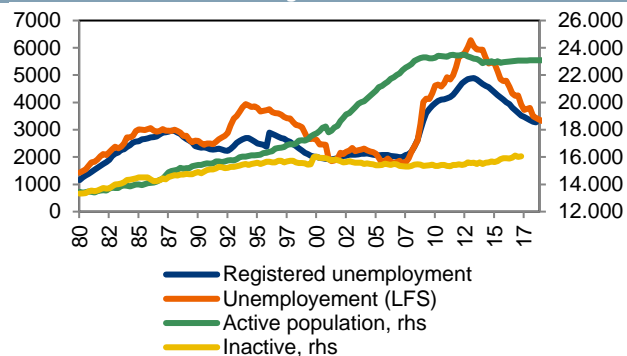
Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – I salari nominali hanno svoltato



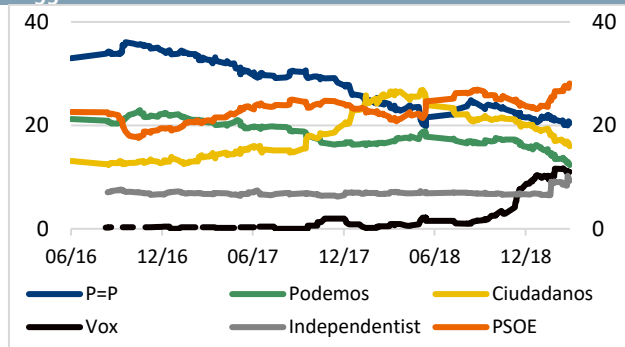
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



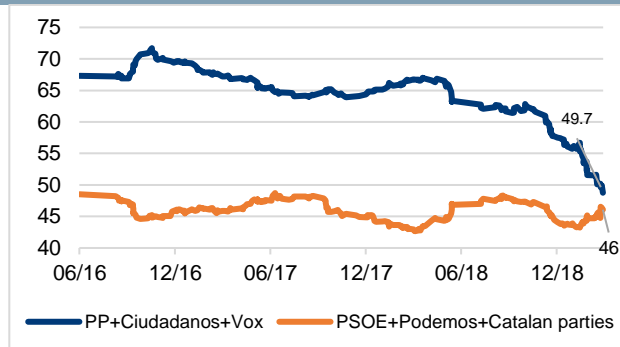
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 - Nessuno dei partiti tradizionali raggiungerà la maggioranza



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - Per ora la Spagna dovrà imparare a vivere con le coalizioni



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Paesi Bassi: l'economia rallenta, i rischi di scenario aumentano

Il quarto trimestre è stato inaspettatamente positivo per i Paesi Bassi, con un balzo del PIL di **0,5% t/t da 0,1% t/t** mentre le altre principali economie dell'Eurozona rallentavano o al più mantenevano un ritmo costante. L'analisi di dettaglio mostra che il contributo principale è venuto dalla domanda interna (0,5), ma anche il canale estero ha contribuito sensibilmente (0,4) a compensare il decumulo pressoché completo delle scorte di magazzino (-0,4). **Per il trimestre in corso prevediamo un rallentamento della crescita di due decimi, a 0,3% t/t, per una variazione annua all'1,6%, dall'1,8%. Per il 2019 il PIL dovrebbe procedere a una normalizzazione attorno all'1,5% da 2,5% del 2018**, rivisto al rialzo di un decimo rispetto alla precedente stima.

I **consumi** sono avanzati dello 0,5% t/t a fine anno, dopo aver stagnato in autunno, con un profilo annuo per il 2018 al 2,5%, in accelerazione dall'1,9% dell'anno prima. Nel trimestre in corso stimiamo un rallentamento a 0,3% t/t per una crescita annua attesa all'1,5% nel 2019. Le indagini di fiducia tra gennaio e febbraio hanno indicato **un deterioramento del morale delle famiglie per la prima volta dal 2015**, intaccando anche la propensione al consumo; anche i dati di spesa delle famiglie a gennaio mostrano una crescita annua ferma allo 0,9%, il dato più basso da giugno 2016. Un rallentamento del ritmo dei consumi era atteso dopo quattro anni a ritmi sostenuti e non è da vedere come un segnale di allarme ma piuttosto di normalizzazione fisiologica della crescita, supportata dalla stabilità del livello dei salari. Il mercato del lavoro rimane infatti estremamente positivo, con **il numero dei disoccupati che è tornato sui livelli pre-crisi** (circa 310 mila persone, al 3,4% rispetto al 3,6% del 2008). Nel corso dell'anno prevediamo che il tasso di **disoccupazione** si stabilizzerà sul livello attuale (3,5%) e l'occupazione al livello corrente del 68,5%.

La componente degli **investimenti fissi** ha registrato un balzo nel quarto trimestre a 0,7% t/t da -0,1% t/t: nel dettaglio, la componente degli **investimenti produttivi** è crollata del -2,2% t/t da 2,0% t/t, in linea con la dinamica debole del manifatturiero per tutta l'Eurozona. Gli **investimenti residenziali** invece hanno segnato un +2,7% t/t da -0,6% t/t, sempre stimolati da un mercato immobiliare in costante crescita, con i **prezzi delle case** che, dopo aver raggiunto a maggio scorso il massimo storico pre-bolla di agosto 2008, a **gennaio scorso sono riusciti a stabilire un nuovo record storico**: rispetto al 2013, i prezzi medi delle case sono ora del 35% superiori e il numero delle compravendite tra gennaio e febbraio rimane in aumento. La frenata del terzo trimestre della componente residenziale si è quindi per ora rivelata solo una pausa e non ancora l'inizio dell'inversione del trend. In questo senso, **la dinamica dei prezzi immobiliari costituisce il principale fattore di rischio endogeno** alla crescita, che potrebbe condurre allo scoppio di una nuova bolla immobiliare, che tra 2012 e 2013 ha sottratto oltre mezzo punto di PIL all'anno alla crescita. Per il 2019, gli investimenti fissi sono attesi rallentare al 2,0% dal 4,7% del 2018, con la componente produttiva meno vivace di quella residenziale, stimolata ancora da condizioni finanziarie accomodanti.

Il **canale estero** per ora sembra non aver risentito del rallentamento manifatturiero, avendo dato un contributo alla formazione del PIL di 0,4 nell'ultimo trimestre. La brusca frenata delle **importazioni** (-2,1% t/t da 1,2% t/t) per effetto del crollo nel trimestre degli investimenti in macchinari ha favorito la bilancia commerciale, che ha visto ciononostante un calo delle **esportazioni** di -1,3% t/t da +1,1% t/t per via del crollo della produzione manifatturiera in Germania. Il rimbalzo dell'export a gennaio ha impostato positivamente il primo trimestre, nel quale ci aspettiamo un contributo positivo dal canale estero. In media annua le esportazioni sono attese rallentare all'1,9% a/a da 2,6% a/a anche per effetto delle maggiori incertezze sul commercio mondiale (in particolare sul mercato americano, il quarto per importanza per l'export olandese). Le importazioni sono viste in rallentamento al 2% a/a da 2,6% a/a per effetto della

Guido Valerio Ceoloni

In un contesto di rallentamento, il quarto trimestre è stato inaspettatamente positivo

Il morale delle famiglie ha iniziato a deteriorarsi per la prima volta dal 2015

Investimenti in moderazione, il rischio di bolla immobiliare aumenta

A fine 2018 il canale estero è rimasto sorprendentemente positivo

riduzione dei consumi. Quest'anno il contributo netto delle esportazioni alla crescita sarà probabilmente negativo.

In termini armonizzati, l'inflazione è rimasta stabile dall'autunno attorno all'1,8%, per un effetto compensazione tra il calo del prezzo dell'energia da un lato e la risalita della componente core dall'altro, che ha accelerato di un paio di decimi in autunno salendo all'1,2% per poi proseguire a crescere anche a inizio 2019 (a febbraio era all'1,9%), questa volta per effetto dell'aumento dell'aliquota minima dell'IVA dal 6% al 9%. L'indice headline si trova ora al 2,6% a febbraio ma è atteso moderare nei prossimi mesi per portarsi in media annua al 2%. L'indice core nel 2019 è visto avvicinarsi all'1,9%.

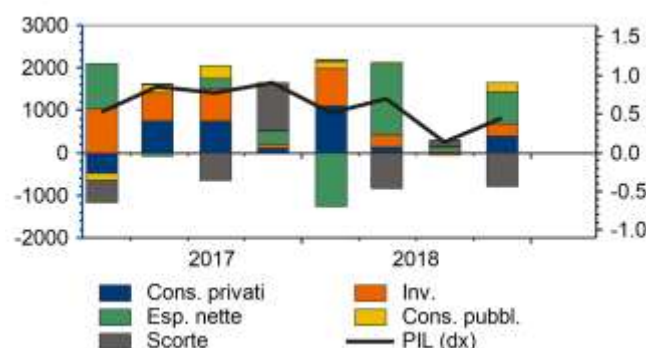
**Inflazione: quest'anno si attesterà attorno all'1,8%**

Il giudizio sull'economia non può che rimanere positivo, specie se paragonato con altri paesi dell'Eurozona. Tuttavia, gli indicatori di fiducia puntano a un'inversione di rotta dopo anni di crescita economica e contestualmente aumentano i rischi alla previsione, sia sul fronte domestico, dove il livello dei prezzi delle case, in continuo aumento oltre i record storici, lascia temere una bolla immobiliare prossima allo scoppio, sia sul fronte esterno, dove le turbolenze del commercio mondiale, la Brexit e un conflitto tra Eurozona e Stati Uniti sulle tariffe e i dazi potrebbe avere ricadute pesanti su un'economia così aperta come quella olandese. Questi fattori d'incertezza orientano verso il basso la nostra previsione per l'anno in corso.

Previsioni	2018	2019p	2020p	2018		2019p				2020p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.5	1.4	3.1	2.9	2.3	1.8	1.6	1.3	1.6	1.6	1.6	1.5
- t/t				0.5	0.7	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3
Consumi privati	2.4	1.5	1.6	1.4	0.2	0.0	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.7	2.0	2.0	2.3	0.7	-0.1	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4
Consumi pubblici	1.1	1.1	1.0	0.4	0.1	0.0	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Esportazioni	2.6	1.9	2.9	-0.5	1.3	1.1	-1.3	0.7	0.8	1.0	0.9	0.6	0.6
Importazioni	2.5	2.0	3.4	0.4	0.3	1.2	-2.1	1.0	1.3	1.3	1.1	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.5	0.1	-0.4	0.1	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	9.9	9.4	9.3										
Deficit pubblico (% PIL)	1.1	1.0	1.3										
Debito pubblico (% PIL)	53.2	49.6	46.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	2.0	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8	2.4	2.3	1.8	1.3	0.7	0.8

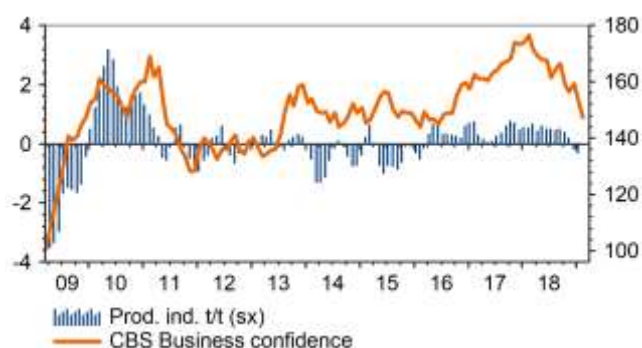
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



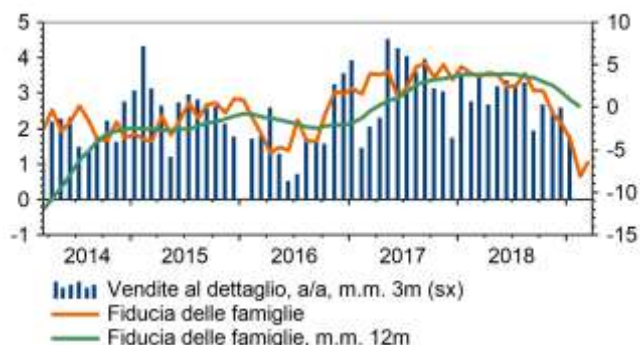
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

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



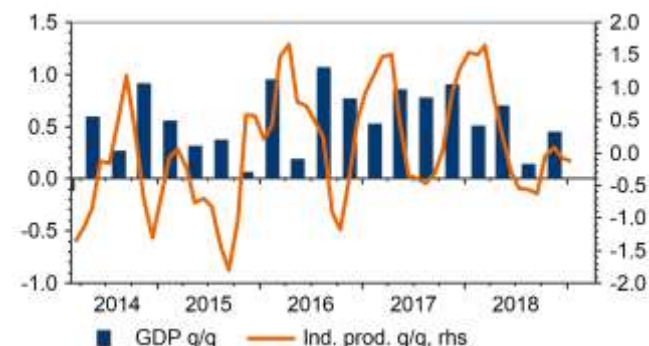
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



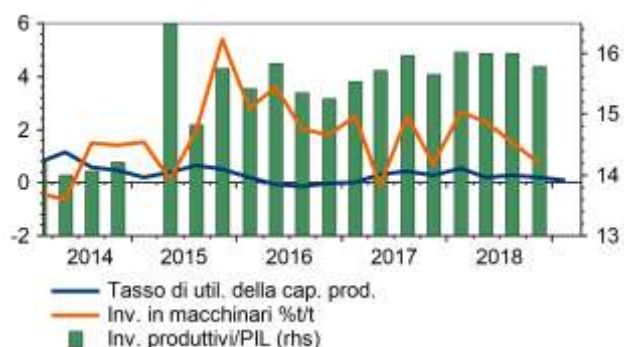
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



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

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



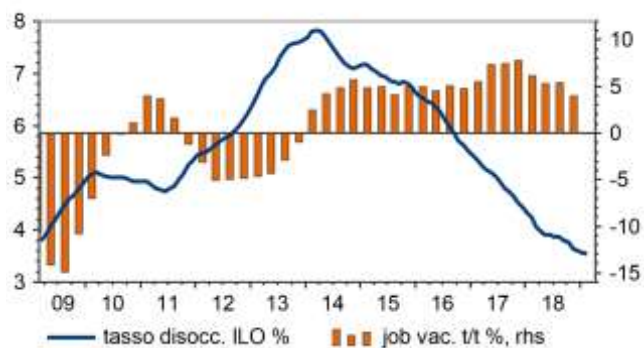
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 10 – Andamento della disoccupazione e *job vacancies*



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



## Asia

### Giappone: le nubi si addensano sul prossimo biennio

Giovanna Mossetti

La crescita giapponese nel 2018 è stata volatile (fig. 1), ma positiva, con una variazione annua di 0,8%, nonostante due trimestri di contrazioni. Da fine 2018, lo scenario per il 2019 si è deteriorato. Dati e indagini puntano verso il basso e l'indice coincidente è sceso in territorio potenzialmente recessivo. Il netto peggioramento del quadro della crescita giapponese deriva in gran parte dalla flessione dell'export verso la Cina. L'attuale rallentamento è particolarmente rischioso, con il **rialzo dell'imposta sui consumi (IC)** da 8% a 10% previsto per ottobre.

La previsione è di **crescita di 0,7% nel 2019 e di 0,3% nel 2020**, con rischi verso il basso. L'**inflazione core** dovrebbe mantenersi sotto l'1%, con un probabile rallentamento nella parte finale dell'anno, al netto dell'aumento dell'IC. Con questo quadro, le decisioni di politica fiscale saranno determinanti per lo scenario. Il budget prevede il **rialzo dell'IC a ottobre, insieme a misure espansive mirate a contrastarne gli effetti**. In caso di ulteriore rallentamento ciclico, alla vigilia del rinnovo della Camera bassa, il Governo potrebbe attuare una manovra aggiuntiva o addirittura rinviare il rialzo dell'IC. La **BoJ potrebbe segnalare disponibilità a sostenere la crescita**, anche se ormai gli strumenti disponibili sono limitati e probabilmente inefficaci.

1. **Lo scenario economico è fragile, in balia delle esportazioni e dell'imposta sui consumi.** Nel 1° trimestre, il PIL dovrebbe segnare una variazione negativa (-0,4% t/t), seguita da due trimestri in ripresa solida, grazie all'anticipazione della spesa in vista del rialzo dell'IC e al contributo positivo degli investimenti pubblici. In autunno è prevista una forte contrazione del PIL, in concomitanza con la restrizione fiscale. L'entrata nel 2020 dovrebbe essere debole, ma sostenuta ancora dalla spesa per le Olimpiadi e dalla riaccelerazione di consumi e investimenti.

I **consumi** sono sostenuti dal mercato del lavoro, sempre caratterizzato da eccesso di domanda. Le retribuzioni totali crescono anche se la dinamica salariale resta modesta. Come in passato, le famiglie si preparano all'aumento dell'IC con un **rialzo del tasso di risparmio** (fig. 4). Nella seconda metà dell'anno ci dovrebbe essere un calo del risparmio, per finanziare l'attesa accelerazione dei consumi, che dovrebbe essere sostenuta anche dall'allentamento fiscale. I fattori demografici contribuiranno a spingere verso l'alto il tasso di risparmio nel medio termine. Nel 2019, i consumi saranno estremamente volatili (v. tabella previsioni), e solo nel 2020 avanzato si potrà valutare il trend sottostante, probabilmente su ritmi di crescita in media intorno a 0,2%-0,3% t/t. **I consumi dovrebbero aumentare di 1% nel 2019 e calare di -0,2% nel 2020.**

Gli **investimenti non residenziali** dovrebbero rallentare in misura significativa, alla luce dei risultati deboli delle indagini e dei dati di attività (ordini e produzione), oltre che del forte calo dei profitti visto nel 2° semestre 2018 (-7% a/a a fine anno). La spinta principale agli investimenti in questa fase di rallentamento congiunturale resta associata alla scarsità di manodopera, che spinge le imprese a investire in capitale, per aumentare la produttività. Il trend dovrebbe proseguire nei prossimi anni, sostenuto anche dalle condizioni monetarie espansive, con una probabile transitoria interruzione nel 4° trimestre 2019, in seguito al rialzo dell'IC. In media, nel 2019 la crescita degli investimenti dovrebbe restare positiva, sostenuta anche dalla spesa per le Olimpiadi del 2020. Si prevede un aumento della **spesa in conto capitale privata di 2,2% nel 2019 e di 1,5% nel 2020.**

Il **canale estero** è stato negativo nel 2018 (fig. 5) e dovrebbe continuare frenare la crescita complessiva. La debolezza dell'export è l'elemento dominante sull'orizzonte 2019-20: le prospettive dipendono in modo cruciale dall'andamento dell'economia cinese (v. fig. 6). La bilancia commerciale risentirà anche degli effetti dell'IC, con volatilità delle importazioni nella seconda metà dell'anno, ma con un **contributo annuo dovrebbe essere ampiamente negativo (-0,6pp).**

2. **L'aumento dell'IC sarà in parte contrastato da misure espansive sulla spesa.** Il budget per l'a.f. 2019 prevede il rialzo dell'IC da 8% a 10% (escludendo gli alimentari). Parte del Il gettito

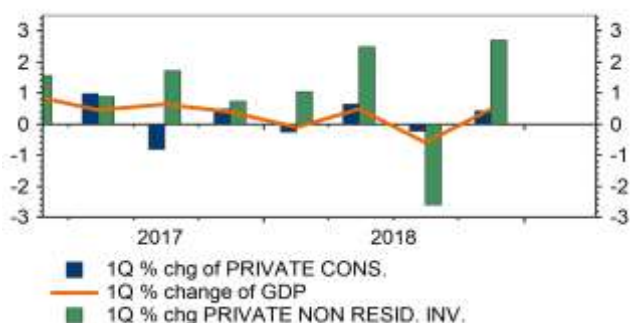
derivante dal rialzo dell'IC (circa 5,2 tln, 0,9% del PIL) finanzia misure espansive, fra cui l'azzeramento delle rette degli asili e la riduzione di quelle per altri gradi di istruzione, il rafforzamento della previdenza mirato alle coorti anziane. Verranno anche introdotte misure espansive temporanee con interventi a sostegno delle fasce di reddito più basse (voucher per i consumi, sussidi per l'acquisto di case), e aumenti degli investimenti pubblici in progetti per la prevenzione dei disastri climatici. Il Governo mantiene l'obiettivo di consolidamento fiscale, con una previsione di riduzione del deficit totale e di 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). Per il Governo un rinvio del rialzo dell'IC sarebbe molto costoso, e sarebbe considerato solo in caso di recessione nella parte centrale del 2019. Non si può escludere una manovra aggiuntiva. Il 2019 è un importante anno politico, con elezioni locali in tutto il Paese ad aprile, l'abdicazione dell'Imperatore a fine aprile, e il rinnovo della Camera Alta a luglio, oltre a un possibile scioglimento della Camera Bassa se il Primo Ministro riterrà probabile avere una maggioranza che permetta di modificare la Costituzione. L'evoluzione congiunturale e la prosecuzione della ripresa saranno fondamentali per consolidare il supporto per il Governo alla vigilia del rialzo dell'IC.

**3. Politica monetaria: gli strumenti della BoJ sono inefficaci per stimolare la ripresa, ma la prosecuzione degli acquisti di JGB sta riducendo i rischi del debito.** La Banca centrale prevede ancora espansione moderata, ma ultimamente ha sottolineato i rischi verso il basso collegati alle politiche USA e al loro impatto sui mercati finanziari, ai dazi, a Brexit e a rischi geopolitici. La politica di stimolo quantitativo e qualitativo con il controllo della curva proseguirà fino a quando l'inflazione non eccederà il 2% in modo stabile, cioè probabilmente almeno fino a fine 2020. Lo spazio di manovra per maggiore stimolo da parte della BoJ è quasi nullo, dato che gli obiettivi sui tassi sono su livelli difficilmente modificabili (-0,1% per l'overnight e 0 per il rendimento a 10 anni) e l'obiettivo di acquisti netti di JGB per circa 80 tln di yen non è più stato raggiunto da quando si è introdotto quello sui rendimenti. Gli acquisti di JGB si sono assestati poco sotto i 40 tln di yen nell'ultimo anno (fig. 9). L'unico strumento disponibile potrebbe essere l'acquisto di ETF, con effetti minimi. In caso di ulteriore peggioramento congiunturale, l'unico margine di azione è ora in campo fiscale, con il rinvio dell'atteso rialzo dell'IC e/o con aumenti di spesa. Tuttavia, non va sottovalutato **l'impatto della politica monetaria per lo scenario di più lungo termine**: a settembre 2018, la BoJ deteneva il 45,7% dei JGB e il 43% del totale del debito pubblico. Il debito pubblico è pari al 198% del PIL. Il proseguimento degli acquisti netti, anche solo a un ritmo di circa 30-40 tln all'anno, porterebbe la quota della BoJ oltre il 50% entro il 2021. Mentre il sentiero di politica fiscale resta di consolidamento futuro (fig. 10), il debito pubblico sul mercato continuerebbe a scendere e si porterebbe al di sotto di 100%, con un costo degli interessi in costante riduzione. Quindi, **gli squilibri fiscali giapponesi stanno diventando progressivamente meno rischiosi**.

Previsioni	2018			2019p											
	2018	2019p	2020p	2018				2019p				2020p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.7	0.3	1.4	1.4	0.2	0.3	0.6	0.4	1.5	0.2	0.3	0.2		
- trim/trim annualizzato				-0.4	1.9	-2.4	1.9	0.8	1.2	2.0	-3.0	0.9	0.9		
Consumi privati	0.4	1.0	-0.2	-1.0	2.6	-0.9	1.6	1.6	1.8	4.3	-9.3	2.0	1.5		
IFL - priv. non residenziali	3.9	2.2	1.5	4.3	10.4	-10.0	11.3	0.8	2.0	3.2	-1.4	2.1	1.9		
IFL - priv. residenziali	-5.8	1.9	-2.9	-7.8	-7.8	2.3	4.6	2.4	4.4	5.3	-11.8	-5.9	0.0		
Investim. pubblici	-3.3	-1.6	1.6	-2.9	-2.9	-8.8	-6.8	1.0	2.1	2.2	2.3	1.2	1.2		
Consumi pubblici	0.8	1.0	0.7	0.9	0.6	0.9	3.0	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7		
Esportazioni	3.1	-0.8	3.2	1.4	1.8	-5.6	4.0	-8.5	3.4	4.3	3.1	3.1	3.0		
Importazioni	3.2	2.5	1.0	0.2	5.3	-2.6	11.3	-2.8	5.2	6.9	-8.8	2.5	2.4		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	-0.3	-0.5	-0.2	0.5	0.1	0.5	-0.1	-0.8	0.6	-0.6	-0.6		
Partite correnti (% PIL)	3.5	2.5	3.0												
Deficit (% PIL)	-3.4	-3.5	-3.2												
Debito/PIL (% PIL)	227.2	227.9	227.7												
CPI (a/a)	1.0	0.9	1.2	1.3	0.7	1.2	0.8	0.3	0.5	0.9	2.0	1.5	1.4		
Produzione Industriale	0.9	-2.0	-0.5	2.0	1.3	-0.1	0.7	-2.1	-2.3	0.5	-3.9	-0.5	-0.6		
Disoccupazione (%)	2.4	2.4	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3		
Dollaro/Yen (Yen)	110.4	110.7	111.3	108.3	109.1	111.5	112.7	110.2	110.6	110.9	111.3	111.8	111.7		

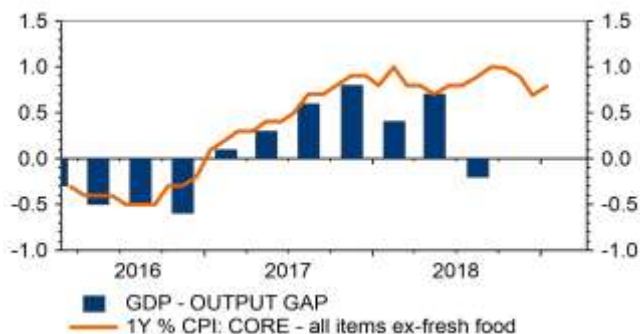
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



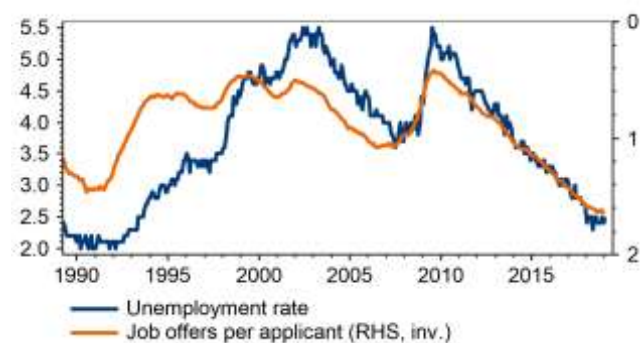
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



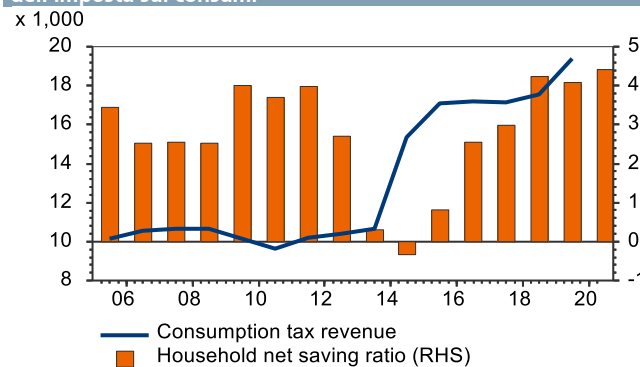
Nota: Stime Cabinet Office. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



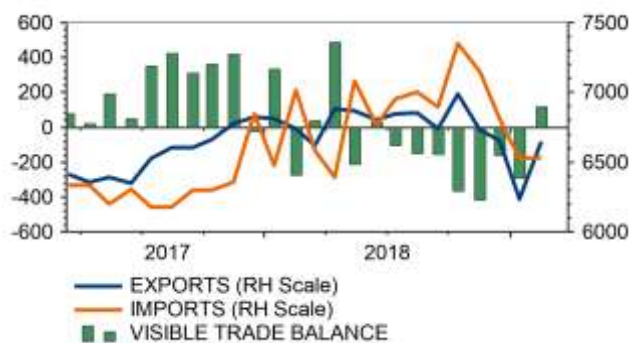
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



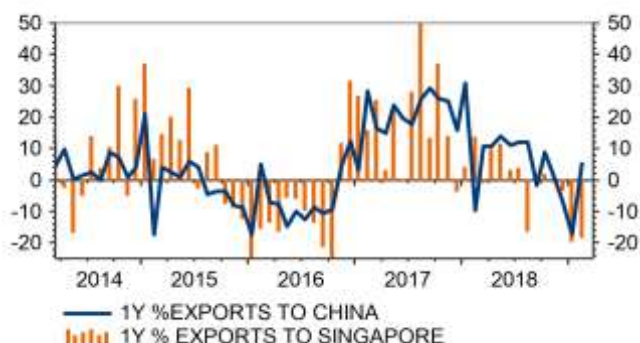
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Fig. 5 – Canale estero: trend negativo, con un modesto rimbalzo a inizio 2019**



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



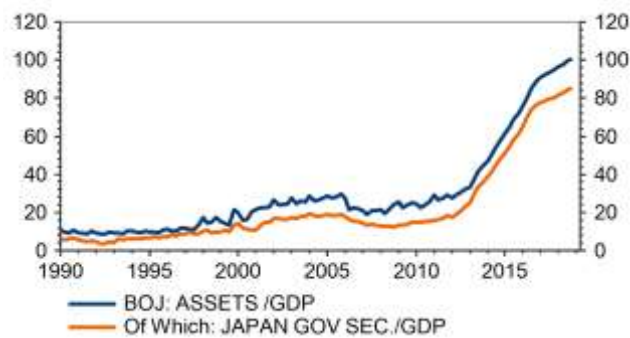
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



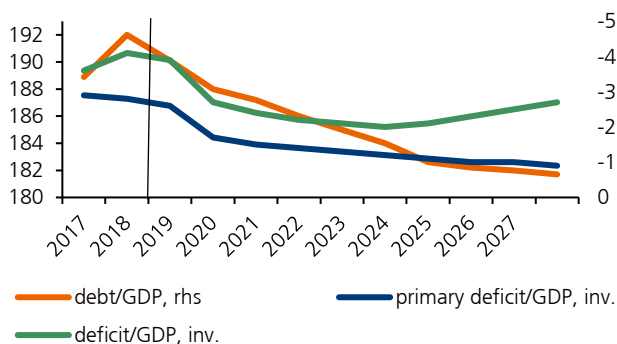
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



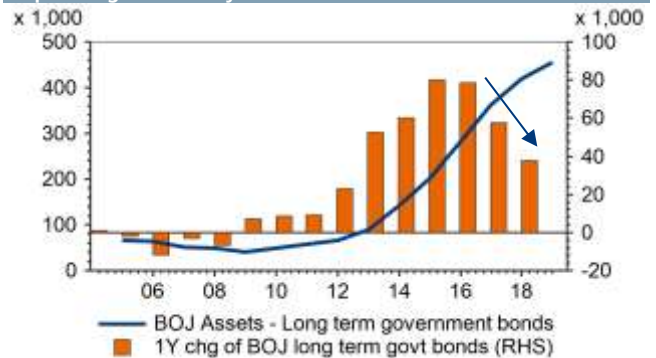
Fonte: Cabinet Office

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
<b>FY 2018</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	
forecasts Oct 2018	1.5	0.9	
<b>FY 2019</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>
forecasts Oct 2018	0.8	1.9	1.5
<b>FY 2020</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
forecasts Oct 2018	0.8	1.6	1.5

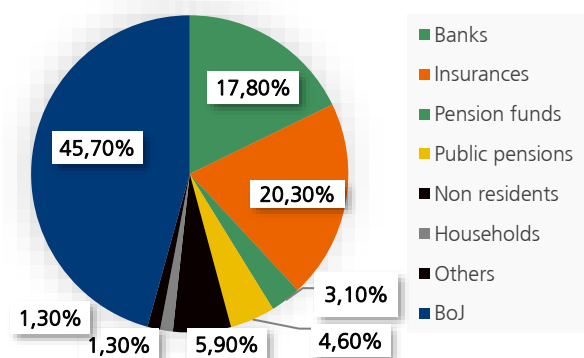
Fonte: BoJ, Outlook for Economic Activity and Prices, gennaio 2019. La BoJ stima che l'effetto del rialzo dell'IC sia pari a un aumento di circa 0,5pp sull'inflazione core e che l'eliminazione delle rette scolastiche riduca l'inflazione di -0,3pp nell'a.f. 2019 e di -0,4pp nell'a.f. 2020

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 vicina al 45%



Nota: dati a fine settembre 2018; totale JGB: 994,8 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1091,6 tln di yen. I non residenti detengono il 69,6% dei T-bills. La vita media delle obbligazioni è 8 anni e 10 mesi. Fonte: Ministry of Finance

## Cina: flessibilità di manovra per stabilizzare la crescita

Nel 2018 il PIL è salito del 6,6%, in moderato rallentamento rispetto al 6,8% del 2017 e poco al di sopra dell'obiettivo del Governo, con una graduale decelerazione tendenziale da 6,8% a/a nel 1° trimestre fino a 6,4% nel 4°. Dal lato della domanda **la moderazione della crescita nel 2018 è stata principalmente guidata dal rallentamento degli investimenti**, e in particolare **dalla frenata degli investimenti in infrastrutture** (dal 19% nel 2017 a 3,8% nel 2018), a cui si è aggiunto il rallentamento del commercio estero nell'ultima parte dell'anno. **I consumi reali pro-capite delle famiglie sono saliti del 6,2% a/a nel 2018, in accelerazione dal 5,4% nel 2017** ma con una dinamica inferiore rispetto al biennio 2015-16 (6,9%) e in lieve moderazione nel 4° trimestre. La decelerazione delle vendite al dettaglio nominali (da 10,2% a/a nel 2017 a 9% nel 2018) potrebbe essere in parte spiegata con il rallentamento della spesa pubblica (da 8,5% a/a nel 2017 a 6,5% nel 2018), visto che includono anche le vendite di beni di consumo alle agenzie e istituzioni governative e militari. Le vendite al dettaglio sono state spinte al ribasso dal calo delle vendite di auto (-2,8% a/a), ma anche di comparti ciclici quali quello dello sport e dei beni ricreativi (-2,7% a/a), entrambi proseguiti nei primi mesi del 2019.

Silvia Guizzo

**I dati di gennaio e febbraio**, che restano comunque di difficile lettura a causa della cadenza variabile della festività del capodanno cinese, **sono stati misti**. La **dinamica tendenziale delle vendite al dettaglio è decelerata** ma **quella mensile è stata in continuo miglioramento** rispetto ai minimi registrati nel 3° trimestre del 2018, in linea con l'aumento della fiducia dei consumatori rilevata dal NBS. Il flusso di nuovo **credito aggregato**, sceso del 14% nel 2018, è salito del 24,4% a/a nei primi due mesi del 2019, sostenuto dal credito bancario e dal rimbalzo delle emissioni di titoli corporate e di titoli speciali dei governi locali, stabilizzando **la dinamica tendenziale dello stock** a 10% a/a in febbraio dal minimo di 9,8% in dicembre. Il profilo di crescita degli investimenti fissi totali nominali è marginalmente migliorato grazie alla **ripresa degli investimenti in infrastrutture** e all'accelerazione degli investimenti immobiliari. Al contrario, gli **investimenti del settore manifatturiero** hanno registrato un **nuovo indebolimento**. Allo stesso tempo **il commercio estero è rallentato**, così come il valore aggiunto della produzione industriale, nonostante il rimbalzo della produzione del settore privato e un moderato miglioramento degli ordini interni.

Un **ulteriore allentamento della politica monetaria e le numerose misure di sostegno fiscale per imprese e consumatori** annunciate dalle Autorità in occasione della recente riunione primaverile del Parlamento <sup>9</sup> **dovrebbero contribuire a stabilizzare la dinamica degli investimenti e a fornire supporto ai consumi privati nel 2019**. Nella presentazione del Rapporto sul Lavoro del Governo, il premier Li Keqiang ha infatti annunciato tagli fiscali per un importo pari al 2% del PIL, nonché un sensibile aumento della spesa per infrastrutture sia a livello locale sia a livello centrale per raggiungere un obiettivo di crescita all'interno dell'intervallo 6,5-6,0%.

Il Premier ha sottolineato la **contrarietà delle Autorità a uno stimolo massiccio e indifferenziato** e reiterato i messaggi già espressi negli ultimi mesi, ossia che il Governo intende **stabilizzare la crescita con massima attenzione alla tenuta dell'occupazione**, continuando allo stesso tempo a perseguire i tre obiettivi principali enunciati l'anno scorso: la riduzione dei rischi finanziari, della povertà e dell'inquinamento. La politica fiscale e la politica monetaria mireranno ad **aggiustamenti contro ciclici per sostenere la crescita economica e stabilizzare l'indebitamento** con particolare impegno ad alleviare le **difficoltà delle piccole e medie imprese (PMI)**, le cui condizioni sono **ulteriormente peggiorate nei primi due mesi dell'anno**. **Nel complesso**, le Autorità si sono riservate un **maggior spazio di manovra** rispetto agli anni precedenti **per adeguare la politica economica alle variazioni del ciclo**, essendo consapevoli dei forti rischi al ribasso sullo scenario.

Il Governatore della PBoC ha puntualizzato che **lo spazio per ulteriori tagli del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) c'è, ma è molto minore rispetto agli anni precedenti**, sottolineando la

---

<sup>9</sup> Per maggiori dettagli si veda la scheda Cina Focus Economia del 14.03.2019.

necessità di proseguire con la riforma di mercato dei tassi d'interesse<sup>10</sup> e promuovere una maggiore trasparenza e un miglior funzionamento dei procedimenti fallimentari. Yi Gang ha ribadito inoltre che ci sarà **maggior flessibilità nella determinazione del tasso di cambio del renminbi, che rimarrà guidato dalle forze di mercato**, lasciando aperta la porta a **una maggiore variabilità del cambio anche nel 2019**. Ci aspettiamo che la PBoC mantenga ampia la liquidità attraverso le varie finestre di rifinanziamento nel 2019 ed effettui altri **due tagli del RRR** (per complessivi 200pb) e **dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento** (per complessivi 30pb), cercando ancora di evitare interventi sui tassi benchmark, a meno di una frenata della crescita economica superiore alle attese.

**Manteniamo pertanto una previsione di rallentamento del PIL a 6,3% nel 2019 e a 6,1% nel 2020** ritenendo che, se si materializzassero sensibili rischi al ribasso con effetti negativi sull'occupazione, le Autorità propenderebbero per un ulteriore allentamento della politica fiscale e monetaria a sostegno della crescita. **L'inflazione dei prezzi al consumo, scesa a un minimo di 1,5% a/a a febbraio, grazie rallentamento dei prezzi di alimentari, carburanti e servizi, è attesa rimanere contenuta a 1,9% nel 2019 e a 2,1% nel 2020**, grazie all'assenza di pressioni da domanda e a una dinamica attesa solo in moderato aumento dei prezzi delle materie prime.

I rischi sullo scenario restano al ribasso e provengono **dall'incertezza sull'evoluzione della disputa commerciale con gli USA**, anche dopo un probabile accordo di massima che avrà comunque effetti positivi nel breve termine, e da un **rallentamento del credito più forte delle attese**, dato che le Autorità hanno ribadito la volontà di mantenere stabile l'indebitamento. L'auspicato aumento del credito alle piccole e micro imprese (del 30% a/a da parte delle grandi banche secondo le indicazioni del Governo) potrebbe implicare un ridimensionamento delle altre componenti dell'aggregato totale, limitandone la crescita già frenata dall'aumento dei crediti incagliati. Inoltre, nonostante i tagli fiscali annunciati, l'aumento dell'obiettivo di deficit è molto contenuto (dal 2,6% al 2,8%), il che prefigura un **ridimensionamento della dinamica tendenziale di spesa pubblica e/o la ricerca di nuove fonti di entrata**. Da ultimo, **l'andamento dei consumi potrebbe risentire negativamente dell'atteso rallentamento del mercato immobiliare, nonché di un deterioramento ciclico del mercato del lavoro**. Il rapporto tra domanda e offerta di lavoro rimane ampiamente superiore a 1 anche a causa del calo della popolazione in età lavorativa iniziato nel 2014 e destinato a continuare nei prossimi anni. Tuttavia, l'aumento del tasso di disoccupazione urbano a 5,3% in febbraio da un minimo del 4,8% in ottobre, il lieve calo dell'indagine Manpower per il 2° trimestre del 2019, e il peggioramento della componente occupazione dell'indice PMI anche nel settore dei servizi, segnalano qualche crepa sulla tenuta delle condizioni del mercato del lavoro.

Previsioni	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIL (prezzi costanti)	6.9	6.7	6.8	6.6	6.3	6.1
Consumi privati	8.1	8.2	6.7	6.7	6.9	6.7
Consumi pubblici	7.7	9.7	8.9	11.2	6.8	5.9
Investimenti fissi	7.3	6.7	4.8	4.4	4.5	4.7
Esportazioni	0.1	1.8	6.5	4.7	2.3	4.2
Importazioni	0.8	3.3	7.7	6.9	3.4	5.4
Produzione industriale	6.2	6.3	5.9	5.8	5.1	4.7
Inflazione (CPI)	1.4	2.0	1.5	2.1	1.9	2.1
Tasso di disoccupazione (%)	4.0	4.0	3.9	3.8	3.8	3.8
Salari medi	9.7	9.5	10	8.9	7.6	7.4
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	3.80	3.00	4.70	4.00	2.95	2.80
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.37	2.87	3.58	3.64	3.10	3.15
Cambio USD/CNY (media)	6.28	6.64	6.76	6.62	6.76	6.75
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1912	1335	1109	101	-104	4
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.8	1.8	1.3	0.1	-0.1	0.0
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	15.7	15.8	16.0	16.4	16.9

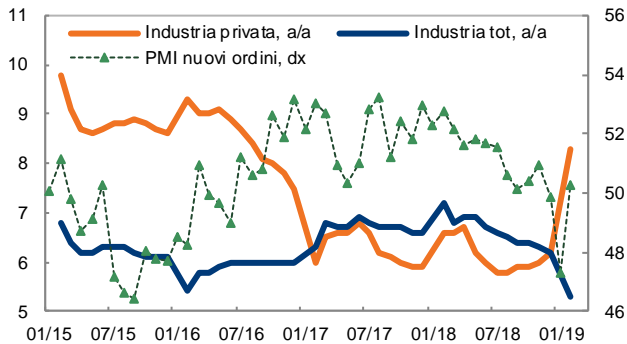
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; \* IMF Article IV, July 2018. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

<sup>10</sup> Per maggiori dettagli si veda la scheda Cina Focus Economia del 06.12.2018.

## Scenario Macroeconomic

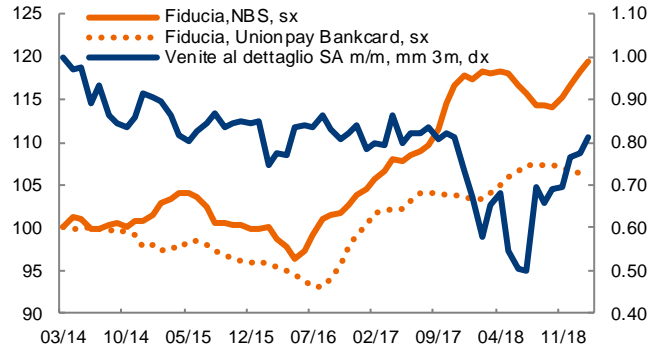
Marzo 2019

### Produzione industriale e ordini



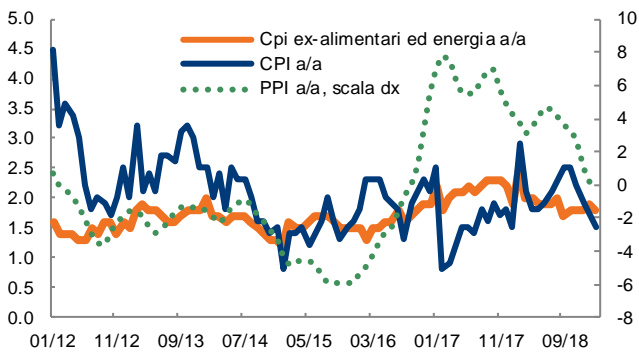
N.B. produzione industriale cumulata, var. a/a.  
Fonte: CEIC, IHS Markit

### Vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori\*



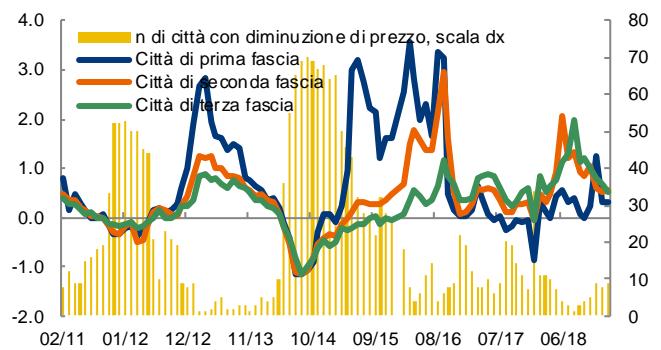
N.B. \* media mobili a 3 mesi ribasate marzo 2014=100. Fonte: CEIC

### Inflazione



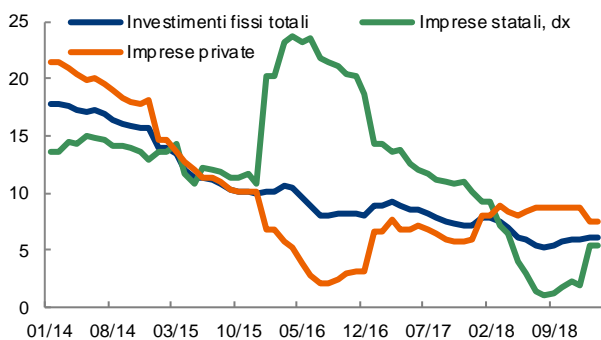
Fonte: CEIC

### Prezzi degli immobili



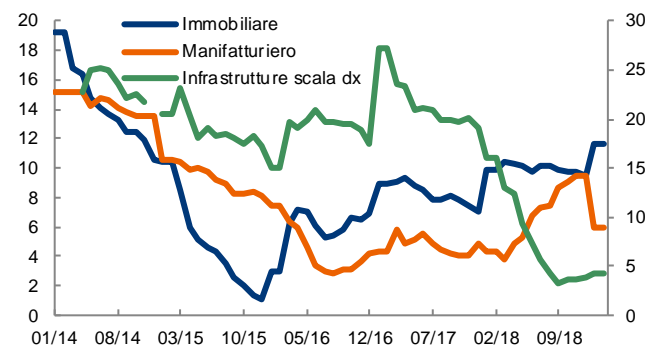
N.B. variazione m/m, media 70 città, mercato primario.  
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Investimenti nominali per tipo di impresa a/a



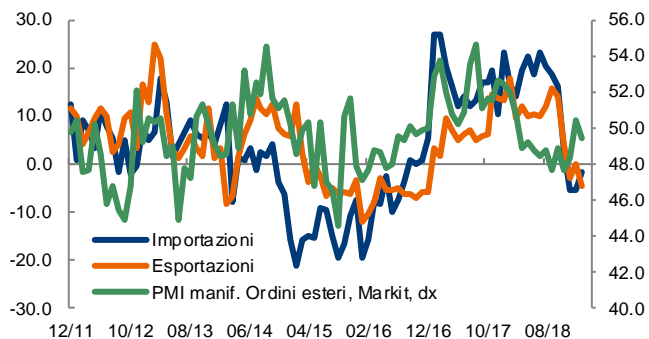
Fonte: CEIC

### Investimenti nominali per settore a/a



Fonte: CEIC

Commercio estero



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

Credito aggregato



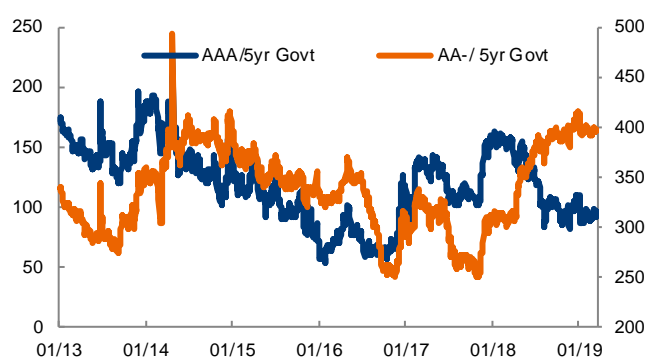
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Borsa



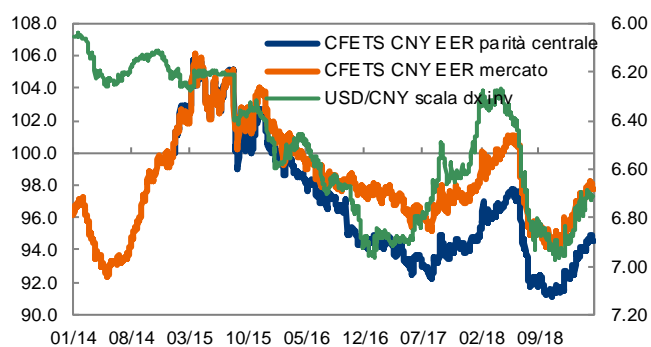
Fonte: Bloomberg

Corporate spread



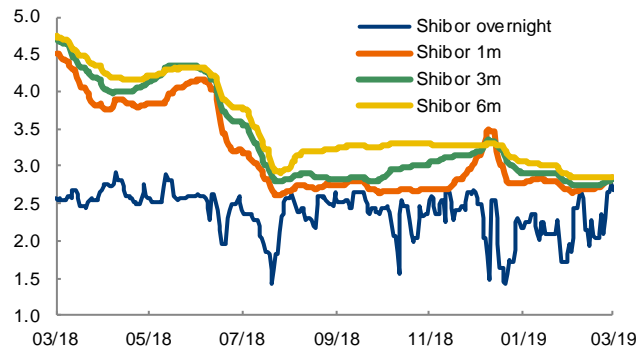
Fonte: CEIC, Bloomberg

Cambio



Fonte: Bloomberg

Tassi monetari



Fonte: Bloomberg



## India: rallentamento economico e “populismo competitivo”

A fine febbraio l'Ufficio Centrale di Statistica ha rivisto nettamente al rialzo i dati del PIL del 2016 e del 2017. **La crescita del PIL è stata rivista da 7,9% a 8,6% nel 2016 e da 6,2% a 6,6% nel 2017**, con revisioni che hanno riguardato gli ultimi tre trimestri di ogni anno. Nel 2018 la crescita tendenziale, rivista lievemente al ribasso nel 2° e 3° trimestre, è progressivamente rallentata da 8% a/a nel 2° trimestre fino a 6,6% nel 4°. **Il 2018 si è così chiuso con una crescita del 7,3%**, due decimi di punto al di sotto della nostra previsione. Un sensibile effetto base sfavorevole, la moderazione della spesa pubblica e il contributo ancora negativo del settore estero hanno guidato il rallentamento nel 4° trimestre. La dinamica dei consumi privati è stata invece sostenuta (8,4% a/a), anche se inferiore al picco del 9,8% registrato nel 3° trimestre, e quella degli investimenti è rimasta su ritmi elevati (10,6% a/a vs 10,2% nel 3° trimestre). Dal lato dell'offerta la crescita del PIL al valore aggiunto è rallentata a 6,3% a/a nel 4° trimestre dal 6,8% nel 3°, spinta al ribasso dalla decelerazione del settore agricolo e dei servizi.

Silvia Guizzo

**I dati a cavallo d'anno hanno continuato a fornire indicazioni miste.** La **produzione industriale** è rallentata da 6,0% 3m a/a in ottobre a 1,5% 3m a/a in gennaio, frenata dal calo della produzione dei beni capitali e dei beni intermedi. Il miglioramento dell'indice PMI del settore manifatturiero, risalito da un minimo di 53,2 in dicembre fino a 54,3 in febbraio e trainato da un **aumento degli ordini interni**, dovrebbe però favorire un'inversione di tendenza nei prossimi mesi. Il moderato calo del PMI dei servizi rispetto agli ultimi mesi del 2018, il rallentamento delle presenze turistiche e del traffico passeggeri puntano, invece, ad una moderazione per il settore dei servizi.

**Le indagini di fiducia delle imprese hanno dato segnali opposti per il 1° trimestre:** quella della RBI è salita in linea con la dinamica dei PMI, tornando sui livelli della prima metà del 2018, mentre quella di *D&B* è scesa toccando il minimo dal 4° trimestre 2017. Il commercio estero ha continuato a rallentare nei primi due mesi dell'anno, anche al netto del petrolio. Una moderata **decelerazione degli ordini esteri** rispetto ai picchi di novembre e il **calo tendenziale del traffico cargo internazionale** puntano ad un ulteriore rallentamento dell'export nei prossimi mesi. Al contrario, la dinamica degli ordini interni e del traffico cargo domestico rimane in moderato miglioramento. La ripresa degli **investimenti** sembra ancora essere guidata in gran parte dalle infrastrutture pubbliche e le prospettive di rafforzamento degli investimenti privati restano ancora incerte. Le importazioni di macchinari hanno dato, infatti, segnali di indebolimento e il modesto aumento del credito all'industria (5,1% a/a in gennaio) resta ancora guidato dal credito al settore costruzioni e alle infrastrutture, mentre quello al netto di queste voci resta piatto.

**La fiducia dei consumatori** dell'indagine della RBI, nonostante il moderato miglioramento nel 4° trimestre, **rimane stabilmente in territorio di pessimismo** (al di sotto di 100) da metà 2017. Le aspettative sono invece balzate vicino ai massimi di fine 2016, determinando il più ampio *gap* rispetto alla valutazione corrente da quando esiste la serie. Il traffico passeggeri è rallentato anche a gennaio e la dinamica tendenziale delle vendite di autoveicoli rimane negativa, trinata al ribasso soprattutto dal calo delle vendite di veicoli a tre e due ruote. Il CMIE stima che il tasso di disoccupazione sia salito dal 5,9% nel febbraio del 2018 al 7,2% nel febbraio del 2019, con un calo del tasso di partecipazione. Il miglioramento della fiducia dei consumatori rilevata dall'indagine BSE, che nei primi due mesi dell'anno ha superato 100, è l'unico elemento positivo sul fronte dei consumi il cui quadro complessivo resta quindi di rallentamento.

A febbraio il governo ha presentato il **bilancio pubblico provvisorio per l'AF 2019-20**, che sarà poi posto al vaglio del nuovo parlamento dopo le elezioni politiche che si terranno tra l'11 aprile e il 19 maggio. Dato il rallentamento delle entrate, soprattutto dalle imposte indirette e dai proventi dei disinvestimenti pubblici, il governo ha lievemente **innalzato la stima del deficit pubblico per l'AF 2018-19 a 3,4% del PIL dal target iniziale del 3,3%**, ed ha proposto un **obiettivo per l'AF 2019-20 stabile al 3,4% del PIL**, ma più elevato rispetto al target del 3,1% annunciato l'anno scorso, **rinviano nuovamente la riduzione al 3% all'anno successivo**. Le misure più rilevanti riguardano un pacchetto a sostegno degli agricoltori e agevolazioni fiscali

per le persone fisiche a beneficio del ceto medio. Il **pacchetto a sostegno degli agricoltori era ampiamente atteso** dopo le forti proteste del 2018 e i deludenti risultati elettorali del BJP nelle elezioni regionali nello scorso dicembre. A maggior ragione in vista delle prossime elezioni politiche e in risposta all'aggressiva campagna elettorale dell'opposizione. Il partito del Congresso, presieduto da Rahul Gandhi, ha infatti già previsto la riduzione dei debiti degli agricoltori nelle province che governa e promesso di offrire un reddito minimo garantito per i poveri nella campagna elettorale in corso, in una spirale di populismo competitivo. Il Pacchetto riguarda ca. 120 milioni di piccoli agricoltori (proprietari di terreni fino a 2 ettari) e prevede un trasferimento diretto di denaro di INR 6000 (ca. 77 euro), suddiviso in tre rate, di cui la prima verrà pagata prima del 31 marzo, a cui si aggiungono tassi d'interesse agevolati su alcuni tipi di prestiti. La riduzione del carico fiscale per i redditi delle persone fisiche ha preso la forma di rimborsi, esenzioni, detrazioni e deduzioni fiscali. Tra le più rilevanti segnaliamo un innalzamento a INR 50.000 della deduzione permanente di 40000 rupie per i redditi da lavoro. Il Governo ha poi annunciato una pensione mensile di INR 3000, a partire dai 60 anni, per i lavoratori del settore informale che guadagnano fino a 15000 rupie al mese, misura che si prevede riguarderà 100.000 lavoratori e per la quale sono state allocate 5 miliardi di rupie, cifra che però sarà destinata a salire nel lungo termine.

Il calo dell'inflazione ha spinto la **RBI** non solo a cambiare l'orientamento della politica monetaria da *restrittiva calibrata* a *neutrale* alla riunione del 7 febbraio, ma anche a tagliare i tassi di 25pb, portando il tasso repo a 6,25%. L'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta, infatti, nell'estremo inferiore dell'intervallo target della RBI (4%  $\pm$  2%) negli ultimi mesi del 2018 fino a toccare un minimo del 2% a/a in gennaio, grazie al calo dei prezzi degli alimentari e dei carburanti e alla moderazione dell'inflazione *core*. L'inflazione è risalita a 2,6% in febbraio a causa di un effetto base sfavorevole e di una crescita ancora sostenuta delle spese per l'abitazione, la salute e la cura personale. Un effetto base favorevole dovrebbe limitare le spinte al rialzo provenienti da una normalizzazione della dinamica dei prezzi degli alimentari e da un modesto aumento del prezzo del petrolio nel corso dell'anno. **L'inflazione è attesa in calo da 3,9% nel 2018 a 3,3% in media nel 2019 per risalire a 4% nel 2020.**

Ci attendiamo una **crescita del PIL in moderato rallentamento a 7,1% nel 2019 e a 7,0% nel 2020**, con una decelerazione dei consumi privati e degli investimenti dai picchi del 2018. La crescita rimarrà comunque ancora su ritmi elevati supportata da un prezzo del petrolio in media inferiore a quello dell'anno scorso, dalla politica fiscale e da un contenuto **allentamento della politica monetaria, che ci aspettiamo al massimo di altri 25pb nel 2019**, seguito da un periodo di tassi fermi. I rischi sullo scenario restano al ribasso e provengono da una dinamica del credito ancora indebolita dalla lenta risoluzione dei crediti incagliati, dalla restrizione del credito non bancario e dalla volatilità della produzione del settore agricolo.

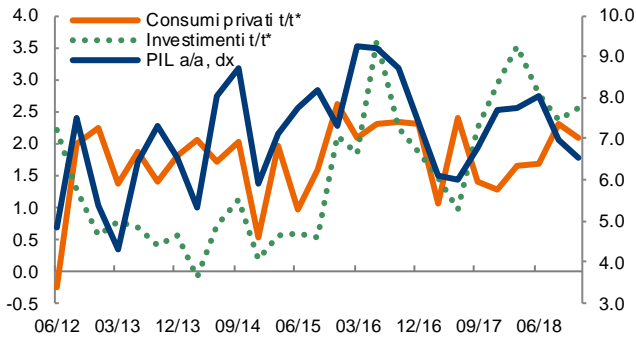
Previsioni	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIL (prezzi costanti)	7.6	8.6	6.6	7.3	7.1	7.0
Consumi privati	7.3	9.3	6.3	7.9	7.4	7.2
Consumi pubblici	3.7	4.6	15	9.9	10.5	9
Investimenti fissi	3.9	9.9	7.8	11.7	7.1	9.5
Esportazioni	-6.2	2.5	5.8	10.8	5.4	6.2
Importazioni	-5.9	1.6	15.4	14.5	3.2	5.3
Produzione industriale	2.5	5.2	3.5	5.1	5.1	5.8
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	11.8	12.8	12.8
Mibor 3 mesi (media) (%)	8.00	7.20	6.50	7.30	6.90	6.90
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	7.80	7.20	6.70	7.70	7.40	7.40
Cambio USD/INR (media)	64.15	67.21	65.12	68.42	70.19	66.97
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-1451	-815	-2528	-4709	-3926	-4741
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.1	-0.5	-1.5	-2.5	-1.9	-2.1
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-3.4	-3.7	-3.9	-3.6	-3.3	-3.4
Debito Pubblico (% del PIL)	47.1	46.9	45.6	45.0	44.4	43.8

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

## Scenario Macroeconomico

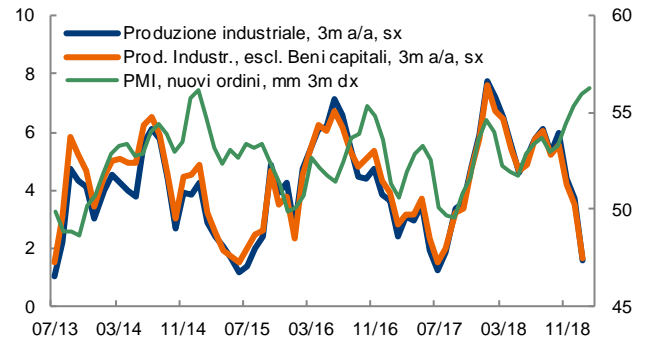
Marzo 2019

### PIL e componenti



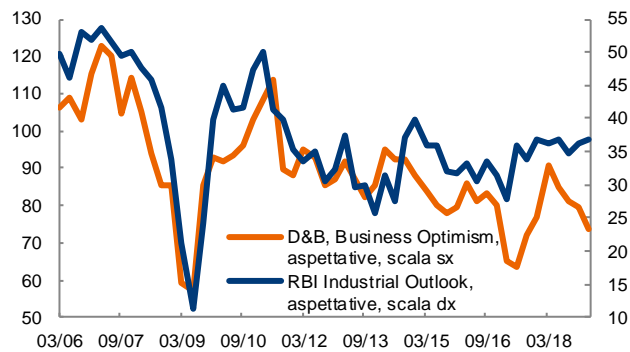
\* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

### Produzione industriale



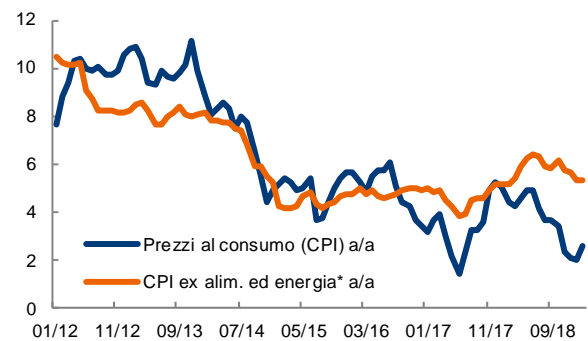
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

### Fiducia delle imprese



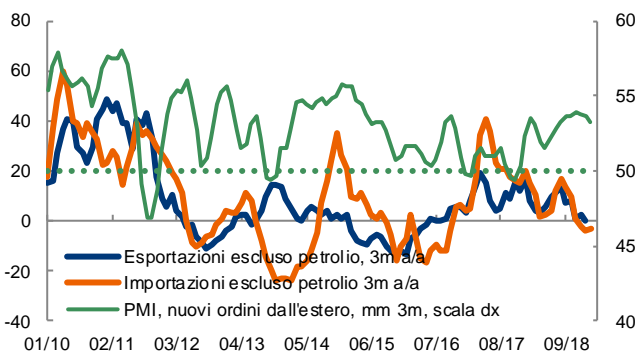
Fonte: CEIC

### Inflazione



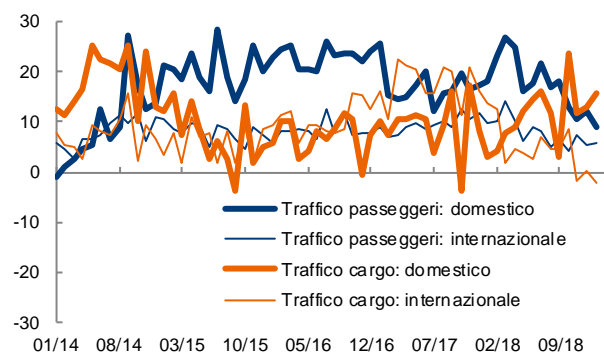
Nota: (\*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

### Commercio estero



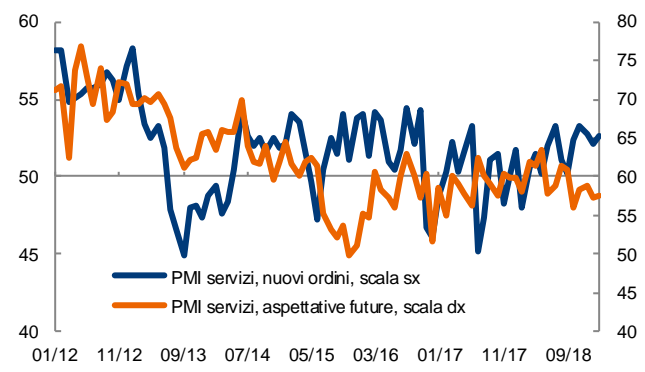
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Traffico passeggeri e cargo



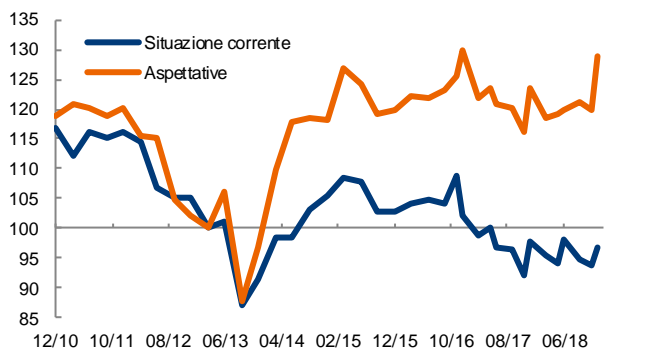
Fonte: CEIC

Servizi



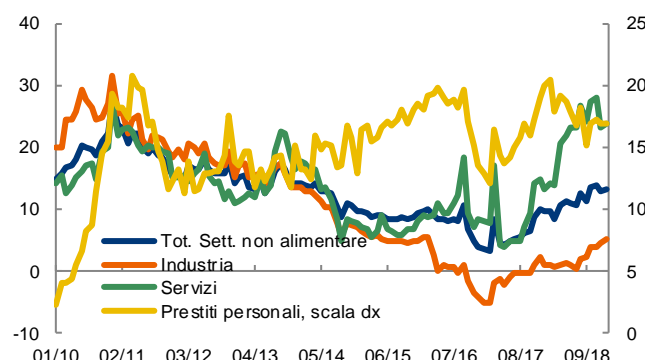
Fonte: Markit

Fiducia dei consumatori



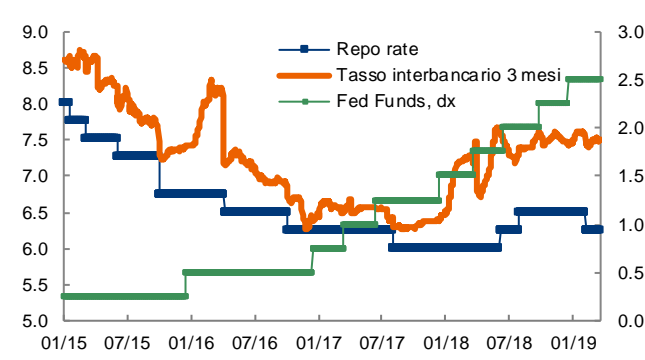
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



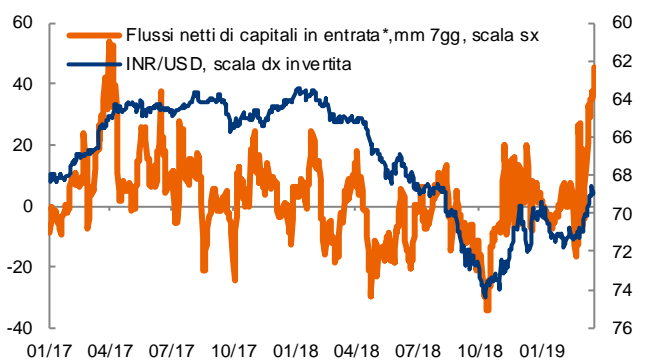
Fonte: CEIC

Tassi ufficiali e mercato monetario



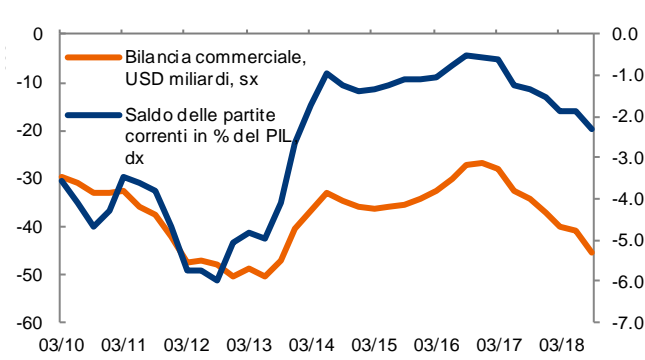
Fonte: CEIC

Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio



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

Partite correnti (media mobile 4 trimestri)



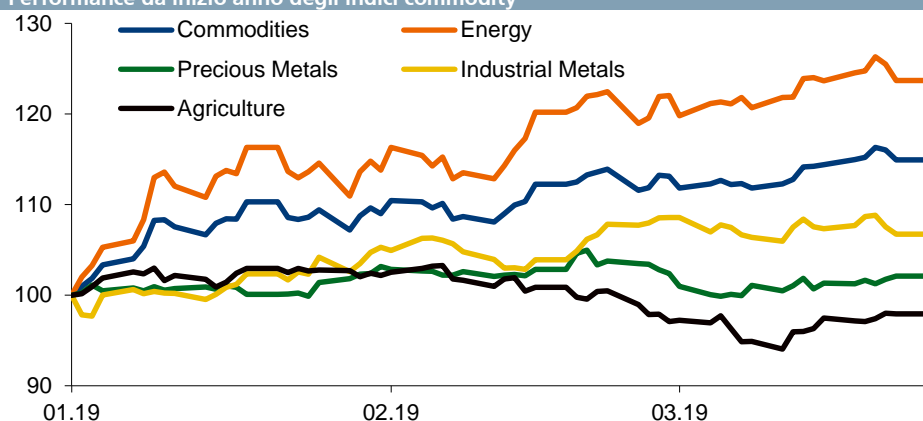
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Materie prime: migliora il sentiment di mercato

Per i prossimi mesi, ci attendiamo sviluppi nelle trattative commerciali e un contesto macroeconomico fragile, ma ancora positivo. Tali fattori sarebbero coerenti con un moderato aumento dei prezzi delle materie prime nei prossimi due trimestri. Le gravi minacce che pesano sia sul ciclo economico globale che sulla domanda di materie prime determineranno un clima di maggiore incertezza dopo l'estate.

Daniela Corsini

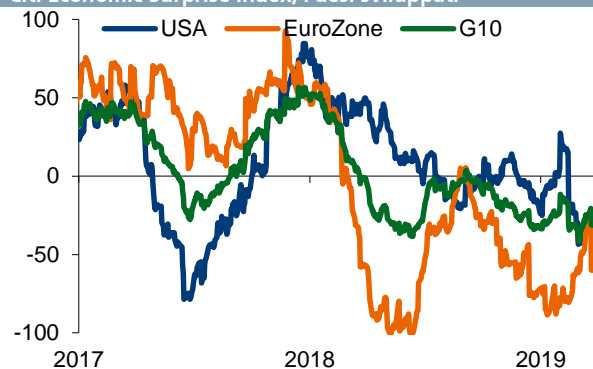
### Performance da inizio anno degli indici commodity



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel 4° trimestre del 2018, i timori di un indebolimento della crescita globale si sono intensificati e hanno di fatto anticipato una serie di revisioni al ribasso delle previsioni macroeconomiche. Europa e Asia sono state le regioni più penalizzate dalle sorprese negative, a fronte delle difficoltà registrate in settori chiave (in particolare nell'industria automobilistica europea), del mercato rallentamento del commercio mondiale e di timori politici, come, ad esempio, gli scarsi progressi nelle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina e i rischi di una *hard* Brexit.

### Citi Economic Surprise Index, Paesi sviluppati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

### Citi Economic Surprise Index, Paesi emergenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

I rischi di ribasso delle stime di crescita a livello regionale e globale segnalati dagli indicatori anticipatori hanno innescato la correzione dei *risky asset* registrata negli ultimi mesi del 2018, ma la stagionalità e altri fattori legati alle attività di trading hanno spinto i prezzi delle materie prime su livelli decisamente inferiori rispetto a quanto giustificato dai fondamentali di domanda e offerta.

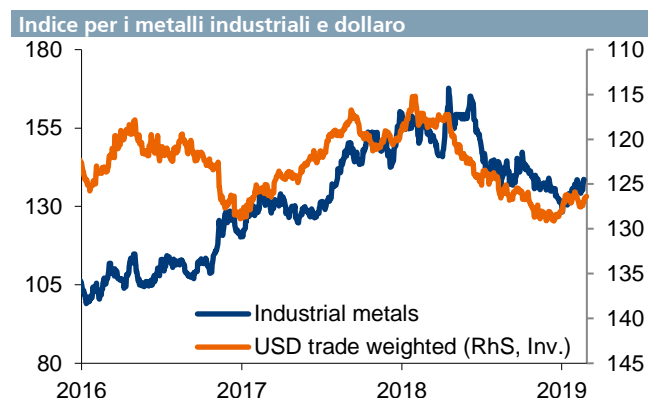
Successivamente, tre sviluppi principali hanno contribuito a invertire i flussi di investimenti, alimentando in gennaio il miglior rally per questo periodo dell'anno dal 2003 (considerando come benchmark il Bloomberg Commodity Index):

- **Intervento delle Banche centrali.** Nella cruciale riunione di gennaio, la Fed ha rassicurato i mercati globali affermando che la liquidità resterà abbondante e ulteriori interventi dipenderanno dall'andamento dei dati macroeconomici, lasciando intendere che la politica monetaria continuerà a sostenere la crescita economica per tutto il tempo necessario. Nelle settimane successive, tutte le principali Banche centrali hanno fornito rassicurazioni ai mercati. A marzo, la Banca Centrale Europea ha dichiarato che i tassi d'interesse resteranno in territorio negativo ancora per diversi mesi e ha annunciato nuovi piani per immettere liquidità mirata nei mercati finanziari.
- **Progressi nelle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina.** La minaccia di un aumento punitivo dei dazi statunitensi sulle importazioni di merci cinesi per un valore di 200 miliardi di dollari a partire dal 1° marzo è svanita grazie al dialogo costruttivo tra le due superpotenze economiche. L'ottimismo ha prevalso dopo l'annuncio di incontri ad alto livello, e tutte le parti coinvolte hanno manifestato soddisfazione per i positivi sviluppi registrati nei colloqui ufficiali.
- **Mercati fisici più tesi.** Nei primi mesi del 2019, la maggior parte delle materie prime ha dovuto far fronte a mercati più tesi. Apparentemente, i mercati del greggio sono tornati in deficit in seguito all'attuazione dei tagli alla produzione annunciati da OPEC+ e Canada, mentre Iran, Venezuela e Libia hanno subito limitazioni legate a fattori esogeni. Le scorte di metalli industriali (seppure con alcune significative eccezioni) sono diminuite, a fronte di una resiliente domanda mondiale e di insufficienti investimenti nell'espansione della capacità produttiva.

Grazie a tali sviluppi favorevoli, i prezzi delle materie prime hanno recuperato parte delle perdite subite nel 2018 e il sentiment di mercato nei confronti dei *risky asset*, comprese le materie prime, è migliorato.

Per i prossimi mesi, ci attendiamo che prosegua questo contesto di mercato ancora positivo:

- A nostro avviso, **le revisioni al ribasso delle previsioni sulla crescita economica hanno probabilmente toccato i minimi** nel mese di marzo e, nelle prossime settimane, dovremmo assistere a sorprese più positive sul fronte dei dati macroeconomici.
- Secondo le nostre attuali previsioni, **il dollaro statunitense ponderato per il commercio registrerà un moderato deprezzamento** nel corso dei prossimi mesi. Un dollaro stabile o più debole favorirebbe il comparto delle materie prime, data la correlazione storicamente negativa tra tali asset.



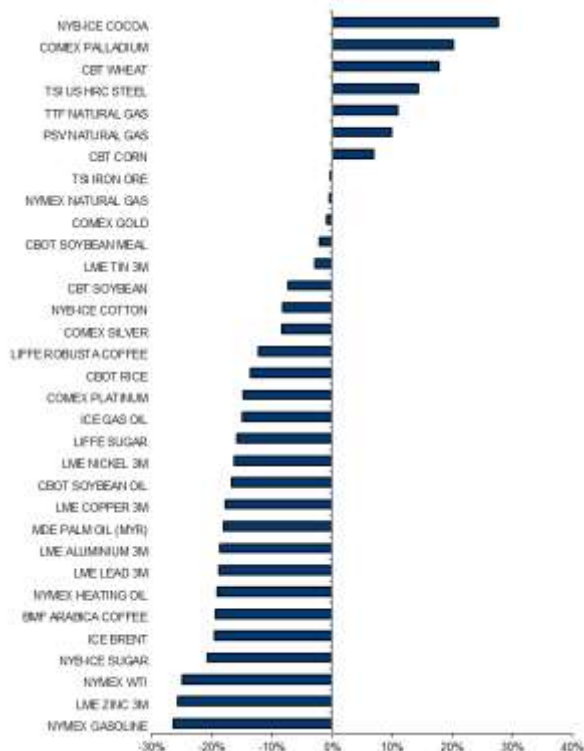
- **Ci attendiamo ulteriori progressi nelle trattative commerciali.** Nel nostro scenario di base, prevediamo il raggiungimento di una bozza di accordo tra Stati Uniti e Cina su questioni commerciali specifiche. Ad esempio, gli Stati Uniti potrebbero rinunciare al minacciato incremento delle tariffe in cambio di maggiori importazioni cinesi di merci agricole ed energetiche provenienti dagli Stati Uniti, favorendo soprattutto i produttori statunitensi di materie prime difficili da stoccare (LNG) o da indirizzare verso mercati alternativi (semi di soia). Gli sforzi diplomatici statunitensi e cinesi si sposterebbero quindi su altre questioni più complesse, come i diritti di proprietà intellettuale, le tecnologie per le telecomunicazioni e gli equilibri geopolitici.

È molto importante sottolineare che l'intera economia mondiale trarrebbe beneficio da una simile intesa preliminare tra Stati Uniti e Cina, poiché l'accordo implicherebbe un aumento degli scambi commerciali, un miglioramento degli indici di fiducia di famiglie e imprese e una rinnovata propensione al rischio sui mercati finanziari.

Tale contesto favorevole sarebbe coerente con un moderato incremento dei prezzi delle materie prime nel 2° e nel 3° trimestre rispetto ai livelli attuali, che, tuttavia, non sarà sufficientemente forte da penalizzare la fragile crescita globale, poiché la maggior parte dei prezzi delle materie prime resterà comunque inferiore ai livelli di un anno fa.

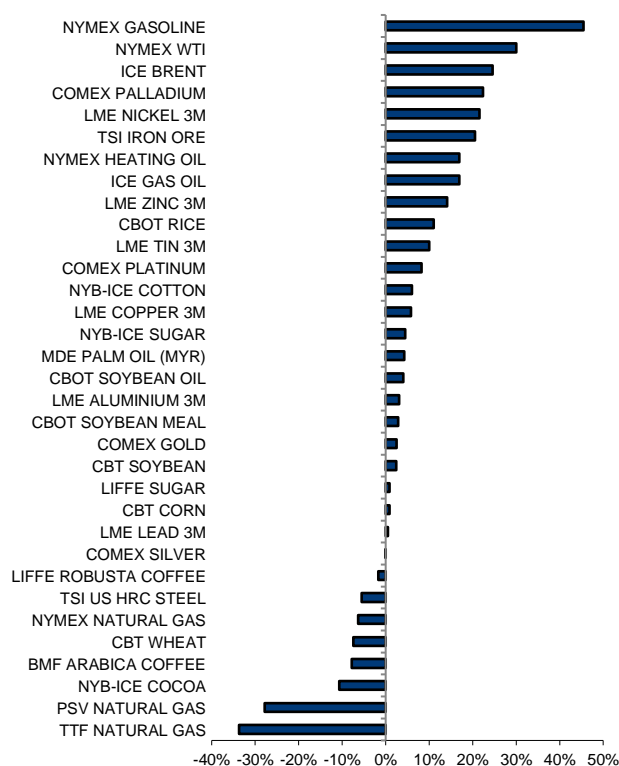
Dopo i mesi estivi, nel nostro scenario il livello d'incertezza aumenterà, a causa della dipendenza delle nostre previsioni economiche da una serie di ipotesi sul futuro andamento di dati macroeconomici, trattative commerciali e una serie di fattori politici (elezioni europee, inizio della campagna per le elezioni presidenziali statunitensi, tensioni geopolitiche). Attualmente, per il 4° trimestre 2019 e per tutto il 2020 prevediamo uno scenario positivo di crescita economica moderata e prezzi delle materie prime stabili; tuttavia, segnaliamo i forti rischi di ribasso che pesano sulle nostre previsioni per il prossimo anno. In particolare, i nostri principali timori riguardano i rischi di una politica fiscale più restrittiva negli Stati Uniti e di nuove limitazioni commerciali nell'industria automobilistica.

Performance per l'intero 2018



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

2019, performance da inizio anno sino al 22.03.2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Previsioni per l'universo commodity

**Energia.** Confermiamo la nostra fiducia nell'OPEC+: nel nostro scenario di base, i tagli alla produzione saranno mantenuti per l'intero 2019 e le esportazioni da Iran e Venezuela registreranno un'ulteriore diminuzione. Non ci attendiamo particolari sorprese dai dati sui consumi globali, mentre ipotizziamo moderate revisioni al ribasso per le stime di crescita dell'offerta dai Paesi non OPEC. Di conseguenza, il mercato del greggio mondiale sarà più vicino al punto di equilibrio rispetto alle stime di consenso attuali. Per quanto riguarda il gas, prevediamo prezzi sostanzialmente stabili negli Stati Uniti, a fronte di un'offerta robusta e di un aumento delle esportazioni di LNG, e in parziale ripresa dopo le recenti perdite in Europa, visto l'aumento strutturale della dipendenza del Vecchio Continente dalle importazioni.

**Metalli preziosi.** Manteniamo la previsione di uno scenario moderatamente positivo dovuto all'indebolimento del dollaro statunitense, alla crescita della domanda di beni rifugio e alla solidità della domanda proveniente dalle Banche centrali ai fini di diversificazione delle riserve. Tuttavia, in assenza di rischi d'inflazione e gravi episodi di tensione sui mercati finanziari (ad esempio un crollo inatteso dell'azionario globale) riteniamo che l'oro non avrà il supporto necessario per raggiungere nuovi massimi pluriennali. Platino e palladio continuano a seguire la rapida evoluzione delle dinamiche dell'industria automobilistica e il palladio, in particolare, sarà il principale beneficiario della contrazione delle quote di mercato dei veicoli diesel.

**Metalli industriali.** I metalli industriali beneficiano dei fondamentali più solidi nell'universo delle materie prime. La maggior parte dei metalli 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. Secondo le nostre analisi, i prezzi dovrebbero aumentare nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore minerario.



## Scenario Macroeconomico

Marzo 2019

**Agricoli.** Rispetto ad altri settori, le performance attese dalle materie prime agricole sono molto più eterogenee. Alcune di esse dovrebbero trarre beneficio dall'allentamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e dall'aumento dei volumi delle importazioni cinesi (ad es. semi di soia, mais, cotone). Altre materie prime dovrebbero seguire più da vicino i rispettivi fondamentali, come lo zucchero, che dovrebbe registrare un andamento sostanzialmente stabile a fronte di mercati ben forniti, o il caffè Arabica, che dovrebbe scambiare su livelli di prezzo decisamente superiori rispetto a quelli attuali una volta smaltito l'eccesso di scorte in Brasile. L'intero settore resta estremamente vulnerabile ai rischi meteorologici e alle oscillazioni dei mercati valutari.

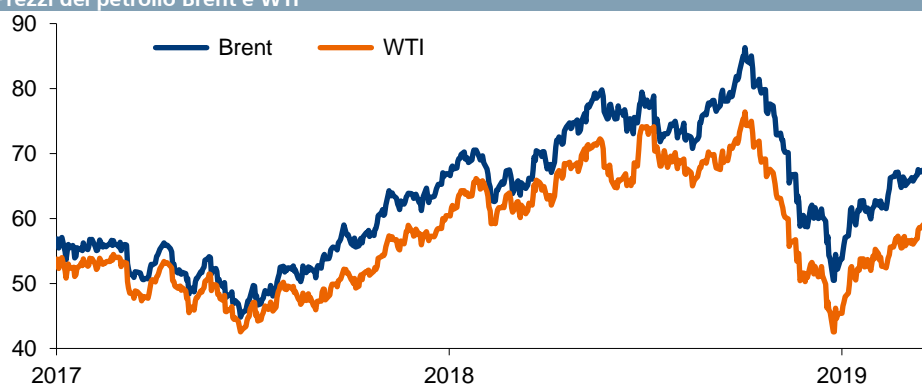
Previsioni di prezzo per le principali commodity							
Al 14.03.2019		1Q19	2Q19	3Q19	2019	2020	2021
CO1 Comdty	ICE BRENT	64.0	70.0	73.5	70.0	75.0	80.0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	55.0	60.0	64.5	60.9	68.0	75.0
NG1 Comdty	NYMEX NATURAL GAS	2.90	2.80	2.80	2.88	3.00	3.00
GOLDLNPM Index	LME GOLD	1,300	1,275	1,300	1,288	1,300	1,325
SLVRLND Index	LME SILVER	15.7	16.0	16.4	16.2	17.0	17.5
PLTMLNPM Index	LME PLATINUM	816	800	800	804	800	800
PLDMLNPM Index	LME PALLADIUM	1,425	1,600	1,650	1,569	1,600	1,600
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	6,200	6,400	6,600	6,500	7,000	7,250
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	1,890	1,950	2,025	1,991	2,150	2,250
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	12,350	13,500	14,000	13,463	14,500	15,000
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2,650	2,900	3,000	2,888	3,100	3,150
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	2,060	2,100	2,120	2,105	2,160	2,180
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	20,900	21,200	21,350	21,238	21,750	22,000
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	83	82	80	80.8	75	72
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	695	700	700	699	700	700
C 1 Comdty	CBOT CORN	370	375	370	371	380	385
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	490	460	470	475	500	500
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	910	950	975	959	1,000	1,000
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	100	120	132	122	138	138
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,510	1,620	1,680	1,628	1,700	1,700
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	305	310	315	313	330	340
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	29.5	30.0	30.5	30.2	31.0	31.2

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

## Petrolio: fondamentali più deboli

I Paesi OPEC e gli alleati non OPEC (la cosiddetta OPEC+) hanno mantenuto la promessa di tagliare la produzione, mentre le forniture provenienti da Iran, Venezuela e Libia sono state limitate da fattori esogeni. Di conseguenza, nel 1° semestre il mercato mondiale del greggio registrerà probabilmente un deficit, per poi tornare, secondo le previsioni ufficiali, nuovamente in surplus a partire da metà 2019.

Prezzi del petrolio Brent e WTI



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A gennaio, il rally del prezzo del greggio è stato trainato principalmente dal rafforzamento dei fondamentali: Canada e OPEC+ hanno mantenuto la promessa di ridurre la produzione e altri fattori esogeni hanno limitato le forniture provenienti da Iran, Venezuela e Libia. Come previsto, l'Arabia Saudita si è assunta l'onere maggiore e ha tagliato le esportazioni in maniera aggressiva.

Di conseguenza, il mercato globale del greggio è apparentemente tornato in deficit nel 1° trimestre e, secondo le stime dell'International Energy Agency, resterà in deficit anche nel 2° trimestre. Tuttavia, se l'OPEC+ (spinta dall'Arabia Saudita) non s'impegnerà a operare tagli più incisivi nel 2° semestre, il mercato mondiale del greggio ritornerà probabilmente in modesto surplus da metà 2019 fino alla fine dell'orizzonte previsionale. Come sempre, il principale responsabile del persistente eccesso di offerta è la straordinaria crescita della produzione nei Paesi non OPEC.

Secondo i dati pubblicati a marzo dalla U.S. Energy Information Administration (EIA), nel prossimo futuro l'OPEC manterrà una produzione complessivamente stabile. Nonostante gli sforzi compiuti dall'OPEC e l'impatto delle sanzioni comminate dagli Stati Uniti a Iran e Venezuela, sia nel 2019 che nel 2020 l'offerta non OPEC dovrebbe crescere più della domanda globale e il mercato rimarrà molto ben fornito. In particolare, attualmente l'EIA prevede una contrazione del surplus nel 2019 (+0,2 mb/g da +0,6 mb/g nel 2018) e un aumento nel 2020 (+0,4 mb/g).

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

Stime pubblicate a marzo 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	63.2	11.0	5.3	32.0	31.4	0.6
2019	101.4	65.6	12.3	5.4	30.6	30.4	0.2
<i>Variazione a/a</i>	<i>1.5</i>	<i>2.4</i>	<i>1.4</i>	<i>0.1</i>	<i>-1.4</i>	<i>-1.0</i>	
2020	102.9	67.7	13.0	5.2	30.4	30.0	0.4
<i>Variazione a/a</i>	<i>1.5</i>	<i>2.1</i>	<i>0.7</i>	<i>-0.2</i>	<i>-0.2</i>	<i>-0.4</i>	

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

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2019

Inoltre, gli attuali tagli dell'OPEC e le sanzioni statunitensi implicano che la *spare capacity* globale è aumentata, raggiungendo livelli soddisfacenti, e resterà relativamente elevata nell'arco dell'orizzonte previsionale, limitando gli effetti potenzialmente negativi dei rischi geopolitici sulle forniture di greggio.

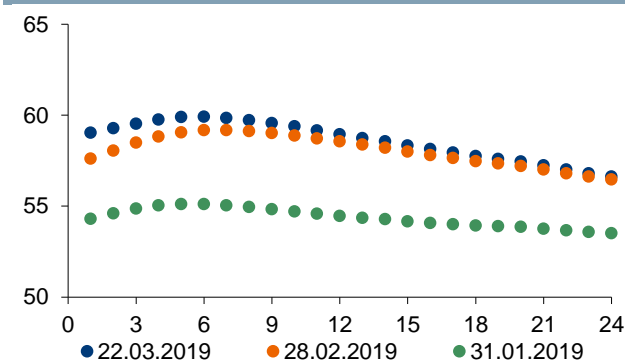
L'inclinazione delle curve *forward* riflette la forza della crescita della produzione statunitense: il front-end della curva del WTI è in *contango*, segnalando un mercato domestico molto ben fornito, in cui alcuni ostacoli infrastrutturali hanno limitato la capacità di trasporto dai bacini di *shale 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 dei flussi. Per contro, la curva del Brent è in *backwardation*, riflettendo l'effetto combinato dei tagli alla produzione e della resilienza del consumo mondiale.

### Produzione statunitense in eccezionale crescita



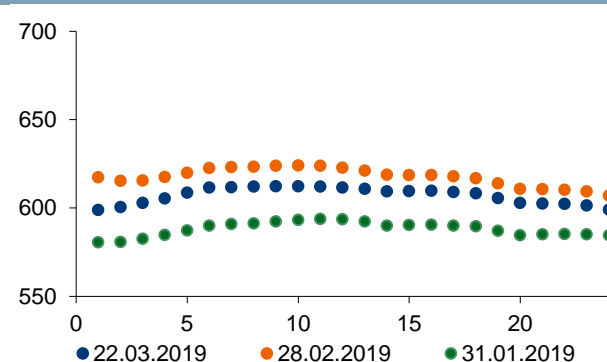
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

### WTI forward curve



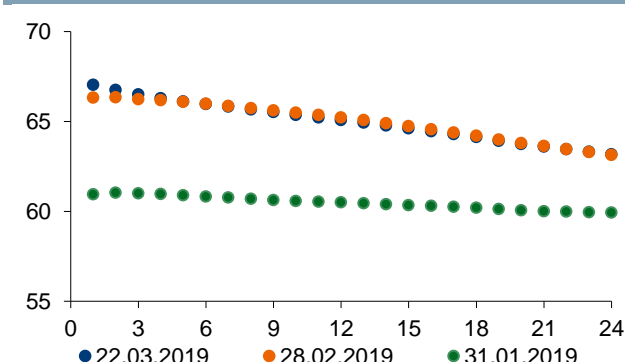
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Gasoil forward curve



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Brent forward curve



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nonostante la debolezza dei fondamentali delineata dalle previsioni ufficiali, confermiamo la nostra previsione positiva sul prezzo del greggio. Da un lato, il sentiment sui mercati finanziari è migliorato, poiché i tagli alla produzione si stanno rivelando efficaci e stanno temporaneamente ripristinando un deficit. Il contesto macroeconomico dovrebbe restare coerente con un aumento moderato dei prezzi delle materie prime e le tensioni commerciali dovrebbero allentarsi, alimentando la propensione al rischio degli investitori e favorendo un moderato apprezzamento degli asset ciclici.

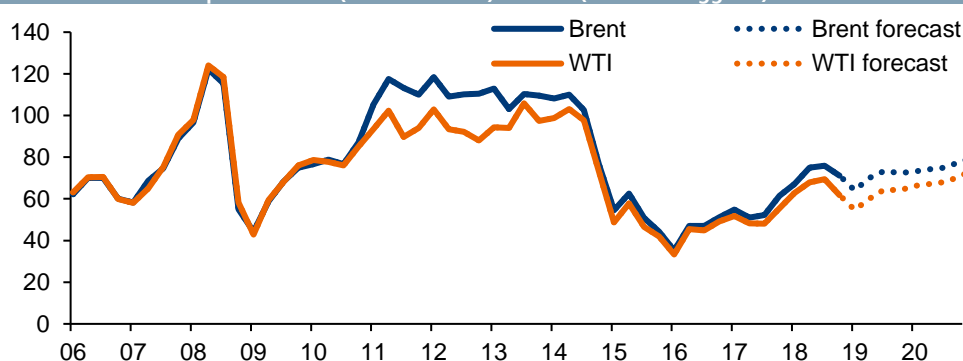
Dall'altro lato, il calo del prezzo del WTI registrato nei mesi scorsi dovrebbe determinare un'ulteriore diminuzione del numero di trivelle in attività nelle prossime settimane, con conseguenti possibili revisioni al ribasso della crescita della produzione statunitense.

L'accelerazione stagionale della domanda di greggio, in vista della *driving season* negli Stati Uniti, dovrebbe contribuire a un calo delle scorte commerciali del Paese, acuendo la percezione di mercati fisici più tesi nel 2° trimestre.

Nel nostro scenario di base, non ci attendiamo particolari sorprese dai dati relativi ai consumi globali, mentre ipotizziamo moderate revisioni al ribasso delle stime sulla crescita nei Paesi non OPEC. Di conseguenza, riteniamo che il mercato del greggio mondiale sarà più vicino al punto di equilibrio rispetto alle stime di consenso attuali.

Inoltre, confermiamo la nostra ipotesi secondo cui l'Arabia Saudita resterà fortemente impegnata a rendere più teso il mercato mondiale del greggio e a sostenere le quotazioni in un intervallo soddisfacente, più vicino al suo prezzo di breakeven necessario per raggiungere il pareggio di bilancio. Di conseguenza, i sauditi non adegueranno i loro livelli di produzione in caso di nuove interruzioni inattese delle forniture in altri Paesi, mentre potrebbero essere disposti a tagliare la produzione più di quanto concordato a dicembre se ciò fosse ritenuto necessario per evitare un nuovo calo delle quotazioni del greggio.

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



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

Stime di prezzo del petrolio Brent

Al 14.03.2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	2020	2021
ICE BRENT	64.0	70.0	73.5	72.4	70.0	75.0	80.0
Median, Bloomberg	63.0	67.4	70.0	70.0	67.3	70.0	68.9
Forward Curve	65.0	67.0	66.6	66.2	66.2	65.0	63.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 14.03.2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	2020	2021
NYMEX WTI	55.0	60.0	64.5	64.1	60.9	68.0	75.0
Median, Bloomberg	55.0	60.0	62.0	63.0	60.3	64.0	63.6
Forward Curve	56.7	59.3	60.0	59.9	59.0	58.5	56.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2019

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

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_dlgs\\_231\\_2001.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_doc\\_governance.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_wp\\_studi.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.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.