

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Giugno 2016

Indice

Quanto peserà il referendum inglese sulla crescita mondiale?	2	Giugno 2016
Gli effetti sull'economia mondiale del voto inglese sull'UE	4	Nota trimestrale
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	11	Direzione Studi e Ricerche
Materie prime: fondamentali più tesi, ma anche elevati flussi finanziari	14	Macroeconomic and Fixed Income Research
Stati Uniti: il compito della Fed si fa sempre più arduo	22	Macroeconomic Research Team
Area euro - la crescita è domestica, il rischio è soprattutto politico	26	Luca Mezzomo Responsabile
La ripresa continua a ritmo moderato	27	
Inflazione: il minimo alle spalle, ma il rialzo resta incerto e modesto	31	
Germania: il testimone della crescita è passato alla domanda interna	34	Daniela Corsini Economista – Materie Prime
Francia: crescita più forte del previsto nel 1° semestre	38	
Spagna: sei mesi dopo, stessa impasse?	42	Anna Maria Grimaldi Economista - Area Euro
Paesi Bassi: dopo lo slancio del 2015, un biennio di crescita solida	47	
Grecia: l'accordo di maggio garantirà ossigeno fino a ottobre	51	Asmara Jamaleh Economista – Mercati Valutari
Portogallo: rischi di scenario ancora sbilanciati verso il basso	52	
Italia La ripresa continua, ma i rischi sono verso il basso	53	Paolo Mameli Economista - Area Euro
Asia	58	Guido Valerio Ceoloni Economista - Area Euro
Giappone: la ripresa fragile richiede supporto fiscale e monetario	58	
Cina: gli investimenti rallentano nonostante il sostegno del credito	62	Giovanna Mossetti Economista - USA e Giappone
India: i consumi trainano la crescita	68	
Mercati valutari – Fiat Brexit: il buio oltre la siepe.	72	International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Quanto peserà il referendum inglese sulla crescita mondiale?

Il referendum inglese sull'UE ha generato un'attenzione spropositata rispetto al peso dell'economia britannica nel contesto internazionale, che si giustifica soltanto se ipotizziamo effetti negativi autonomi molto ampi attraverso il canale finanziario e la fiducia, tutti da dimostrare. L'evento si verifica in un momento di passaggio interessante, caratterizzato ancora da una tendenza al rallentamento dell'economia mondiale, ma anche da qualche primo segnale di riaccelerazione. Ora questi ultimi saranno rimessi in discussione. Cautelativamente, stimiamo in -0,3% l'impatto sulla crescita dell'Eurozona, abbastanza da portare a un rallentamento della crescita tendenziale fra 2016 e 2017. Tuttavia, la reazione di politica economica potrebbe mitigare gli effetti finali. I riflessi fuori dall'Europa saranno poco rilevanti.

Luca Mezzomo

La scelta degli elettori del Regno Unito di chiedere l'uscita del paese dall'UE ha avuto ripercussioni immediate sui mercati finanziari mondiali, che nei giorni precedenti, malgrado i sondaggi molto incerti, si erano incautamente posizionati su un esito del tutto diverso. Oltre a una brusca discesa della sterlina sui mercati valutari, si è assistito a una caduta degli indici azionari, a cali delle curve dei rendimenti degli emittenti con elevato merito di credito e, di contro, a un aumento dei tassi pagati dagli emittenti sovrani più rischiosi.

Prima di affrontare il discorso delle possibili implicazioni economiche, cominciamo innanzitutto a esaminare la situazione di fondo sulla quale lo shock del referendum si è innestato. Il rimbalzo delle quotazioni petrolifere, la ripresa dei flussi di capitale verso i Paesi emergenti e il rimbalzo dei mercati azionari potrebbero far pensare che la fase di rallentamento dell'economia mondiale sia stata superata. A giudicare dalle indagini congiunturali pubblicate negli ultimi mesi, però, non è esattamente così. In aprile e maggio, il livello dei PMI globali per manifatturiero e servizi aveva ceduto ulteriore terreno rispetto al 1° trimestre, segnalando che la crescita tendenziale del PIL mondiale potrebbe essere ulteriormente rallentata nel 2° trimestre (v. fig. 2 e Fig. A di p. 11). In effetti, Giappone, Eurozona e Stati Uniti dovrebbero tutti registrare un rallentamento della crescita su base annua (netto nel caso del Giappone, lieve per Stati Uniti ed Eurozona); se abbiamo ragione, sarebbe quasi impossibile riscontrare un'accelerazione per l'aggregato globale.

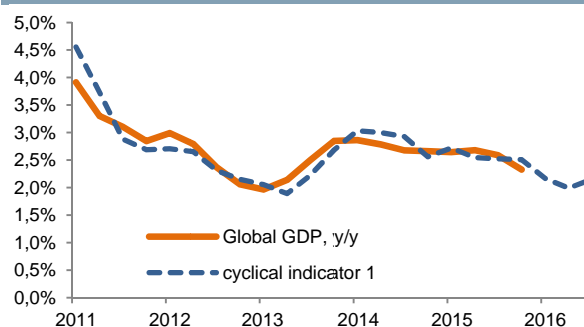
Nel 1° semestre 2016, la crescita tendenziale globale è ulteriormente rallentata

Fig. 1 – Andamento dei dati più in linea con le attese, soprattutto in Europa



Fonte: Thomson Datastream Charting, CESI indexes

Fig. 2 – Tuttavia, i PMI globali indicano che il rallentamento della crescita mondiale è continuato nel 1° semestre



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

Ma se l'economia mondiale sta ancora rallentando, perché il clima sui mercati era migliorato negli ultimi mesi? Ipotizziamo tre fattori: un calo del livello di allarme per l'andamento dell'economia cinese e americana, l'atteggiamento accomodante delle banche centrali e la stabilizzazione delle quotazioni petrolifere.

Tuttavia, il pessimismo era un po' regredito, per tre fattori:

In primo luogo, le misure di politica economica del Governo cinese, infatti, hanno portato a un andamento della crescita migliore delle previsioni, rendendo poco plausibile per il momento uno scenario di *hard landing*. Nonostante l'evidenza crescente che il modello di sviluppo cinese poggia su dinamiche finanziarie insostenibili, che lo rendono soggetto a cicli dispendiosi di *boom & bust*, c'è anche una certa fiducia che la crescita nominale decisamente più elevata che per le economie occidentali renda anche più facile gestire le fasi di crisi.

(a) la smentita delle previsioni più cupe sull'economia cinese (e americana...)

Un secondo elemento è l'orientamento accomodante delle politiche monetarie. La Federal Reserve rimane molto cauta nel gestire il rialzo dei tassi, e si dimostra molto pronta a rinviare mosse già annunciate a fronte di dati economici deludenti o di incertezza sul fronte internazionale. Il peggioramento dei dati occupazionali a maggio e la tensione per le ripercussioni sui mercati del referendum inglese sull'UE hanno rinviato a data da destinarsi una mossa che era in preparazione per giugno o luglio. L'effetto positivo è che, diversamente dal periodo in cui la Fed stava uscendo dal QE, i mercati sono poco propensi a scontare una fase di rialzo estesa: la volatilità dei tassi a lungo termine e del cambio ne è ridotta, così come il potenziale destabilizzante per i Paesi emergenti. D'altro canto, malgrado il raggiungimento della piena occupazione, la mancata normalizzazione dei tassi non generando né attese di un rapido aumento dell'inflazione, né 'bolle' del credito. Nel frattempo, la Banca del Giappone continua con un aggressivo programma di acquisto di titoli che, sebbene apparentemente inefficace nell'aumentare l'inflazione, incide però significativamente sul problema della sostenibilità del debito pubblico. La BCE ha iniziato a implementare a giugno due nuove misure, il programma di rifinanziamento a medio termine TLTRO II e il programma di acquisti di obbligazioni corporate CSPP, senza chiudere la porta a nuovi interventi espansivi, se fossero necessari. Questo atteggiamento accomodante si estenderà ai prossimi trimestri.

(b) l'atteggiamento molto collaborativo delle banche centrali

Il rialzo delle quotazioni petrolifere dai minimi di gennaio riflette certamente anche fattori più o meno transitori di offerta ma anche una revisione al rialzo delle previsioni sulla domanda; i due elementi hanno portato ad anticipare l'atteso ribilanciamento tra domanda e offerta a metà 2017 o addirittura fine 2016. Un periodo prolungato di prezzi bassi del petrolio continua a essere più favorevole alla crescita mondiale di un periodo di prezzi alti. D'altro canto, la rapidità del calo avvenuto nel 2014-15 aveva messo in dubbio la stabilità finanziaria di alcuni paesi produttori e generato preoccupazioni per il ridimensionamento dell'industria estrattiva americana, che ha probabilmente sottratto oltre mezzo punto percentuale alla crescita del 2015 e che alcuni ritenevano in grado di attivare fenomeni di contagio finanziario. La recente dinamica dei prezzi ha già portato alla stabilizzazione degli *oil rigs* negli Stati Uniti, un'evoluzione che prospetta una stabilizzazione della spesa in conto capitale nel comparto e dissipa gli eccessivi timori riguardo a possibili impatti recessivi. Inoltre, non è infondata l'idea che periodi di accelerazione della crescita mondiale siano normalmente preceduti da rialzi delle quotazioni petrolifere.

(c) il rialzo delle quotazioni petrolifere

Prima del referendum si prevedeva ancora un'espansione a ritmi modesti dell'economia mondiale. In quello scenario, Eurozona e Stati Uniti registravano una crescita trainata ancora dalla domanda interna, e almeno nel caso europeo con un contributo degli investimenti in aumento; ciò aveva riflessi netti positivi, ma marginali, sull'attività economica globale attraverso la bilancia del commercio estero. L'orientamento delle politiche fiscali era previsto in marginale restrizione. Le stime medie annue erano state riviste al rialzo per l'Eurozona e al ribasso per gli Stati Uniti: in entrambi i casi, la variazione rifletteva il segno delle sorprese offerte dai conti nazionali nel 1° trimestre. La ripresa delle quotazioni petrolifere più rapida rispetto alle nostre previsioni di marzo spiegava la piccola revisione al rialzo delle stime di inflazione per l'Eurozona. Come cambierà tale scenario dopo il voto inglese?

Si partiva da uno scenario di crescita modesta, con qualche timido segnale premonitore di riaccelerazione dal 2° semestre. E ora?

Gli effetti sull'economia mondiale del voto inglese sull'UE

Luca Mezzomo

Il referendum è consultivo, e l'atto che lo ha indetto non prevede passi obbligatori successivi. Il modo di procedere sarà perciò dettato dall'opportunità politica. Sarà necessario definire la strategia negoziale e probabilmente far votare il Parlamento perché conferisca il mandato al Governo di richiedere il recesso dall'UE. La richiesta di recesso potrebbe essere formalizzata all'UE dopo l'estate e dopo la nomina del nuovo leader dei conservatori e primo ministro, ora prevista a inizio settembre. Non è vantaggioso per gli inglesi accelerare i tempi, in quanto dal momento della richiesta decorrono i due anni previsti dall'art. 50 per la conclusione dei negoziati. Un altro motivo che favorisce tattiche dilatorie è che il campo del Leave deve ancora costruirsi una strategia negoziale, e deve farlo senza far capire troppo rapidamente agli elettori che la campagna referendaria era basata in larga misura su ipotesi fantasiose e su analisi distorte delle conseguenze; perciò, non è escluso che alcuni di loro sperino di spuntare concessioni politiche senza dover attivare la procedura di recesso. D'altra parte, gli altri Stati dell'UE premeranno invece perché la richiesta sia trasmessa al più presto – tranne che nello scenario in cui il rinvio fosse chiaramente motivato da ripensamenti di parte inglese riguardo all'opportunità di procedere con il recesso – e hanno già reso chiaro che non si presteranno al gioco di negoziare prima della formalizzazione della richiesta. Inoltre, diversi governi europei (a cominciare da quello tedesco) hanno già dichiarato che gli inglesi non devono sperare di ottenere l'accesso al mercato unico senza impegnarsi ad accettare le quattro libertà fondamentali, inclusa quella sulla libera circolazione delle persone.

Potrebbe esserci un'esplicita marcia indietro prima dell'invio della lettera? Questo appare uno scenario poco plausibile, vista l'alta affluenza al referendum. Non è neppure certo che il Governo debba ottenere l'autorizzazione preventiva del Parlamento, prima di inviare la richiesta. D'altro canto, le petizioni popolari e il possibile voto contrario del Parlamento scozzese non possono rappresentare un motivo sufficiente per congelare il processo, mentre i tempi di un possibile rilancio delle istanze separatiste potrebbero essere troppo lunghi per fare la differenza. La combinazione di eventi che lo renderebbe possibile è costituita da evidenza di seri danni economici e finanziari che muovano significativamente l'opinione pubblica e inducano un numero sufficiente di deputati ad abbandonare la maggioranza, causando una crisi di governo e il ritorno anticipato alle urne. Se il voto portasse al governo una maggioranza favorevole alla permanenza nell'UE, il referendum sarebbe superato. Tuttavia, sia i conservatori, sia i laburisti sono alle prese con una grave crisi interna: al momento, il ricorso alle urne non è certo l'ipotesi più allentante per nessuno dei due partiti.

Dal momento in cui il Regno Unito comunicherà la sua volontà di abbandonare l'UE, inizierà il processo negoziale. Per quest'ultimo è prevista una durata massima di due anni, trascorsi i quali in mancanza di un accordo il Paese uscirebbe senza godere di alcun trattamento particolare. L'accordo di recesso deve essere approvato da una maggioranza qualificata di Stati, il che lo rende meno ostico da raggiungere rispetto a un normale trattato con l'UE.

Le implicazioni a regime

Nello scenario di base, il Regno Unito perderebbe l'accesso al mercato unico dei servizi e delle merci. I flussi commerciali da e per il Regno Unito sarebbero assoggettati a barriere tariffarie e non tariffarie. L'eventuale accordo con l'UE potrebbe avvicinare il trattamento a quello attualmente in vigore in alcuni ambiti, ma in cambio di contropartite sul fronte economico e su quello del recepimento delle normative comunitarie – inclusa quella sulla libera circolazione delle persone. Ciò porterà a una minore intensità di scambi commerciali fra UE e Regno Unito,

limitato nel secondo caso, più significativo nel primo. Secondo le stime del Tesoro britannico¹, l'appartenenza all'UE avrebbe incrementato gli scambi del 76% e l'uscita comporterebbe una riduzione del volume degli scambi da un minimo del 9% a un massimo del 24% a seconda del regime alternativo². Inoltre, si verificherebbe una riduzione degli investimenti diretti esteri. Con il regresso a un accordo bilaterale, il Tesoro inglese stima che dopo 15 anni il PIL sarebbe del 5,4-9,5% inferiore rispetto allo scenario base.

Gli scenari economici di transizione per il Regno Unito

Nel periodo che va dalla decisione popolare di uscire dall'UE all'entrata in vigore dell'accordo di recesso (o alla scadenza dei due anni previsti dal Trattato), il Regno Unito rimarrà vincolato dalla legislazione comunitaria. Tutte le conseguenze del voto, perciò, devono riguardare l'adattamento degli agenti economici a una futura uscita – con la complicazione che sarà inizialmente difficile immaginare quale tipo di regime sarà concordato. La maggioranza delle analisi è basata sull'assunto che l'incertezza porterà a un aumento dei premi per il rischio di credito e a un incremento della volatilità azionaria, nonché a una riduzione dei movimenti di capitale in ingresso e degli investimenti fissi. Si ipotizzano anche fenomeni di parziale delocalizzazione verso altri Paesi UE, per aggirare gli effetti della perdita del 'passaporto finanziario' da parte degli intermediari basati nel Regno Unito e del rischio che i prodotti inglesi siano soggetti dopo il recesso a barriere tariffarie e non tariffarie. Un altro punto fermo è l'indebolimento della sterlina sui mercati valutari – fenomeno, peraltro, che si è già manifestato. D'altro canto, un indebolimento marcato del cambio verso livelli percepiti come sottovalutati potrebbe fungere da attrattore di flussi di capitale e sostenere l'export, oltre che migliorare le partite correnti attraverso la rivalutazione dei redditi sulle attività estere.

Il Tesoro britannico ha pubblicato in maggio un'analisi degli effetti di breve termine in caso di voto per l'uscita dall'UE³. L'analisi assume che una parte degli effetti a regime si manifesti già durante la fase di transizione, oltre a formulare ipotesi dell'impatto in termini di incertezza sulla politica economica e di volatilità dei mercati finanziari. Nello specifico, la simulazione ipotizza un aumento del premio al rischio sul Gilt decennale di 40pb, un deprezzamento della sterlina del 12%, un aumento dell'equity risk premium di 120pb e dei tassi attivi applicati alle imprese di 130pb; l'incertezza sale di una deviazione standard rispetto alla proiezione di base. Riguardo alla politica economica, la simulazione ipotizza tassi ufficiali invariati e nessuna misura fiscale correttiva che compensi l'aumento del deficit dovuto agli stabilizzatori automatici. In questo scenario di shock 'normale', il rapporto conclude che si avrebbe una recessione, accompagnata da un aumento di inflazione e disoccupazione. Dopo due anni, il livello del PIL sarebbe inferiore a quello della proiezione di base del -3,6% in termini reali, mentre il livello dei prezzi sarebbe maggiore del 2,3%. Ciò corrisponde a una contrazione di -0,1% t/t per quattro trimestri. Nello scenario di shock severo, che ipotizza un impatto su incertezza e mercati pari alla metà di quello del 2009, lo shock sul PIL è pari a -6,0% dopo due anni, mentre l'inflazione sale del 2,7% dopo un anno. La simulazione risulta anche in un'ampia deviazione dei prezzi immobiliari dallo scenario base (-10% nello shock standard, -18% a seguito dello shock severo). Queste ipotesi ci sembrano troppo severe, comportando già dal terzo trimestre una deviazione dallo scenario di base di 0,7% in termini di minor crescita trimestrale. Nella nostra simulazione abbiamo ipotizzato un flusso di investimenti minore di una deviazione standard, ma non uno shock autonomo sui consumi; la crescita risulta impattata significativamente, ma il divario è la metà di quello ipotizzato nello shock standard del governo inglese.

¹ HM Government, *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives*, April 2016

² HM Government, cit., tabella 3.A di p. 128

³ HM Government, *HM Treasury Analysis: the immediate economic impact of leaving the EU*, Maggio 2016.

Gli effetti per i Paesi extra-europei

In ragione della più contenuta rilevanza degli scambi commerciali con il Regno Unito e la non applicabilità di altri canali di impatto (contagio politico, effetto fiducia ecc.), le conseguenze per i paesi extra-europei appaiono scarsamente rilevanti, in generale inferiori al decimo di punto percentuale. L'unico modo per ipotizzare effetti più significativi è quello di immaginare che il referendum faccia da catalizzatore di una massiccia e duratura correzione dei mercati finanziari che implichi una significativa restrizione delle condizioni finanziarie. Anche se nell'immediatezza dell'evento si è effettivamente verificato un netto calo degli indici azionari mondiali, è improbabile che l'effetto si riveli persistente. Le modifiche alle nostre stime per il 2016-17 per i paesi extra-europei riflettono considerazioni sostanzialmente indipendenti dal referendum inglese.

La questione del 'contagio' politico in Europa

Dopo l'annuncio del risultato del referendum, diversi leader di movimenti euroscettici di destra hanno applaudito alla scelta degli elettori inglesi, prospettando iniziative analoghe in altri paesi europei. In realtà, è pressoché impossibile che altri paesi possano lanciare consultazioni referendarie sull'UE o sull'euro nei prossimi mesi, e forse anche nei prossimi anni. Perché ciò sia ipotizzabile è prima necessario che questi movimenti accedano al governo in posizione di leadership, e soltanto in alcuni casi ciò è plausibile. Inoltre, alcuni paesi beneficiano di ingenti trasferimenti netti dal bilancio comunitario, ed è improbabile che in questo caso il tema dell'uscita dall'UE possa sfondare. Il rischio appare più significativo in Olanda, dove alle elezioni del marzo 2017 il PVV di Wilders potrebbe risultare il partito di maggioranza relativa, ma è un rischio mitigato dal fatto che al PVV è attribuita una percentuale che intorno al 20% del voto totale, troppo poco per imporre un referendum. In Francia, il Front National arriverà probabilmente al ballottaggio come partito più votato, ma le sue chances di conquistare la presidenza e la maggioranza dell'Assemblea appaiono ridotte per la tendenza degli elettori francesi a scegliere candidati moderati. Il terzo caso significativo è costituito dall'Austria, che però avrà le elezioni soltanto nel 2018. Peraltro, l'uscita dall'unione monetaria presenta costi di transizione più elevati e solleva problemi più ardui rispetto all'uscita dall'UE.

Il problema più concreto e immediato nell'UE e nell'Eurozona è la tendenza allo sgretolamento delle coalizioni moderate di governo, che sempre più spesso lasciano il posto a coalizioni eterogenee o governi di minoranza, dal cammino travagliato e dal mandato debole. Inoltre, l'agenda politica europea è paralizzata dalle divergenze fra gli Stati sulle strategie da adottare e questo impasse sarà difficilmente superabile nell'anno precedente le elezioni politiche francesi e tedesche. L'unica via di uscita praticabile, già emersa come possibile strada da seguire dai primi appuntamenti europei, sembra quella di offrire una prospettiva positiva ai cittadini europei operando una ridefinizione delle priorità, con una maggiore focalizzazione su crescita e sicurezza, la concessione di maggiore flessibilità sul fronte dei saldi di bilancio e un passo indietro sul fronte della produzione normativa.

Le conseguenze per l'economia dell'Eurozona

L'effetto di breve termine dell'uscita della Gran Bretagna sarà senza dubbio negativo, ma la dimensione non è così scontata. L'entità del rallentamento dipenderà dalla reazione dei mercati, dall'intensità e persistenza della stessa, ma anche dalle risposte delle Banche centrali e dei governi. L'aumento dell'incertezza e la possibile crisi di fiducia avrà un impatto sulle decisioni di consumo e investimento che tuttavia è difficile quantificare. Ci sembra poco opportuno ipotizzare scenari estremi sulla crescita, associati a una crisi di fiducia che per ora non sappiamo neppure se si verificherà. Invece, cerchiamo di valutare quale potrebbe essere l'impatto del voto sull'economia dell'area euro in base a delle relazioni macroeconomiche fondamentali, ovvero

Anna Grimaldi

tramite aggiustamenti dei cambi, delle condizioni finanziarie locali e globali e riassetto dei flussi commerciali che potrebbero verificarsi già nel breve termine.

Nel complesso valutiamo che l'uscita del Regno Unito non avrà effetti catastrofici sul PIL dell'Eurozona anche se, in base alle simulazioni effettuate con il modello macro-econometrico *Oxford Economic forecasting*, la crescita potrebbe essere in media più debole nel 2017 rispetto al 2016.

Nello **scenario post-Brexit di stress moderato** si verifica un deprezzamento persistente del cambio effettivo della sterlina del 10% rispetto alla media del 2015, un calo del FTSE 100 del 15%. I prezzi delle case calano moderatamente dal secondo semestre 2016. Si ipotizza anche una dinamica degli investimenti privati nel Regno Unito più bassa di una deviazione standard (circa il -10%) rispetto allo scenario precedente. Abbiamo imposto una risposta della BoE addizionale rispetto alle *facility* di 250 miliardi di euro annunciata venerdì scorso, e che nella simulazione si traduce in un calo dei rendimenti a lungo termine in media di 70 punti base su due anni. Di riflesso, la crescita UK scende di un punto e mezzo su due anni. Dato il forte punto di partenza che avevamo nelle nostre stime pre-Brexit (2,3% nel 2017 dall'1,8% del 2016), lo shock è insufficiente a generare una recessione.

L'effetto del rallentamento della crescita del Regno Unito sulla crescita Eurozona sarà esacerbato dal contagio alle condizioni finanziarie anche nell'area euro. Come si sta già verificando, l'effetto si avrà principalmente tramite mercati azionari e in media abbiamo ipotizzato uno scostamento permanente dell'EuroStoxx del 6% rispetto allo scenario base. Nel contempo, assumiamo un aumento transitorio del premio al rischio di credito nella periferia tramite un allargamento dei differenziali sui titoli sovrani Spagna e Italia di 50 punti base, riassorbito soltanto nel corso del primo semestre 2017. Il restringimento delle condizioni finanziarie imposto nella nostra simulazione è un modo per catturare l'effetto della crisi di fiducia, innescata dal voto britannico. Le misure già in essere della BCE (PSPP, CSPP e TLTRO II) dovrebbero però contribuire ad attenuare gli effetti sulle condizioni finanziarie, e in questi primi giorni hanno dimostrato la loro efficacia nel contenere l'aumento dei premi al rischio sul mercato dei titoli di stato e delle obbligazioni societarie. Il tasso di cambio effettivo euro è atteso rimanere circa stabile sull'orizzonte di previsione, dal momento che il movimento verso la sterlina dovrebbe essere compensato dal movimento verso il dollaro e lo yen.

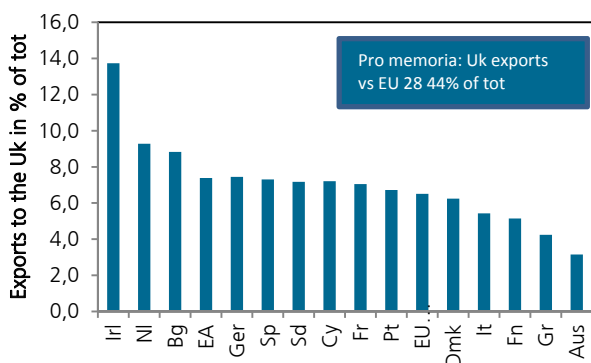
In questo scenario, l'uscita del Regno Unito incide per -0,3% sulla crescita Eurozona. L'impatto risulta piuttosto variegato tra paesi, e dipende dalla quota di esportazioni di beni e servizi e dal flusso di investimenti britannici in entrata, nonché dall'evoluzione delle condizioni finanziarie domestiche. Secondo le simulazioni, l'effetto rischia di essere molto forte per l'Irlanda, dati gli stretti legami commerciali con il Regno Unito (v. fig.1) e l'assenza di un effetto compensativo tramite la svalutazione. Tuttavia, l'Irlanda potrebbe beneficiare di un'eventuale riallocazione degli investimenti esteri dal Regno Unito, in particolare con riferimento all'industria finanziaria.

L'impatto sulla crescita dovrebbe aversi tramite **un rallentamento dell'export** di 0,7 punti rispetto allo scenario centrale, ma anche della domanda interna. La restrizione delle condizioni finanziarie incide sui consumi privati, la cui crescita è più bassa di -0,3%, per la minore crescita occupazionale e l'effetto ricchezza negativo, che si traduce in un aumento della propensione al risparmio. Anche gli investimenti privati attesi crescono di circa mezzo punto in meno rispetto alla nostra previsione, nonostante il livello più basso dei tassi a medio e lungo termine. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare più lentamente fino al 9,7% a fine 2017. Le pressioni salariali dovrebbero rimanere ancora contenute. Di riflesso, la risalita dell'inflazione Eurozona è più lenta.

Se lo scenario post-Brexit da noi ipotizzato potrebbe forse sottostimare l'effetto incertezza sugli investimenti privati e consumi, è pur vero che le simulazioni non tengono conto di eventuali

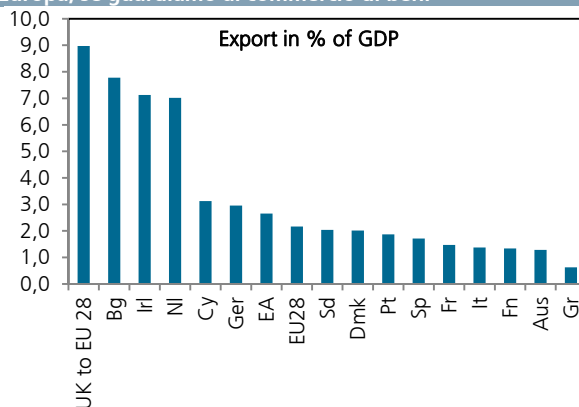
modifiche delle misure non convenzionali che ragionevolmente la BCE potrebbe implementare (v. sotto) in caso di prolungato restringimento delle condizioni finanziarie nei prossimi due mesi e/o se i dati dovessero confermare un rallentamento della crescita. Nel contempo, è anche possibile che la correzione fiscale prevista per il prossimo anno in Spagna, Portogallo, Francia, Italia e Belgio venga attenuata. Inoltre si potrebbe vedere un cambio di toni e forse di marcia delle politiche europee con effetti positivi sulla fiducia.

Fig.1 – L'Irlanda è la più esposta al commercio di beni con il Regno Unito



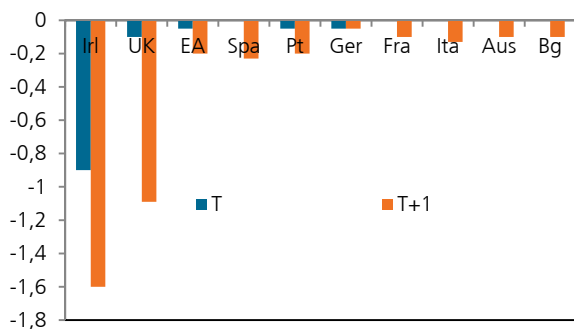
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig.2 – Il Regno Unito ha più da perdere del resto dell'Unione Europa, se guardiamo al commercio di beni



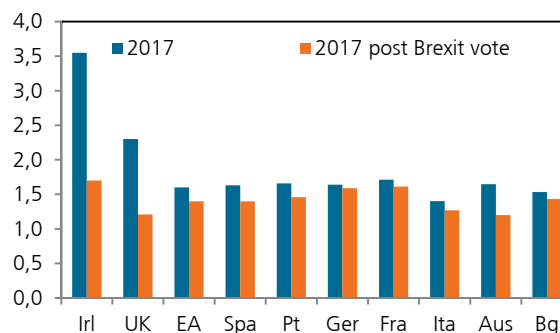
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig.3 - Impatto sul PIL di un calo della crescita UK di 1,5 punti su due anni



Fonte: Eurostat e simulazioni con Oxford Economics Forecasting model

Fig.4 – La Brexit si farà sentire sulla crescita del PIL area euro ma non sarà così catastrofico a nostro avviso



Fonte: Eurostat e simulazioni con Oxford Economics Forecasting model

Fig.5 – I consumi risentiranno più degli investimenti via effetto ricchezza

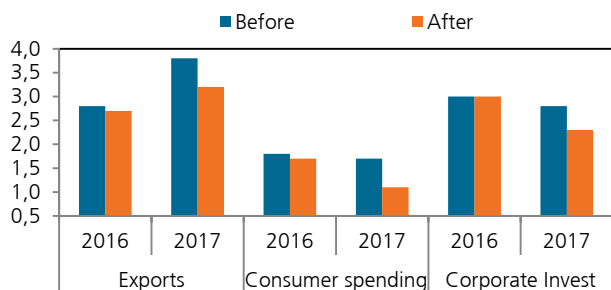
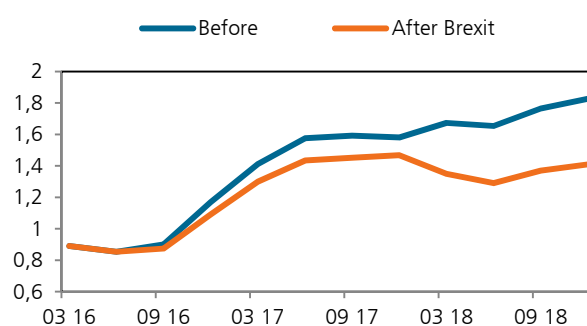
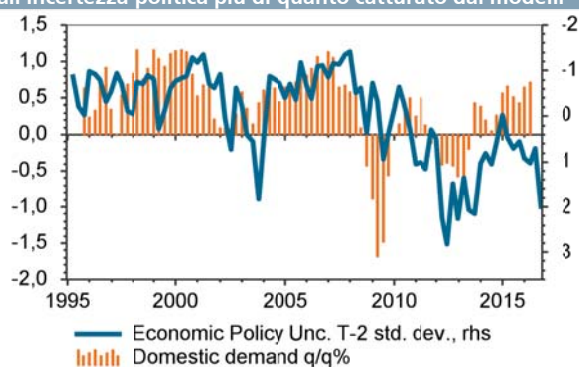


Fig.6 – L'inflazione (al netto dell'energia) risulterà più lentamente



Fonte: Eurostat e simulazioni con Oxford Economics Forecasting model

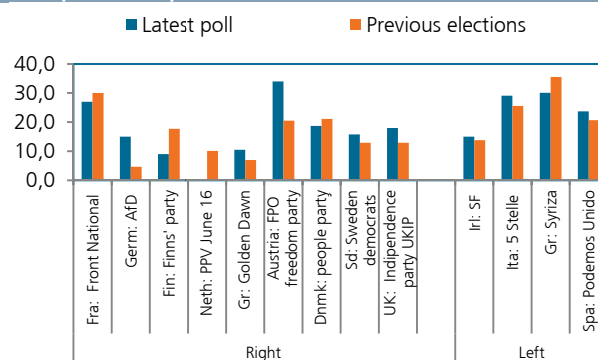
Fig.7 – La domanda interna potrebbe essere frenata dall'incertezza politica più di quanto catturato dai modelli



Fonte: Eurostat e Thomson Reuters Datastream

Fonte: Eurostat e simulazioni con Oxford Economics Forecasting model

Fig.8 – Il principale rischio è politico. I populistici avanzano ovunque in Europa



Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Che cosa farà ora la BCE?

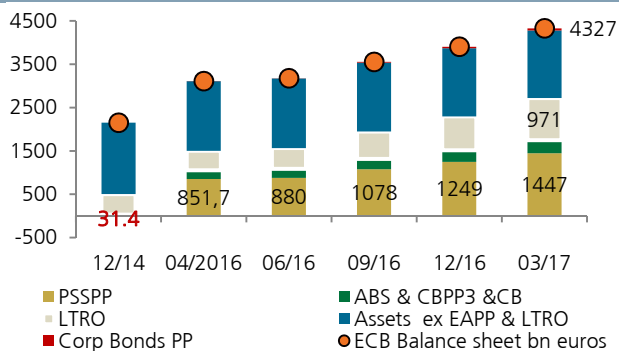
La BCE si è detta pronta, prima e subito dopo il voto, a fronteggiare le conseguenze per la stabilità dei prezzi. Il comunicato ufficiale pubblicato poche ore dopo la fine dello spoglio indica che la BCE è in stretto contatto con le altre Banche centrali ed "è pronta a fornire liquidità ai mercati in euro e in altre valute". Ma al di là di misure di liquidità, che in questi primi giorni si sono rivelate non necessarie, che cosa potrebbe fare in concreto la BCE? E quali sono le condizioni che farebbero scattare una mossa?

La BCE alla riunione di giugno valutava che la fase di ripresa moderata della zona euro si andava consolidando e che i rischi verso il basso per lo scenario di crescita e inflazione si erano marginalmente ridotti. La BCE aveva assunto un atteggiamento di "vigile attesa" volta a valutare gli effetti delle misure annunciate a dicembre 2015 e marzo 2016 e solo in parte avviate. Il comunicato indicava esplicitamente che il Consiglio era pronto a reagire a tutte le contingenze che rischiavano di compromettere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. È quasi scontato che oggi la BCE rivedrebbe la valutazione dei rischi per lo scenario al ribasso e molto probabilmente taglierebbe di almeno due decimi le stime per il 2017-18 rispetto all'1,7% di giugno scorso. Per l'aggiornamento dello scenario c'è tempo fino alla riunione di settembre, quando il quadro sarà più chiaro sia sui tempi per avviare i negoziati sia sull'effetto della Brexit sui dati. Fino ad allora, le decisioni della BCE saranno dettate dall'intensità e durata della reazione dei mercati. Se la correzione sui mercati dovesse in media confermarsi violenta, difficilmente la BCE potrà restare a guardare. È vero che il Consenso all'interno del Consiglio è apparso diviso, ma un prolungato crollo dei corsi azionari e dei titoli bancari sposterebbe molto probabilmente gli equilibri. Oltretutto la Germania, con i suoi problemi politici interni e in vista delle elezioni del 2017, potrebbe preferire una risposta di politica monetaria piuttosto che aperture sui trattati per attivare politiche fiscali di maggior supporto alla crescita.

Riteniamo che un taglio del tasso sui depositi di 10 punti base, già scontato dal mercato per i prossimi mesi, sia una delle misure possibili, anche se forse non la prima della lista: l'impatto sul cambio, l'unico significativo, sarebbe di breve durata. L'intervento avrebbe il pregio di rendere più attraente la richiesta di fondi nell'asta TLTRO II di settembre, (la prima asta TLTRO II ha visto un'assegnazione netta di nuova liquidità per soli 31 miliardi). Un taglio ulteriore del tasso sui depositi non sarebbe certo ricevuto bene dal mondo finanziario, date le numerose voci che si sono sollevate negli ultimi mesi sui rischi associati alla misura per la profittabilità di banche e assicurazioni, la BCE vorrà ponderarlo attentamente.

Vediamo come più probabili **interventi nell'ambito del PSPP**. Un possibile intervento, probabilmente già attivato venerdì scorso, comporterebbe una rimodulazione degli acquisti su scadenza più lunghe. Un altro livello di intervento, che potrebbe essere annunciato già a luglio, è **l'estensione del programma oltre marzo 2017**. Ricordiamo che a dicembre la BCE ha prima optato per estendere gli acquisti e quindi a marzo ha aumentato i volumi. I pregi di tale intervento sono ovvi, dal momento che metterebbero in sicurezza i rendimenti a più lungo termine nel 2017 quando vi sono numerosi eventi politici caldi nella zona euro. Oltretutto l'estensione consentirebbe di aggiustare i portafogli bancari di titoli di stato prima di procedere con il dibattito sul *risk weighting* degli stessi. La BCE potrebbe anche alzare il tetto sulla quote dei singoli titoli che può detenere, in modo da creare spazio per un eventuale aumento del flusso di acquisti. Un'altra **possibilità è che la BCE amplii ulteriormente la gamma di titoli acquistabili**, per esempio ai titoli bancari. Quest'ultima opzione è controversa dal momento che con le TLTRO II la BCE presta alle banche dietro garanzia, mentre si troverebbe ad acquistare titoli (non garantiti) degli stessi istituti di credito a titolo definitivo. Ciò detto, acquisti di obbligazioni bancarie sono legalmente ammissibili. Se le tensioni sui mercati dovessero proseguire e colpire in particolare i titoli della periferia, **la BCE potrebbe decidere di potenziare gli acquisti di titoli sovrani e di deviare, sia pure temporaneamente, dalla regola degli acquisti in base alle quote capitale**. Un intervento di questo tipo richiederebbe, però, una decisione specifica del Consiglio e probabilmente ha come precondizione l'osservazione di dislocazioni persistenti e molto rilevanti. Ricordiamo, che più membri del Consiglio hanno indicato che misure più eterodosse quali "il lancio di moneta dall'elicottero" non sarebbero ammissibili per l'Art 123 del Trattato. La barra per interventi di questo tipo è decisamente più alta che in altre giurisdizioni e richiederebbe davvero scenari apocalittici.

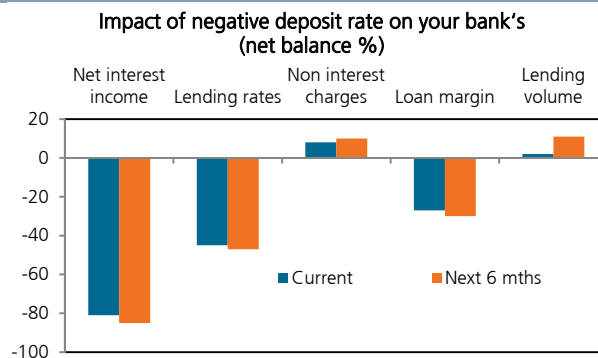
Fig. 9 – La BCE potrebbe ancora potenziare gli acquisti



Nota: Assumiamo che la BCE acquisti ABS e CB allo stesso ritmo degli ultimi 19 mesi. Gli acquisti di corporate bond saranno tra i 5 e i 7 mld al mese. Assumiamo che nelle aste TLTRO II tra settembre e marzo 2017 le banche prenderanno al massimo 550 miliardi.

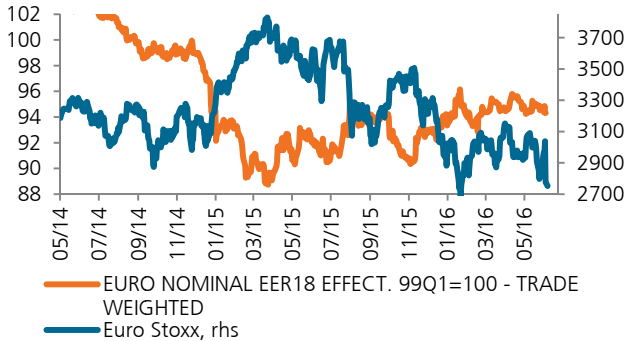
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – I benefici marginali di un taglio del tasso sui depositi dai livelli attuali sono dubbi e sicuramente sarebbero mal ricevuti dal mondo finanziario



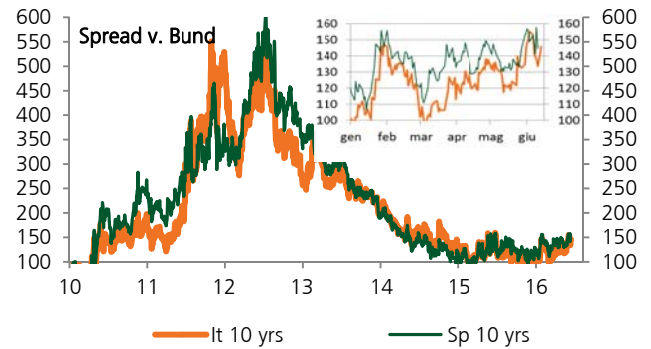
Fonte: BCE, Indagine sul credito, aprile 2016, si veda la domanda A5, pag. 47

Fig. 11 – La chiave per le mosse BCE è quanto severo sarà il restringimento delle condizioni finanziarie



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

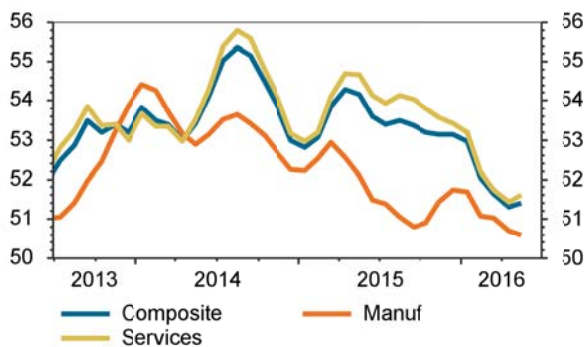
Fig. 12 – Il PSPP dovrebbe limitare l'allargamento dei premi al rischio sulla periferia



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

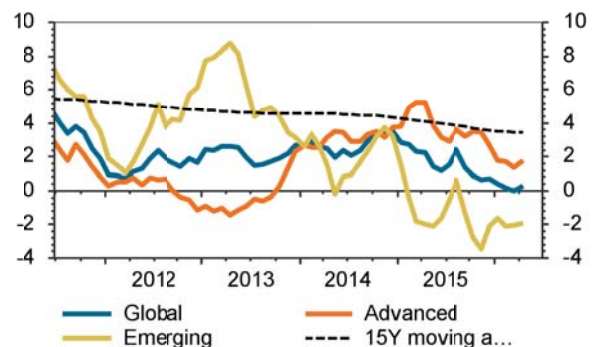
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



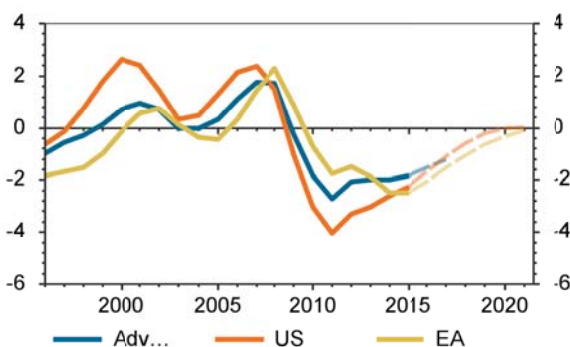
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



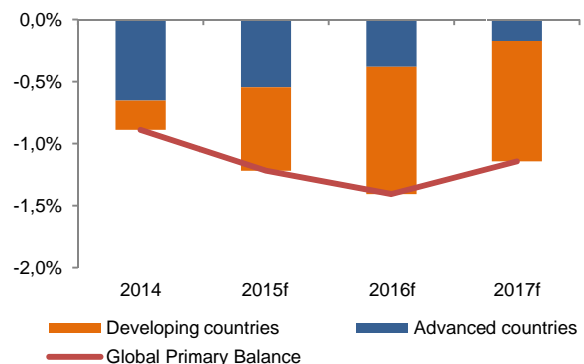
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



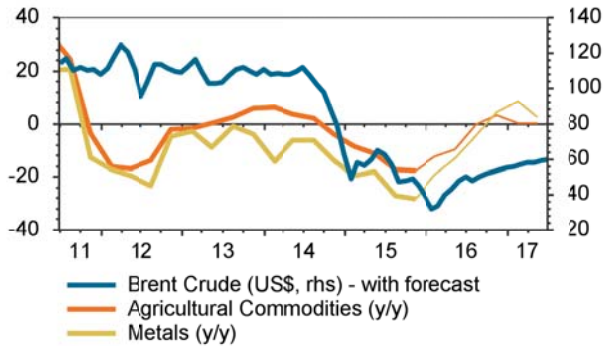
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



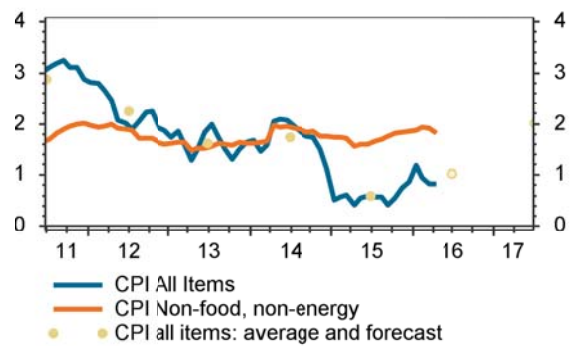
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



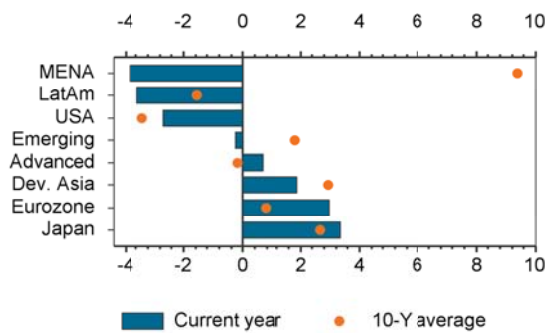
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



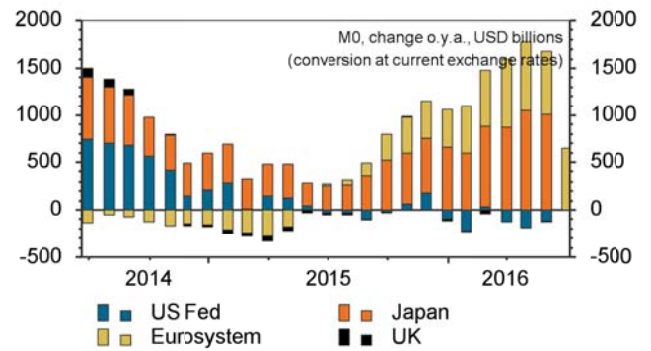
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



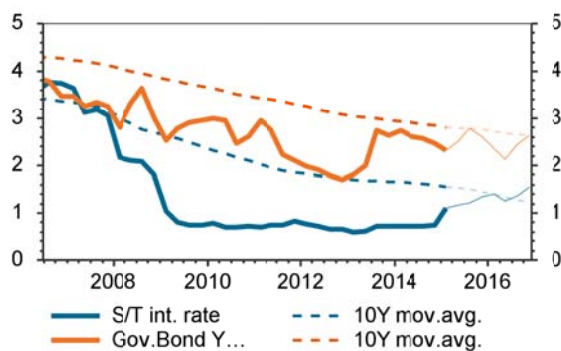
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



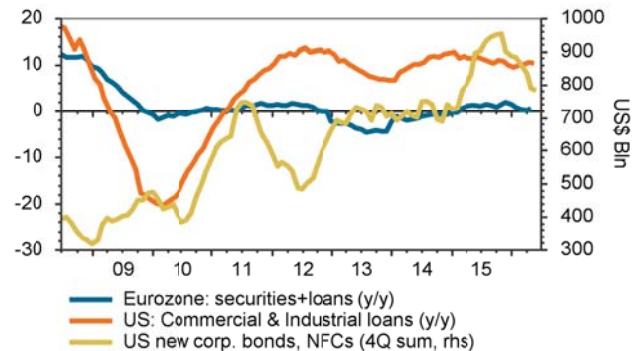
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



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

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



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

Tab. 1 – La crescita economica per area geografica

	2013	2014	2015	2016	2017
Stati Uniti	1.5	2.4	2.4	1.9	2.3
Giappone	1.4	-0.1	0.6	0.3	0.5
Area euro	-0.3	0.9	1.6	1.7	1.6
Europa Orientale	1.7	1.6	-0.6	0.7	2.2
America Latina	2.9	1.0	-0.6	-0.9	1.5
OPEC	1.5	2.5	1.6	1.2	2.6
Asia Orientale	6.1	7.6	5.9	5.7	5.6
Africa	4.3	4.2	3.2	2.5	3.6
Crescita mondiale	3.3	3.4	3.1	3.0	3.2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

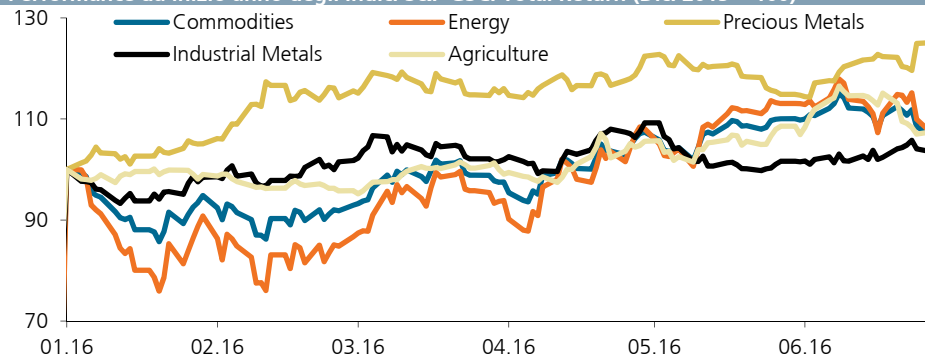
Materie prime: fondamentali più tesi, ma anche elevati flussi finanziari

Tanti fattori positivi hanno contribuito al rialzo registrato dalle principali commodity nella prima metà del 2016: fondamentali di domanda e offerta in miglioramento, con frequenti sorprese positive soprattutto per quanto riguarda la domanda in Asia; uno scenario macroeconomico relativamente favorevole e un dollaro debole. Tuttavia, anche i flussi finanziari hanno giocato un importante ruolo nel guidare il recente rialzo e sottolineiamo quindi il rischio di una correzione nel breve periodo guidata da un temporaneo rialzo dell'avversione al rischio.

Daniela Corsini

Da inizio anno, quasi tutte le principali materie prime hanno registrato rendimenti positivi, guidate da: fondamentali di domanda e offerta progressivamente più tesi, un processo evidente soprattutto per il petrolio; un dollaro relativamente debole; un complessivo miglioramento del flusso dei dati macroeconomici, soprattutto in Cina e Stati Uniti; un miglioramento del clima di fiducia sul comparto rispetto al *sentiment* negativo registrato nel 2015.

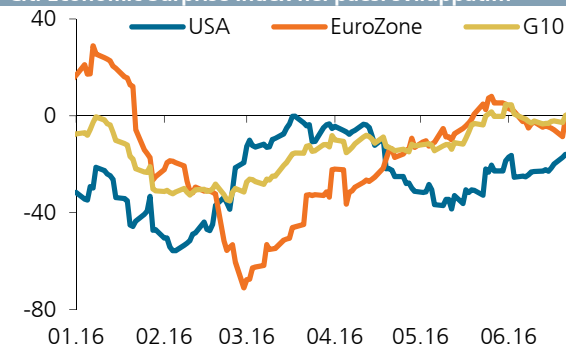
Performance da inizio anno degli indici S&P GSCI Total Return (Dic. 2015 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il migliore comparto è stato quello dei metalli preziosi, favorito dalle dinamiche valutarie, ma anche dai persistenti fattori di rischio che gravano sullo scenario macroeconomico: incertezza sul sentiero di rialzo dei tassi che seguirà la Fed e preoccupazioni politiche. In particolare, in Europa, i principali rischi sono legati alla decisione del Regno Unito di abbandonare l'Unione Europea, all'aumento del consenso per i partiti di estrema destra ed euroscettici, alle prossime elezioni in Germania, al referendum sulla riforma costituzionale in Italia, alla scarsa coordinazione in sede all'Unione per implementare riforme strutturali e affrontare problemi contingenti. Negli Stati Uniti, il rischio politico è soprattutto legato alle prossime elezioni presidenziali. Inoltre, nonostante il rialzo dei principali indici di sorpresa economica rispetto ai minimi registrati fra febbraio e marzo, è evidente come in media i dati pubblicati abbiano sinora deluso le attese.

Citi Economic Surprise Index nei paesi sviluppati...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, Citigroup

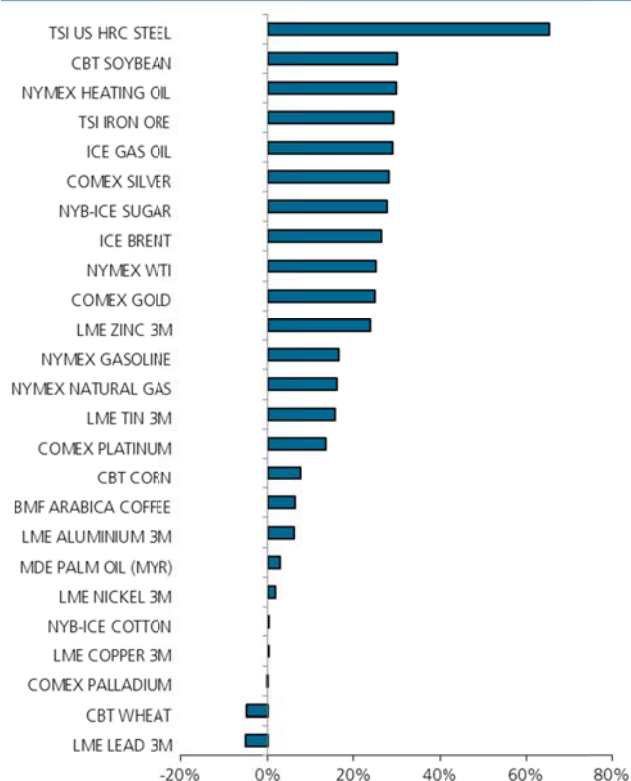
...e nei paesi emergenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, Citigroup

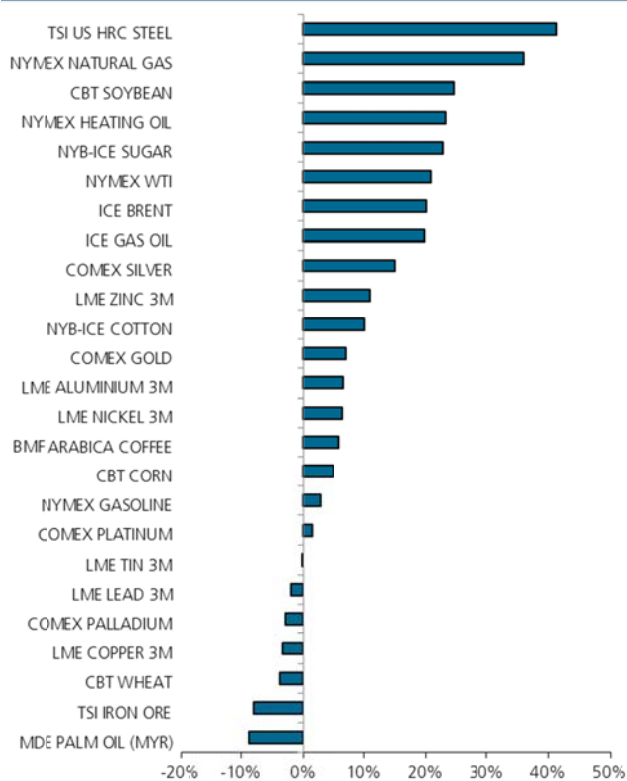
Dopo il referendum inglese, abbiamo quindi assistito a un cambio di *sentiment* sul comparto guidato da un minore ottimismo riguardo le prospettive di crescita mondiale, complici i livelli relativamente elevati raggiunti dalle principali commodity. L'avversione al rischio potrebbe continuare a penalizzare le commodity anche nel corso dei mesi estivi, normalmente caratterizzati da volumi inferiori alla media. I flussi finanziari che hanno alimentato il rally registrato da inizio anno per gran parte delle materie prime potrebbero rapidamente invertirsi, se gli investitori iniziassero ad attendersi, dal comparto, performance inferiori rispetto a quanto atteso da altre *asset class*.

Performance da inizio anno, sino al 27.06.2016



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 2Q sino al 27.06.2016



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

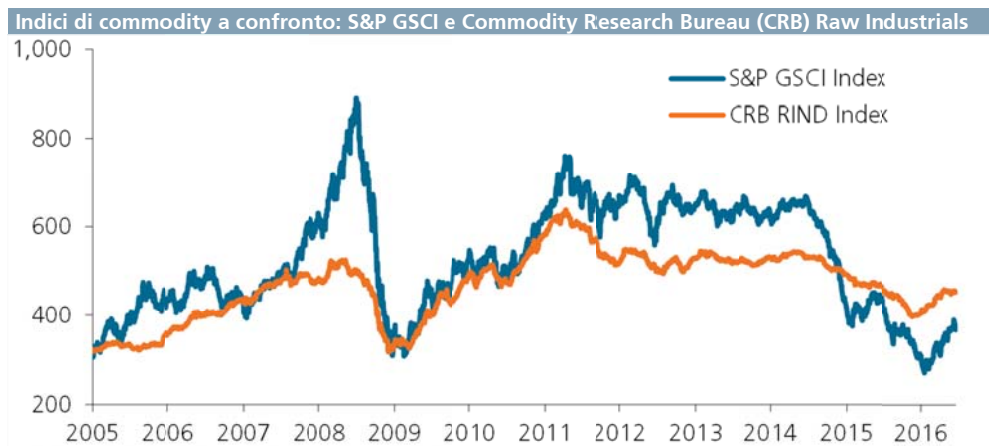
Inoltre, le performance di tutte le materie prime saranno influenzate in più o meno ampia misura dal sentiero che seguiranno le quotazioni del petrolio. Movimenti direzionali del greggio si trasferiscono alle altre materie prime, direttamente, tramite il conseguente impatto sui costi di produzione e, indirettamente, tramite i mercati finanziari. Infatti, la correlazione all'interno del comparto commodity è spesso amplificata da fattori puramente speculativi: non solo prospettive più cupe per le quotazioni del petrolio alimentano avversione al rischio su tutto il comparto, ma anche l'inclusione in indici di materie prime e l'utilizzo sempre più frequente di programmi algoritmici di trading automatico aumentano la frequenza dei co-movimenti all'interno del comparto.

Esaminando due indici di commodity, è evidente come il crollo dei prezzi iniziato nel 2014 sia stato molto più ampio per quelle materie prime per le quali esistono contratti futuri e opzioni e che quindi sono maggiormente interessate da rilevanti flussi di investimenti finanziari. Confrontiamo ad esempio l'indice S&P GSCI e l'indice Raw Industrials Index pubblicato dal Commodity Research Bureau (CRB RIND Index), composto da materie prime esposte alla domanda industriale, ma per la maggior parte delle quali non esistono derivati. A nostro avviso,

Scenario Macroeconomico

Giugno 2016

il grafico successivo suggerisce come la componente speculativa possa diventare anche molto importante in momenti di profondo stress di mercato e come il peso preponderante del greggio nella composizione di gran parte degli indici quotati possa renderli poco significativi nel valutare la forza del ciclo industriale mondiale, catturata meglio da indici non quotati.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per l'universo commodity

Il prezzo del petrolio ha sinora beneficiato della marcata accelerazione registrata negli ultimi due mesi dal processo di ribilanciamento in corso. La domanda mondiale si è rivelata più forte delle stime a fronte di un importante rialzo delle importazioni cinesi di greggio e di una *driving season* in USA che si preannuncia particolarmente brillante. Al contrario, l'offerta mondiale si è rivelata inferiore alle attese per una serie di eventi imprevedibili che hanno temporaneamente riportato il mercato mondiale in bilancio: sciopero dei lavoratori nel settore petrolifero in Kuwait, incendi vicino a importanti giacimenti in Canada, nuova ondata di attacchi e sabotaggi contro le infrastrutture da parte di nuovi gruppi di ribelli in Nigeria.

Brent e WTI sono quindi saliti in un intorno del livello di 50 dollari, che dovrebbe corrispondere circa all'attuale costo marginale della produzione di *shale oil* nelle principali regioni estrattive in USA.

A nostro avviso, nel breve periodo una correzione in un *range* di 45-50 dollari per il Brent è giustificata dall'incertezza legata a Brexit, dalle ancora elevatissime scorte mondiali e dal rischio che l'offerta possa risalire velocemente (ad esempio, se tornasse a crescere stabilmente il numero di trivelle attive in USA, segnale che la produzione di *shale oil* potrebbe essere tornata a livelli adeguati di redditività, o se il Governo nigeriano trovasse un nuovo accordo con i ribelli, interessati principalmente a beneficiare ancora dei finanziamenti cancellati dal nuovo Presidente). Successivamente, ci attendiamo che la conferma di un mercato del petrolio in ribilanciamento e un moderato indebolimento del dollaro possano spingere ancora al rialzo le quotazioni in un *range* di 50-55 dollari per il Brent nel 4° trimestre. Ci attendiamo che il Brent possa scambiare stabilmente attorno al livello di 60 dollari solo nel 2017.

Dato l'attuale contesto di mercato, l'oro è strettamente legato a domanda di beni rifugio e aspettative sulla politica monetaria americana. Negli ultimi mesi, le attese per il prossimo rialzo dei tassi statunitensi hanno continuato a spostarsi in avanti nel tempo e il numero di rialzi attesi nel 2016 è progressivamente diminuito. Di conseguenza, la domanda per investimenti in oro non ha sinora sofferto delle pressioni al ribasso derivanti da una variazione della politica monetaria americana ed ha invece beneficiato di un netto rialzo della domanda di beni rifugio. Ci attendiamo che l'avversione al rischio mantenga elevata la domanda di oro e argento nei mesi

estivi. Successivamente, nell'ipotesi che si allentino le preoccupazioni riguardo l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, la Fed intraprenda una politica monetaria più restrittiva in autunno e che il dollaro si indebolisca entro fine anno, riteniamo che l'oro potrebbe avere spazio per ritracciare sino ad un target di 1.200 dollari per fine 2016.

I metalli industriali dovrebbero mantenersi vicini ai livelli attuali nel 3° trimestre e successivamente chiudere l'anno su livelli complessivamente più elevati, grazie a fondamentali di domanda e offerta in complessivo miglioramento. Nel breve periodo temiamo che continui la correzione guidata da rialzo dell'avversione al rischio, presa di profitto (soprattutto per quei metalli che hanno registrato le migliori performance da inizio anno), rafforzamento del dollaro e nuovi timori di un indebolimento del ciclo macroeconomico globale. Sottolineiamo che i metalli industriali sono particolarmente influenzati dalla Cina: è quindi necessario monitorare continuamente la forza e la qualità della crescita economica e le condizioni dei mercati finanziari domestici.

Per quanto riguarda gli agricoli, quest'anno i fattori metereologici sono stati particolarmente importanti nel guidare le quotazioni a causa della severità di alcuni eventi estremi. Ad esempio, mais e semi di soia hanno toccato nuovi massimi di periodo a causa di timori legati ad una minore offerta dal Sud America dovuta a sfavorevoli condizioni metereologiche. Al contrario, il frumento è rimasto in un ampio *trading range*, frenato dalle elevatissime scorte. Nei prossimi mesi, potrebbe svilupparsi il fenomeno atmosferico de La Nina, che potrebbe alterare nuovamente le condizioni in ampie regioni, portando volatilità sulle quotazioni delle materie prime agricole.

Petrolio: il ribilanciamento è in corso

Finalmente, il tanto atteso ribilanciamento è in corso, aiutato da inattese interruzioni all'offerta e da una domanda più brillante di quanto previsto sino a pochi mesi fa. Tuttavia, il processo potrebbe subire un marcato rallentamento, e il mercato potrebbe raggiungere il bilancio molto più tardi di quanto previsto al momento in cui scriviamo, se l'offerta aumenterà più velocemente delle attese, complici i prezzi relativamente alti.

Dopo aver scambiato fra gennaio e febbraio sui livelli più bassi dal 2003, il petrolio ha ampiamente recuperato grazie all'oggettivo miglioramento dei fondamentali di domanda e offerta: il tanto atteso ribilanciamento è in corso ed è stato accelerato da eventi inattesi, come lo sciopero in Kuwait, gli incendi in Canada e gli attacchi contro le infrastrutture nel Delta del Niger in Nigeria.

Sull'ottimismo guidato da un dollaro più debole e dati macroeconomici complessivamente incoraggianti, il mercato si è concentrato soprattutto sul calo in corso dell'offerta statunitense e sulle interruzioni all'offerta che in maggio hanno bloccato circa 1,1 milioni di barili al giorno (mb/g) di offerte non-OPEC e 2,6 mb/g di offerta OPEC, secondo i dati dell'U.S. Energy Information Administration (EIA). Inoltre, anche la domanda mondiale ha sorpreso al rialzo nel 1° semestre, grazie agli ottimi consumi in USA e agli elevati volumi di importazioni in Cina.

- Negli Stati Uniti, la domanda si è rivelata superiore alle attese nel 1° trimestre, complici le basse quotazioni ed il clima non particolarmente rigido. Inoltre, la *driving season* si preannuncia brillante: secondo i dati dell'US EIA, nella settimana terminata il 10 giugno il consumo settimanale di benzina è salito al massimo da sempre, uguagliando il picco di 9,762 milioni di barili al giorno (mb/g) registrato in agosto 2007. Il dato appare ancora più straordinario se consideriamo che la *driving season* è appena iniziata. Tuttavia, anche sul mercato della benzina le scorte restano eccezionalmente elevate: in USA restano dell'11% superiori alla media a cinque anni e corrispondono a 24,9 giorni di consumo, il secondo livello più alto degli ultimi 10 anni, dopo il 2013, per questo periodo dell'anno. Sottolineiamo quindi il rischio che nell'avanzare della stagione le pressioni al rialzo sui prezzi del greggio derivanti dai consumi superiori alle attese in USA possano essere quasi esaurite: le elevate scorte dovrebbero limitare eventuali rialzi e la domanda potrebbe deludere le attese, attualmente molto ottimistiche.
- In Cina, le raffinerie private (*teapot refineries*) sono state autorizzate ad importare greggio direttamente dall'estero. Ciò ha portato a un rapido aumento dei volumi acquistati da inizio anno sia per soddisfare la domanda domestica, sia per riempire i depositi commerciali, complici le basse quotazioni internazionali. Inoltre, apparentemente anche il Governo avrebbe approfittato di bassi prezzi per continuare il processo di iniezione nelle riserve strategiche (SPR). Ovviamente, non ci sono dati attendibili riguardo la capacità e la percentuale di utilizzo dei depositi commerciali in Cina, né sulle intenzioni di acquisto del Governo per le proprie SPR. Di conseguenza, ora che il Brent è risalito verso il livello di 50, è probabile che le importazioni cinesi inizieranno a rallentare o addirittura a contrarsi rispetto ai mesi scorsi, e ciò potrebbe alimentare nuove preoccupazioni di un rallentamento economico in Cina ed esercitare pressioni al ribasso sui prezzi.

Inoltre, l'ottimismo è stato ampiamente alimentato anche dagli ultimi dati pubblicati nei report mensili di Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), International Energy Agency (IEA) e U.S. EIA: negli ultimi due mesi le previsioni sono state significativamente riviste per tener conto dell'accelerazione nel processo di ribilanciamento e ora si parla di mercati in bilancio per metà 2017 (EIA, IEA) o addirittura fine 2016 (OPEC).

Ad esempio, secondo l'EIA, l'attuale accumulo di scorte, utile per valutare il surplus di offerta, dovrebbe assestarsi in media attorno a 1,0 mb/g nel 2016 (da 1,4 mb/g previsti in aprile), per poi ridursi significativamente attorno a 0,3 mb/d nel 2017, quando nel 3° trimestre è prevista una riduzione delle scorte, segnale di mercati finalmente tesi.

Attualmente, i tre principali previsori prevedono che i consumi possano crescere di 1,3 mb/g quest'anno e assestarsi attorno ad una media di 95,2 mb/g per l'intero 2016. Le agenzie che hanno già pubblicato stime per il 2017 si attendono che i consumi crescano in linea con quanto prevedono per il 2016: +1,3 mb/g per l'EIA, +1,5 mb/g per l'EIA.

A partire dal 2016, per la prima volta dal 2008, l'offerta non-OPEC è attesa in calo. La produzione è stimata in media a 56,7 mb/g per il 2016, in calo di 0,6 mb/g rispetto al 2015, e secondo l'EIA dovrebbe diminuire di altri 0,2 mb/g nel 2017. In entrambi gli anni, il calo più ampio dovrebbe essere registrato dall'offerta di greggio statunitense, poiché la produzione di *shale oil* è caratterizzata da maggiore flessibilità di sviluppo dei progetti di estrazione e rendimenti velocemente decrescenti.

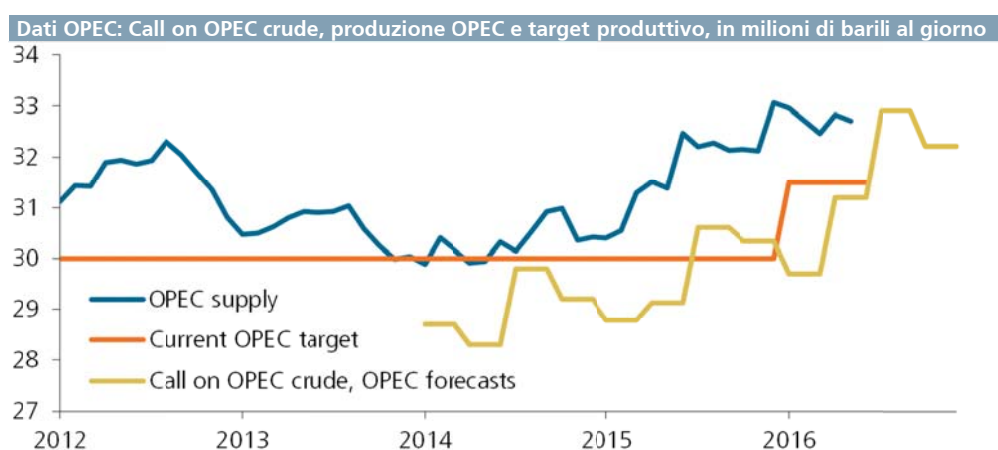
Data l'attesa di domanda mondiale in aumento e offerta non-OPEC in calo, nel 2016 e 2017 la "call on OPEC crude", ovvero la quantità di petrolio che i membri del gruppo dovrebbero fornire per bilanciare i mercati, è prevista in media a 31,7 mb/g nel 2016, in crescita di 1,8 mb/g rispetto al 2015, e secondo l'EIA dovrebbe raggiungere 32,8 mb/g nel 2017, in ulteriore aumento di 1,4 mb/g.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2016					
Stime a giugno 2016 in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"	
OPEC	94.2	56.4	6.3	31.5	
vs. 2015	1.2	-0.7	0.2	1.8	
IEA	96.1	56.8*	6.9*	32.2*	
vs. 2015	1.3	-0.7*	0.2*	1.9*	
EIA	95.3	57.0	6.9	31.4	
vs. 2015	1.5	-0.6	0.3	1.8	

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA; * dati aggiornati a maggio 2016

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'US EIA							
	World Consumption	Non-OPEC Supply	US Supply	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude*	Market balance**
2015	93.8	57.6	9.4	6.6	31.6	29.6	1.9
2016	95.3	57.0	8.6	6.9	32.4	31.4	1.0
Variazione	1.5	-0.6	-0.8	0.3	0.8	1.8	
2017	96.7	56.8	8.2	7.2	33.0	32.8	0.3
Variazione	1.5	-0.2	-0.4	0.3	0.7	1.4	

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC

Focus sull'offerta

Fra le varie incognite che peseranno sui mercati nei prossimi mesi, la principale è l'offerta: torneranno sul mercato i volumi persi in Nigeria e in Libia? Riprenderà slancio la produzione statunitense?

Per quanto riguarda l'offerta OPEC, tutto dipende dall'evoluzione delle crisi politiche nei due paesi. In particolare, in Nigeria, la nuova ondata di attacchi contro le infrastrutture petrolifere nel Delta del Niger, effettuati dal gruppo Niger Delta Avengers, ha causato una riduzione della produzione al minimo degli ultimi 20 anni: si stima che circa 0,8 mb/g siano stati persi a seguito di danni alle infrastrutture, vs. una precedente produzione di 2,2 mb/g. Il Governo nigeriano ha segnalato apertura a trattare con i ribelli. Se, contrariamente a quanto dichiarato sinora, il nuovo Presidente Buhari accetterà di ripristinare i finanziamenti concessi ai ribelli attivi nella regione del Delta del Niger da parte dei precedenti Presidenti nigeriani in cambio della sospensione degli attacchi alle infrastrutture, potremmo assistere ad una rapida ripresa della produzione nigeriana. Nel nostro scenario di base, tuttavia, prevediamo che le attuali tensioni in Nigeria continueranno per alcuni mesi e manterranno l'output domestico ben inferiore al potenziale.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2016

Per quanto riguarda l'offerta non-OPEC, la principale incognita riguarda la futura convenienza della produzione di *shale oil*, che ha beneficiato per molti mesi dell'aggressiva riduzione in corso dei costi marginali, dei miglioramenti tecnologici e delle politiche di *hedging* che hanno aiutato molti produttori ad affrontare il crollo delle quotazioni. Secondo un modello sviluppato dall'US Congressional Budget Office (CBO) il numero di trivelle attive (*rig count*) diminuirà sino a metà 2016, mentre la risposta graduale della produzione a una minore attività di perforazione dovrebbe alimentare un calo dell'*output di shale oil* sino a metà 2017. La diminuzione più rapida è attesa per metà 2016. Successivamente, la produzione di *shale oil* dovrebbe tornare ai massimi registrati nel 2015 entro il 2020 nonostante le inferiori quotazioni.

Secondo il CBO, escludendo significativi shock all'offerta, i prezzi del petrolio non dovrebbero scambiare per periodi prolungati al di fuori dell'intervallo di 33-73 dollari al barile nel corso dei prossimi 5 anni.

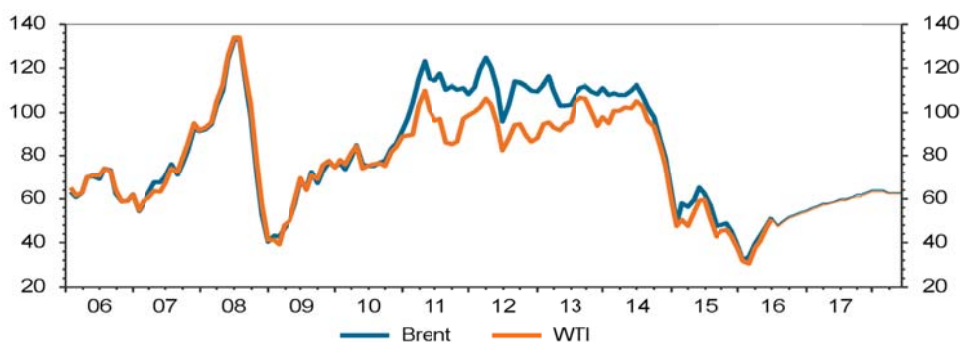
Le nostre previsioni

Nel nostro scenario di base ci attendiamo una correzione delle quotazioni nel breve periodo in un *range* di 45-50 dollari per il Brent. Infatti, a nostro avviso l'ottimismo che ha guidato i mercati è stato amplificato anche da interesse speculativo, come dimostrano le elevate posizioni nette lunghe in contratti future e opzioni monitorate dall'US Commodity Future Trading Commission. Il petrolio è quindi risalito troppo velocemente verso target importanti di prezzo, "dimenticandosi" delle elevate scorte e della transitorietà dei fattori che hanno accelerato il processo in corso di ribilanciamento. Di conseguenza, temiamo un ritracciamento guidato soprattutto da liquidazione di posizioni speculative (per presa di profitto e rotazione dei portafogli verso *asset class* valutate come potenzialmente più remunerative nei prossimi mesi).

Nel medio periodo, ci attendiamo che la conferma di un mercato del petrolio in ribilanciamento spinga ancora al rialzo le quotazioni, portando il Brent in media in un *range* di 50-55 dollari per nel 4° trimestre e attorno al livello di 60 dollari entro metà 2017.

Come principali rischi allo scenario ricordiamo nuove sorprese legate ai fondamentali di domanda e offerta, un dollaro più forte delle attese ed elevata volatilità legata a flussi speculativi, soprattutto pericolosi nella stagione estiva, complici i bassi volumi.

Petrolio Brent e WTI: prezzi storici e stime in USD/barile



Fonte: stime formulate da Intesa Sanpaolo. Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio Brent							
Al 20.06 2016	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2016	2017	2018
ICE BRENT	50.0	54.0	57.0	59.0	46.6	60.0	64.0
Median, Bloomberg	46.3	49.0	51.0	53.5	55.3	62.0	65.0
Forward Curve	50.1	51.1	51.7	52.3	45.9	52.4	54.2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI							
Al 20.06 2016	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2016	2017	2018
NYMEX WTI	49.3	53.3	56.4	58.4	45.5	59.4	63.5
Median, Bloomberg	45.0	48.5	50.5	52.1	42.0	54.0	60.0
Forward Curve	49.2	50.4	50.9	51.1	44.8	51.3	52.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: il compito della Fed si fa sempre più arduo

- La ripresa americana invecchia: al settimo anno di vita, è fra le più lunghe del secondo dopoguerra (media: 58 mesi). **I segni della maturità, anche se nascosti dalle caratteristiche peculiari di questo ciclo, cominciano a vedersi:** rallentamento (fisiologico) della dinamica occupazionale, chiusura dell'*output* e dell'*employment gap*, e più diffusa ripresa dell'inflazione e dei salari. Queste caratteristiche sono in fase iniziale, ma a nostro avviso consolidate. In un contesto di maturazione del ciclo, il compito della Banca centrale si farà ancora più difficile, per i possibili conflitti fra i due obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi. Veniamo da anni di preoccupazioni per l'inflazione troppo bassa e c'è la ragionevole convinzione che la Banca centrale sia disposta a tollerare un *overshooting* dei prezzi. Tuttavia il mix di stabilizzazione della crescita intorno al potenziale, contenuta dinamica della produttività e riduzione delle risorse inutilizzate **modificano il contesto generale di azione della Fed nel 2017** e rendono le previsioni sempre più volatili e dipendenti dall'evoluzione dei dati. L'esito del referendum inglese altera le condizioni per la Fed: instabilità e incertezza, economica, finanziaria e politica, puntano a un ulteriore aumento di cautela da parte della banca centrale.
- Il nostro **scenario centrale rimane moderatamente positivo**, con una previsione di **crescita intorno al 2%** nel prossimo biennio (1,9% nel 2016, 2,3% nel 2017), trainata da consumi e investimenti residenziali, con un graduale miglioramento atteso per gli investimenti fissi non residenziali, legato alla ripresa del prezzo del petrolio. **L'inflazione probabilmente sforerà l'obiettivo del 2% entro fine anno**; con gli indici *core* intorno al 2% nel 2016-17. Nei prossimi mesi il focus dei mercati si sposterà maggiormente sulle **elezioni di novembre**. Sottolineiamo che la scelta del nuovo Presidente sarà cruciale soprattutto per la politica estera, mentre per la determinazione della politica fiscale domestica sarà più rilevante la **composizione del Congresso**. Attualmente la previsione è di mantenimento della divisione fra Camera (repubblicana) e Senato (democratico), con l'implicazione di almeno un altro biennio di quasi-stallo e di modesta espansione del deficit nel 2016-17.
- **1. Scenario macroeconomico.** Dopo l'ormai consueto rallentamento di inizio anno, la crescita del PIL si sta riprendendo nel 2° trimestre, e dovrebbe attestarsi vicino al 3%. La crescita nel 2° semestre dovrebbe essere spinta da tutte le componenti della domanda domestica privata ed essere poco sopra il 2% t/t ann.
- **Consumi.** I fondamentali dei consumi restano positivi e coerenti con **espansione intorno al 2,5% nel 2016-17**. Reddito da lavoro in crescita, ricchezza netta e risparmio in rialzo, fiducia nella disponibilità di posti di lavoro sostengono congiuntamente la dinamica della spesa personale. Il "bonus benzina" incassato nel 2014-15 è stato speso solo in parte: l'aumento del risparmio (da 4,8% medio nel 2014 a 5,6% medio nei primi 4 mesi del 2016) permetterà di affrontare senza gravi traumi la transizione verso livelli del prezzo della benzina più elevati rispetto ai minimi di inizio 2016. **I consumi sono previsti in aumento di 2,5% nel 2016-17.**
- Il **mercato del lavoro** dovrebbe proseguire su un sentiero positivo, ma più moderato rispetto all'ultimo anno e mezzo. La crescita degli **occupati** dovrebbe assestarsi su ritmi vicini a 100-120 mila posti mensili, ancora in linea con un probabile ulteriore calo del tasso di disoccupazione. Un rallentamento della dinamica occupazionale è una condizione necessaria per la sopravvivenza della ripresa: aumenti di occupati intorno a 2% a/a hanno depresso la **produttività** su livelli insostenibili per le imprese. L'input lavoro dovrebbe essere modificato più attraverso le ore che attraverso il numero di occupati. La riduzione delle risorse inutilizzate dovrebbe consolidare il **trend verso l'alto della dinamica salariale**. **Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere al 4,6%.**
- **Investimenti fissi non residenziali.** Questo è stato l'anello debole della domanda da fine 2015, con contrazioni causate dall'estrattivo, ma il peggio dovrebbe essere alle spalle. Il rimbalzo del prezzo del petrolio dai minimi di febbraio è un'indicazione di probabile svolta nell'estrattivo: si è già visto un rialzo delle trivelle in attività a fine maggio, il primo da settembre 2015, dai minimi di inizio giugno (su livelli circa dimezzati). Anche gli **utili delle imprese** nel 1° trimestre

Giovanna Mossetti

Ciclo maturo: crescita vicina al 2%, inflazione in rialzo

Consumi sostenuti sempre da fondamentali solidi: reddito da lavoro ed effetto ricchezza

Mercato del lavoro verso una normalizzazione della dinamica occupazionale: aumenti mensili medi degli occupati fra 100 e 120 mila

Investimenti fissi non residenziali: l'anello debole della crescita dovrebbe rafforzarsi con la svolta del comparto energetico

hanno finalmente mostrato un modesto incremento, aiutato dal deprezzamento del dollaro. **Gli investimenti non residenziali restano il principale fattore di rischio per lo scenario domestico del 2° semestre.** La crescita prevista è di -0,5% nel 2016 e +3,7% nel 2017.

- **Investimenti residenziali.** La spesa nel settore continuerà a contribuire positivamente al PIL. Gli investimenti nel settore dovrebbero aumentare dell'11% nel 2016 e del 7,1% nel 2017.
- **Inflazione.** Nell'ultimo anno, l'inflazione ha preoccupato per i rischi di eccessiva disinflazione. Il timore di un livello di inflazione persistentemente al di sotto dell'obiettivo è rimasto come rischio esplicito ancora alla riunione di aprile. Dollaro e petrolio hanno sottratto circa 0,9pp dall'inflazione *core* nel 2015; nel 2016 questi effetti di freno verranno meno (e per il petrolio si capovolgeranno), mentre la riduzione di risorse inutilizzate dovrebbe continuare a spingere verso l'alto i prezzi dei servizi. Infine, la bassa crescita della produttività e il trend verso l'alto del costo del lavoro per unità di prodotto sono altri indicatori coerenti con una ripresa della dinamica inflazionistica. Le aspettative di inflazione restano un elemento di incertezza: le aspettative misurate dalle indagini e dai prezzi dei TIPS sono risalite da inizio anno, ma segnalano un'inflazione al di sotto del 2% su orizzonti medio-lunghi.

Inflazione: verso il 2%, e oltre

2. Politica monetaria. Il FOMC mantiene una valutazione generalmente positiva dell'economia ma rileva un nuovo aumento di incertezza. I timori sul mercato del lavoro potrebbero risolversi con 1-2 mesi di dati, ma le conseguenze del referendum inglese saranno più difficili da valutare. Gli effetti duraturi sul cambio, sull'evoluzione del commercio estero e sulla crescita mondiale saranno incerti ancora per mesi. A giugno il FOMC ha lasciato i tassi fermi, ma ha modificato il sentiero dei tassi nel medio lungo termine, con un nuovo spostamento verso il basso delle proiezioni nel 2017-18 e una riduzione di 25pb per il livello del tasso di più lungo termine (v. tabella). Yellen ha citato la "nuova normalità", che include crescita bassa per PIL e produttività, inflazione poco reattiva e incertezza. In questo quadro, la dipendenza della politica monetaria dai dati è totale: **la Fed è impegnata a seguire, piuttosto che a prevenire.** Manteniamo la previsione che, se pure molto gradualmente, i tassi USA proseguano su un sentiero al rialzo, giustificato dalla chiusura dell'output gap e dall'aumento dell'inflazione. Se i dati del mercato del lavoro e della crescita saranno incondizionatamente positivi nel prossimo mese, un rialzo a luglio è, come ha detto Yellen, "non impossibile", ma la barra è alta dopo il voto inglese. Se il prossimo rialzo sarà a settembre, allora è probabile che la mossa successiva sia a inizio 2017. Al momento lo scenario entrante sembra essere di due rialzi all'anno nel 2017-18, ma le previsioni sono straordinariamente incerte e l'unica garanzia è la volatilità.

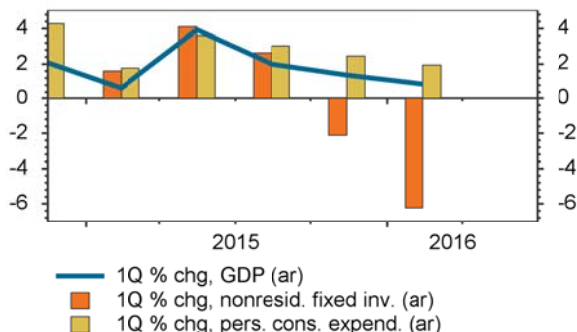
Politica monetaria totalmente dipendente dai dati

Cos'è la "nuova normalità"?

Previsioni macro	2015			2016			2017				
	2015	2016	2017	2015		2016			2017		
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996, a/a)	2.4	1.9	2.3	2.1	2.0	2.0	1.7	1.7	2.0	2.3	2.2
- trim./trim. annualizzato				2.0	1.4	0.8	2.6	2.2	2.3	2.3	2.2
Consumi privati	3.1	2.5	2.5	3.0	2.4	1.9	2.7	2.4	2.7	2.6	2.2
IFL - privati non residenziali	2.8	-0.5	3.7	2.6	-2.1	-6.2	1.5	3.1	3.8	3.5	4.4
IFL - privati residenziali	8.9	11.0	7.1	8.2	10.1	17.2	9.8	8.2	6.2	6.2	8.1
Consumi e inv. pubblici	0.7	1.0	0.5	1.8	0.1	1.2	0.7	0.7	0.7	0.3	0.3
Esportazioni	1.1	0.5	3.8	0.7	-2.0	-2.0	2.6	2.8	3.0	4.5	4.1
Importazioni	4.9	1.8	3.8	2.3	-0.7	-0.2	4.1	3.8	4.0	3.5	3.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.7	-2.7	-2.4	-2.9	-2.8	-3.0	-2.7	-2.6	-2.6	-2.6	-2.4
Deficit Federale (% PIL)	-3.5	-3.4	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	125.4	125.6	123.7								
CPI (a/a)	0.1	1.2	2.2	0.1	0.4	1.1	1.2	1.5	0.9	1.4	2.1
Produzione Industriale (a/a)	0.3	0.0	3.0	1.5	-3.4	-1.5	1.5	4.0	3.1	2.5	3.5
Disoccupazione (%)	5.3	4.8	4.6	5.2	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6
Federal Funds (%)	0.26	0.63	1.25	0.25	0.29	0.50	0.50	0.68	0.83	1.00	1.25
Cambio effettivo (1973=100)	91.1	91.3	88.3	91.7	93.1	93.2	89.5	91.5	91.1	89.7	88.6

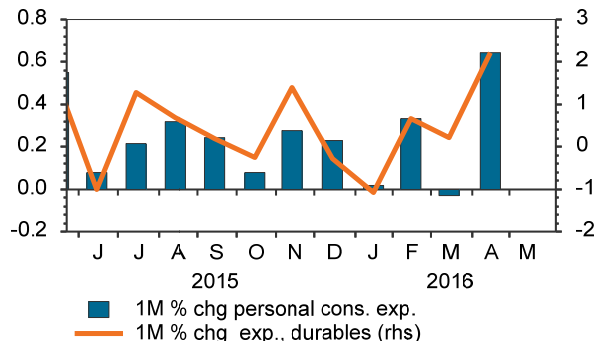
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – PIL: in attesa del rimbalzo



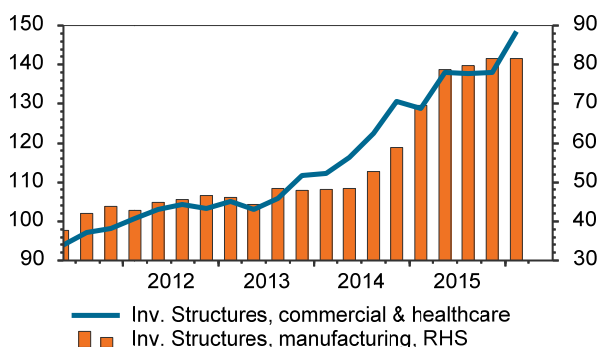
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - Consumi in ripresa nel 2° trimestre



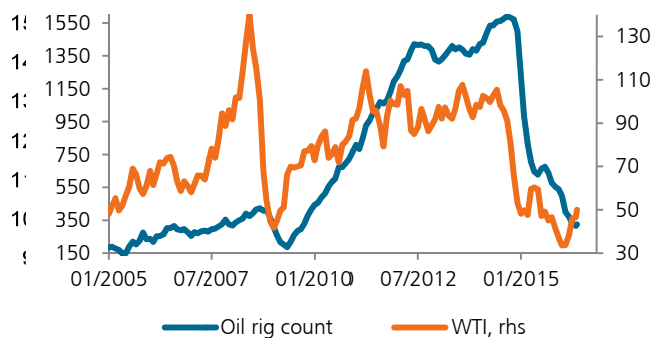
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - Gli investimenti non residenziali crescono al di fuori dell'estraattivo



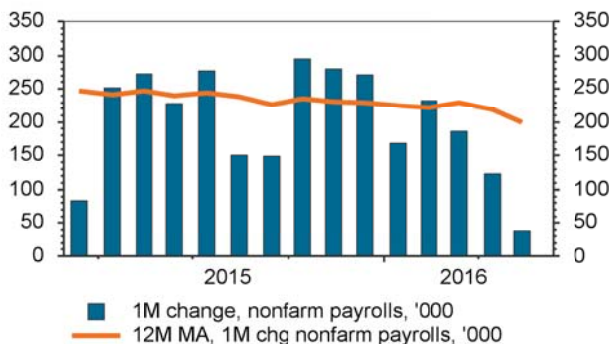
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La svolta del petrolio punta a un rialzo dell'estraattivo



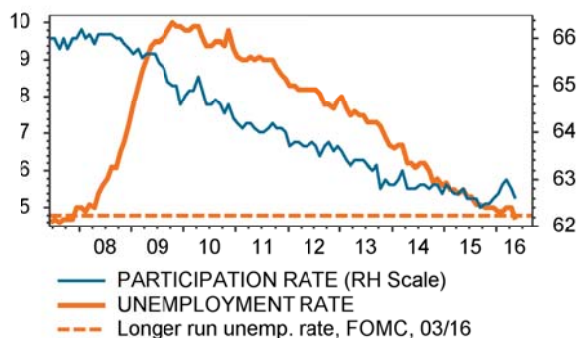
Fonte: Bloomberg

Fig. 5 – Nuovi occupati: rallentamento fisiologico, ma eccessivo a maggio



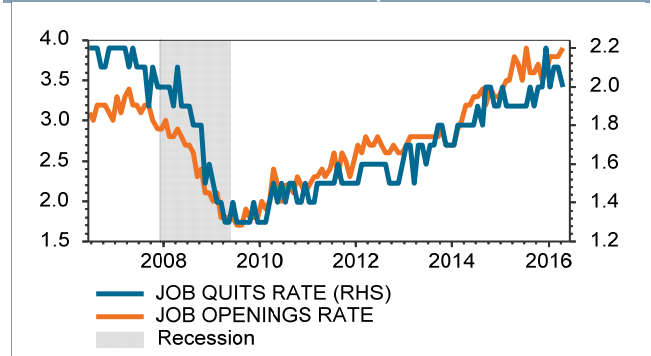
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Risorse inutilizzate in esaurimento



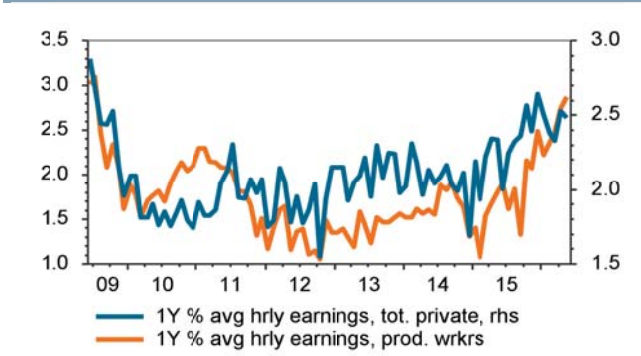
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



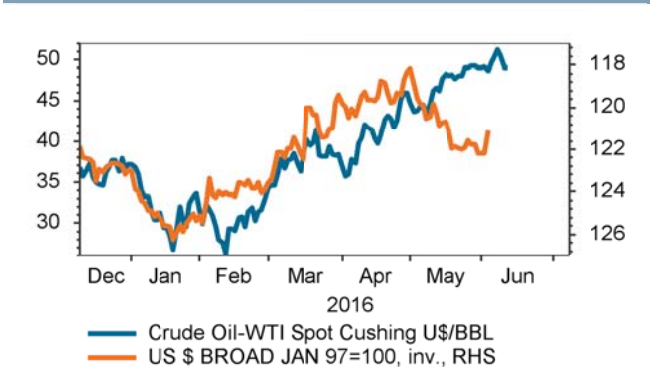
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



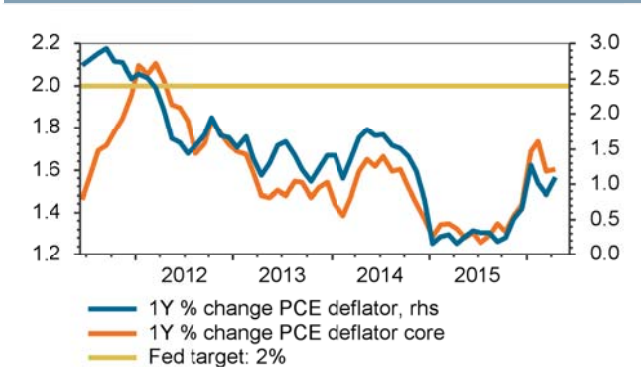
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Le variabili esogene ora spingono l'inflazione verso l'alto



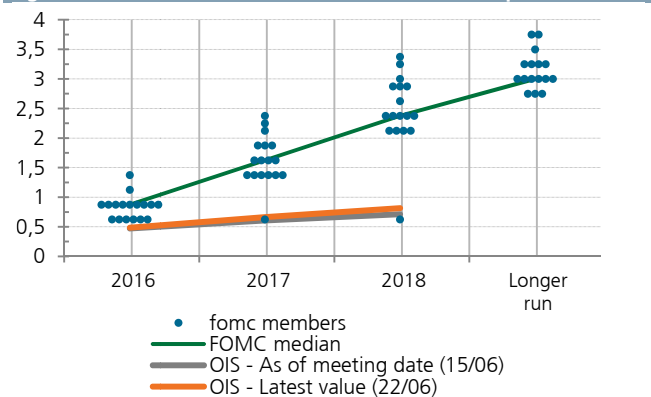
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – L'inflazione non è così lontana dal 2%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, dati al 23.06.2016

Proiezioni macroeconomiche Fed – giugno 2016

Variabile	Mediana			
	2016	2017	2018	Lungo term.
PIL reale	2.0	2.0	2.0	2.0
proiezione marzo	2.2	2.1	2.0	2.0
Tasso di disoccupazione	4.7	4.6	4.6	4.8
proiezione marzo	4.7	4.6	4.5	4.8
Deflatore consumi	1.4	1.9	2.0	2.0
proiezione marzo	1.2	1.9	2.0	2.0
Deflatore consumi core	1.7	1.9	2.0	
proiezione marzo	1.6	1.8	2.0	
<i>per memoria:</i>				
Proiezioni Sentiero dei tassi appropriato				
Tasso fed funds	0.9	1.6	2.4	3.0
proiezione marzo	0.9	1.9	3.0	3.5

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

Area euro - la crescita è domestica, il rischio è soprattutto politico

Anna Maria Grimaldi

- La fase di moderata espansione dell'economia area euro dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi. Il ritmo di crescita è atteso intorno a 0,4% t/t a trimestre, dopo il +0,6%/t di inizio anno gonfiato da effetti di calendario e climatici inusuali. Il supporto alla crescita riteniamo verrà dalla domanda interna, che viaggerà ancora a ritmi pre-crisi, sostenuta dai passati cali del prezzo del greggio, deprezzamento del cambio e condizioni finanziarie ampiamente espansive.
- Nelle nostre stime, il PIL crescerà dell'1,7% quest'anno dall'1,6% del 2015 e potrebbe rallentare nel 2017 (1,6%), dal momento che le spinte esogene da petrolio e cambio si vanno affievolendo. La crescita acquisterà velocità principalmente in Italia (1,1% nel 2016 e 1,4% nel 2017 da 0,6% del 2015) e Francia (1,5% nel 2016 e 1,7% nel 2017 da 1,2% del 2015), è attesa stabile in Germania intorno all' 1,7% in media. Il picco è, invece, alle spalle in Spagna e Olanda che pur continueranno a crescere sopra il potenziale.
- I rischi per lo scenario sono ancora verso il basso e derivano dall'incertezza sul quadro globale, da un aumento più brusco delle attese del prezzo del greggio, da una nuova fase di turbolenza sui mercati finanziari. Ma il principale rischio rimane politico. La deriva populista continua, come segnala il recente voto in Spagna. Nei prossimi mesi vi sono una serie di test importanti: elezioni federali in Germania (settembre), il referendum sulla riforma costituzionale in Italia (ottobre). Nel 2017, rinnoveranno i Parlamenti Olanda (marzo) Francia (primavera) e Germania (agosto) e ovunque vi è il rischio di ulteriori spostamenti verso posizioni anti euro.
- La politica fiscale offrirà un supporto assai contenuto alla crescita nel 2016-17 (0,2% del PIL). Ma è probabile che nel delicato scenario geopolitico attuale la Commissione accordi nei fatti la massima flessibilità possibile nella gestione delle finanze pubbliche.
- La risalita dell'inflazione verso l'1,4% nel 2017 sarà aiutata solo in parte dal rialzo del prezzo del greggio. Il focus sarà ancora sulla risposta dei prezzi *core* al recupero della domanda interna. I rischi di effetti di seconda battuta non sono trascurabili.
- La BCE è in una fase di "paziente" attesa, per verificare l'evoluzione dei rischi politici di breve termine e l'impatto delle misure appena avviate su crescita e inflazione, ma mantiene un forte orientamento accomodante. Nuove misure non sono da escludere ma sono ancora dipendenti dall'evoluzione dei dati e delle condizioni finanziarie domestiche e globali. Difficilmente si vedranno annunci prima di settembre.

Previsioni	2015			2016			2017				
	2015	2016	2017	2015		2016			2017		
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
- t/t				0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
Consumi privati	1.7	1.8	1.7	0.5	0.3	0.6	0.3	0.5	0.4	0.5	0.4
Investimenti fissi	2.7	3.0	2.8	0.5	1.4	0.8	0.6	0.5	0.6	0.9	0.8
Consumi pubblici	1.3	1.6	1.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2
Esportazioni	5.1	2.8	3.9	0.4	0.7	0.4	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0
Importazioni	5.9	4.2	5.3	1.3	1.4	0.7	0.9	1.1	1.5	1.6	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	3.2	2.8	2.0	3.2	3.2	2.8	3.3	2.7	2.7	2.0	2.4
Deficit pubblico (% PIL)	-2.1	-2.1	-1.9								
Debito pubblico (% PIL)	92.9	92.7	92.2								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.0	0.3	1.4	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.4	1.0	1.5	1.6
Produzione industriale (a/a)	1.5	2.0	1.8	0.4	0.4	1.0	0.5	0.4	0.0	0.2	0.9
Disoccupazione (ILO, %)	10.9	10.1	9.4	10.7	10.5	10.3	10.2	10.0	9.8	9.6	9.5
Euribor 3 mesi	-0.02	-0.28	-0.33	-0.03	-0.09	-0.19	-0.26	-0.33	-0.34	-0.34	-0.33
EUR/USD	1.11	1.11	1.15	1.11	1.10	1.10	1.13	1.09	1.10	1.13	1.14

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

La ripresa continua a ritmo moderato

Nonostante il rallentamento del commercio internazionale e la turbolenza sui mercati finanziari, la crescita del PIL è accelerata più del previsto a inizio 2016 (0,6% t/t dopo 0,4% t/t di fine 2015), in parte per effetto di fattori di calendario inusuali e del clima eccezionalmente mite che ha spinto l'output nelle costruzioni, in particolare in Germania. Le indagini congiunturali hanno seguito un movimento altalenante tra febbraio e giugno ma nel complesso sono coerenti con una dinamica congiunturale più moderata (0,4% t/t) nei mesi centrali dell'anno (v. fig.1). La produzione industriale dovrebbe crescere di 0,5% t/t nel T2 dopo il +1,0% t/t del primo trimestre. Le indicazioni per il comparto manifatturiero sono di stabilizzazione dell'attività su ritmi di crescita piuttosto fiacchi (v. fig. 3). Del resto le esportazioni verso paesi al di fuori della zona euro hanno recuperato da inizio anno, ma le prospettive restano incerte e le attese sull'export generalmente deboli (v. figg. 3 & 4). I servizi e il commercio al dettaglio dovrebbero continuare a contribuire in misura preponderante alla crescita, perché sostenuti dalla dinamica della domanda interna. Tuttavia, le indagini di fiducia suggeriscono che il picco potrebbe essere alle spalle.

Nel nostro scenario centrale, il PIL è atteso in crescita dell'1,7% nel 2016, un decimo più forte che nelle nostre stime di marzo. Nel 2017, la crescita è vista all'1,6%, dal momento che il supporto da fattori esogeni riteniamo si affievolirà. Ci aspettiamo, difatti, **un rialzo del prezzo del petrolio di circa il 10%**. Nel complesso, l'effetto di supporto dal prezzo del petrolio dovrebbe ridursi dallo 0,5% del 2016 allo 0,2%, dal momento che i cali del 2015-inizio 2016 saranno in parte controbilanciati dai rialzi attesi da qui a fine 2017.

L'apprezzamento del cambio effettivo dell'euro nell'ultimo anno è stato del 5%, da qui a fine 2017 il nostro scenario centrale assume una stabilizzazione o un ulteriore lieve aumento dell'1%. Ma l'apprezzamento recente potrebbe sottrarre circa uno 0,2-0,3% alla crescita del PIL da inizio 2017, considerato l'usuale ritardo di trasmissione.

La **domanda estera rivolta alla zona euro è attesa recuperare al +3,8% dal + 1,9% del 2016**. Ci aspettiamo, in particolare, una stabilizzazione della domanda dagli emergenti dopo il calo del 2016 in parte sul recupero dell'export verso Brasile, Russia ed Europa dell'Est. Le esportazioni euro zona verso i paesi OPEC dovrebbero offrire un contributo all'incirca nullo nel 2017 dopo il calo previsto per quest'anno. Le esportazioni verso i paesi avanzati potrebbero contribuire meno rispetto a quest'anno.

La crescita sarà ancora sostenuta dalle **politiche BCE** annunciate tra dicembre e marzo. Nel nostro scenario centrale abbiamo ipotizzato che la BCE non modifichi ulteriormente lo stimolo monetario sull'orizzonte di previsione e manteniamo l'impatto della politica monetaria sulla crescita del PIL Eurozona a +0,5% quest'anno e il prossimo come da stime della stessa BCE (Praet discorso del 7 aprile 2016). Ma l'impatto potrebbe essere più ampio se le TLTRO II dovessero effettivamente accelerare la dinamica del credito. Le operazioni TLTRO II hanno già avuto un effetto importante sulle condizioni di finanziamento delle banche e ridotto la sfiducia sulla solidità del settore bancario. La prima delle quattro aste ha visto una richiesta per 399 miliardi che al netto dei 368 rimborsati dalle prime TLTRO (su 425 miliardi totali) implica un'immissione netta di liquidità per soli 31 miliardi di euro.

La politica monetaria espansiva troverà supporto limitato in altri interventi di politica economica, nonostante i continui appelli da parte dei membri del Consiglio BCE. **La politica fiscale sarà, difatti, solo moderatamente espansiva nella media area euro**. La flessibilità concessa da Bruxelles, in parte per fronteggiare il forte afflusso di rifugiati consentirà un allentamento del saldo strutturale di 0,3% del PIL nel 2016. Si tratta, comunque, di un cambio di marcia rispetto al 2011-14 quando la correzione fiscale è stata in media dell'1,0% di PIL all'anno. Non

escludiamo che ex-post l'andamento dei saldi di bilancio strutturali 2016 possa essere più ampio rispetto alle stime della Commissione, in parte per arginare la deriva verso posizioni populiste e la mancanza di governi di maggioranza in Spagna e Portogallo.

Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà ancora trainata dalla dinamica della domanda interna, mentre il commercio estero dovrebbe sottrarre lo 0,5% alla crescita. Le esportazioni sono attese in crescita del 3,9% nel 2017 dopo il 2,8% del 2016, mentre le importazioni cresceranno del 5,3% il prossimo anno dal 4,2%. La domanda domestica è attesa accelerare al 2,0% dall'1,7% del 2015. I **consumi delle famiglie** sono stati il principale motore di crescita nel 2015 e sono attesi ancora in crescita allo stesso ritmo dello scorso anno 1,7-1,8%, anche se da metà 2017 è probabile che si veda un rallentamento verso l'1,3%, per effetto dell'erosione di potere d'acquisto associato al rincaro del prezzo del greggio e rialzo dell'inflazione all'1,4% dal +0,3% di quest'anno. La dinamica dei consumi continuerà ad essere sostenuta da condizioni finanziarie e al credito più espansive, dal graduale miglioramento della dinamica occupazionale (+1,0% nel 2016 da 0,8% nel 2015) e da una crescita dei salari negoziali dell'1,6% dopo il +2,3%⁴ del 2015 (v. fig. 8). Il **tasso di risparmio potrebbe calare al 9,8% dal 10,1% del 2015**.

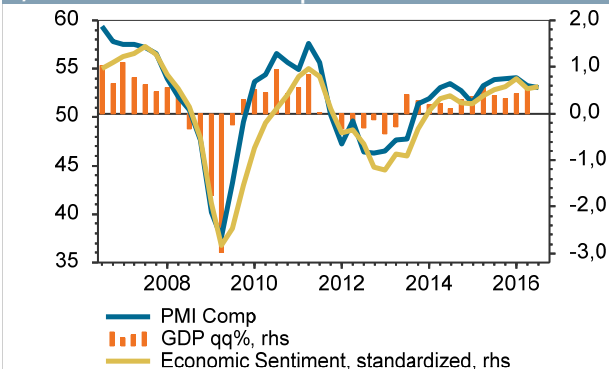
Gli **investimenti in macchinari** sono cresciuti dell'1,0% a inizio anno dopo il +1,6% di fine 2015. L'elevato utilizzo della capacità produttiva (v. fig. 9) e condizioni al credito ampiamente espansive (v. fig. 10) nonché il calo del costo di finanziamento per le imprese, il miglioramento dei mezzi propri, la crescita dei profitti nella seconda metà del 2015 dovrebbero sostenere **un ciclo di capex più vivace dal 2° trimestre di quest'anno**. Tuttavia, manteniamo ancora una previsione di crescita media a trimestre di 0,9% t/t. L'indagine trimestrale della Commissione ad aprile mostrava revisioni al ribasso ai piani di spesa e indicava che le imprese avrebbero aumentato gli investimenti di sostituzione nel 2016 ma non quelli di ampliamento (v. fig. 10). E' possibile che l'incertezza geopolitica freni gli investimenti di ampliamento anche nei prossimi mesi. Il nostro indicatore sulla **spesa in costruzioni**⁵ **suggerisce un'accelerazione della dinamica trimestrale anche in Primavera** (v. fig. 11). Gli investimenti in costruzioni sono visti in crescita in media del 2,2% nel 2016 (per effetto della forte entrata nell'anno) e dell'1,6% nel 2017.

I rischi per lo scenario sono ancora verso il basso e sono per lo più di natura politica. I rischi dallo scenario internazionale sono altresì diminuiti sia pure marginalmente rispetto a tre mesi fa dati i segnali di stabilizzazione del commercio internazionale. Rimane elevato il rischio geopolitico internazionale e negli ultimi mesi è aumentato il rischio politico interno alla zona euro. A questo punto, non è affatto scontato che in Spagna i negoziati portino alla formazione di un esecutivo in tempi rapidi, nonostante i popolari abbiano recuperato 17 seggi rispetto a dicembre. Seguono in calendario nei prossimi mesi una serie di appuntamenti importanti a cominciare dalle elezioni federali in Germania di settembre che faranno luce su quanto l'AfD continua ad aver presa sull'elettorato dopo gli accordi con la Turchia per la gestione dei rifugiati. Seguirà il referendum sulla riforma costituzionale in Italia. Seguiranno le elezioni politiche in Olanda a marzo 2017 e i sondaggi recenti mostrano un aumento dei consensi fino al 37% per il partito per la libertà PVV, un movimento populista di estrema destra ed euro scettico. Seguiranno le elezioni in Francia in Primavera, ma il rischio di deriva verso il Front National dovrebbe essere contenuto, almeno al secondo turno, stando ai sondaggi. In Germania, se non dovesse fermarsi l'avanzata dell'AfD, la formazione delle alleanze di governo rischia di divenire più complessa.

⁴ Per il momento, l'accelerazione dei salari negoziali è spiegata quasi interamente dalla Germania.

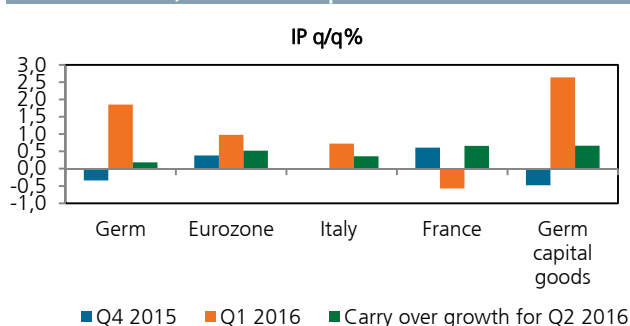
⁵ Si veda il *Weekly Economic Monitor* del 20.05.2016

Fig. 1 – Indagini di fiducia coerenti con una crescita del PIL di 0,4% t/t nei mesi centrali di quest'anno



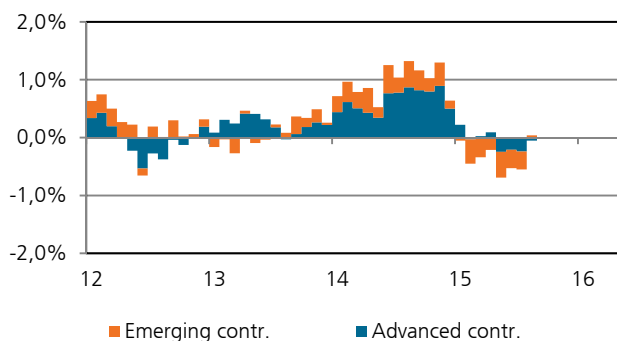
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – I dati di produzione industriale di aprile suggeriscono una crescita di 0,5% t/t dell'output nel 2° trimestre



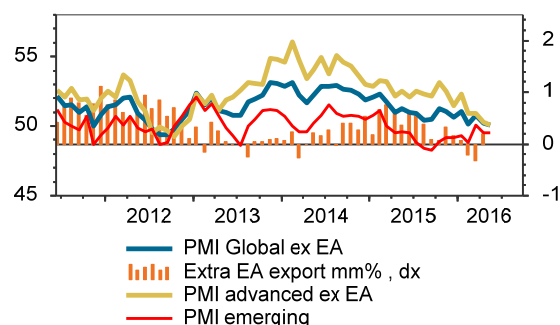
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La domanda dagli emergenti non frena più l'export ma il contributo in prospettiva sarà modesto



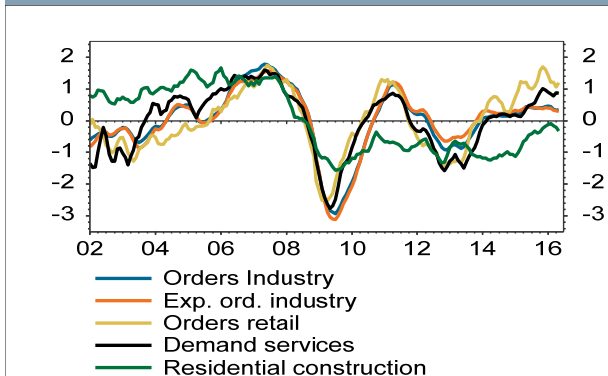
Nota: contributi alla crescita dell'export totale t/t%. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Le prospettive per il commercio estero nei prossimi mesi rimangono poco incoraggianti



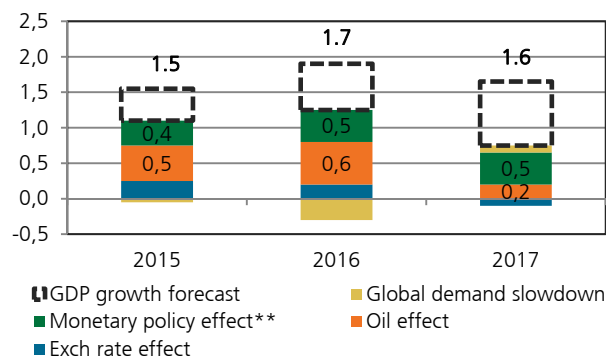
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La crescita dell'Eurozona rimarrà solida, grazie alla spinta da servizi, commercio al dettaglio e alla ripresa delle costruzioni residenziali



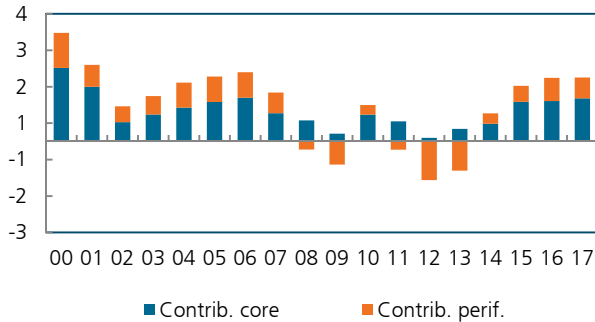
Nota: contributi alla crescita dell'export totale t/t%. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – L'effetto dei venti esogeni (petrolio e cambio) si affievolirà nel 2017



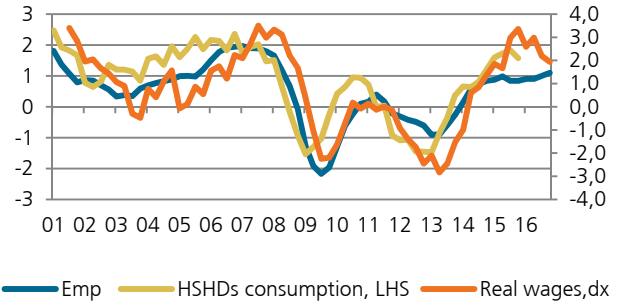
Nota: effetto della QE sulla crescita 1,5% in 3 anni (Praet, 7 aprile 2016) Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – I consumi delle famiglie avanzano a ritmi pre-crisi, grazie ai passati cali del prezzo del greggio e misure BCE ampiamente espansive



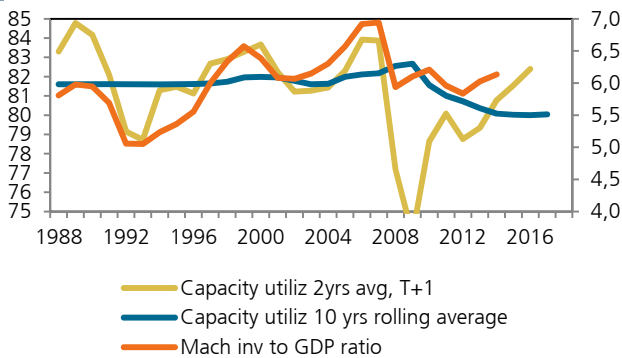
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Salari e occupazione stanno facendo da supporto



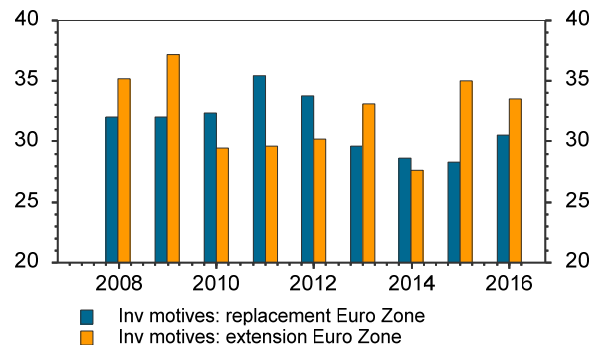
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Verso un ciclo di investimenti più vivace? Capacità produttiva al di sopra della media degli ultimi 10 anni suggerisce un'accelerazione al 6,5%



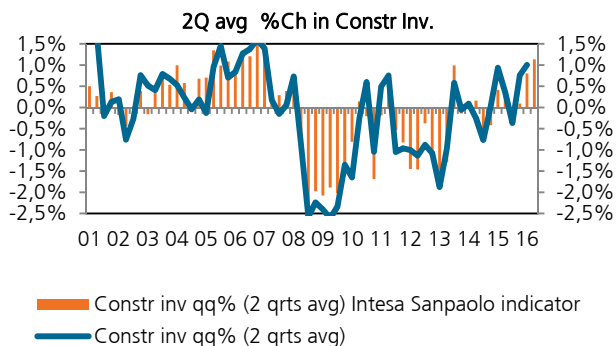
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – L'indagine della Commissione di aprile segnalava un aumento della spesa per sostituzione più che per ampliamento



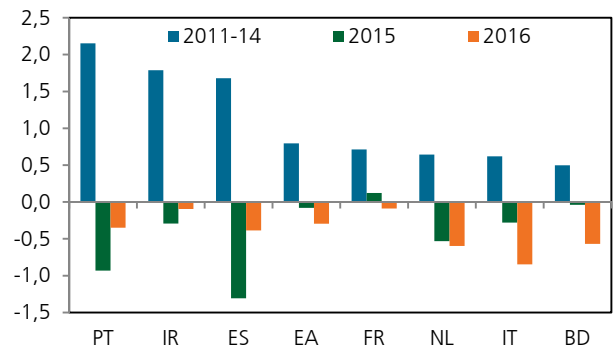
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Investimenti in costruzioni: il nostro indicatore suggerisce una tenuta delle costruzioni anche nei mesi primaverili



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – La politica fiscale sarà solo marginalmente espansiva nel 2016. Il 2017 è ancora da definire



Fonte: Commissione UE (AMECO maggio 2016) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: il minimo alle spalle, ma il rialzo resta incerto e modesto

Rispetto a tre mesi fa abbiamo rivisto marginalmente al rialzo le previsioni di inflazione area euro di un decimo a 0,3% nel 2016 e a 1,4% nel 2017. L'inflazione è attesa rimanere lontana dal target BCE anche nel 2018, quando ci aspettiamo un aumento all'1,6% (v. fig. 1). Il minimo per la dinamica dei prezzi al consumo sembra essere alle spalle. Il prezzo del petrolio ha svoltato a marzo e il recente trend dovrebbe essere confermato sull'orizzonte di previsione. In media, abbiamo ipotizzato un prezzo del petrolio a 52 dollari nel 2017, da 46 dollari quest'anno. Il rincaro del prezzo del greggio sarà in parte smorzato dall'apprezzamento del cambio euro del 4%. L'energia potrebbe tornare ad offrire un contributo positivo alla dinamica dell'inflazione *headline* solo dal 2017, dato l'effetto di confronto annuale ancora fortemente negativo fino fine 2016 (v. Fig. 4), e considerato l'usuale ritardo con cui un aumento del prezzo del greggio si trasmette ai prezzi al consumo⁶. Quel che conta per valutare le prospettive per la dinamica dei prezzi e l'efficacia delle misure BCE non è tanto quanto si muove l'inflazione *headline* in risposta a un aumento del prezzo del greggio, ma quanto e se risalirà la dinamica dell'inflazione *core*. Da inizio 2014, l'inflazione si è mossa intorno a 0,9%. La **mediana calcolata su diverse misure di inflazione *core* è salita di solo due decimi a 0,7% da un minimo di 0,5% a inizio 2015** (v. Fig. 5). I segnali di svolta per i prezzi *core* sono modesti e ancora assai preliminari. **L'inflazione *core* sembra aver toccato un minimo nella periferia dell'area euro.** I prezzi dei servizi non energetici, tipicamente più legati alla dinamica della domanda interna (v. Figg. 7 e 8), sono accelerati, ma rimangono comunque sui minimi storici. In prospettiva, un aumento dell'inflazione sottostante dipende ancora dalla chiusura dell'eccesso di offerta ovvero da un'accelerazione della domanda interna. Con stime di crescita per il 2017-18 poco più forti rispetto a quest'anno, **l'*output gap* è atteso rimanere negativo sino a fine 2017**, anche nelle previsioni di primavera della Commissione. **Il contributo dal minor eccesso di offerta dovrebbe essere al più di 0,2% su due anni**⁷. Inoltre, per il momento, le pressioni dalla dinamica del costo del lavoro unitario rimangono contenute. I salari negoziali sono accelerati al 2,1% a/a nel 1° trimestre (v. Fig. 10), ma l'aumento è concentrato in Germania e Francia. La dinamica del costo del lavoro rimarrà vicina a all'1,1% anche nel 2016-17. La produttività dovrebbe aumentare in media di 0,6% a/a all'anno, dal momento che gli occupati cresceranno meno del PIL.

I rischi per la dinamica inflazionistica rimangono ancora verso il basso e derivano da prospettive cicliche incerte, nonché da potenziali effetti di seconda battuta sulla dinamica di salari e prezzi interni, dal protratto calo del prezzo del greggio e da attese di inflazione di medio periodo ancora lontane dal target BCE. Il rialzo del prezzo del petrolio, fino ad ora, non ha avuto effetti sulle attese di inflazione di mercato (v. Fig.11). Così le misure BCE non hanno per ora spostato le stime dei previsori ufficiali (v. Fig.12). Non è scontato che un incremento più marcato del prezzo del petrolio spingerà la dinamica inflazionistica; il rincaro del greggio potrebbe pesare sulla crescita e, in particolare, sulla spesa per consumi delle famiglie, con effetti di freno per i prezzi *core*. Del resto, la BCE a giugno ha limato verso il basso le previsioni di inflazione *core*.

Anna Maria Grimaldi

Il minimo per l'inflazione dovrebbe essere alle spalle

L'inflazione *core* è salita solo marginalmente nonostante le misure BCE e la chiusura dell'*output gap*

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

Tab. 1 – Previsioni di inflazione per Paese

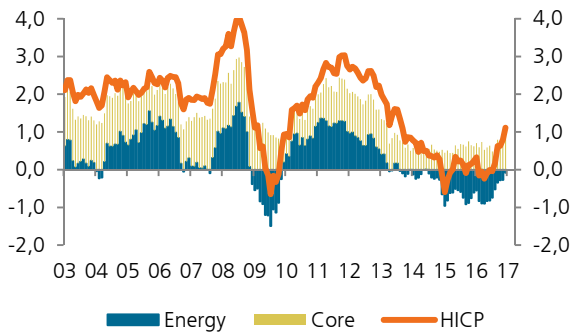
	GRC	CYP	IRL	ITA	FRA	ESP	EA	NLD	GER	FRA	PRT	MLT	AUT	BEL
2015	-1.1	-1.5	0.0	0.1	0.1	-0.6	0.0	0.2	0.1	0.1	0.5	1.2	0.7	0.6
2016e	-1.0	-1.5	0.2	0.0	0.5	-0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	1.0	1.3	1.4	1.9
2017e	-1.0	1.0	1.9	1.1	1.2	1.7	1.4	1.6	1.6	1.2	1.9	2.3	2.5	2.2
2018e	-0.9	1.1	1.9	1.1	1.2	1.7	1.5	1.5	1.6	1.2	1.9	2.4	2.5	2.2

Nota: e= stime Intesa Sanpaolo. Fonte: Eurostat

⁶ Le elasticità standard derivabili dai modelli BCE e Commissione Europea suggeriscono che l'effetto sulla dinamica dell'inflazione *headline* di un calo/aumento del prezzo del greggio del 5% è compreso tra 0,15% e 0,3% dopo quattro trimestri.

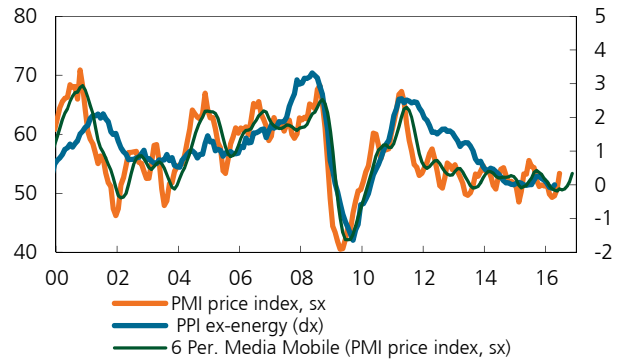
⁷ La nostra modellistica stima la variazione dell'inflazione *core* in funzione dell'*output gap* e dei ritardi della variazione dell'energia e del costo del lavoro.

Fig. 1 – Il minimo per l’inflazione dovrebbe essere alle spalle



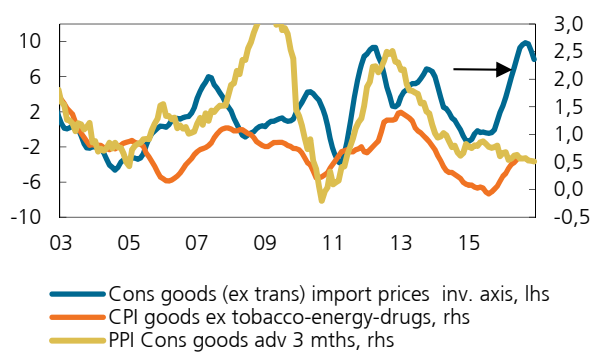
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Le pressioni ribassiste a monte della catena produttiva sembrano essersi stabilizzate



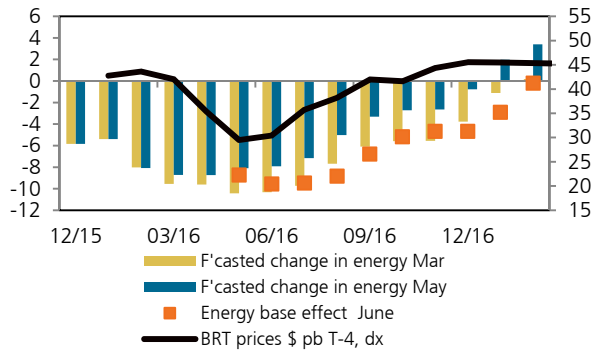
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Ma l’aumento dei prezzi all’import non sembra trasmettersi ai prezzi alla produzione e al consumo



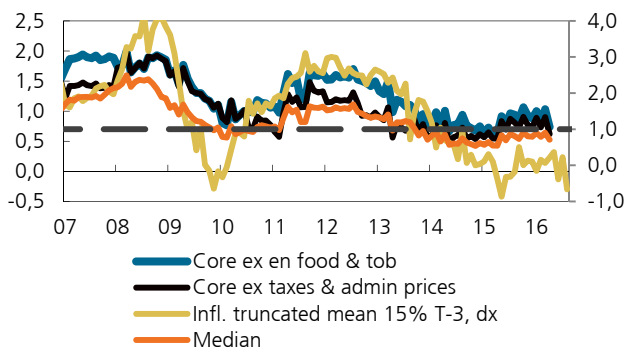
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Il minimo per il prezzo del greggio dovrebbe essere alle spalle, ma il contributo dall’energia rimarrà negativo a causa del forte effetto base sfavorevole



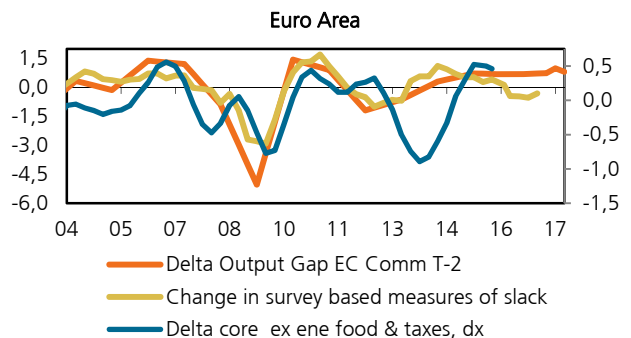
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Inflazione core: la mediana è risalita da un minimo di 0,5% a inizio 2015, a 0,7% ad aprile. Il calo della media troncata al 15% suggerisce che i rischi sono ancora verso il basso nel breve



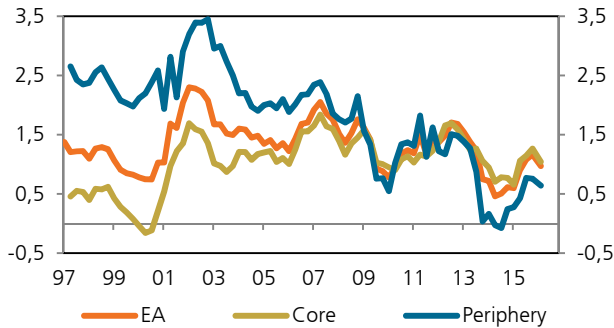
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – La risalita dell’inflazione core dipende da quanto rapidamente si chiuderà l’output gap



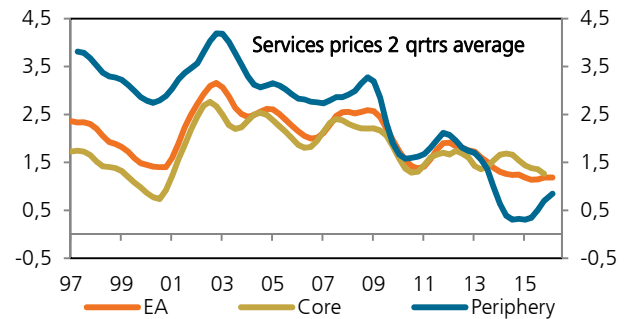
Nota: *Output gap* Commissione UE, variazione su anno precedente. Le misure di eccesso di offerta derivate dalle indagini si basano sulla domanda dall’indagine trimestrale della Commissione UE: “la domanda è un limite alla produzione?” per industria, costruzioni, servizi e commercio al dettaglio. Le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

Fig. 7 – Inflazione *core* al netto delle tasse: il minimo sembra essere alle spalle



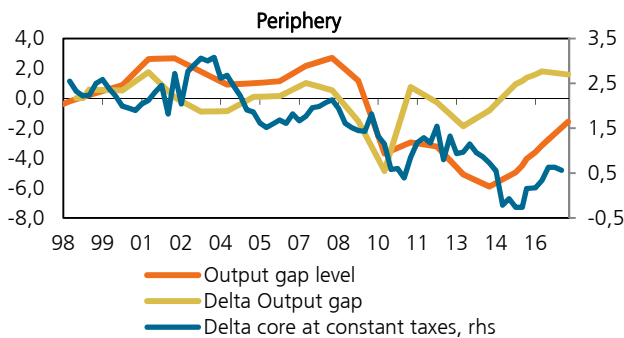
Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nell'IPCA Eurozona
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Il prezzo dei servizi, tipicamente più legato alla dinamica della domanda interna, ha svoltato nella periferia



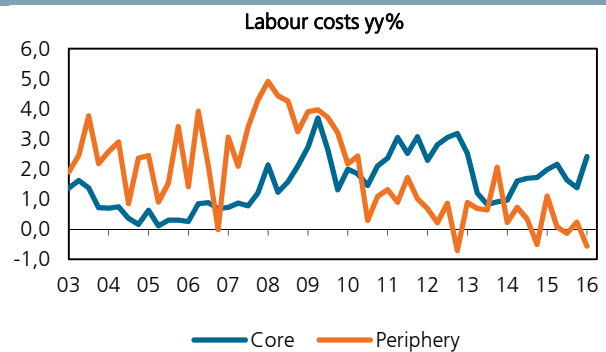
Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nell'IPCA Eurozona
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



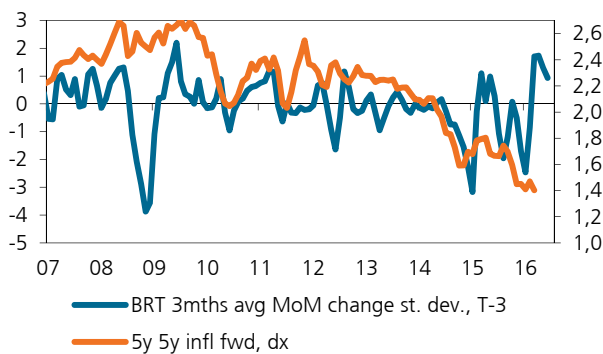
Nota: Periferia = ITA+SPA+GR+PT+IRL; Centro = GERM+FR+NL+BEL. I paesi sono aggregati con i pesi nel PIL Eurozona
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Il costo del lavoro è tornato a rallentare nella periferia a inizio 2016+



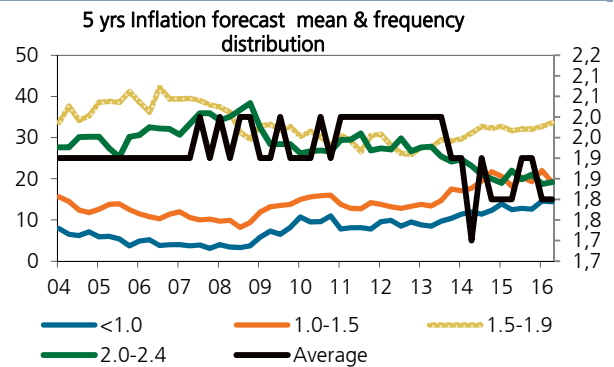
Nota: Periferia = Ita+Spa+ Pt+Irl; Centro = Germ+Fr+ Nl+ Bel. I paesi sono aggregati con i pesi nel PIL Eurozona
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Il rimbalzo del prezzo del greggio dovrebbe contribuire a stabilizzare le attese



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Attese di prezzo a lungo termine dall'indagine dei previsori BCE ferme all'1,8% nonostante le misure BCE



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Germania: il testimone della crescita è passato alla domanda interna

La Germania sembra finalmente avviata verso un modello di crescita meno incentrato sull'export e più sulla **dinamica della domanda interna**. La trasformazione è appena iniziata e ci vorrà del tempo perché si veda una riduzione significativa dell'eccessivo surplus di parte corrente (8,7% nel 2015), ma se tale cambiamento fosse confermato il Paese potrebbe finalmente contribuire al ribilanciamento degli squilibri all'interno dell'area euro. La Commissione UE raccomandava di utilizzare il margine dalla politica fiscale per potenziare gli investimenti pubblici in infrastrutture, istruzione e ricerca e sviluppo. **Le sfide per il prossimo biennio sono più di natura politica che economica**. La transizione verso le elezioni politiche, previste per fine estate 2017 (la prima data utile sarebbe dopo il 20 agosto), si prospetta piuttosto complessa. I populisti di destra dell'AfD, dopo il successo ottenuto lo scorso marzo, sono ormai presenti in 8 dei 16 Parlamenti dei Länder tedeschi e sono il terzo partito su scala nazionale, in testa ai Verdi. Se il successo dei populisti dell'AfD dovesse essere confermato nelle prossime elezioni sia regionali (settembre 2016⁸) che a livello nazionale a fine estate 2017, si complicherebbe decisamente la creazione di alleanze di governo in Germania. Il rischio è che anche il primo Paese europeo possa trovarsi in una *impasse* politica nel dopo-elezioni. Le scelte di politica economica e di politica estera per la Cancelliera non saranno per nulla facili. Non è scontato che una politica fiscale espansiva, potenzialmente positiva per l'economia, possa contribuire a spostare i consensi a favore della CDU.

Nonostante il rallentamento del commercio mondiale a fine 2015 e l'elevata incertezza che ha caratterizzato l'andamento dei mercati in apertura d'anno, il PIL tedesco è accelerato a 0,7% t/t dal +0,3% della seconda metà dello scorso anno. Il ritmo di crescita di inizio anno difficilmente si estenderà ai mesi primaverili, a causa sia di fattori di calendario inusuali sia del balzo di attività nelle costruzioni, favorito dal clima eccezionalmente mite. Gli indici PMI compositi e IFO hanno seguito un andamento altalenante negli ultimi mesi, ma nel complesso segnalano una crescita meno sostenuta del PIL nei mesi primaverili (v. Fig. 1). **Al di là della volatilità trimestrale, il trend di fondo resta solido**, sostenuto dalla dinamica della domanda interna che è accelerata da metà 2015 e che ha più che compensato il calo delle esportazioni nette. L'espansione, al di sopra del potenziale (1,3% nelle stime più recenti della Bundesbank), potrà quindi proseguire anche nel biennio in corso. Rispetto a tre mesi fa, rivediamo al rialzo di un decimo **la stima per il 2016 all'1,7% e confermiamo la previsione di 1,6% per il prossimo anno** (rispettivamente 1,8% e 1,4% se non si tiene conto degli effetti di calendario). Sull'orizzonte di previsione, il **commercio estero farà da freno** alla crescita del PIL per uno 0,8% all'anno. L'export dovrebbe tornare a crescere più velocemente dall'estate, e circa in linea con la dinamica della domanda globale rivolta alla Germania (3,7% nel 2017 dal 2,3% del 2016), ma le importazioni cresceranno a ritmi più sostenuti dato l'elevato contributo all'import di consumi e investimenti. Il **testimone è ormai passato alla domanda interna** che consoliderà la forte accelerazione dello scorso anno, crescendo in media del 2,1% nel biennio 2016-17. In particolare, i **consumi privati** continueranno a fare da volano, crescendo dell'1,9% nel 2016 e dell'1,8% nel 2017, dopo il +2,0% dello scorso anno, un ritmo così sostenuto su tre anni non si vedeva da fine anni '90. La spesa delle famiglie beneficia di condizioni finanziarie ancora di ampio supporto, dei passati cali del prezzo del petrolio, della riduzione del carico fiscale e della tenuta del reddito da lavoro reale. I salari negoziali sono attesi in lieve rallentamento al 2,1%⁹. quest'anno dal 2,4% del

Anna Maria Grimaldi

Le principali sfide nel biennio in corso non sono di natura economica, bensì politica

L'espansione, al di sopra del potenziale, può continuare su spinta della domanda interna

I consumi, mai così forti dai tempi dell'unificazione, sostenuti da occupazione, salari e politica fiscale

⁸ A settembre di quest'anno saranno chiamati a rieleggere i parlamenti regionali altri due Länder Mecklenburgo-Pomerania e Berlino, attualmente governati da SPD e CDU.

⁹ Le retribuzioni complessive sono cresciute del 2,8% nel 2015 più dei salari negoziali, per effetto di un *wage drift* positivo legato all'introduzione del salario minimo a gennaio 2015. L'impatto sui salari dell'introduzione del salario minimo dovrebbe venir meno nel 2016. Gli accordi salariali conclusi nei primi sei mesi di quest'anno per ingegneri e metal meccanici sono stati generalmente più bassi rispetto al passato. Si noti che l'aumento del costo del lavoro in termini unitari sarà più contenuto, dal momento che la produttività del lavoro è attesa in crescita di 0,6% all'anno nel 2016-17.

2015, ma aumenti più sostenuti dovrebbero vedersi nel 2018 dal momento che il mercato del lavoro è al pieno impiego. L'**occupazione** continua a crescere a ritmi più sostenuti (1,6% a/a nei primi tre mesi del 2016 dal +1,2% di fine 2015) rispetto alle indicazioni dalle indagini (v. Fig. 6), grazie al contributo del settore pubblico e in particolare dei servizi sanitari, sociali e dei trasporti. **La crescita degli occupati dovrebbe rallentare nel 2017 a 0,9% dal +1,3% stimato per quest'anno.** Ulteriori cali del tasso di disoccupazione dai minimi recenti (6,1% a maggio) dipendono dalla dinamica della forza lavoro e da quanto rapidamente l'afflusso di popolazione immigrata si tradurrà in un aumento della partecipazione¹⁰. La crescita del reddito disponibile rallenterà all'1,0-1,3% nel 2017 dal 2,4% del 2016 per effetto della risalita **dell'inflazione all'1,6% dal +0,5%** di quest'anno (v. Fig. 5). L'aumento recente del tasso di risparmio al 10% costituisce un cuscinetto per i consumi in caso di rincaro più marcato del prezzo del petrolio n. Gli **investimenti in macchinari sono cresciuti più delle attese a inizio 2016** (1,4% da 0,9% t/t di fine 2015). L'elevato grado di utilizzo degli impianti, le condizioni finanziarie di ampio supporto e la posizione di bilancio solida delle imprese (bassa leva, debito in calo e profitti in forte crescita), dovrebbero sostenere la spesa delle imprese in ampliamento. L'unico elemento di disturbo è l'incertezza geopolitica (v. Figure 7 e 8). Stando alle indicazioni da permessi e ordini e considerati i fondamentali, gli investimenti in **costruzioni residenziali** dovrebbero crescere a ritmi più normali (in media 0,5% t/t) dopo il balzo di inizio anno spiegato dal clima inusuale. **I rischi per lo scenario sono circa bilanciati.** Un andamento più debole rispetto alle nostre stime della domanda mondiale e/o un rincaro del prezzo del petrolio saranno in parte controbilanciati dalle misure di politica monetaria. La **politica fiscale**, inoltre, ha margine per contrastare eventuali shock negativi. Il surplus di bilancio è atteso calare a 0,4% nel 2016 dal +0,6% di quest'anno. Al netto del ciclo, il saldo è visto in calo a +0,3% nel 2017, da 0,8% del 2015, principalmente a causa dell'aumento di spesa per l'accoglienza dei rifugiati.

Investimenti aziendali: il ciclo di ampliamento è avviato

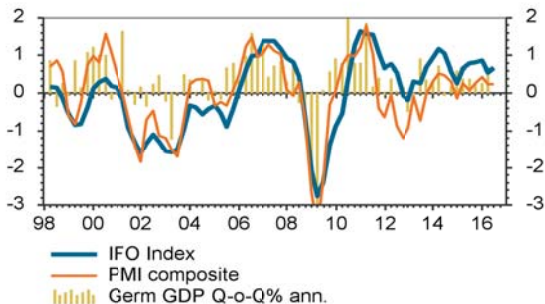
Costruzioni residenziali: l'espansione è ancora solida

Previsioni	2015	2016	2017	2015		2016			2017		
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.4	1.7	1.6	1.7	1.3	1.6	1.6	1.8	1.9	1.7	1.7
Consumi privati	2.0	1.8	1.9	0.8	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5	0.6	0.4
Investimenti fissi lordi	1.7	3.3	2.7	0.1	1.4	1.8	0.2	0.6	0.5	0.8	0.9
Consumi pubblici	2.5	3.0	2.6	0.7	0.9	0.5	1.0	0.8	0.8	0.7	0.4
Esportazioni	4.8	2.3	3.4	0.3	-0.6	1.0	0.8	0.6	1.0	0.9	1.0
Importazioni	5.4	4.6	5.7	1.1	0.5	1.4	1.4	1.1	1.6	1.6	1.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	0.3	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	8.6	8.3	8.0	9.2	8.5	9.8	8.4	7.8	7.5	7.0	6.5
Deficit (% PIL)	0.7	0.3	0.1								
Debito (% PIL)	71.2	70.1	68.8								
CPI (a/a)	0.2	0.7	1.4	0.1	0.3	0.3	0.1	0.9	1.3	1.8	1.7
Produzione Industriale	0.5	1.8	1.9	-0.1	-0.3	1.8	-0.2	0.6	0.1	0.0	1.1
Disoccupazione (%)	6.4	6.1	6.1	6.4	6.3	6.2	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
Tasso a 10 anni (%)	0.52	0.26	0.56	0.68	0.57	0.28	0.15	0.22	0.38	0.43	0.53
Cambio effett. (2005=100)	94.9	95.1	95.6	95.0	94.7	95.1	95.3	94.8	95.1	95.4	95.5

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

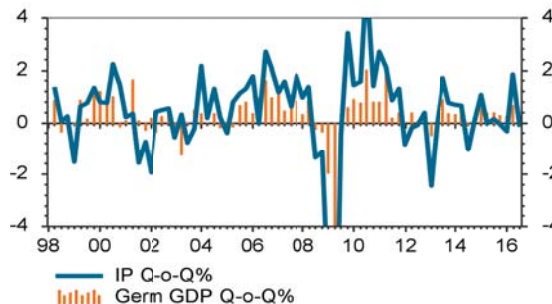
¹⁰ La domanda di lavoro è soddisfatta ancora in larga misura dall'immigrazione dal resto dell'Unione Europea, mentre per il momento la Bundesbank stima che solo una percentuale irrilevante dei rifugiati arrivati lo scorso anno è riuscita ad accedere al mercato del lavoro. Le stime di flussi migratori netti da paesi al di fuori dell'Unione Europea sono state significativamente riviste al ribasso rispetto a dicembre. La Bundesbank stima ora flussi migratori netti in entrata a 1 milione tra il 2015 e il 2018, mentre in precedenza ha valutato che potessero aggirarsi intorno a 1 milione e 600 mila. Nelle stime più recenti, l'aumento della forza lavoro, associata ai flussi migratori da paesi terzi, è valutato a 450 mila unità di cui solo la metà sarà occupata.

Fig. 1 – Le indagini di fiducia sono coerenti con una crescita di +0,4% t/t nei mesi primaverili dopo il balzo di inizio anno



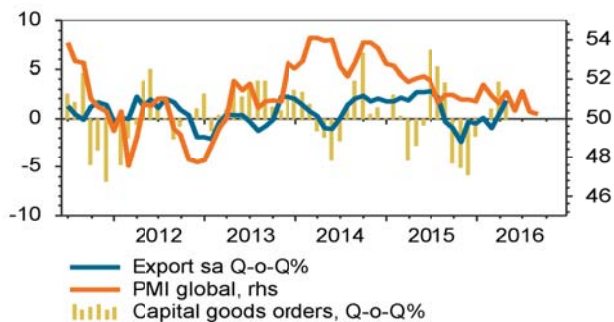
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 2 – Produzione industriale in rotta per una stagnazione a giugno dopo il balzo di inizio anno



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 3 – Le prospettive per l'export sono di stagnazione nei prossimi mesi



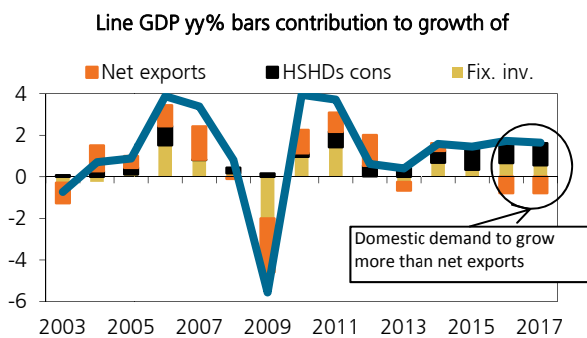
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – Il recente apprezzamento del cambio non gioca a favore della dinamica futura



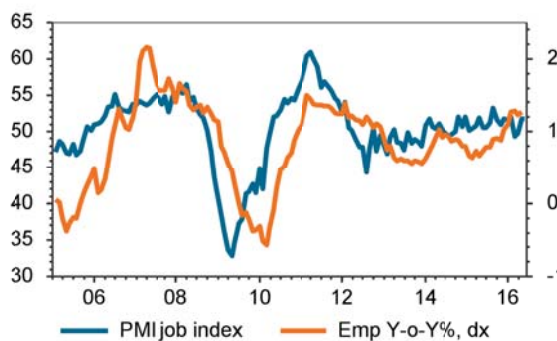
Fonte: Thomson Reuters- Thomson Reuters-Datstream

Fig. 5 – Il testimone della crescita è passato alla domanda interna



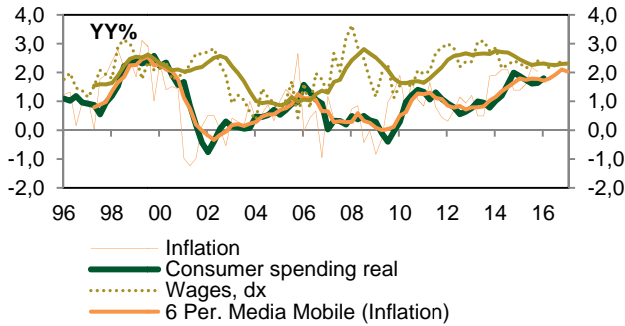
Fonte: IFO, FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 6 – Grazie alla sorprendente crescita dell'occupazione...



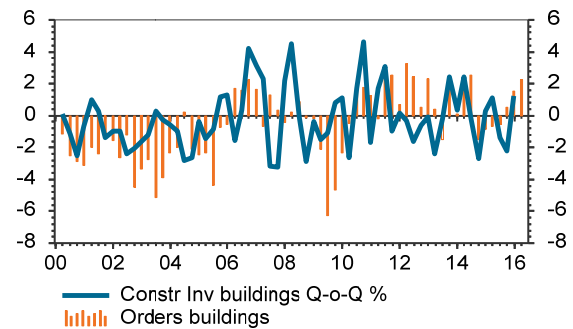
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 7 – ... e tenuta dei salari nominali. Il potere d'acquisto sarà in parte eroso dalla risalita dell'inflazione nel 2017



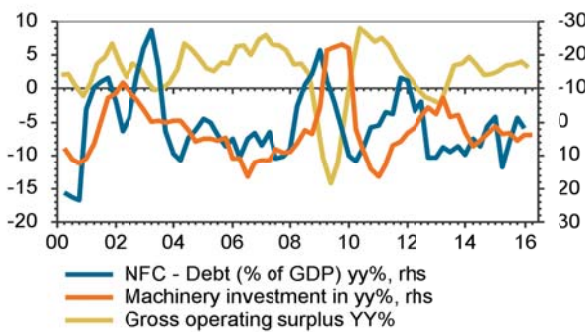
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Costruzioni: il boom di inizio anno è dovuto a fattori climatici eccezionali. Ma gli ordini suggeriscono che l'espansione moderata può continuare



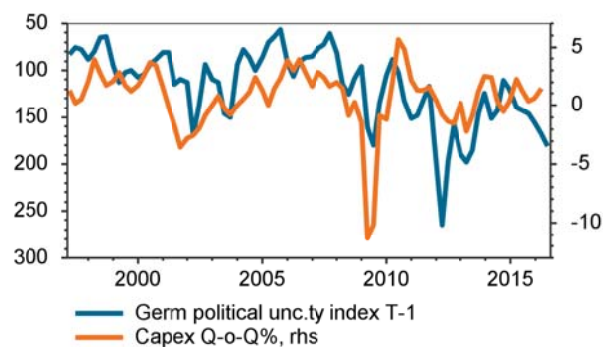
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – La posizione finanziaria solida delle imprese e l'andamento dei profitti indicano un ciclo più vivace della spesa in macchinari



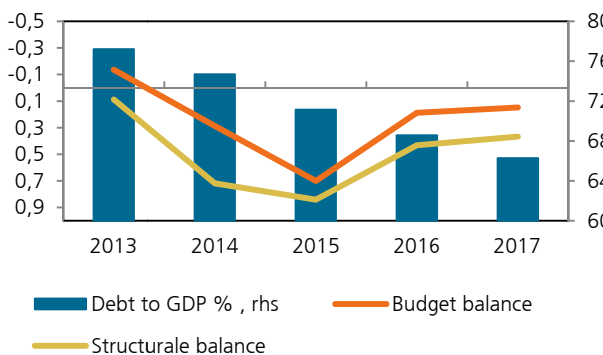
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – L'aumento dell'incertezza potrebbe indurre le imprese a rimandare i piani di spesa



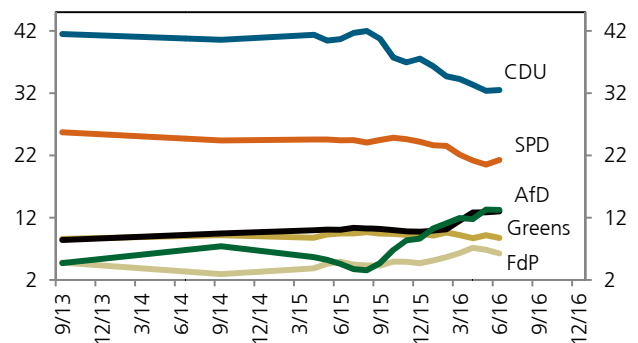
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – La politica fiscale è solo moderatamente espansiva



Fonte: Commissione UE via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Alle elezioni federali il consenso si è spostato verso posizioni populiste, se il dato dovesse essere confermato alle elezioni generali del 2017 anche la Germania potrebbe trovarsi in un'impasse politica



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Francia: crescita più forte del previsto nel 1° semestre

Prosegue la ripresa dell'economia francese, che con un 1° trimestre migliore delle attese (+0,6% t/t) pone una solida base per una **crescita in linea con la media dell'Eurozona (1,6% a/a)**. Gli investimenti produttivi si aggiungono ai consumi come motore dell'espansione. L'opposizione alle riforme rimane forte, e le elezioni del 2017 porteranno a un cambio di maggioranza.

Il 1° trimestre si è chiuso con un avanzamento del PIL di 0,6% t/t, in accelerazione rispetto a fine 2015 e un decimo oltre le attese. I vettori principali della domanda sono stati i consumi (1,0% t/t) e gli investimenti fissi (1,6% t/t da 1,2% t/t), grazie in particolare al contributo degli investimenti delle imprese (+2,3% t/t). Anche gli investimenti residenziali si sono lievemente risollepati. Il contributo del canale estero è stato ancora una volta negativo, per via della dinamicità delle importazioni rispetto a esportazioni stagnanti. Il forte risultato del 1° trimestre ha impostato il **2016** meglio delle attese: **rivediamo pertanto la previsione al rialzo di due decimi a 1,5% da 1,3%**, circa in linea con le stime di consenso ma al di sopra delle attuali previsioni della Commissione (1,3%). Per **il trimestre in corso ci sarà molto probabilmente da attendersi un rallentamento pronunciato**, in parte fisiologico, in parte indotto da diversi fattori di disturbo come **la lunga ondata di scioperi seguiti all'approvazione della loi travail e al rinnovo del contratto dei ferrovieri, ma anche per via delle alluvioni** che hanno afflitto diverse aree produttive del paese a maggio: complessivamente rivediamo quindi al ribasso a 0,2% t/t da 0,3% t/t la nostra stima per il trimestre in corso, in linea con le previsioni di Banque de France. Nella seconda metà dell'anno ci aspettiamo una crescita media di 0,3% a trimestre. Anche per il 2017 abbiamo rivisto la previsione al rialzo di due decimi, all'1,7%. **I rischi alla previsione rimangono però orientati verso il basso**: se da un lato l'accelerazione degli investimenti nel 1° trimestre sembra porre le basi per un consolidamento ulteriore della domanda interna, dall'altro è necessario che il livello della fiducia delle aziende continui a migliorare perché questo consolidamento possa esprimersi; inoltre, l'alto livello d'indebitamento frena la spesa pubblica: a ciò si aggiunge l'importante appuntamento politico delle presidenziali di maggio 2017. Infine, la debolezza della domanda mondiale suggerisce che il canale estero rimarrà un freno alla crescita sull'orizzonte di previsione.

La spesa delle famiglie ha dato il principale contributo alla crescita nel 1° trimestre, con un incremento di 1,4% t/t da -0,4% t/t. Il risultato, uno dei più forti degli ultimi anni, è stato sostenuto da un nuovo aumento delle vendite di auto e da una nuova, ampia espansione del consumo di beni durevoli. La fiducia delle famiglie, al netto delle oscillazioni mensili, rimane orientata positivamente (ma ancora al di sotto della media di lungo periodo): **c'è quindi spazio per un proseguimento della fase positiva dei consumi**. La ripresa, seppur modesta, dell'occupazione e l'aumento del potere d'acquisto, sostenuto ancora dai bassi prezzi dell'energia, sta mantenendo i consumi dinamici: dopo essere aumentati dell'1,0% t/t a marzo dovrebbero mostrare un fisiologico rallentamento nel trimestre in corso, attorno a 0,3% t/t, per mantenere poi questo ritmo nella restante parte dell'anno (m.a. 2016 a 1,5%, 2017 a 1,8%). Gli **investimenti in conto capitale delle famiglie**, come da nostre previsioni, **stanno rallentando il ritmo di contrazione** (-0,2% t/t a marzo da -0,5% t/t), ma rimarranno negativi ancora per tutto l'anno in corso e la prima metà del prossimo. Situazione diversa invece per **gli investimenti delle aziende**, che **hanno nuovamente accelerato** a marzo a 5,1% t/t da 3,9% t/t, confermando come le attuali condizioni favorevoli sul fronte del credito perseguite dalla BCE e le politiche di rilancio del Governo stiano stimolando le aziende a investire. In media annua, grazie principalmente al contributo degli investimenti produttivi, **ci aspettiamo un avanzamento della componente investimenti di 3,3% m.a. nel 2016** da 2,1% del 2015 (e a 2,7% nel 2017).

La **produzione industriale** ha registrato una contrazione nel 1° trimestre, ma ad aprile si è registrato un forte rimbalzo (1,2% m/m) che ha impostato il 2° trimestre per un marginale avanzamento: tuttavia i rischi sono orientati verso il basso visti gli effetti delle inondazioni e degli scioperi e che hanno interessato numerosi impianti industriali tra maggio e giugno, specialmente

Guido Valerio Ceoloni

PIL rivisto al rialzo di due decimi all'1,5% nel 2016, ma i rischi rimangono orientati al ribasso

Consumi in accelerazione nel 2016 così come gli investimenti produttivi. Investimenti delle famiglie ancora deboli

La produzione industriale sarà compromessa nel trimestre in corso dagli scioperi e dalle inondazioni di maggio/giugno

nel comparto della raffinazione. Le indagini PMI tendono a indicare un rallentamento rispetto al 1° trimestre, mentre le indagini nazionali puntano a una lieve accelerazione. Per quanto riguarda le **costruzioni**, gli indicatori di fiducia elaborati dall'INSEE vedono una nuova progressione nel trimestre in corso (in media a 95 da 92,3), con un miglioramento sia del libro ordini sia del livello degli occupati, così come aumentano i permessi a costruire e la costruzione di nuove case; il **trend iniziato nel 1° trimestre 2015 rimane chiaramente impostato verso l'alto**, anche se il ritmo della ripresa è lento. Da ultimo, il **settore dei servizi** dopo il rallentamento a cavallo d'anno è **ritornato sopra 50 in territorio espansivo** stando alle indagini PMI ma non si è materializzata l'accelerazione attesa a inizio anno.

La dinamicità dei consumi sta sostenendo le **importazioni**, che sono aumentate di 0,6% t/t nel 1° trimestre. Il **deficit di bilancia commerciale**, dopo il miglioramento a -2,1% PIL del 2015 è atteso tornare ad allargarsi a -2,7% nel 2016.

Sul fronte del mercato del lavoro, la **disoccupazione** calerà solo marginalmente nel 2016. Nel 1° trimestre, il numero dei senza lavoro è rimasto stabile al 10,2%. Le indagini presso le imprese e gli indici PMI sull'occupazione sono marginalmente in peggioramento nel manifatturiero, ma migliorano nei servizi e nelle costruzioni (qui, il livello medio del trimestre in corso è ora a -22 da -25). **L'occupazione** dovrebbe pertanto continuare ad aumentare nel 2016 al ritmo di circa 0,1-0,2% a trimestre. Nel corso dell'anno, la ripresa economica e le misure della *loi travail* dovrebbero portare a un calo del tasso di disoccupazione fra il 2016 e il 2017.

L'inflazione è attesa rimanere molto debole nell'anno in corso, con un'accelerazione in media annua a 0,3% da zero del 2015 (e a 0,5% da 0,1% sull'indice armonizzato): l'ampio calo del prezzo dell'energia nella prima parte dell'anno e la lenta risalita in atto manterrà modesta la dinamica dei prezzi al consumo. La componente **core** dovrebbe accelerare solo di un decimo nell'anno in corso, a 0,5% da 0,4% del 2015 per portarsi a 0,8% nel 2017. Nel 2017 l'inflazione dovrebbe invece ritornare sopra l'1% (1,2% sull'indice nazionale e 1,1% su quello armonizzato), sulla spinta dell'aumento dei prezzi dell'energia e della crescita del livello medio dei salari.

Il sentiero del **deficit** dovrebbe vedere una correzione di solo un decimo per l'anno in corso a -3,4% da -3,5% del 2015 e due decimi a -3,2% nel 2017, grazie all'accelerazione del PIL e alla minore spesa per interessi. Il deficit strutturale è atteso rimanere invece invariato a -2,4% come nel 2015, per poi risalire a -2,7% per via della ripresa degli investimenti pubblici. Il **debito pubblico** salirà anche quest'anno, arrivando al 96,4% del PIL da 95,2% del 2015. Per il 2017, il trend verso l'alto dovrebbe proseguire, con un aumento di quattro decimi, a 97,0%.

Occupazione in aumento ma la disoccupazione calerà sotto il 10% non prima del 2017

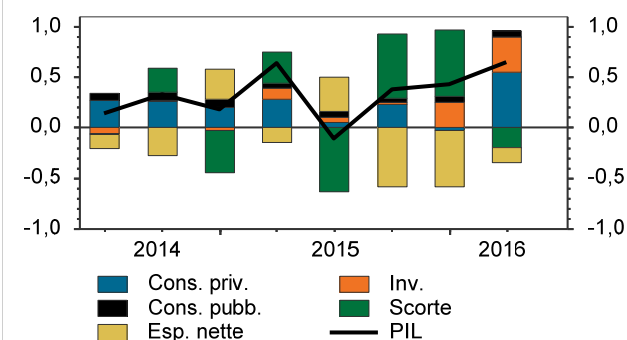
Inflazione fiacca nel 2016, sopra l'1% solo dal 2017

Il deficit tornerà sotto il 3% solo nel 2018, debito pubblico ancora in aumento nel biennio 2016-17

Previsioni	2015			2016				2017			
	2015	2016	2017	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.2	1.5	1.7	1.1	1.4	1.4	1.7	1.6	1.6	1.5	1.7
Consumi privati	1.5	1.8	1.5	0.4	0.4	0.6	0.2	0.3	0.4	0.6	0.4
Investimenti fissi lordi	0.9	3.3	2.0	0.1	1.2	1.6	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.4	1.4	1.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	6.0	2.5	4.5	-0.2	0.8	0.0	0.8	1.2	1.5	1.1	0.9
Importazioni	6.4	4.4	4.2	1.6	2.5	0.6	0.3	1.0	1.5	1.1	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.2	0.2	0.6	0.6	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.2	-0.9	-1.1	0.0	-0.5	-1.4	-0.6	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0
Deficit (% PIL)	-3.5	-3.4	-3.2								
Debito (% PIL)	95.2	96.4	97.0								
CPI (a/a)	0.0	0.3	1.4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.4	0.9	1.6	1.2
Produzione Industriale	1.8	1.0	1.7	0.5	0.7	-0.6	0.7	0.6	0.2	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	10.4	10.2	10.0	10.5	10.2	10.2	10.2	10.1	10.1	10.1	10.0
Cambio effett. (1990=100)	95.3	96.2	96.9	95.5	95.3	96.1	96.5	96.0	96.1	96.5	96.8

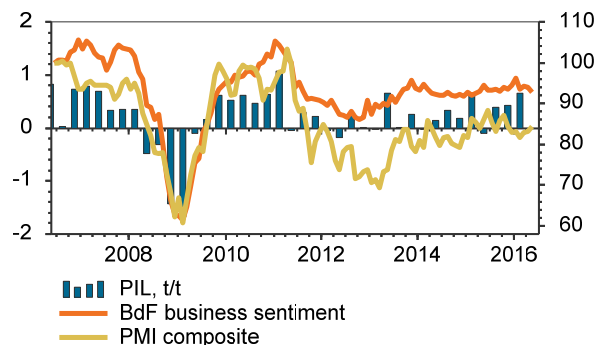
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, Intesa Sanpaolo

Contributi alla formazione del PIL



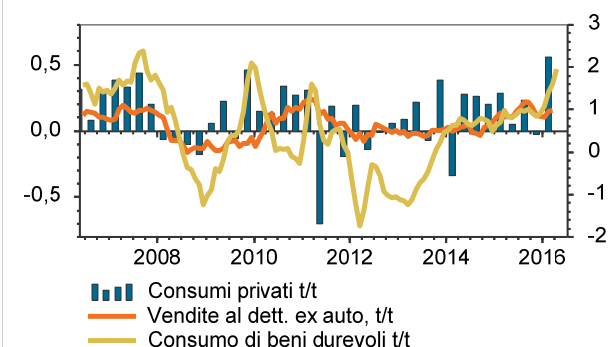
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PIL e indicatori di fiducia



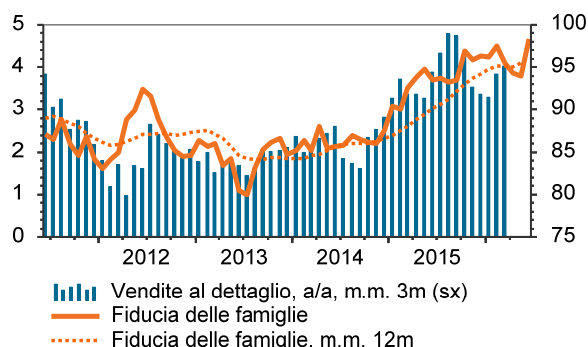
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Spesa delle famiglie, acquisto di beni durevoli e andamento dei consumi privati



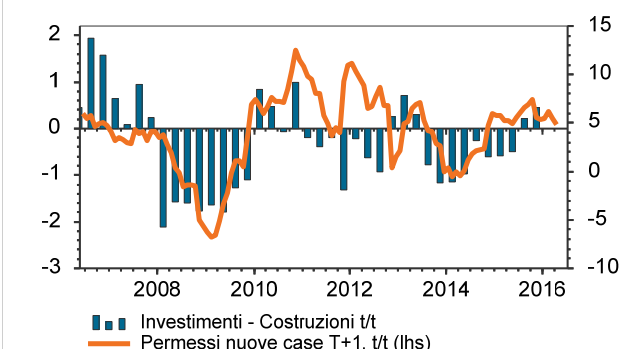
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



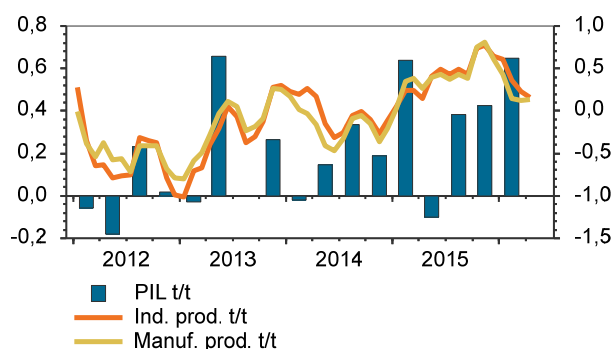
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



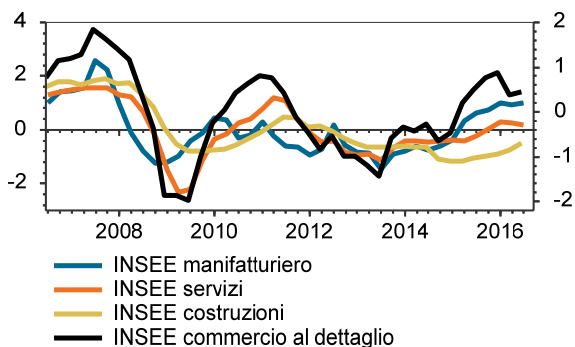
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale e PIL



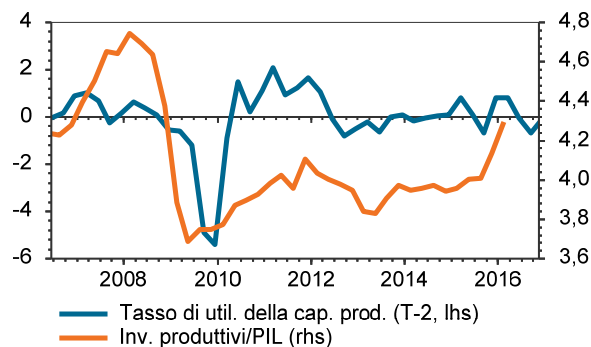
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Indici di attività nei vari settori produttivi



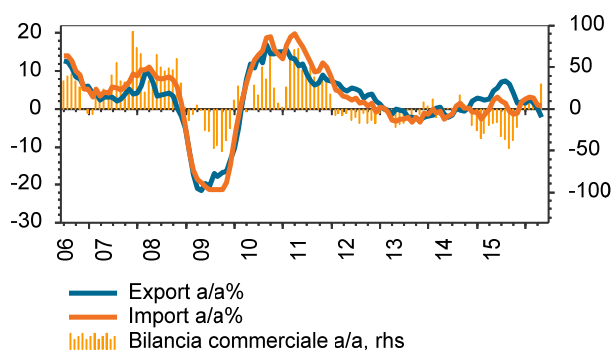
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



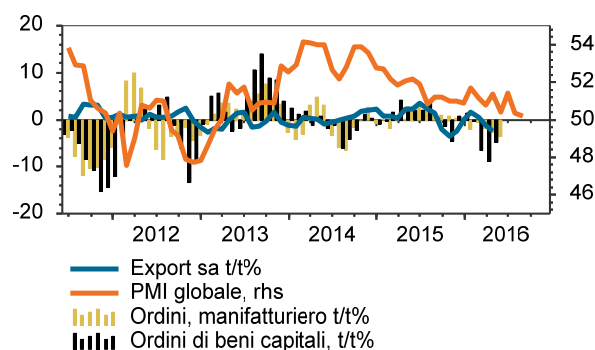
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento della bilancia commerciale



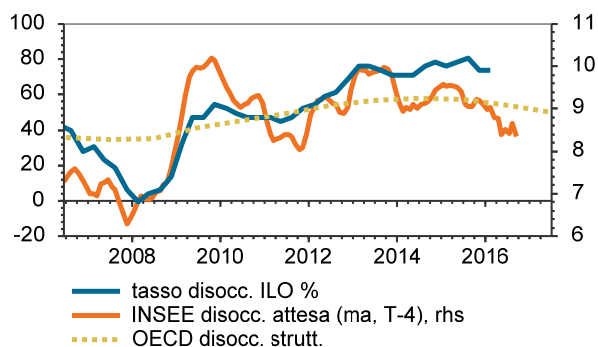
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



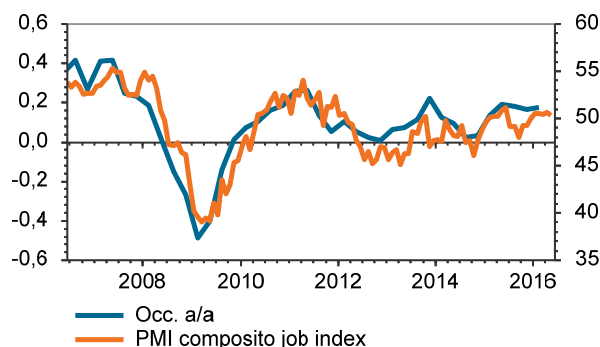
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Andamento dell'occupazione



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

Spagna: sei mesi dopo, stessa impasse?

Dopo la sorprendente performance di crescita dell'economia spagnola nel 2015, è ragionevole aspettarsi tassi di crescita più moderati già nel 2016 (2,8%) e quindi all'1,6% nel 2017, anche se ancora ampiamente al di sopra del potenziale (stimato dalla Commissione UE in autunno a +0,4% nel 2016) e della media area euro. Le indicazioni più recenti confermano che il picco è ormai alle spalle. Nel 2° trimestre, il PMI composito (55 da 56,3 nei sei mesi precedenti) e l'indice di fiducia economica della Commissione (105,9 da 108,5 nei sei mesi precedenti) si sono aggirati su livelli coerenti con una crescita del PIL di 0,6% t/t a giugno, dallo 0,8% t/t di fine 2015-inizio 2016 (v. Fig. 1). Le esportazioni nette torneranno a dare un contributo nullo o marginalmente negativo alla crescita del PIL. Le esportazioni spagnole sono cresciute più rapidamente di quelle dell'area euro da metà 2009. Ma è difficile che possano ancora crescere sui ritmi recenti sia nel breve che nel medio periodo; ulteriori recuperi di competitività di costo sono poco sostenibili (dopo i forti aumenti degli ultimi anni). Inoltre, il Paese non è isolato dal rallentamento della domanda dagli Emergenti (OPEC: 4% dell'export totale; Cina ed economie asiatiche: 3,6% e America Latina: 6%), anche se la zona euro rimane il primo partner commerciale. La crescita del PIL continuerà ad essere trainata dalla domanda interna, che ha chiaramente svoltato nel 2015. L'espansione però dovrebbe essere più moderata già da quest'anno (2,8%) rispetto al 3,3% dello scorso anno.

Nel breve termine, i consumi delle famiglie continueranno a crescere sui ritmi del 2015 (v. Fig. 2), ma dal 2017 ci aspettiamo un rallentamento (al 2,2%) per effetto del rincaro del prezzo del petrolio implicito nelle nostre stime, di una crescita meno robusta degli occupati e di una sola modesta accelerazione dei salari. Il potere d'acquisto delle famiglie verrà in parte eroso dall'aumento dell'inflazione da -0,2% a +1,7% nel 2017, e dal calare dello stimolo da parte della politica fiscale.

Il ciclo di espansione degli investimenti in macchinari sembra maturo, dal momento che la crescita su base trimestrale è stata ben al di sopra della variazione della capacità produttiva (v. Fig. 9). Il continuo miglioramento dei margini operativi (v. Fig. 10), le condizioni finanziarie ancora fortemente espansive sull'orizzonte di previsione (a meno di un ritorno del rischio paese nel dopo elezioni) e la prospettiva di stabilizzazione delle economie emergenti dovrebbero sostenere la spesa in macchinari anche nel 2017. Il comparto delle costruzioni residenziali ha chiaramente svoltato¹¹ ma, dopo il balzo dei mesi centrali dello scorso anno, la dinamica congiunturale è tornata a rallentare tra fine 2015 e inizio 2016. Le indagini suggeriscono che la debolezza potrebbe protrarsi anche nei mesi primaverili, anche se permessi, ordini e nuovi mutui segnalano un recupero già dall'estate. Lo stock di case invendute rimane elevato e potrebbe quindi limitare la crescita di nuovi investimenti al 2,3%, dal 5,4% del 2015.

L'occupazione ha fatto meglio delle indicazioni provenienti dalle indagini presso le imprese nel 2015 (3,0%), ma nel 2016 la creazione di posti di lavoro potrebbe rallentare verso il 2,2% a/a, in linea con la moderazione dell'attività economica. Il tasso di disoccupazione è sceso più rapidamente di quello che ci aspettavamo fino al 20,5% ad aprile 2016 dal picco del 26,3% a marzo 2013. Il calo è in parte dovuto alla discesa del tasso di partecipazione fino al 59,3% dal 60,3% del 2009, per effetto di un aumento degli inattivi. Nell'orizzonte di previsione la disoccupazione calerà al più fino al 19,1% a fine 2017, ancora al di sopra dei livelli pre-crisi. Quel che più preoccupa, per la coesione sociale, è che la disoccupazione non è lontana dal tasso strutturale (18,3% OCSE).

Anna Maria Grimaldi

Continua l'espansione ma il picco è alle spalle

Le esportazioni torneranno a dare un contributo nullo. La principale spinta verrà dalla domanda interna, che ha chiaramente svoltato nel 2015

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

Il ciclo degli investimenti in macchinari è già maturo. Costruzioni residenziali: la ripresa proseguirà a ritmi più moderati

L'elevato tasso di disoccupazione rimane una delle principali sfide

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

Il Paese rimane nel braccio correttivo del Patto di Stabilità, dal momento che il deficit del settore pubblico ha chiuso al 5,1% del PIL nel 2015, circa un punto al di sopra dell'obiettivo del 4,2%. Escludendo l'impatto delle misure *una tantum*¹², la deviazione è di 0,6% del PIL. Il miglioramento del deficit rispetto al 2014 è interamente spiegato da fattori ciclici¹³. Il saldo di bilancio strutturale è peggiorato nelle stime della Commissione di un punto di PIL al -2,9%, mentre nell'aggiornamento del Programma di Stabilità 2016-19 (PS) del Governo è invariato al -1,6%. Riteniamo che vi siano rischi di sfioramento per i saldi di bilancio 2016 rispetto alle previsioni di primavera della Commissione. Rimane difatti un ampio margine di incertezza sulle misure aggiuntive richieste dalla Commissione a maggio per 0,3 punti di PIL quest'anno e 0,5% nel 2017. La Commissione ha rinviato a luglio il giudizio definitivo sui conti pubblici spagnoli e sull'eventuale imposizione di una sanzione pecuniaria (pari allo 0,2% del PIL) per il mancato rispetto dei target di bilancio concordati a giugno del 2013¹⁴. Per quanto la Commissione possa optare per la massima flessibilità nell'applicazione del Patto di Stabilità, la politica fiscale dovrà tornare dal 2017. Mantenere ritmi di crescita solidi faciliterebbe il processo di riequilibrio.

Il giudizio finale della Commissione sullo sfioramento dei saldi di finanza pubblica è rimandato al dopo elezioni

La fase di espansione ciclica è stata favorita dall'intenso processo di riforme messo in atto negli anni di crisi, dal calo del prezzo del greggio, dall'allentamento delle condizioni finanziarie avviato dalle misure BCE, e dalla politica fiscale espansiva nel 2014-15. Il Paese deve continuare nel processo di trasformazione economica. Gli squilibri che hanno generato la profonda correzione del 2008-11 non sono stati riassorbiti del tutto. *Le raccomandazioni della Commissione UE dello scorso 8 marzo "concludevano che l'elevato indebitamento pubblico e privato (v. Fig. 11) rappresenta un elemento di fragilità per il Paese in un contesto di elevata disoccupazione ed ancora ampia esposizione debitoria sull'estero"* (v. Fig.12).

Il processo di riforme non può fermarsi. Il principale rischio è politico

Il principale rischio di breve e medio termine rimane politico. La crescita al di sopra del potenziale e la clemenza dei mercati non dureranno in eterno, se non verrà ripristinata la stabilità politica. E' cruciale che le forze politiche avviino in modo efficace i negoziati post voto per formare un governo in tempi brevi, ma il rischio che si finisca come dopo dicembre non è trascurabile. Per i possibili scenari post voto si veda il Focus a seguire.

Previsioni	2015	2016	2017	2015			2016			2017	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	3.2	2.8	1.6	3.4	3.5	3.4	3.0	2.6	2.2	1.8	1.7
Consumi delle famiglie	3.1	3.2	2.1	1.1	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Investimenti fissi lordi	6.4	3.3	2.8	1.3	1.1	0.4	0.4	0.7	0.6	1.1	0.4
Deficit (% PIL)	-5.1	-4.2	-3.2								
Debito (% PIL)	99.2	100.6	100.1								
CPI (a/a)	-0.5	-0.1	1.8	-0.4	-0.3	-0.7	-1.0	-0.1	1.1	1.9	2.2
Disoccupazione (%)	20.9	19.3	19.2	21.6	20.9	20.5	20.0	19.6	19.3	19.2	19.2
Cambio effett. (2005=100)	96.2	96.5	96.6	96.3	96.1	96.5	96.6	96.3	96.4	96.6	96.6

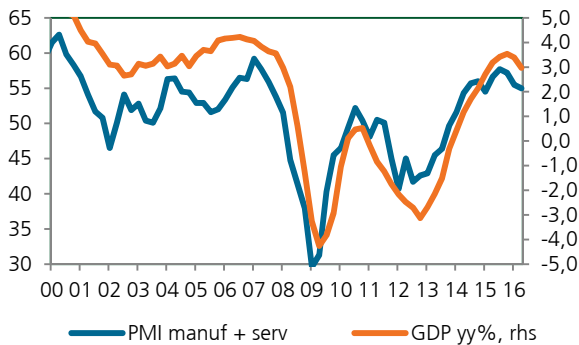
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, Intesa Sanpaolo

¹² 0,1% del PIL di misure a sostegno del settore finanziario e 0,2% per la riclassificazione di attività del settore pubblico; fattori di riduzione sono stati i proventi delle vendite di licenze UMTS per 0,2% del PIL.

¹³ Nonostante i tagli alle imposte sui redditi delle persone fisiche, l'accelerazione della domanda interna ha consentito un aumento delle entrate tributarie del 5% a/a, grazie alla forte crescita delle imposte sulle imprese. La spesa primaria è calata di 0,8 punti di PIL al 40,2% per effetto dei tagli alle spese generali dello Stato e alla difesa, meno rispetto agli obiettivi programmatici.

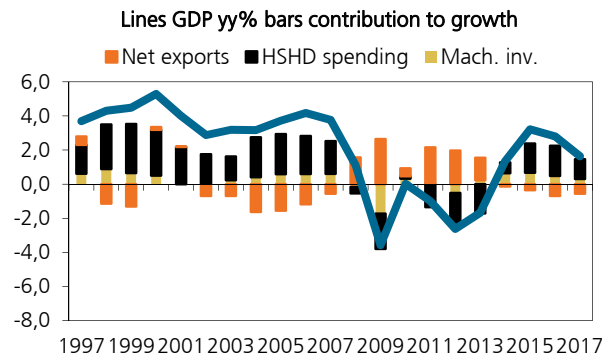
¹⁴ Lo sforzo strutturale previsto doveva essere di 3 punti di PIL nel 2013-2015, ma a regime la variazione del saldo è stata circa nulla.

Fig. 1 – Il picco è alle spalle, ma l'economia continuerà a crescere intorno al 3,0% a/a anche nei mesi primaverili



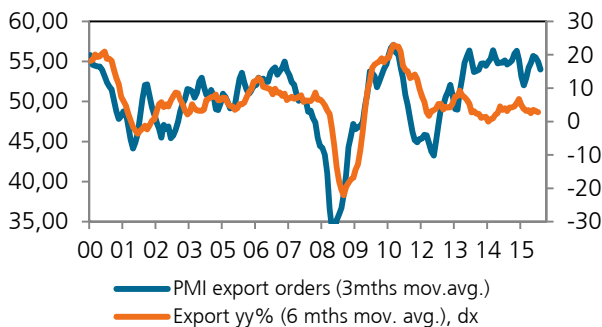
Fonte: PMI Markit, Commissione UE e previsioni Intesa Sanpaolo

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



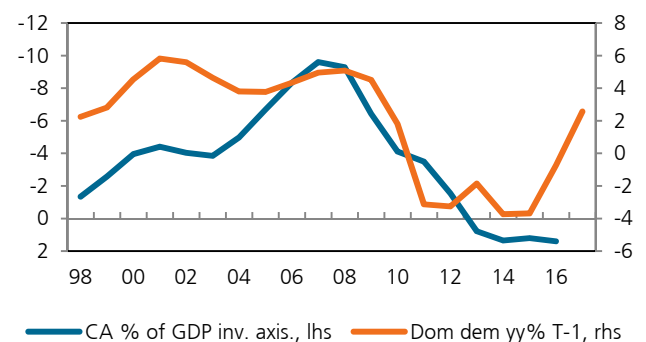
Fonte: INE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Minore spinta dall'export nel breve



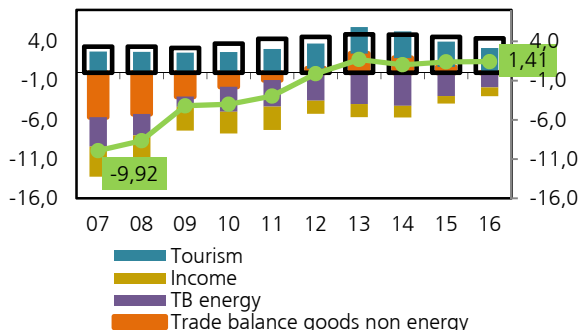
Fonte: Eurostat, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4– Vi è il rischio che con il ritorno a tassi di crescita sostenuti della domanda interna il saldo di parte corrente torni ad allargarsi



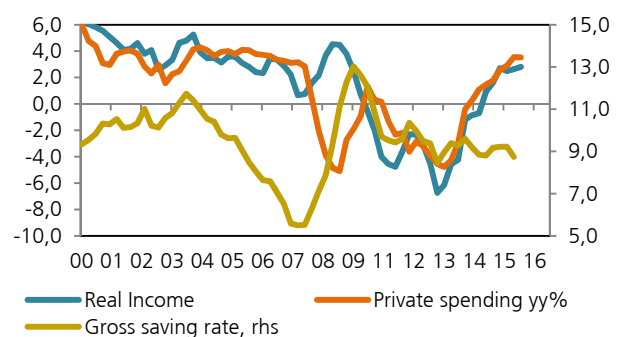
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il miglioramento del saldo corrente si è fermato negli ultimi anni per effetto di un peggioramento del saldo beni non energetici e, in minor misura, del saldo servizi turistici



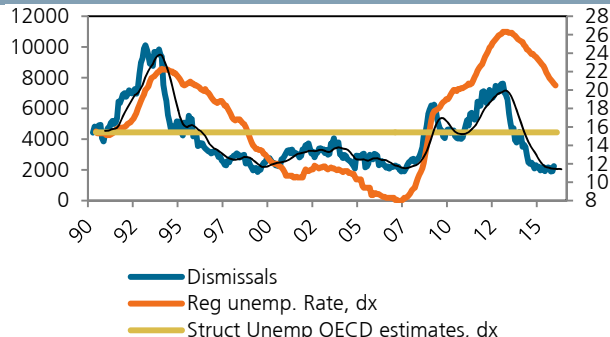
Fonte: Banco de Espana ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il reddito disponibile potrebbe cominciare a rallentare, in parte per effetto del recupero dell'inflazione, associato al rincaro del prezzo del petrolio



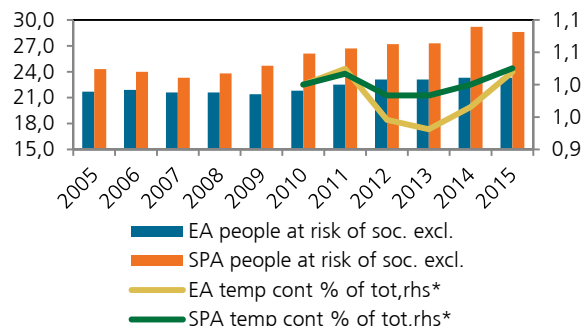
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Il tasso di disoccupazione rimane su livelli socialmente intollerabili



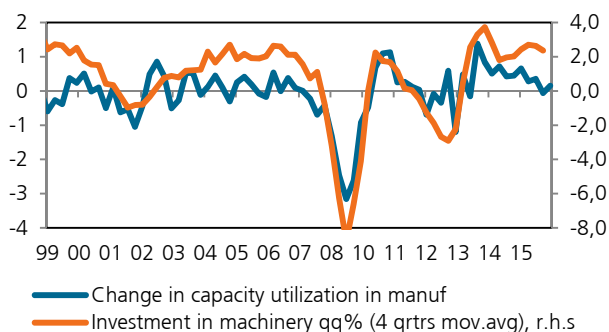
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – La percentuale di persone a rischio di povertà è aumentata di più che nel resto dell'AE



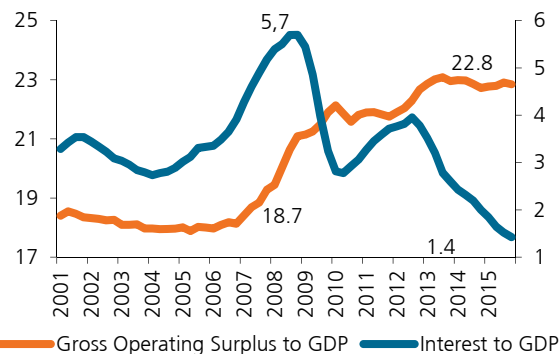
Nota: (*) quota di contratti a termine in % del totale contratti indicizzata a 1 nel 2010.
 Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Gli investimenti in macchinari sono cresciuti più di quanto non suggeriva l'utilizzo della capacità produttiva, ma...



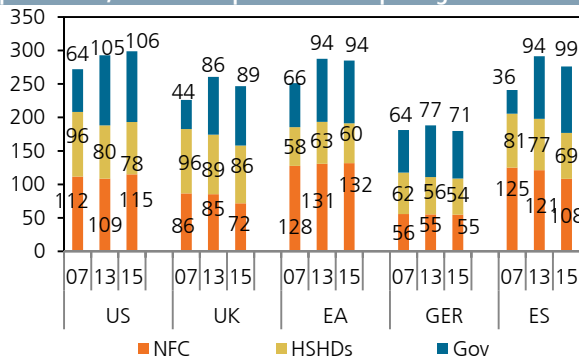
Fonte: INE, OCSE (tasso di disoccupazione di equilibrio media di lungo termine) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ...saranno ancora sostenuti dall'andamento recente dei profitti e da condizioni finanziarie ultra-espansive



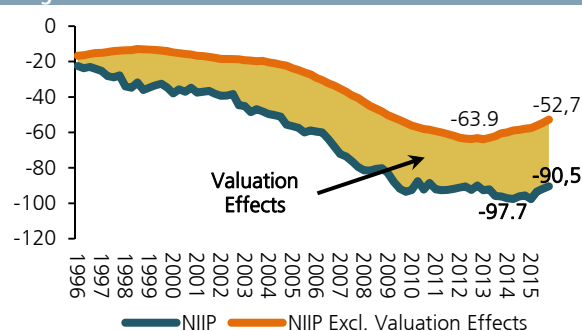
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Il processo di *deleveraging* del settore privato e, in particolare, del settore pubblico deve proseguire



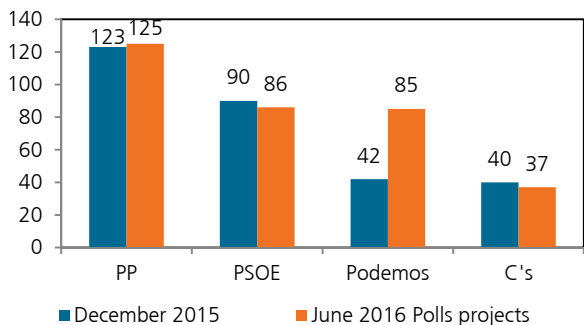
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig.12 – L'esposizione debitoria sull'estero rimane un elemento di fragilità



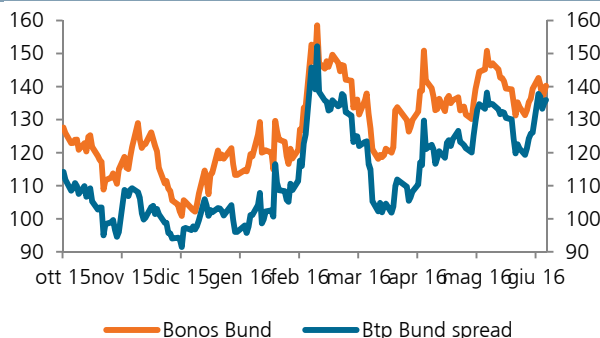
Fonte: Banco de Espana ed elaborazioni ISP

Fig. 13 – I risultati delle elezioni aprono a una nuova fase di negoziati per formare un esecutivo



Fonte: Wikipedia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Lo stallo politico della prima metà di quest'anno non ha preoccupato gli investitori ma la relativa calma potrebbe non durare

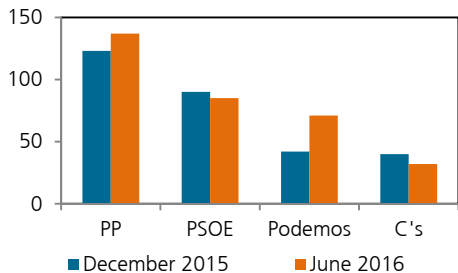


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

FOCUS: l'impasse politica non è ancora finita

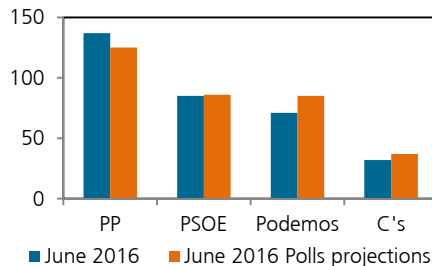
Spagna – Il PP di Rajoy recupera rispetto a dicembre scorso ma non tanto da poter formare un Governo in tempi brevi. Il sorpasso di *Podemos* sui socialisti non si è verificato. Le seconde elezioni politiche in sei mesi confermano i popolari (PP) di Rajoy come primo partito con il 33% dei voti, ben 5 punti in più rispetto a dicembre. Al secondo posto si confermano i socialisti del PSOE che ottengono il 22,7% dei voti dal 22% di dicembre. *Unidos Podemos*, l'alleanza tra il movimento di Pablo Iglesias e *Izquierda Unida*, partito di estrema sinistra, è terzo con il 21,1% delle preferenze, come a dicembre. Il movimento *Ciudadanos* si conferma quarto su scala nazionale, con il 13% dei voti, ma rispetto a dicembre ha perso quasi un punto. Il dato positivo di questa seconda tornata elettorale è che contrariamente ai pronostici non si è verificato il sorpasso di *Podemos* sui socialisti, malgrado l'alleanza creata con i comunisti. Questa volta i sondaggi hanno sottovalutato il consenso per i partiti tradizionali, che forse hanno beneficiato del sostegno degli indecisi. La partecipazione appena al di sotto del 70% è stata inferiore rispetto a dicembre e tra le più basse dal 1979. La formazione di un governo non sarà in ogni caso facile. Rajoy ha recuperato rispetto a dicembre ben 14 seggi fino a 137, ma continua a non avere la maggioranza assoluta. Il PSOE ha ottenuto 85 seggi, 5 in meno rispetto a dicembre scorso, mentre *Unidos Podemos* è arrivato a 71 seggi, solo due in più rispetto a dicembre considerando la somma dei partiti che compongono l'alleanza. *Ciudadanos* si è fermato a 32 seggi, 9 in meno rispetto a dicembre.

Fig. 1 – Il PP fa meglio che a dicembre...



Fonte: Wikipedia, El Pais ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – ... e meglio rispetto agli ultimi sondaggi



Fonte: Wikipedia, El Pais ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: dopo lo slancio del 2015, un biennio di crescita solida

Dopo una crescita del 2,0% nel 2015, per l'anno in corso lo scenario appare ancora positivo: il **PIL dovrebbe avanzare di 1,6%**, sostenuto dall'espansione della domanda interna; bassa inflazione e aumento dell'occupazione accompagnata al taglio delle tasse accresceranno il reddito disponibile e il potere d'acquisto delle famiglie. Gli investimenti sono attesi in rallentamento dopo il boom del 2015.

Il 1° trimestre si è chiuso con un'accelerazione del PIL a +0,5% t/t da +0,3% t/t (1,1% a/a da 1,2% a/a), in linea con le attese di consenso. Per il trimestre in corso ci attendiamo che l'economia mantenga lo stesso passo (+0,5% t/t), lasciando il **2016 impostato per un aumento di 1,6%**, in rallentamento rispetto al 2015 (2,0%). **I rischi alla previsione sono bilanciati**: quelli al ribasso vengono principalmente dal rallentamento della domanda mondiale e dai rischi geopolitici che interessano in particolare l'Eurozona, mentre gli investimenti potrebbero rivelarsi più forti delle attese. Infine, **le elezioni politiche di marzo 2017 potrebbero riservare sorprese, in particolare per quanto riguarda l'ascesa del partito populista di destra PVV**, che svariati sondaggi darebbero attualmente al 17-25% dal circa 10,1% ottenuto alle ultime elezioni del 2006, un risultato che potrebbe renderlo il partito più votato.

Per l'anno in corso il principale vettore di crescita rimane la **domanda interna**. Le condizioni robuste del mercato del lavoro, l'incremento del potere d'acquisto dovuto all'inflazione ai minimi storici, lo stimolo fiscale voluto dal Governo attraverso il calo della tassazione del lavoro e i nuovi contratti per i dipendenti pubblici conclusi nel 2015 contribuiranno anche quest'anno a mantenere forte la dinamica della spesa delle famiglie, grazie a un solido aumento del reddito disponibile (+1,7% t/t nel 1° trimestre). **I consumi** sono aumentati di 0,4% t/t nel 1° trimestre, e ci aspettiamo che accelerino moderatamente nel corso dell'anno, una volta che il **taglio delle tasse da 5 miliardi di euro** sarà recepito dalle famiglie (da aprile in poi). La crescita media annua dei consumi è prevista a 1,4% e 1,9% rispettivamente nel 2016 e nel 2017 (quando entrerà in vigore un ulteriore dispositivo di credito d'imposta ai datori di lavoro per l'assunzione di personale della fascia reddituale più bassa). Nel 2015 le condizioni finanziarie accomodanti con i tassi ai minimi storici e le misure del Governo nel settore edilizio hanno sostenuto gli **investimenti residenziali** (+27,3% m.a.) e **produttivi** (+8,9% m.a.), che complessivamente hanno fatto salire gli **investimenti fissi** al ritmo record del 10,3%. Ci aspettiamo che rispetto al 2015, la crescita degli investimenti residenziali rallenti ma non si esaurisca del tutto (+4,3% m.a.), grazie soprattutto agli investimenti produttivi.

Il **canale estero** continua a registrare **uno sbilanciamento a favore delle importazioni** che, sostenute dalla domanda interna, nel 1° trimestre sono aumentate dell'8,3% a/a da 8,0% a/a del 4° trimestre 2015, mentre le esportazioni sono aumentate a cavallo d'anno a un ritmo del 5,8% a/a. Per il seguito del 2016 prevediamo che il trend rimarrà il medesimo, con un rallentamento sia dell'import sia dell'export, che lascerà il contributo delle esportazioni nette alla formazione del PIL nell'ordine di -0,1 pp. La **bilancia commerciale** olandese, strutturalmente in avanzo, quest'anno dovrebbe segnare un surplus in aumento al 7,6% del PIL dal 7,0% del 2015, per rimanere nel 2017 circa attorno a questo livello (7,5% PIL).

Gli indicatori ciclici mostrano che il clima è decisamente positivo, con l'indice di *business confidence* che viaggia ormai sui massimi del 2010. Nel 1° trimestre la **produzione industriale** ha registrato un aumento di 2,0% t/t da 6,4% t/t del 4° trimestre 2015 sulla scia di un recupero della produzione manifatturiera e di un rimbalzo della produzione energetica. Il **tasso di utilizzo** della capacità produttiva nel settore industriale è leggermente calato da gennaio, anche per il naturale adattamento dopo le forti spese in investimenti produttivi dello scorso anno, e si situa adesso attorno all'81,5% (livello in linea con la media storica). **Il settore delle costruzioni rimane orientato positivamente ma ci aspettiamo che fisiologicamente rallenti dopo il boom dello scorso**

Guido Valerio Ceoloni

PIL 2016 all'1,6%, all'1,7% nel 2017

Il taglio delle tasse aumenterà il reddito disponibile e sosterrà i consumi

Nel 2015 crescita degli investimenti vicina ai massimi storici, ma il trend positivo persisterà anche quest'anno

Il contributo del canale estero rimarrà un freno alla crescita anche nel 2016

Il settore edilizio rimane positivo ma in rallentamento dopo il boom del 2015

Scenario Macroeconomico

Giugno 2016

anno, come indicano i prezzi delle case che sono in stabilizzazione e i permessi per nuove abitazioni che sono in contrazione da un anno, dopo aver toccato il picco a maggio 2015; tuttavia, ancora nel 1° trimestre l'aumento degli investimenti residenziali era stato del 3,3% t/t da 3,2% t/t precedente.

L'**occupazione** è aumentata dello 0,9% nel 2015 dopo tre anni di contrazione e continuerà a crescere nel prossimo biennio. **Gli indicatori PMI, relativi agli occupati, sono in aumento da gennaio, così come il numero di ore lavorate**: per l'anno in corso e per il prossimo si dovrebbe registrare un'espansione del saldo attorno all'1,1-1,2% grazie anche alla stabilizzazione della forza lavoro del settore pubblico (pari al 10% degli occupati totali) dopo cinque anni di contrazione. Il livello della **disoccupazione** nel 2015 è tornato ai minimi dal 2012, a 6,9%; nel 1° trimestre è ulteriormente scesa al 6,4% ma l'aumento della forza lavoro, dovuta all'innalzamento dell'età pensionabile e al conseguente aumento del tasso di partecipazione, e i flussi migratori dovrebbero frenare l'ulteriore calo. **L'inflazione viaggia sui minimi storici**: l'indice armonizzato nel 1° trimestre si è assestato a 0,4% a/a, ma nel corso dell'anno un effetto base sfavorevole dovrebbe portare a una discesa in territorio negativo nei mesi centrali per poi risalire verso l'1% in chiusura d'anno e accelerare nel 2017, supportata dalla stabilizzazione dei prezzi energetici. **L'indice core** è rimasto circa stabile attorno all'1,0% a cavallo d'anno, ma per effetti statistici nel corso dei prossimi mesi dovrebbe rallentare sensibilmente e attestarsi in media annua a 0,5% nel 2016 (ma ri-accelerare a 1,1% nel 2017).

Nel 2015 il **deficit** è sceso di sei decimi a -1,8% a da -2,4% grazie alla prosecuzione della ripresa e ai tagli alla spesa pubblica. Per l'anno in corso è prevedibile una pausa per via della manovra fiscale espansiva e delle minori entrate dagli stabilimenti estrattivi, portando il deficit a calare solo di un decimo a -1,7% (**saldo strutturale** a -1,5% da -0,9%). Nel 2017, la crescita delle entrate, dovuta all'aumento del reddito disponibile, e le minori spese per i sussidi di disoccupazione dovrebbero permettere di ridurre il deficit di altri cinque decimi a -1,2% (saldo strutturale a -1,2% da -1,5%). Secondo le stime della Commissione, il **debito pubblico** calerà ancora poco sotto il 65% nel 2016 (da 65,1% del 2015) e si attesterà attorno al 64% nel 2017. Il paese si sta avvicinando al delicato appuntamento elettorale del marzo 2017, che al momento vede come possibile vincitore il partito nazionalista euroscettico PVV, ma in un contesto molto frammentato che renderà necessario un governo di coalizione.

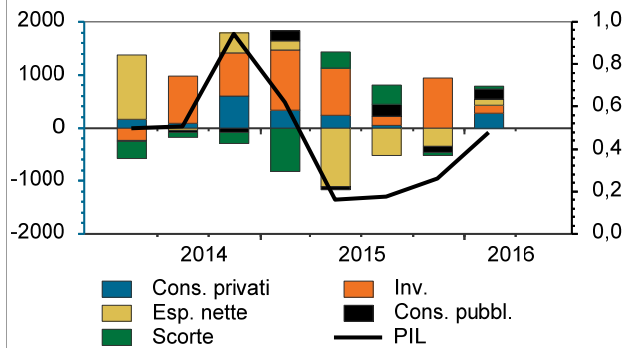
Occupazione ancora in aumento nel 2016 dopo tre anni di contrazione

Il Governo sospenderà per il 2016 il sentiero di riduzione del deficit per riprendere nel 2017

Previsioni	2015	2016	2017	2015				2016				2017	
				3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.0	1.6	1.8	1.9	1.2	1.1	1.4	1.8	2.0	1.9	1.8		
t/t				0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4		
Consumi delle famiglie	1.5	1.4	1.9	0.1	0.0	0.4	0.5	0.7	0.5	0.4	0.4		
Investimenti fissi lordi	10.3	4.3	1.7	0.6	2.8	0.4	0.4	0.6	0.6	0.3	0.4		
Deficit (% PIL)	-1.8	-1.7	-1.2										
Debito (% PIL)	65.1	64.9	64.0										
CPI (a/a)	0.6	0.3	1.6	0.7	0.6	0.6	-0.1	0.0	0.6	1.2	1.9		
Disoccupazione (%)	8.3	8.0	8.1	8.5	8.3	7.9	7.9	7.9	8.0	8.0	8.0		
Cambio effett. (2005=100)	107.6	107.8	108.3	107.7	107.4	107.9	108.0	107.5	107.7	108.1	108.2		

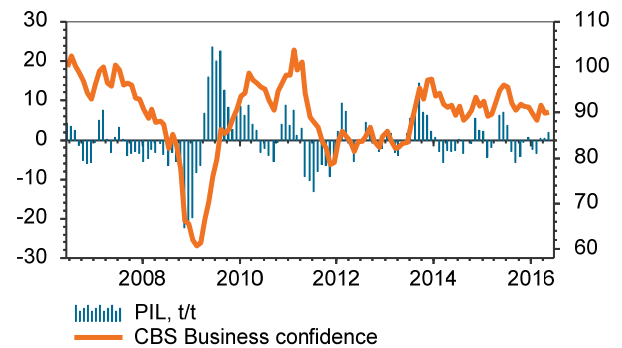
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Contributi alla formazione del PIL



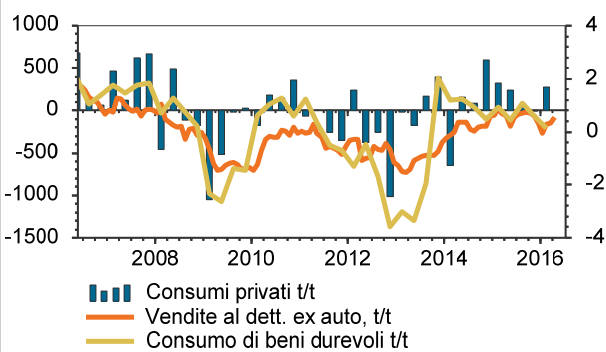
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fiducia economica e andamento del PIL



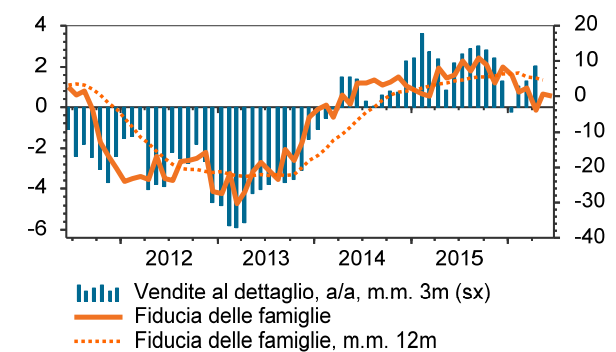
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Spesa delle famiglie, acquisto di beni durevoli e andamento dei consumi privati



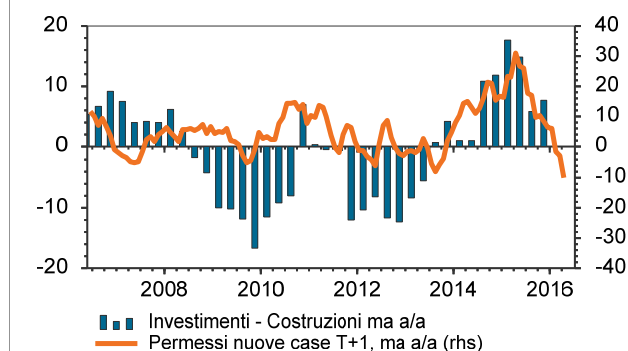
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



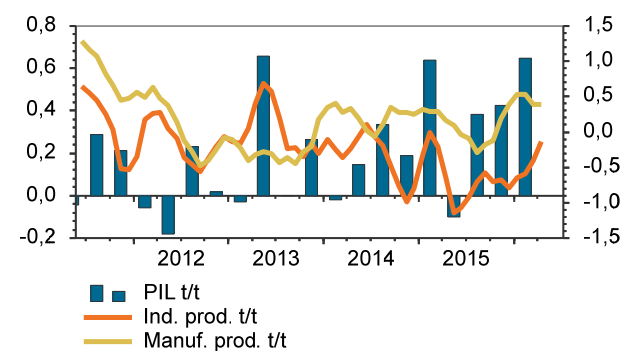
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Investimenti residenziali e attività nel settore edile



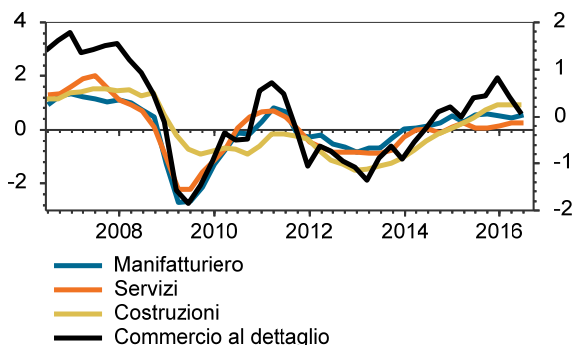
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale e PIL



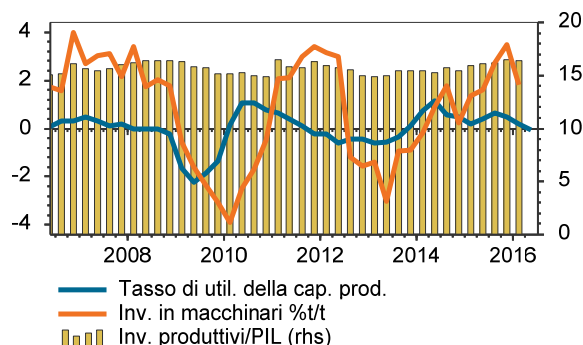
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Indici di attività nei vari settori produttivi



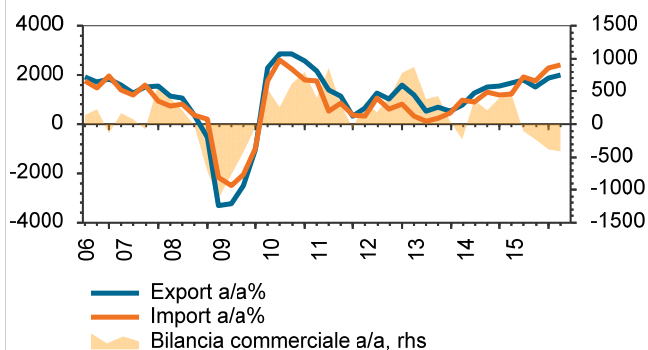
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL



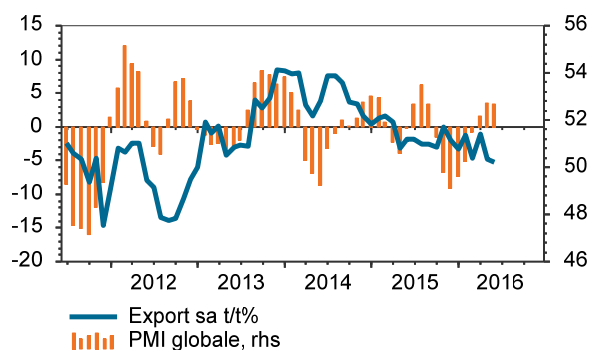
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento della bilancia commerciale



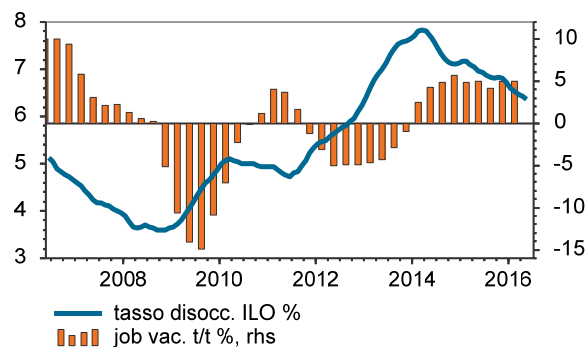
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



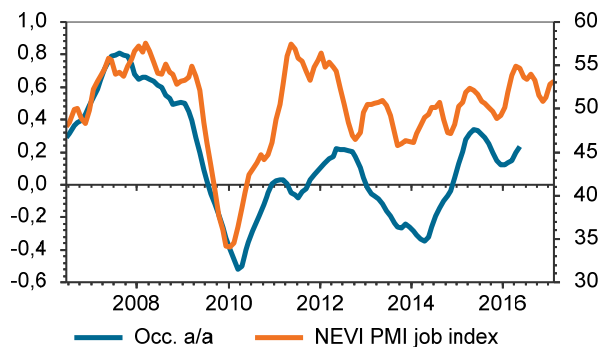
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento della disoccupazione e job vacancies



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

Andamento dell'occupazione



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

Grecia: l'accordo garantirà ossigeno fino a ottobre

L'accordo raggiunto dall'Eurogruppo il 24 maggio rappresenta un notevole passo avanti verso il superamento della crisi greca e **garantisce l'erogazione completa da parte dell'ESM degli aiuti 2016 pari a 10,3 miliardi di euro**. Oltre a sbloccare una tranche che garantisce la copertura delle scadenze almeno fino a ottobre, è stata concordata una strategia a lungo termine di alleggerimento del debito nei confronti degli organismi ufficiali. Gli interventi si riassumono in:

Guido Valerio Ceoloni

- **smussamento del profilo di rimborso del prestito EFSF**, considerato urgente, al fine di contenere il servizio del debito al 15% delle entrate fino al 2030 e al 20% successivamente;
- **riduzione del rischio d'interesse**, agendo sulla politica di raccolta di EFSF/ESM e con il vincolo che non generi costi aggiuntivi per gli Stati membri (quindi la riduzione del costo per la Grecia dovrà essere vincolata all'assorbimento di emissioni ESM a lunghissimo termine da parte del mercato);
- accantonamento nel 2017 dell'incremento sul margine d'interesse sulla parte del 2° programma relativo al riacquisto di debito e **mantenimento di un saldo primario del 3,5% fino al 2018** (contro stime più caute del FMI dell'1,5%).

Nel medio termine, dopo il completamento del programma ESM (e se la valutazione della sostenibilità del debito lo richiedesse), si potrebbe procedere all'abolizione del margine d'interesse su parte del 2° programma e all'uso dei profitti generati dal programma SMP del 2014 per agevolare il servizio del debito, ridisegnando il piano di rimborso all'EFSF. Grazie all'accordo, la BCE tornerà presto ad ammettere le banche greche alle normali operazioni di rifinanziamento, reintroducendo la sospensione del requisito sul rating del Paese, ancora non *investment grade*. Nel frattempo, nella riunione del 22 giugno, la BCE ha riammesso le banche greche alle normali operazioni di rifinanziamento, sospendendo nuovamente il requisito del rating.

Il successo dell'operazione dipenderà però sia dal ritorno stabile alla crescita sia da un miglioramento complessivo del sistema-paese. La marginale contrazione del PIL nel 2015 (-0,2%) ha visto la domanda interna rimanere positiva, sostenuta dai consumi (+0,3% a/a) e dagli investimenti (+4,0% m.a.). Nel 1° trimestre 2016 il PIL è tornato a calare di -0,5% t/t con contributi negativi sia della domanda interna sia del commercio estero, solo in parte compensato dall'accumulo dei magazzini. La crescita acquisita finora è negativa e pari a -1,0% a/a; tuttavia, i due trimestri centrali, che beneficiano della stagione turistica, dovrebbero riportare la variazione media annua del **PIL fra il -0,3 e lo 0% quest'anno**. Dovrebbero avere effetti positivi sulla domanda interna anche lo sblocco dei fondi strutturali europei e il pagamento degli arretrati della Pubblica amministrazione. **Nel 2017-18 si attende un'accelerazione al 2,5-3,0%**. La disoccupazione è attesa rimanere sopra il 20% almeno fino al 2018. La ripresa è ostacolata anche dalla difficile situazione del sistema bancario, oberato dalle sofferenze accumulate in questi anni di crisi economica e indebolito nel 2015 dall'introduzione dei controlli sui movimenti di capitale.

Il risanamento fiscale continua a pesare sulla coalizione **SYRIZA-ANEL**, che controlla ancora la maggioranza del Parlamento con 153 seggi su 300 (ma erano 158 a settembre). Malgrado l'erosione subita, **i numeri rimangono sufficienti sulla carta a portare avanti il programma**. Nonostante il successo politico di Tsipras che ha ricompattato la maggioranza, gli spazi di manovra sono assai limitati e in futuro ANEL potrebbe giocare su altri tavoli. Tuttavia: (1) Tsipras potrebbe avere pronta una soluzione di ripiego che coinvolga altri partiti di centro e (2) in caso di elezioni, l'opposizione di centro-destra ha ora un leader carismatico (Meimarakis) in buoni rapporti con le Autorità europee.

Sul fronte conti pubblici, il **debito** è previsto toccare il picco nel 2017 al 185%, per poi calare al 175% nel 2020. Il debito pubblico lordo è attualmente pari a 321 mld di euro, quasi interamente in euro (96,7%). Di questo, circa il 23% sono obbligazioni con scadenza residua media attorno ai 16,5 anni, il resto sono prestiti (246,4 mld, di cui la maggior parte deriva dal *Financial Support Mechanism*, 89%), pronti/termine (4,4%), prestiti bilaterali (3,0%) e crediti della Banca di Grecia (1,5%). Le **prossime scadenze** in calendario per il **piano rimborsi 2016** ammontano a **2,6 miliardi di euro** di cui 2,1 mld al FMI e il resto come pagamento interessi sui prestiti della GLF e dell'ESM. Nel **2017** saranno dovuti **2,0 mld** (di cui 1,3 mld al FMI), nel 2018 2,8 mld (di cui 2,3 al FMI). I **premi al rischio** sui GGB sono scesi all'indomani dell'Eurogruppo (decennale sotto al 7%, ai minimi da ottobre) ma sono poi prontamente risaliti (poco sopra 8%) a seguito delle incertezze geopolitiche che preoccupano i mercati.

Portogallo: rischi di scenario ancora sbilanciati verso il basso

Nel 2016 il PIL è atteso rallentare all'**1,3% da 1,5% precedente**, con i rischi sbilanciati verso il basso in particolare a causa dell'incertezza sullo scenario politico, del processo di *deleveraging* del settore privato e alla fragilità del sistema bancario (con oltre 12,4 mld di NPL, di cui circa metà appartenenti al settore immobiliare). Il 1° trimestre ha deluso le attese con una crescita ferma a 0,2% t/t, stesso ritmo dell'ultimo trimestre 2015, a causa del rallentamento della domanda interna e del **contributo negativo delle esportazioni nette**. Tuttavia, l'indice di fiducia economica della Commissione è rimasto su alti livelli (106,2) da gennaio in poi, supportato dalla stabilizzazione di tutte le componenti con l'eccezione dell'industria. Rispetto al 2015, ci aspettiamo un **rallentamento della componente consumi nel biennio 2016-17** dovuto a una maggior incidenza della tassazione indiretta (carburante) e a un rimbalzo dei prezzi dell'energia a fronte di una disoccupazione che rimane alta (12,4% nel 1° trimestre da 12,2%) e di un indebitamento del settore privato cospicuo. Anche **gli investimenti hanno rallentato nel 1° trimestre** (in contrazione di -2,2% a/a), con l'**eccezione delle costruzioni**, dovuto all'effetto trascinarsi dopo l'inatteso rallentamento nella seconda metà del 2015 e all'incertezza geopolitica d'inizio anno. Per il 2016 il ritmo di espansione della componente investimenti sarà inferiore (1,5% m.a.), per poi accelerare nel 2017 (3,7% m.a.) grazie anche ai fondi strutturali europei. L'incertezza geopolitica e la ripresa dei consumi stanno pesando sul canale estero, che rimarrà un freno alla crescita fino al 2017 inoltrato, ma meno di quanto visto nel 2015.

Guido Valerio Ceoloni

Il **deficit** è sceso al -4,4% l'anno scorso: un buon risultato, che ingloba anche l'impatto del salvataggio di Banif e che ha pesato per circa l'1,4% del PIL (il saldo strutturale tuttavia si è deteriorato di sei decimi a -2,2%). Secondo le stime della Commissione, le misure messe in atto dal Governo permetteranno nel 2016 di migliorare ulteriormente il deficit a -2,7% (-2,3% nel 2017) ma, in virtù del limitato impatto delle misure di consolidamento, il **saldo strutturale** è atteso ancora in peggioramento di due decimi a -2,2% (-2,5% nel 2017). **I rischi allo scenario dei conti pubblici sono orientati verso il basso**, in particolare a causa di possibili deragliamenti della spesa (anche per effetto del settore bancario) e della mancanza di un accordo condiviso sulle misure di consolidamento del debito per il biennio 2016-17, vista l'eterogeneità della maggioranza al Governo (socialisti e sinistra radicale). Per ora DBRS sta mantenendo il rating portoghese al livello *investment grade*, ma in caso di declassamento i titoli portoghesi verrebbero anche esclusi dal programma di acquisti della BCE. Nel 2016 il debito pubblico dovrebbe calare attorno al 125%, da 129% del 2015, nel caso si riuscisse a **completare la vendita di Novo Banco**¹⁵ (fallita l'anno scorso e su cui la Commissione ha garantito un allungamento della scadenza ad agosto 2017) e stabilizzarsi su quel livello nel 2017 grazie all'accelerazione della ripresa.

¹⁵ La vendita di Novo Banco sta procedendo a rilento a causa di una sentenza di un tribunale amministrativo che ad aprile ha sospeso la decisione di dicembre scorso della Banca centrale portoghese di trasferire circa due miliardi di titoli da NB alla *bad bank* BES (Banco Espírito Santo).

Italia La ripresa continua, ma i rischi sono verso il basso

Il PIL italiano ha moderatamente riaccelerato a inizio 2016 (0,3% dopo lo 0,2% t/t della seconda metà del 2015). Il principale contributo (due terzi del totale) è venuto dall'industria in senso stretto. Tuttavia, sembra esserci stato un effetto legato ai giorni lavorativi che potrebbe aver spostato crescita da fine 2015 a inizio 2016 (visibile dalla volatilità a cavallo d'anno della produzione industriale). **Per il prosieguo del 2016 ci attendiamo in media una crescita alla stessa velocità di crociera, anche se per il trimestre primaverile** la nostra stima è nella forchetta 0,2-0,3% t/t ovvero **non si può escludere un rallentamento congiunturale** rispetto a inizio anno, principalmente sulla scia del minor apporto dall'industria (per il secondo trimestre ci aspettiamo un contributo di 0,1% ovvero la metà che nei tre mesi precedenti).

Paolo Mameli

In effetti, **gli indicatori sull'industria** (fiducia delle imprese, produzione, ordini e fatturato) **hanno mostrato di recente una tendenza al rallentamento**, dopo un picco che era stato toccato mediamente nell'estate del 2015: l'indice PMI manifatturiero ha raggiunto un massimo a dicembre 2015, la fiducia delle imprese manifatturiere secondo l'indagine Istat a ottobre, il fatturato a giugno e gli ordini addirittura ad aprile del 2015. Sebbene la produzione sia rimbalzata ad aprile, ciò indica che per i prossimi mesi la tendenza resterà moderata.

Non vediamo motivi né per un'accelerazione né per un significativo rallentamento dell'attività economica

In generale, gli indici anticipatori hanno toccato un picco mediamente tra i 6 e gli 8 mesi fa: **per la fiducia dei consumatori era lecito aspettarsi una correzione fisiologica** dopo che a gennaio 2016 era stato toccato un massimo storico (il livello del morale delle famiglie resta superiore alla media storica e coerente con una prosecuzione della ripresa dei consumi, anche se non segnala un'accelerazione), più sorprendente è stata l'inversione di tendenza per fiducia delle imprese (dal picco toccato a ottobre).

Di sicuro ha inciso la tendenza al **rallentamento del commercio estero**: sebbene entrambi i flussi commerciali siano rimbalzati ad aprile (export +2,7% import +3,9% m/m), in particolare da e verso i Paesi extra-UE, tuttavia il contesto globale non sembra coerente con un significativo rimbalzo delle vendite all'estero. Inoltre, si rileva nel periodo più recente una sottoperformance dell'export italiano rispetto ai principali Paesi europei.

Il fatto è che **la ripresa dell'attività produttiva, che si è verificata a partire dall'inizio dello scorso anno, non sembra essersi consolidata a tal punto da risultare sufficientemente diffusa**. In effetti, la crescita dei principali indici di attività industriale nonché dell'export risultava molto concentrata su alcuni comparti (in particolare mezzi di trasporto, farmaceutici e prodotti petroliferi raffinati). Nel momento in cui si è avuto un rallentamento "fisiologico" della velocità di espansione di tali comparti, tale frenata non è stata compensata dal recupero degli altri. Inoltre, attualmente non solo l'industria mostra una tendenza alla decelerazione, ma anzi l'indicatore di diffusione della ripresa elaborato dall'Istat mostra per la prima volta negli ultimi 15 anni un'indicazione in peggioramento nei servizi in controtendenza rispetto all'industria.

Inoltre, **almeno in parte la ripresa vista nella parte iniziale dello scorso anno veniva dagli shock esogeni su prezzo del petrolio e tasso di cambio, che sono poi parzialmente rientrati**. Positivo (dal punto di vista della crescita) è il fatto che sia stato confermato l'orientamento moderatamente espansivo della politica fiscale, grazie alla flessibilità concessa quasi interamente dall'UE per l'anno in corso, anche se è ancora incerta l'evoluzione per il 2017: quantomeno, per l'anno prossimo non occorre aspettare un contributo positivo dalla politica fiscale come per il 2016 (ed è possibile visto l'evolversi dei rischi politici in Europa che prevalga un orientamento "flessibile" anche per l'anno prossimo).

Il settore immobiliare sta confermando almeno in parte gli indizi di recupero visti a fine 2015. I segnali di ripresa sono evidenti sul mercato secondario (le compravendite di unità immobiliari sono cresciute del 17,3% a/a nel 1° trimestre 2016), mentre appaiono decisamente più labili per quanto concerne le nuove costruzioni: la produzione nel settore, dopo essere cresciuta di 1,2% t/t nel 4° trimestre 2015, è poi tornata a calare nel 1° trimestre (-0,9% t/t), pertanto il comparto è tornato a frenare l'attività economica nel suo complesso. È vero che la fiducia dei costruttori

Elementi positivi dello scenario sono la tenuta dei consumi e la ripresa incipiente del mercato immobiliare

Scenario Macroeconomico

Giugno 2016

appare su livelli più confortanti di quelli del morale delle imprese negli altri comparti (è superiore di oltre il 20% ai livelli del 2010, contro il 7% dei servizi, il 2% dell'industria e meno dell'1% del commercio); tuttavia, il confronto è "distorto" dal fatto che l'anno-base è assai più sfavorevole per le costruzioni che non per gli altri comparti. Tuttavia, la ripresa del mercato immobiliare, specie sul comparto residenziale delle abitazioni esistenti, sembra poter continuare nei prossimi trimestri.

Un elemento positivo dello scenario è rappresentato dalla tenuta dell'occupazione. In effetti, nonostante i timori legati al ridursi degli incentivi sulle nuove assunzioni, anche a inizio 2016 è proseguita la ripresa degli occupati (+1% ovvero +215 mila unità a/a), trainata dai lavoratori dipendenti permanenti. Ciò non si è riflesso in una discesa del tasso di disoccupazione, che sembra essersi interrotta a partire dalla scorsa estate. Ma il motivo principale risiede nel calo degli inattivi (-2,1% ovvero -292 mila a/a ad aprile), su cui ha inciso la diminuzione degli scoraggiati (-210 mila unità rispetto a un anno prima). In sintesi, il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro (visibile anche da altri indicatori come il calo dei disoccupati di lunga durata e del part-time involontario) non sembra essere terminato.

In prospettiva, **riteniamo che per l'orizzonte prevedibile l'economia possa mantenere la velocità di crociera di 0,3% t/t** vista in media nell'ultimo anno e mezzo. In effetti, se non riteniamo che i rischi all'orizzonte siano tali da far deragliare il trend di recupero congiunturale, nemmeno vediamo motivi significativi per una accelerazione. In questo scenario, i rischi rispetto allo scenario base di crescita media dell'1,2% nel 2016 (e di 1,4% nel 2017) restano verso il basso.

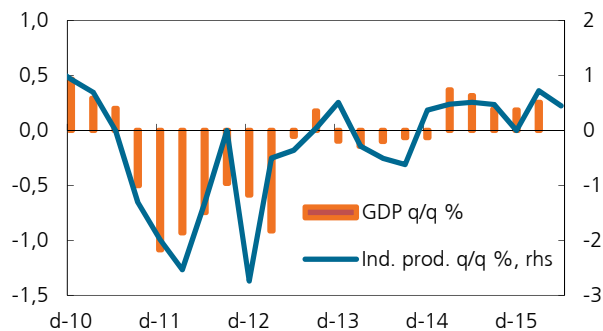
L'incertezza viene, oltre che da una possibile mancata riaccelerazione del commercio mondiale, anche dalle **incognite di natura politica e geopolitica**. Anzitutto quelle di carattere internazionale, tra cui *in primis* il post-referendum britannico sull'UE, che potrebbe secondo le nostre stime pesare per uno 0,3% sul PIL 2017, nonché un calendario elettorale molto fitto in diversi Paesi europei tra metà 2016 e 2017 (senza dimenticare le elezioni presidenziali americane a fine anno e le persistenti difficoltà dell'istituzione europea nella gestione del fenomeno migratorio). A ciò si aggiungono i possibili rischi domestici per la governabilità derivanti dall'eventuale fallimento del referendum costituzionale di ottobre (che si innesca su una tendenza alla perdita di consensi da parte del governo come dimostrato dalle recenti elezioni comunali). Nel caso invece (che assumiamo come scenario-base) in cui la consultazione confermi la riforma, potrebbe derivarne un miglioramento delle prospettive per la governabilità e dunque per la prosecuzione dell'agenda sulle riforme, anche se il risultato delle successive elezioni con il nuovo sistema elettorale non sarebbe comunque scontato *ex ante*. Assumiamo come scenario di base che il governo poi resti in carica fino al completamento della legislatura nel 2018.

I rischi vengono, oltre che dall'export, dalle incognite di natura politica

Previsioni macroeconomiche – Italia													
	2015	2016	2017	2015				2016				2017	
				3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	1.2	1.4	0.8	1.1	1.0	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5		
t/t				0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3		
Consumi delle famiglie	0.9	1.3	1.2	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3		
Investimenti fissi lordi	0.6	2.0	2.2	0.6	0.8	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6		
Consumi collettivi	-0.7	0.6	0.3	0.2	0.6	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1		
Esportazioni	4.1	0.4	3.6	-1.4	1.2	-1.5	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0		
Importazioni	5.8	1.2	3.6	-0.2	0.9	-0.9	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	0.1	0.1	0.1	-0.4	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0		
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.3	1.9										
Deficit (% PIL)	-2.6	-2.6	-1.4										
Debito (% PIL)	132.7	131.5	128.8										
CPI (a/a)	0.0	-0.1	1.1	0.2	0.2	-0.1	-0.4	-0.2	0.3	1.0	1.2		
Produzione Industriale	0.9	1.6	1.3	0.5	0.0	0.7	0.4	0.1	0.3	0.3	0.6		
Disoccupazione (%)	11.9	11.5	11.0	11.6	11.6	11.6	11.6	11.5	11.3	11.2	11.1		
Tasso a 10 anni	1.71	1.55	1.70	1.91	1.62	1.49	1.49	1.57	1.63	1.58	1.63		

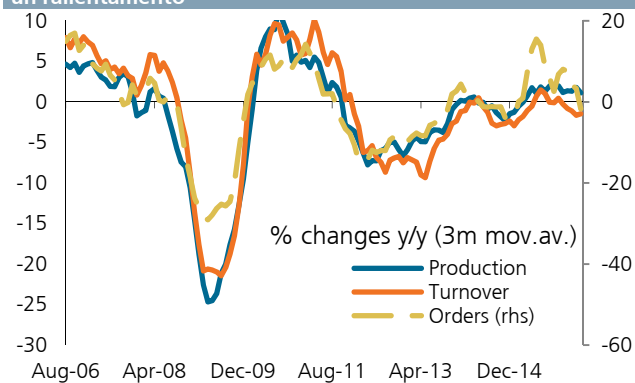
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il PIL è rimbalzato nel 1° trimestre, grazie principalmente al contributo dell'industria, che però è stato meno vigoroso in primavera



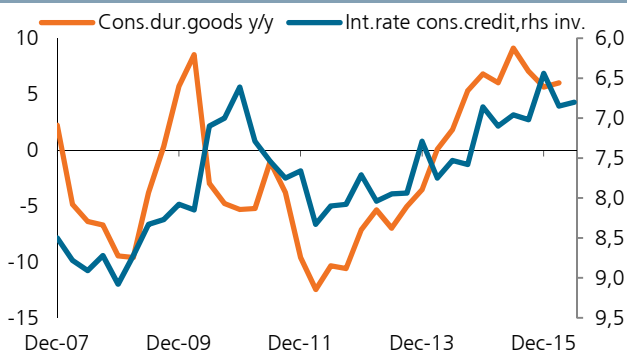
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Gli indicatori sull'industria (produzione, ordini e fatturato), dopo un punto di massimo a metà 2015, segnalano un rallentamento



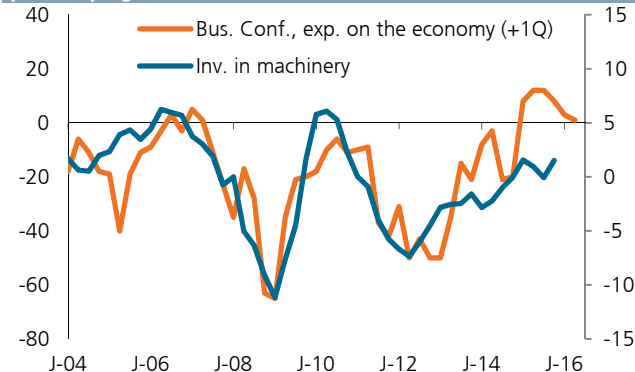
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – A trainare la ripresa sempre i consumi, in particolare di beni durevoli (favoriti dal miglioramento delle condizioni del credito)...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BCE

Fig. 4 – ...ma vi sono segnali di ripartenza anche per gli investimenti in macchinari (trainati da aspettative sul ciclo che, pur in ripiegamento dai massimi, restano ottimistiche)



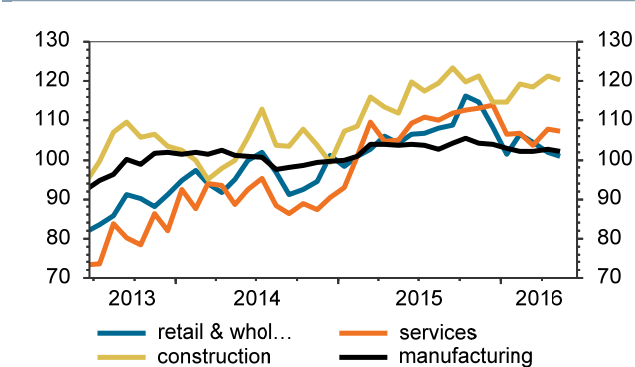
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – Sia la fiducia dei consumatori che quella delle imprese (manifatturiere) evidenziano un rallentamento negli ultimi mesi, ma, specie nel primo caso, il livello resta espansivo



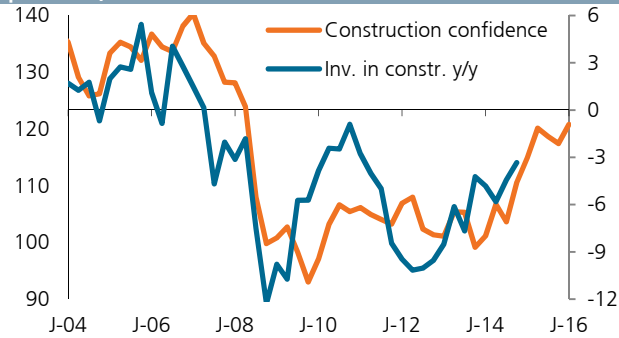
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 6 – Il settore in cui la fiducia delle imprese appare più resiliente è quello delle costruzioni



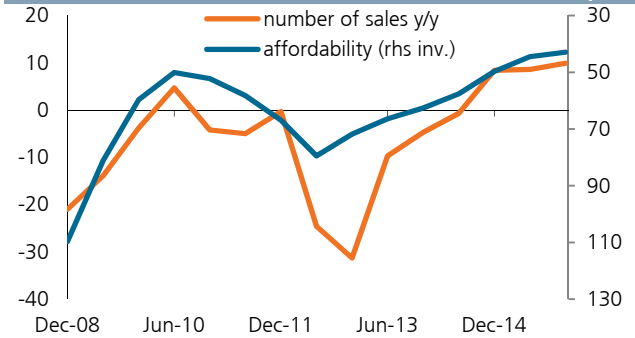
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 7 – Il livello della fiducia dei costruttori anticipa un'ulteriore ripresa per gli investimenti in costruzioni (ma un ritorno stabile a una crescita positiva è rimandato all'anno prossimo)



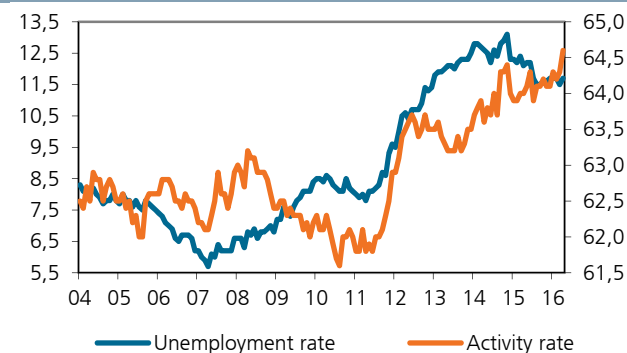
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – La ripresa del numero di compravendite sul mercato immobiliare è sostenibile perché dipende dal miglioramento della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (che dovrebbe accentuarsi ulteriormente nel corso del 2016-17)



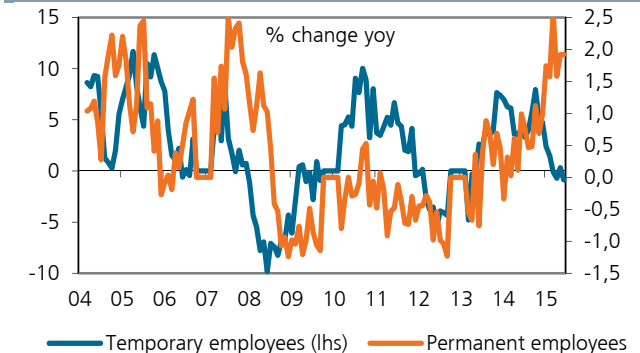
Nota: l'indicatore sulla "capacità di accesso" al mercato immobiliare è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato delle abitazioni da parte delle famiglie. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

Fig. 9 – La discesa del tasso di disoccupazione è e continuerà ad essere lenta, frenata dall'aumento del tasso di attività (ai massimi storici)



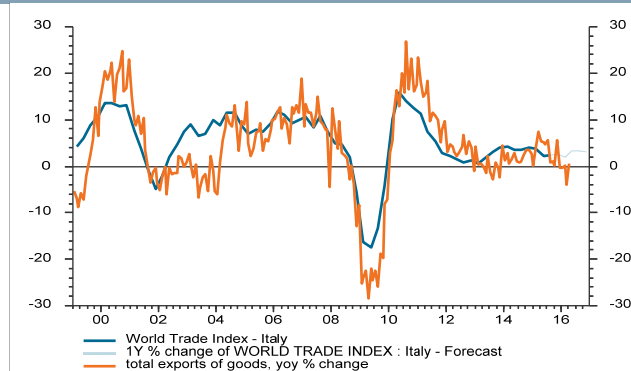
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 10 – Ma l'occupazione continua a crescere, in particolare tra i lavoratori dipendenti permanenti



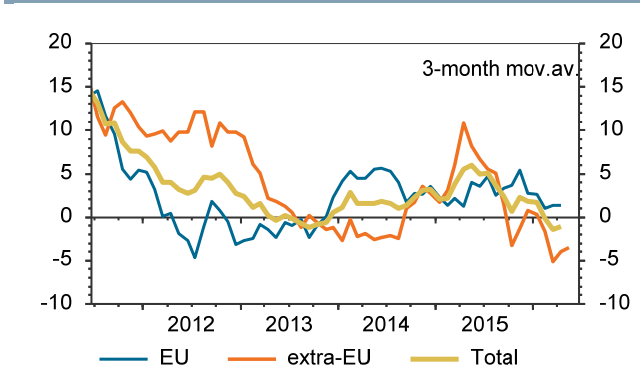
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 11 – La recente performance dell'export è stata parzialmente deludente rispetto alla domanda potenziale rivolta verso l'Italia



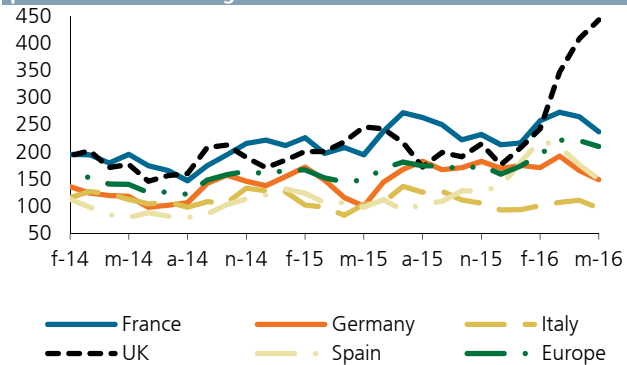
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Hanno pesato in particolare (e continueranno a farlo nei prossimi mesi) le vendite verso i Paesi extra-UE



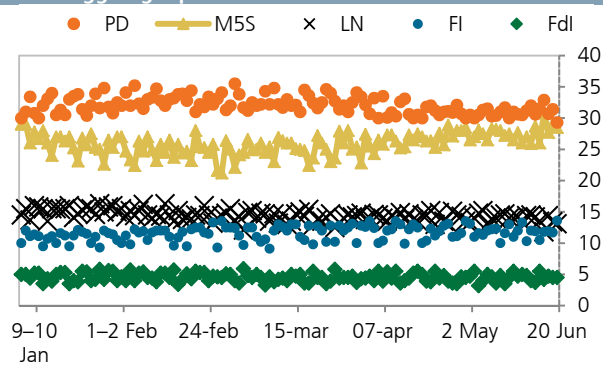
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Sinora il rischio di incertezza politica in Italia è stato più contenuto che negli altri Paesi...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 14 – ...ma la perdita di consenso del maggior partito di governo aggiunge qualche rischio allo scenario



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Asia

Giappone: la ripresa fragile richiede supporto fiscale e monetario

L'economia giapponese rimane fragile, e la ripresa difficilmente potrà consolidarsi senza ulteriori misure di stimolo fiscale e monetario. Aggiorniamo le previsioni per il biennio 2016-17 in seguito all'annuncio del Governo di rinviare il rialzo dell'imposta sui consumi da aprile 2017 a ottobre 2019. Le elezioni estive della camera alta e la debolezza della crescita fra fine 2015 e inizio 2016 sono state determinanti per il rinvio della stretta fiscale e le misure di spesa nell'a.f. 2016.

Le nuove previsioni vedono una **crescita di 0,3% nel 2016 e 0,5% nel 2017**, con un sentiero di espansione moderato, intorno alla crescita potenziale. Il rinvio del rialzo dell'imposta, oltre a ridurre i rischi di forte rallentamento nel 2017, ha due effetti sulle previsioni: una crescita meno forte di quanto atteso in precedenza fra fine 2016 e inizio 2017, e una dinamica più solida nel 2017, dovuta al mancato calo dell'attività nella parte centrale dell'anno e alla minore restrizione fiscale sulle famiglie fra il 2017 e il 2019. Anche con il miglioramento del quadro della domanda, difficilmente l'inflazione potrà accelerare in modo significativo dall'attuale ritmo poco sotto l'1% per l'indice al netto di alimentari ed energia. Inoltre, con l'apprezzamento del cambio seguito al referendum inglese, fa prevedere che oltre all'espansione della politica fiscale, si aggiunga nei prossimi mesi ulteriore stimolo monetario.

1. Quadro macroeconomico rinforzato dal rinvio del rialzo dell'imposta sui consumi, ma sempre fragile. Il rinvio del rialzo dell'imposta sui consumi elimina il principale rischio per lo scenario del prossimo biennio. Dopo ogni rialzo dell'imposta sui consumi (1995 e 2014), il risparmio delle famiglie ha subito un aumento, causato probabilmente dall'aspettativa di rialzi successivi e di riduzione permanente del potere d'acquisto. Nel 2015 i **consumi** sono scesi di -1,2%, con ampie variazioni negative nel 2° e nel 4° trimestre (-0,8% t/t in entrambi i trimestri), nonostante un'accelerazione dei salari dal 2014 in poi. Le contrattazioni nazionali dal 2014 si sono concluse in modo positivo, con rialzi di 2,1% nel 2014, 2,2% nel 2015 (da una media di 1,7% dei 5 anni precedenti). Per quest'anno, l'accordo siglato recentemente prevede aumenti medi dei salari di 2,1%, con incrementi sostenuti anche per le piccole/medie imprese e per i lavoratori part-time. Con l'inflazione a zero, i salari reali sono in aumento del 2% a/a circa. I dati dei consumi di marzo e i primi indicatori per aprile sono molto deboli. Le informazioni sul rinvio dell'imposta potrebbero sollevare la spesa di giugno, ma al momento è prevedibile una modesta contrazione, o al massimo una stagnazione, nella primavera. La **crescita dei consumi nel 2016 è prevista a 0,2%** su base annua (per l'effetto di trascinamento negativo di fine 2015), e a **0,9% nel 2017**.

Gli **investimenti non residenziali** risentono della debolezza della domanda finale e dell'ampio apprezzamento del cambio visto da metà 2015 in poi. Gli investimenti fissi non residenziali privati dovrebbero restare deboli anche nel 2° trimestre: il cambio si è stabilizzato, ma nelle nostre previsioni resterà su livelli vicini a 110 nella parte centrale del 2016, continuando a esercitare pressioni verso il basso sull'export e sugli utili. Nel 1° trimestre 2016 il fatturato e gli utili nel manifatturiero sono in ampio calo (-7,8% e -26,4% a/a, rispettivamente); le stesse variabili hanno segnato contrazioni anche nei servizi (-5,6% e -13% a/a, rispettivamente). La **previsione per il 2016 è di andamento debole degli investimenti fissi (+0,7%), seguito da una marginale accelerazione nel 2017 (+1,1%)**. L'**edilizia residenziale** dovrebbe proseguire sul trend di moderato miglioramento, pur restando in territorio negativo anche nel 2016. Gli **investimenti residenziali** dovrebbero contrarsi di -0,8% nel 2016 e stabilizzarsi intorno a zero nel 2017.

Il **canale estero** ha contribuito positivamente alla crescita negli ultimi due anni, ma dovrebbe farlo in misura minore nel 2016-17 sulla scia dell'apprezzamento del cambio. Le esportazioni sono previste in crescita di 0,6% nel 2016 e di 2,1% nel 2017. L'import dovrebbe essere in aumento di 0,5% quest'anno e di 4,1% nel 2017.

2. Politica fiscale: capitolazione. Alla vigilia delle elezioni per il rinnovo della camera alta il Governo ha annunciato il (secondo) **rinvio del secondo rialzo dell'imposta sui consumi**,

Giovanna Mossetti

Crescita ancora fragile: il rinvio dell'imposta sui consumi aiuta, ma non basta

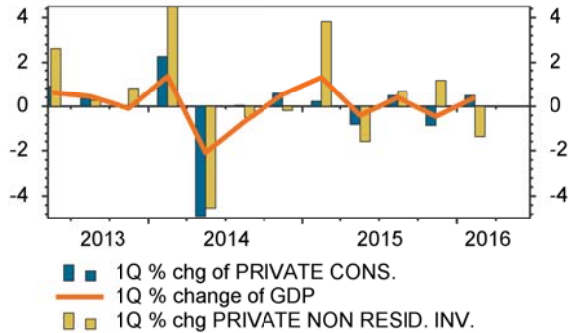
programmato ora per l'autunno 2019. Il budget per l'a.f. 2016 manteneva (prima del rinvio del rialzo) gli obiettivi di consolidamento fiscale di medio termine, con la previsione di portare il saldo primario a -1% nel 2018 e azzerarlo entro il 2020, in modo da iniziare un trend di riduzione del debito/PIL dal 2020 in poi. Nelle ultime settimane, con l'annuncio del rinvio del rialzo dell'imposta sui consumi, il Governo ha segnalato che sta approntando un pacchetto di stimolo, probabilmente pari a circa l'1% del PIL, concentrato su 1) sussidi ai consumi (voucher di spesa); 2) investimenti pubblici; 3) incentivi per l'aumento della partecipazione alla forza lavoro (soprattutto femminile). Il budget 2016 prevedeva emissioni nette per 34,4 tln di yen (6,8% del PIL). I dettagli del pacchetto devono ancora essere finalizzati. **L'effetto di stimolo più significativo sarà comunque generato dal rinvio dell'imposta.** Con le nuove misure fiscali, probabilmente gli obiettivi per il prossimo biennio verranno mancati, ma per ora il Governo mantiene invariato il piano di consolidamento di medio termine.

3. Politica monetaria: provaci ancora, Haruhiko (Kuroda). La politica monetaria ha evidenti **problemi di attuazione** al limite dello zero, su due fronti. Da un lato, il programma di acquisto titoli trova freni nella scarsità di offerta di JGB: le emissioni nette di JGB dovrebbero essere intorno a 35 tln di yen nel 2016. La BoJ, nel programma attuale, acquista 8-12 tln di yen di JGB al mese, ed è il principale detentore di JGB, con il 31,6% del totale a fine 2015. E' evidente che diventa sempre più difficile soddisfare la domanda di titoli, a fronte di emissioni nette in calo. In compenso, i non residenti detengono il 49% dei T-bills, contro il 34,5% della BoJ. Nel programma di acquisti in vigore ora, la BoJ ha aggiunto acquisti di ETF su azioni di imprese che investono in programmi per la crescita: tuttavia l'ammontare di acquisti in attività diverse dai JGB è per forza limitato. L'altra leva su cui la Banca centrale ha provato ad agire è quella dei **tassi negativi**, con risultati deludenti sia sul fronte del cambio sia su quello dello stimolo dei prestiti. Prevediamo che, probabilmente a luglio, la BoJ provi ancora ad intervenire con nuovo stimolo, possibilmente distribuito sugli strumenti che ha, con un nuovo taglio dei tassi in territorio più negativo, e con aumento marginale di acquisti di titoli (anche su tipologie diverse dai JGB). In ultima istanza riteniamo però che il Giappone sia il naturale candidato per un esperimento di *helicopter money*: il Governo potrebbe emettere titoli speciali da vendere direttamente alla BoJ per finanziare stimolo fiscale. L'alternativa nel medio termine sarebbe il *default*, considerando che il debito/PIL è già oltre il 240%.

Previsioni	2015			2016			2017				
	3	4	1	2	3	4	1	2			
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.3	0.5	1.8	0.8	0.0	0.4	0.1	0.6	0.4	0.5
- trim/trim annualizzato				1.7	-1.8	1.9	0.0	0.1	0.5	0.8	0.3
Consumi privati	-1.2	0.2	0.9	1.9	-3.2	2.6	0.0	0.4	0.8	1.3	0.8
IFL - priv. non residenziali	1.6	0.7	1.1	3.2	5.2	-2.6	0.8	0.9	1.2	1.1	0.9
IFL - priv. residenziali	-2.7	-0.8	0.0	6.8	-4.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.4	0.5	0.6
Investim. pubblici	-1.9	-3.2	1.5	-9.4	-13.8	-2.9	2.2	2.2	2.6	1.6	0.7
Consumi pubblici	1.2	1.6	0.1	0.7	2.9	3.0	0.5	0.2	-0.1	0.2	0.0
Esportazioni	2.8	0.6	2.1	10.8	-3.1	2.4	1.8	1.2	1.7	2.2	2.4
Importazioni	0.3	0.5	4.1	6.9	-4.3	-1.6	4.0	4.3	4.3	4.1	3.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.9	3.5	3.2	3.8	3.9	4.0	3.8	3.8	3.7	3.6
Deficit (% PIL)	-5.4	-5.6	-6.4								
Debito/PIL (% PIL)	230.0	234.1	239.1								
CPI (a/a)	0.8	0.2	0.6	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.6
Produzione Industriale	-1.2	-0.8	0.7	-3.8	0.1	-4.1	4.5	1.6	0.8	0.2	0.0
Disoccupazione (%)	3.4	3.0	2.7	3.4	3.3	3.2	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8
Dollaro/Yen (Yen)	121.0	113.0	116.3	122.2	121.4	115.2	108.1	111.8	116.8	117.4	116.4
Cambio effettivo (1990=100)	125.9	136.0	129.5	124.8	126.4	133.7	140.8	138.1	131.4	129.4	129.6

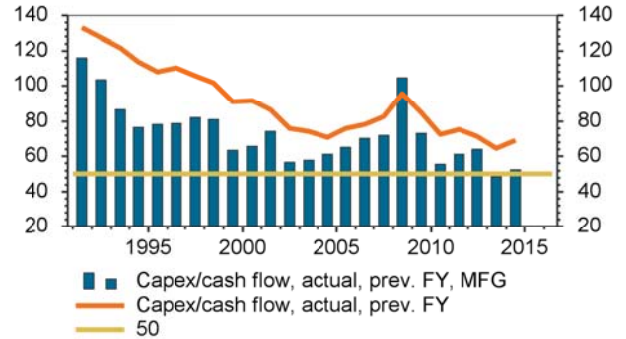
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Crescita: danzando intorno allo zero



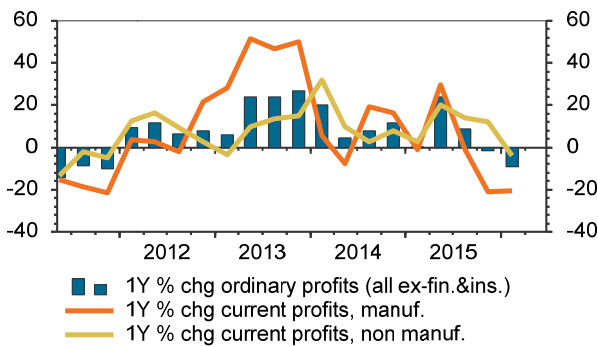
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Le imprese investono poco...



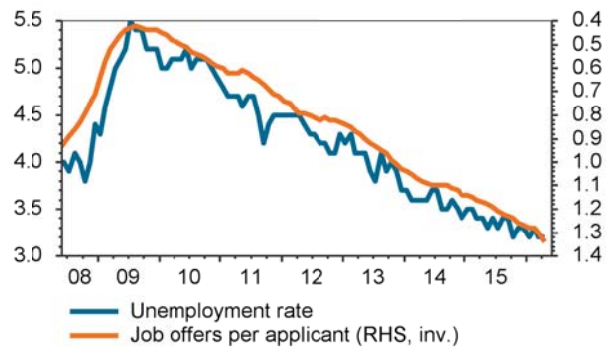
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, indagine Ministry of Finance sui piani di investimento delle imprese

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



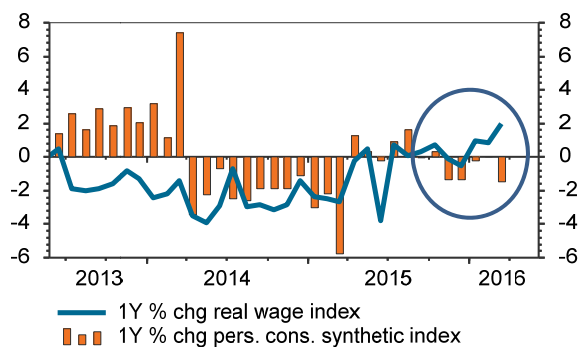
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La disoccupazione cala



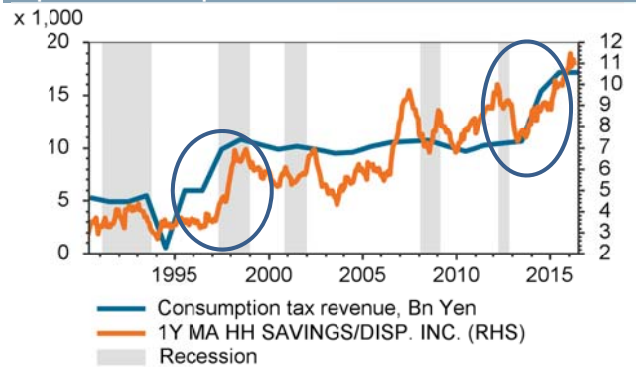
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



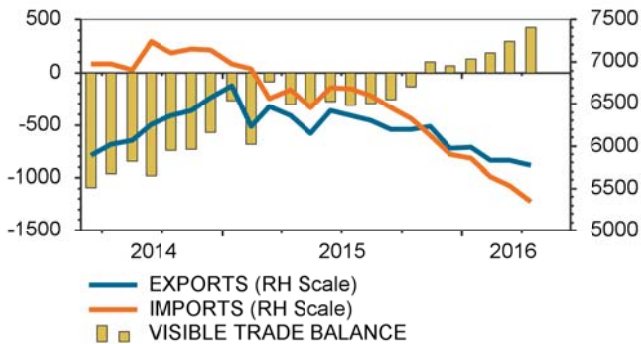
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



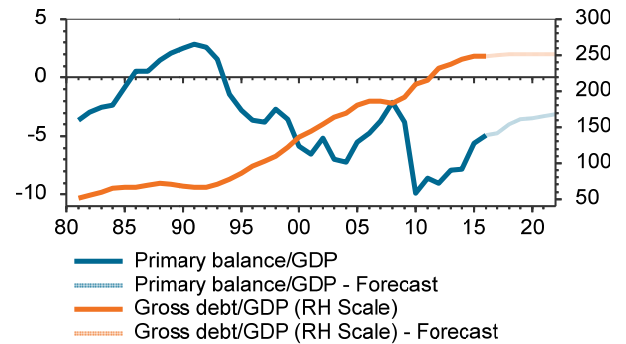
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



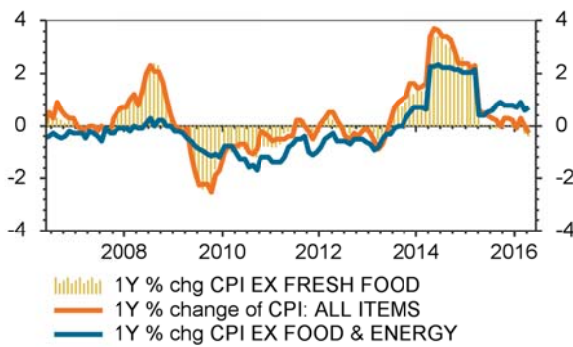
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Il consolidamento fiscale deve proseguire per raggiungere la stabilizzazione del debito/PII



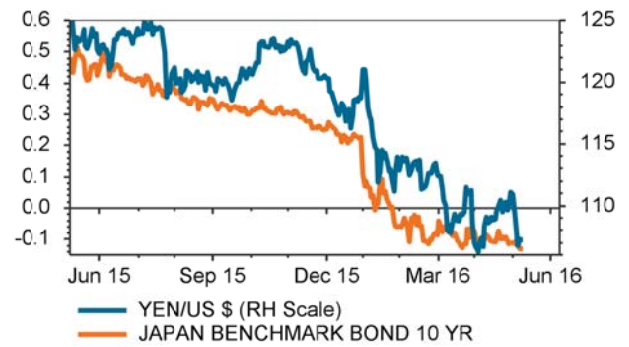
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Previsioni FMI.

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



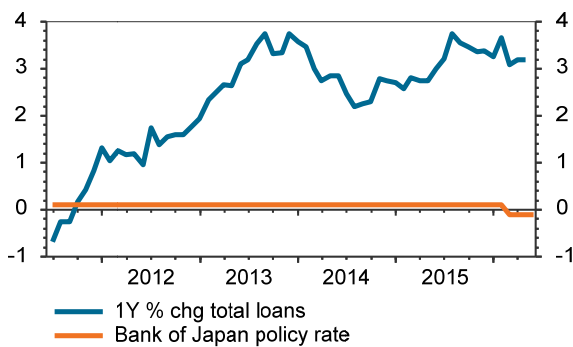
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



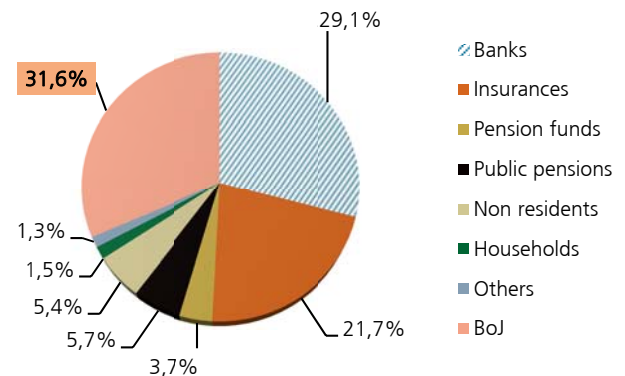
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Armi spuntate alla BoJ



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Dati a fine dicembre 2015; totale JGB: 911.3 tln di yen
Fonte: Ministry of Finance

Cina: gli investimenti rallentano nonostante il sostegno del credito

Il **PIL** è salito del 6,7% a/a nel 1° trimestre rispetto al 6,8% del 4° trimestre 2015, con una crescita dell'1,1% t/t, la più bassa da quando esiste la serie. Il moderato rallentamento ha riguardato tutti i settori, ad eccezione delle costruzioni e del settore immobiliare. Il carattere ancora misto dei dati negli ultimi tre mesi punta a una stabilizzazione della crescita nel 2° trimestre poco al di sotto del 1° trimestre. La decelerazione degli investimenti nel settore privato, in particolare nel manifatturiero, lascia comunque intatte le prospettive di rallentamento della crescita economica nella seconda parte dell'anno e nel 2017.

Silvia Guizzo

La **produzione industriale** è salita del 6,0% a/a in maggio, **stabile** rispetto ad aprile, grazie all'accelerazione della produzione del settore privato, in linea con il marginale recupero del PMI manifatturiero che, pur rimanendo sotto 50 nella rilevazione Markit, resta al di sopra del 1° trimestre (fig. 1). Una **dinamica** simile ha caratterizzato le **vendite al dettaglio, stabili** in termini reali a 9,7% a/a in maggio rispetto a marzo nonostante una lieve decelerazione in termini nominali, sostenute anche dal recupero delle vendite di automobili. Gli indici di **fiducia dei consumatori** continuano a dare **segnali divergenti**, in calo quelli del NBS e Bankcard Unionpay e in risalita gli altri (fig. 9). Il **mercato del lavoro** appare in un sentiero di **moderato e lento rallentamento** (fig. 11 e 12), difficilmente conciliabile con un'accelerazione dei consumi privati.

Il **commercio estero** ha registrato una **stabilizzazione dell'export e un miglioramento dell'import** negli ultimi tre mesi. Le esportazioni sono salite dell'1% 3m a/a in maggio dopo 12 mesi di cali tendenziali grazie alla migliore performance dei beni ordinari rispetto ai beni assemblati (fig. 6). Le esportazioni hanno beneficiato in parte di un forte effetto base favorevole, che continuerà per il resto dell'anno, ma i dati destagionalizzati rivelano comunque una stabilizzazione dell'export tra marzo e maggio. Le esportazioni in volume sono salite del 6,9% a/a in aprile in linea con la dinamica degli ordini esteri che, pur in contrazione nella rilevazione Markit e poco sopra 50 in quella del NBS, resta in marginale miglioramento rispetto al primo trimestre (fig. 7). Le importazioni registrano ancora un calo tendenziale del 6,4% 3m a/a in maggio, in netto miglioramento dal minimo del 13,5% 3m a/a in marzo, e il volume delle materie prime sia energetiche sia alimentari mantiene una dinamica positiva (fig. 8).

Gli **investimenti fissi hanno invece decelerato** a 9,6% cum. a/a, da una crescita poco sopra il 10% mantenuta nei primi quattro mesi dell'anno. Alla stabilizzazione degli investimenti in edilizia residenziale e nel settore immobiliare si è contrapposto un rallentamento degli investimenti in costruzioni. Dal punto di vista settoriale, mentre gli investimenti del governo centrale si sono ripresi e la dinamica di quelli delle imprese statali è rimasta elevata (in particolare in alcuni servizi e nelle infrastrutture di trasporto, fig. 3), **gli investimenti dei governi locali e soprattutto quelli del settore privato sono rallentati** (fig. 2). Prosegue, **in particolare**, il calo nel settore minerario e il rallentamento nel **manifatturiero** (fig. 4) (dove sono in decelerazione o in calo rispetto a fine 2015 oltre la metà dei settori, principalmente nella chimica, nei prodotti in metallo e nei manufatti; crescono stabilmente, invece, la farmaceutica e i macchinari). Lo stock di **credito bancario**, dopo la marginale accelerazione della seconda metà del 2015 e il rimbalzo dei primi mesi del 2016, **si è stabilizzato** sui tassi di crescita di fine anno (14,4% a/a in maggio) e simile è stato l'andamento dell'aggregato della **finanza sociale** (12,6% a/a) (fig. 13). In termini di flussi, entrambi gli aggregati sono stati in aumento nei primi cinque mesi dell'anno (+17,2% a/a e +16,5% a/a rispettivamente) ma sono destinati a rallentare nei prossimi trimestri via via che svanirà l'effetto di anticipo alla prima metà dell'anno sia dell'erogazione del credito sia dell'esborso dei fondi del bilancio statale. Le Autorità sembrano inoltre orientate a ricalibrare la crescita del credito come è emerso da un'intervista nel "People's Daily" all'inizio di maggio (Xinhua: "China's economy to follow L-shaped trajectory for foreseeable future" e Bloomberg News: "China's 'Authoritative' Warning on Debt: People's Daily Excerpts" 9 maggio 2016) in cui si esprime la necessità che il Paese affronti il problema dei crediti incagliati e dell'eccessivo livello dell'indebitamento delle imprese.

L'**inflazione** (fig. 10) è scesa al 2% a/a in maggio, dopo essere stata stabile a 2,3% nei tre mesi precedenti, a causa del calo dei prezzi degli alimentari, essenzialmente di frutta e verdura, e delle utenze domestiche. I prezzi nel comparto della carne continuano a crescere a tassi elevati (20,8% a/a) e la dinamica potrebbe continuare a rimanere ancora tale almeno fino all'autunno. L'inflazione *core* resta contenuta (1,6% a maggio) e l'inflazione dei prezzi alla produzione è ancora negativa (-2,6%) ma è in netto aumento rispetto ai minimi di dicembre (-5,9% a/a), guidata dall'aumento dei prezzi delle materie prime. L'aumento dei prezzi di alcuni servizi (medicines, istruzione, affitti) e l'effetto base sfavorevole nel comparto dei carburanti supporta la nostra previsione di moderato aumento dell'inflazione nei prossimi mesi.

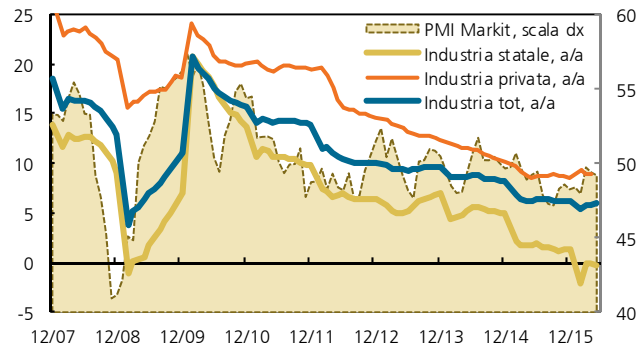
Il **cambio USD/CNY**, dopo un minimo a 6,45 a fine marzo, è ritornato in area 6,58, sui livelli di gennaio. Il cambio effettivo relativo al paniere comunicato nel 2015 si è invece deprezzato del 2,6% tra fine 2015 e metà giugno 2016, soprattutto a causa del deprezzamento vs le valute emergenti guidato dai movimenti del dollaro (fig. 21, 22, 23). Continuiamo a vedere maggiori rischi di volatilità elevata sul **renminbi** nel 3° trimestre ma crediamo che la People's Bank of China (PBOC) continuerà ad intervenire per impedire un deprezzamento eccessivo e repentino del cambio vs USD. Ci aspettiamo un punto di minimo non superiore a 6,70 entro settembre in assenza di un peggioramento marcato dei dati cinesi o di una cospicua revisione delle aspettative sulla Fed, e un moderato recupero successivo, accompagnato da una stabilità del cambio effettivo intorno ai livelli attuali.

La riaccelerazione del credito non ha finora sostenuto la dinamica degli investimenti delle imprese private e sembra per lo più essere stata concentrata nel credito a medio lungo termine alle famiglie (essenzialmente mutui, fig. 15). La ripresa degli investimenti nel settore immobiliare appare però transitoria, dati i livelli di invenduto. Continuiamo a ritenere che nel prossimo biennio l'aumento dei crediti deteriorati limiterà la dinamica del credito nonostante il supporto dalla politica monetaria, il cui spazio di manovra appare comunque contenuto. Il rallentamento degli investimenti totali proseguirà nel 2016, finendo per avere un impatto sul mercato del lavoro e da ultimo sui consumi. Gli investimenti in infrastrutture, inoltre, difficilmente potranno sostenere i ritmi del 2015 se non comportando un crollo più brusco nel medio termine. **Manteniamo pertanto invariate le nostre previsioni di crescita a 6,3% nel 2016, con una marginale decelerazione a 6,1% nel 2017. I rischi sullo scenario di breve termine sono al rialzo ma rimangono al ribasso nel medio termine.**

Cina – Previsioni macro							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P
PIL (prezzi costanti)	9.5	7.7	7.7	7.2	6.9	6.3	6.1
Consumi privati	11.6	9.7	7.9	8.4	8.1	7.3	6.8
Consumi pubblici	11.7	3.6	4.1	3.4	11.4	16.4	6.7
Investimenti fissi	8.1	8.8	9	6.9	5.7	4.7	4
Esportazioni	13.9	6.3	9	7.8	-2.9	-2.7	4.8
Importazioni	17.3	6.9	11.7	10.1	1.1	1.8	3.9
Produzione industriale	10.6	8.2	7.9	7.3	6	5.4	4.5
Inflazione (CPI)	5.4	2.6	2.6	2	1.4	2.0	2.2
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Salari medi	16.8	14.4	11.8	9.2	8.5	7.4	7
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	5.3	4.2	4.9	4.8	3.8	2.9	2.9
Cambio USD/CNY (media)	6.46	6.31	6.15	6.16	6.28	6.59	6.55
Saldo delle partite correnti (mld di CNY)	874	1360	912	1713	2077	1794	1408
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.8	2.5	1.6	2.7	3.1	2.5	1.8
Saldo di bilancio (% del PIL)	-1.1	-1.6	-1.8	-1.8	-3.5	-4.5	-4.3

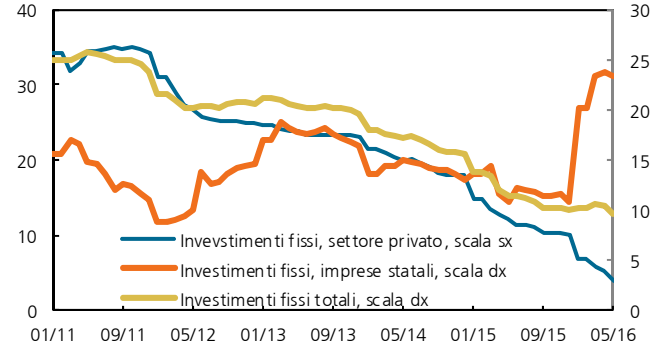
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La produzione industriale si stabilizza



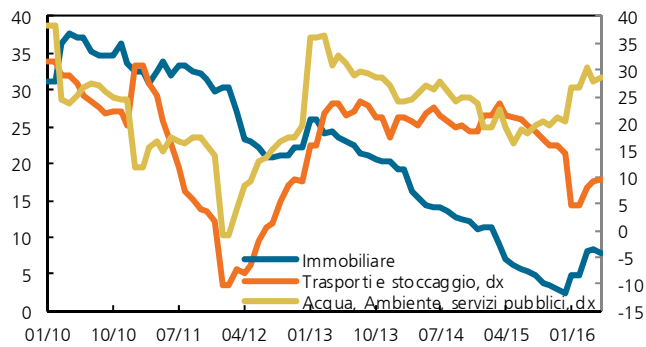
N.B: Valore aggiunto in termini reali. Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - Gli investimenti del settore privato continuano a rallentare



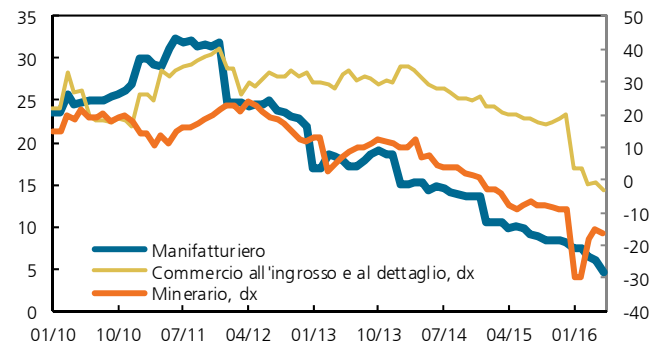
Fonte: CEIC

Fig. 3 - Investimenti: l'immobiliare e alcuni servizi compensano parzialmente...



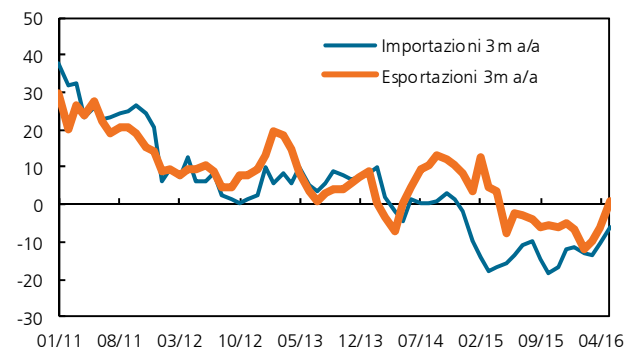
Fonte: CEIC

Fig. 4 - ... il rallentamento degli investimenti nel settore manifatturiero, minerario e del commercio



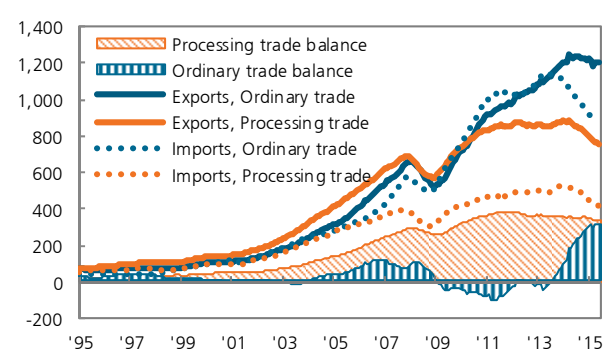
Fonte: CEIC

Fig. 5 - Il commercio estero tiene



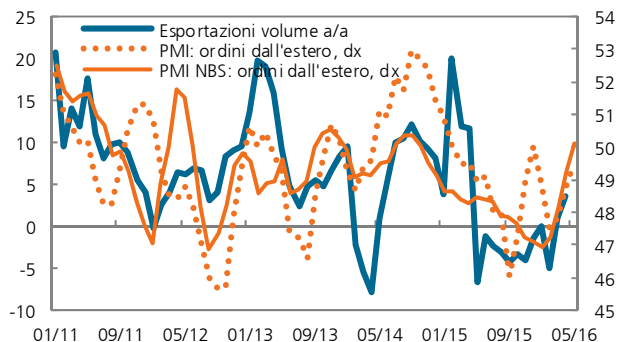
Fonte: Bloomberg, CEIC

Fig. 6 - Bilancia commerciale* (miliardi di USD)



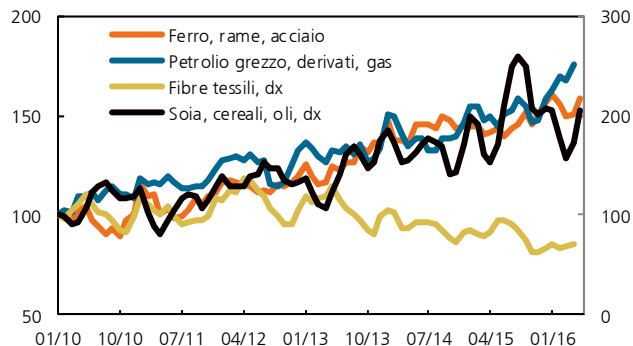
* Somma mobile 12 mesi. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Export in timido miglioramento anche in volume



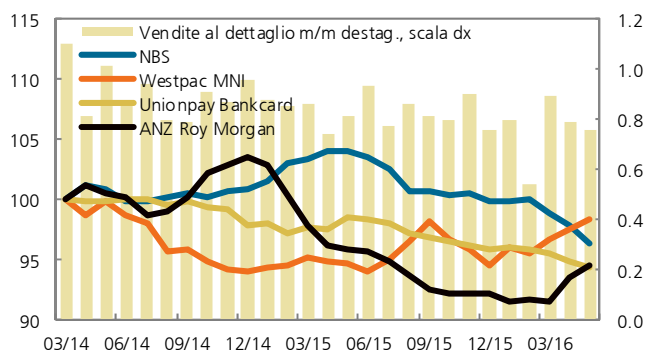
Fonte: CEIC

Fig. 8 – Importazioni di materie prime in quantità



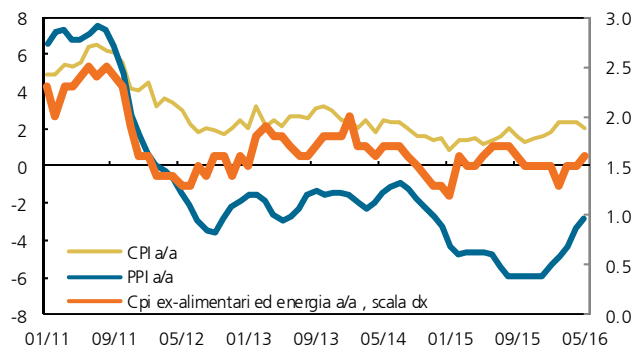
Nota: importazioni in tonnellate, media mobile 3m, ribassate a 01/01/2010= 100.
Fonte: CEIC ed elaborazioni ISP

Fig.9 – Indici di fiducia divergenti



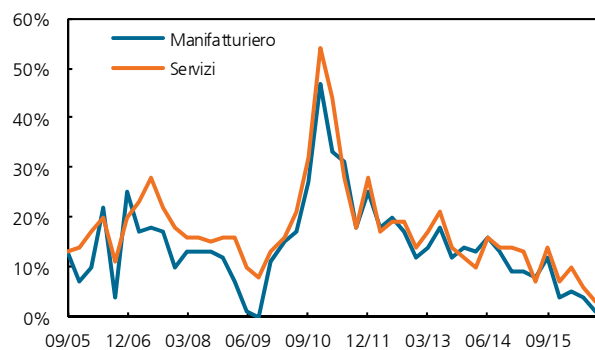
N.B. Indici di fiducia in media mobile a 3 mesi ribassati a marzo 2014=100.
Fonte: CEIC

Fig. 10 - Inflazione



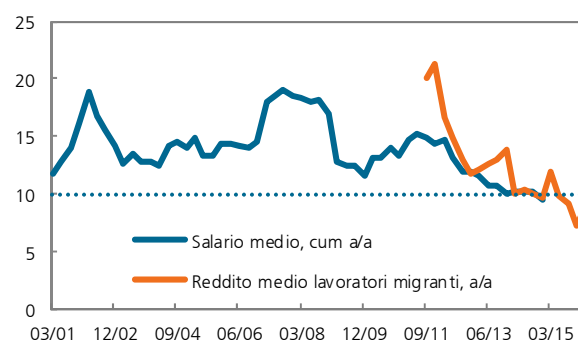
Fonte: CEIC, Bloomberg

Fig. 11 - Indagine Manpower: intenzioni di assunzione



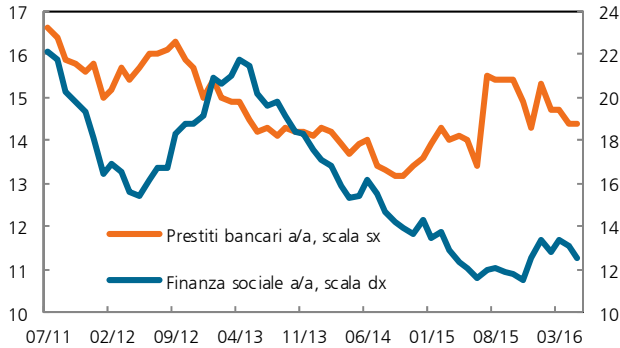
Fonte: Bloomberg, media mobile 4 trimestri

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



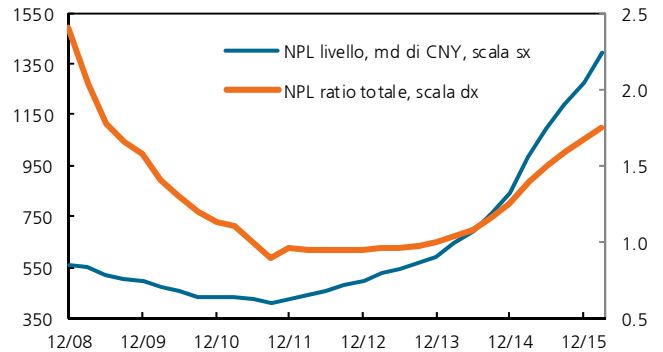
Fonte: CEIC

Fig. 13 - Il credito si stabilizza



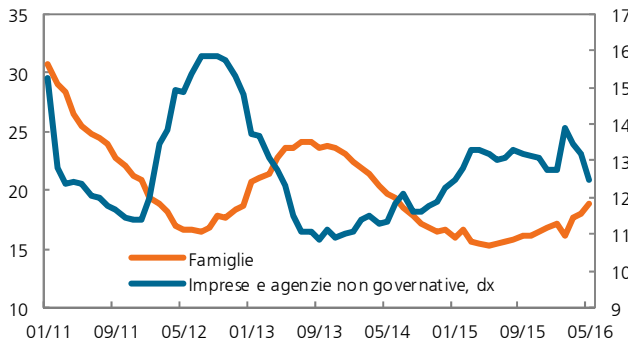
Nota: stock, dati mensili, variazioni % a/a. Fonte: CEIC e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 14 - I crediti incagliati continuano a salire



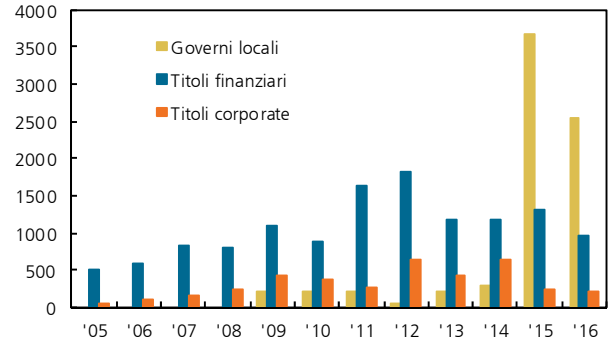
Nota: Non Performing Loan (NPL) delle banche commerciali. Fonte: CEIC

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



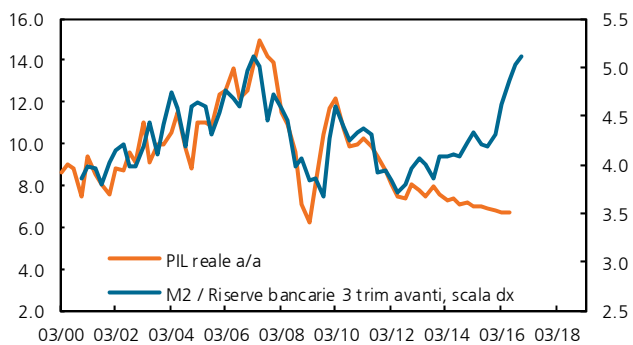
Fonte: CEIC

Fig. 16 - Emissioni nette (milioni di CNY)



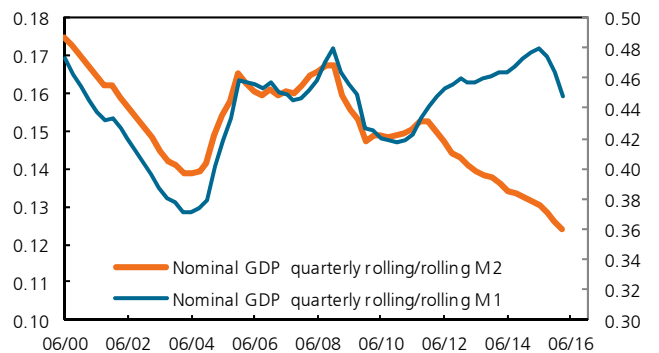
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 - Lo stimolo monetario non alimenta la crescita come in passato



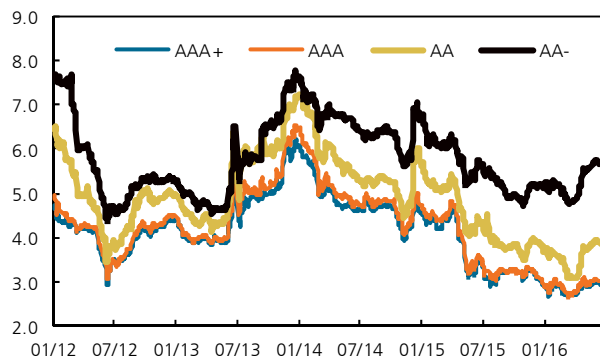
Fonte: Bloomberg

Fig. 18 - Velocità della moneta



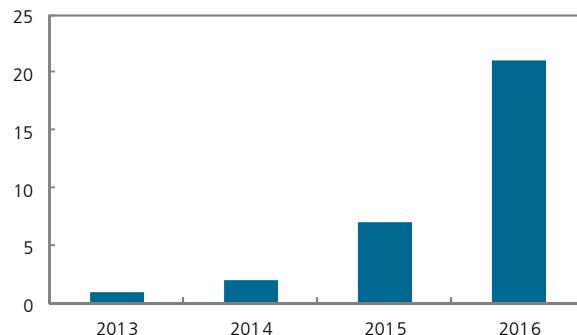
Fonte: Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 19 – Rendimenti titoli corporate a 1 anno



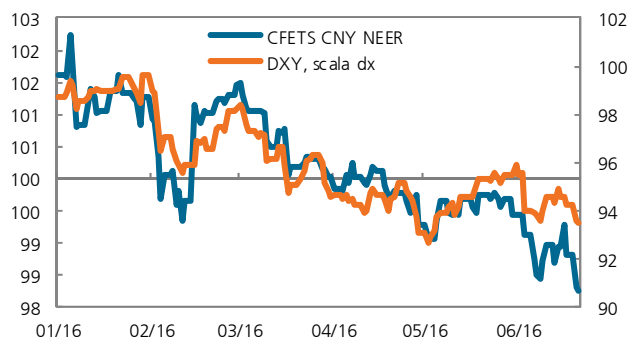
Fonte: CEIC

Fig. 20– Numero di default di titoli corporate



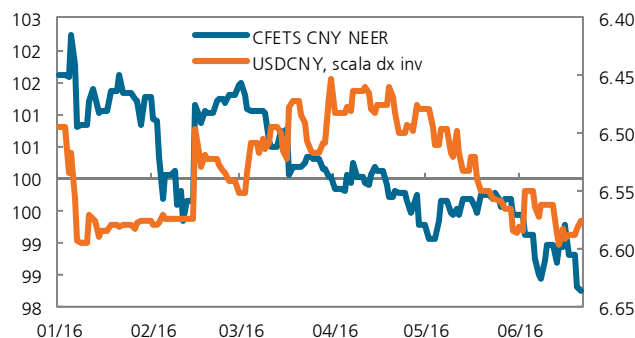
N.B. 2016 al 20 giugno. Fonte: Bloomberg

Fig. 21 – Cambio effettivo: CNY e USD



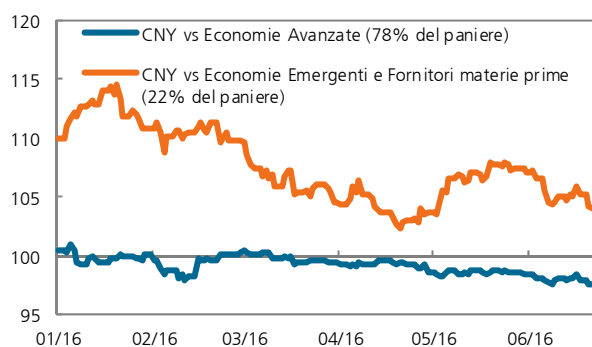
Fonte: CEIC, CFETS, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 22 – CNY/USD e cambio effettivo



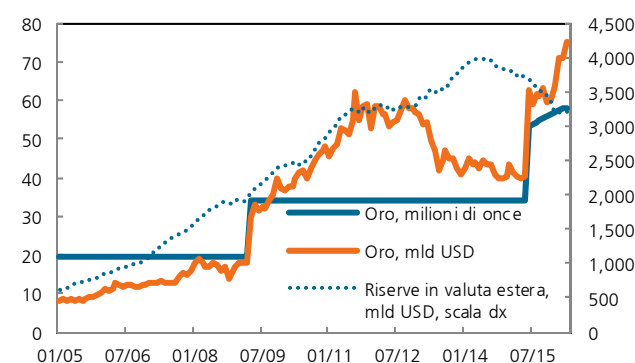
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 23 - Cambio effettivo: maggior deprezzamento nei confronti delle valute emergenti



Fonte: CEIC, CFETS, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 24 – Riserve in valuta estera



Fonte: CEIC, Bloomberg

India: i consumi trainano la crescita

Nel 1° trimestre del 2016 la crescita indiana è stata del 7,9% a/a, in netta accelerazione rispetto al 7,2% a/a nel 4° trimestre 2015, sostenuta dalla brillante performance dei consumi privati (+8,3% a/a), che ha compensato il calo tendenziale degli investimenti privati (-1,9% a/a) e il contributo negativo del canale estero. Dal lato dell'offerta, la riaccelerazione è stata guidata dalla ripresa del settore agricolo. L'anno fiscale 2015-16 (AF 2015-16) si è così chiuso con una crescita del 7,6% vs 7,2% dell'AF 2014-15, mentre la crescita dell'anno solare 2015 è stata rivista al ribasso di un decimo, a 7,2% da un precedente 7,3%.

Silvia Guizzo

Il calo degli **investimenti** fissi nel 1° trimestre è dipeso in parte da un forte effetto base sfavorevole. Il numero di proposte di investimenti industriali presentate per l'approvazione al Ministero dell'Industria è salito del +5% a/a in aprile (vs +8,4% nell'intero 2015), ma l'importo totale degli investimenti rimane in netta flessione (-44,1% a/a). Sono ritornate inoltre in contrazione le importazioni di macchinari, dopo la ripresa a cavallo d'anno, anch'esse influenzate in parte da un effetto base avverso. L'indagine sulle imprese industriali della RBI mostra una stabilizzazione della **fiducia delle imprese** nel 1° trimestre ma un netto calo delle aspettative per il 2° trimestre, ritornate sui minimi di metà 2014 (Fig. 3), contrariamente all'indagine Dun&Bradstreet, che a livello di indice generale mostra un moderato miglioramento. Il peggioramento delle aspettative nell'indagine RBI è netto per quanto riguarda gli ordini e l'utilizzo della capacità produttiva. Le componenti ordini, in particolare esteri, del PMI manifatturiero, sono di fatto scese tra febbraio e maggio pur restando in media sopra 50. La dinamica della **produzione industriale**, risalita di 0,5% 3M a/a in aprile dopo i cali tendenziali di inizio anno, resta fragile (Fig. 2) e continua ad essere trainata al ribasso dal comparto dei beni capitali (-16,4% 3M a/a) e dei beni di consumo non durevoli. Rimane invece solida la dinamica della produzione di beni destinati alle infrastrutture, quali la raffinazione, i fertilizzanti e l'acciaio. La crescita del **credito** al settore non alimentare rimane sostenuta (+8,4% a/a in aprile), ma in moderato rallentamento rispetto al massimo di febbraio (+9,9%) a causa della frenata del credito all'industria, in particolare alle infrastrutture, mentre resta in netta accelerazione il credito al settore dei servizi e ai privati (Fig. 10). Il **settore dei servizi**, seppur in lieve moderazione, continua a registrare una crescita elevata (+8,7% a/a nel 1° trim.) e le indicazioni provenienti dall'indice PMI, dalle sottoscrizioni ai cellulari e dagli arrivi di turisti rimangono positive.

La **fiducia dei consumatori** è salita ulteriormente nel 1° trimestre (Fig. 9), guidata soprattutto dalle aspettative sul reddito. La percentuale di famiglie che si aspetta un aumento della spesa futura è calata marginalmente (per il 4° trimestre consecutivo) ma rimane ben superiore al 75% degli intervistati. Sono scese inoltre le aspettative sul mercato del lavoro, in contrasto con la stabilità poco sopra 50 della componente occupazione dei PMI, ma in linea con l'andamento dell'indagine Manpower, in calo per il 3° trimestre dopo un anno di stabilità. Le vendite di autoveicoli restano sostenute (+13,4% 3M a/a in maggio) dai comparti dei veicoli commerciali e a tre ruote, che compensano il rallentamento delle automobili. Il buon andamento del mercato del lavoro, l'aumento del traffico domestico di passeggeri e le aspettative di ripresa del settore agricolo – e dunque dei redditi nelle zone rurali – lasciano comunque le **prospettive dei consumi privati ancora positive** per il resto dell'anno.

Il **commercio estero** resta in calo tendenziale a causa dell'impatto del calo dei prezzi delle materie prime. Al netto del petrolio, le importazioni sono tornate a peggiorare (-16,2% 3M a/a), mentre le esportazioni (-3,3% 3M a/a) proseguono la ripresa dai minimi di fine 2015, anche se il calo della componente ordini esteri del PMI lascia incerte le prospettive nei prossimi mesi (Fig. 5). Il deficit della bilancia commerciale nei primi 5 mesi dell'anno, pari a 30,4 miliardi di USD, è inferiore rispetto allo stesso periodo del 2015 (47,5 miliardi). Il saldo delle partite correnti ha continuato a beneficiare della riduzione del deficit commerciale, stabilizzandosi a -1,1% del PIL nel 1° trimestre (Fig. 12). Dopo il primo round di riforma sugli **investimenti diretti esteri** (IDE) a

novembre 2015, a giugno il Governo ha approvato un'ulteriore liberalizzazione che permette fino al 100% di proprietà straniera con approvazione governativa in quasi tutti i settori, inclusa la difesa, e innalza il limite di partecipazione straniera per molte attività con approvazione automatica. Gli IDE in entrata sono progressivamente saliti negli ultimi anni e, in particolare, nel 2015 tanto che gli IDE netti sono stati pari al 54% del saldo del conto finanziario, vs un minimo del 18% nel 2012. Il basso prezzo del petrolio e livelli record di FDI in entrata anche nel 1° trimestre 2016 hanno favorito un ulteriore aumento delle riserve in valuta estera a 336 miliardi di USD a maggio da 329 miliardi in dicembre, e dell'*import cover ratio* (beni e servizi) a 8,9 mesi.

L'**inflazione**, dopo un minimo a 4,8% in marzo, è risalita a 5,8%, riportandosi ai livelli di gennaio (5,7%), a causa di un aumento dei prezzi degli alimentari. L'inflazione *core* è oscillata tra 4,7% e 5% negli ultimi sei mesi, sostenuta dal comparto dei servizi. Il nostro scenario mantiene le attese di un prezzo medio del petrolio nel 2016 inferiore al 2015 e di aumenti contenuti dei prezzi degli alimentari grazie all'oculata gestione delle scorte governative. Tuttavia, il recente aumento del prezzo del petrolio e la fine dell'effetto base favorevole nel comparto carburanti ci inducono a rivedere al rialzo il profilo d'inflazione a 5,2% nel 2016. La stabilizzazione del prezzo del petrolio e gli attesi aumenti dei salari dei dipendenti pubblici lasciano i rischi al rialzo sull'inflazione, il cui profilo dipenderà inoltre dall'evoluzione del monsone estivo.

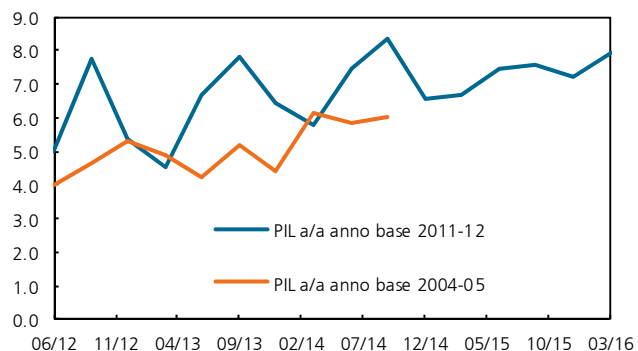
L'aumentata incertezza sul profilo d'inflazione ha indotto la **Reserve Bank of India** (RBI) a lasciare i tassi invariati alla riunione di giugno, dopo il taglio di 25pb effettuato in aprile. La Banca centrale ha però ribadito che la *stance* di politica monetaria rimane accomodante e che agirà di conseguenza in base allo sviluppo del quadro macroeconomico e dei mercati finanziari. Un ulteriore taglio alla riunione di agosto è legato all'evoluzione dell'inflazione *core*. Il recente annuncio del governatore Raghuram Rajan di voler ritornare all'insegnamento allo scadere del suo mandato (il 4 settembre) aumenta l'incertezza sulla futura evoluzione della politica monetaria. Un supporto non coeso da parte del Governo, come emerso da alcune dichiarazioni, all'indipendenza della Banca centrale e alla credibilità da essa conquistata con Rajan nel perseguire l'obiettivo d'inflazione minerebbe la positiva evoluzione del quadro economico indiano, nonché la fiducia degli investitori. La reazione dei mercati è stata infatti negativa, con un deprezzamento della rupia dello 0,8% nei due giorni successivi all'annuncio.

L'impegno del Governo a ridurre i lacci burocratici e a sostenere gli investimenti, una stagione dei monsoni con piovosità nella media, dopo due stagioni di siccità, e l'orientamento della Banca centrale in direzione di una politica monetaria ancora accomodante dovrebbero continuare a favorire il consolidamento della crescita. **Manteniamo pertanto invariate le nostre previsioni a 7,5% nel 2016 e nel 2017.**

Previsioni macro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL (prezzi costanti)	7.0	5.6	6.3	7.0	7.2	7.5	7.5
Consumi privati	7.3	6.7	5.7	6.7	7.0	7.8	7.6
Consumi pubblici	7.9	4.6	2.2	9.5	0.9	4.7	6.3
Investimenti fissi	6.2	2.3	7.4	2.8	5.8	3.8	7.6
Esportazioni	18.2	10.0	4.4	7.0	-6.3	3.2	5.4
Importazioni	18.4	11.3	-6	0.5	-3.9	0.9	4.8
Produzione industriale	4.8	0.7	0.6	1.8	3.2	3.8	7.1
Inflazione (CPI)	8.3	9.4	9.9	6.6	4.9	5.2	5.0
Tasso di disoccupazione (%)	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5	5.4
Salari medi	14.3	19.3	11.2	10.7	10.4	10.2	10.2
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.5	9.3	9.1	8	7.1	6.3
Cambio USD/INR (media)	46.7	53.5	58.6	61.0	64.2	67.6	65.0
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-2945.1	-4893.2	-2779.6	-1661.2	-1461.2	-735.7	-1536.5
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-3.5	-5.1	-2.5	-1.4	-1.1	-0.5	-0.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-6.9	-5.5	-5.5	-4.3	-3.5	-3.8	-3.1

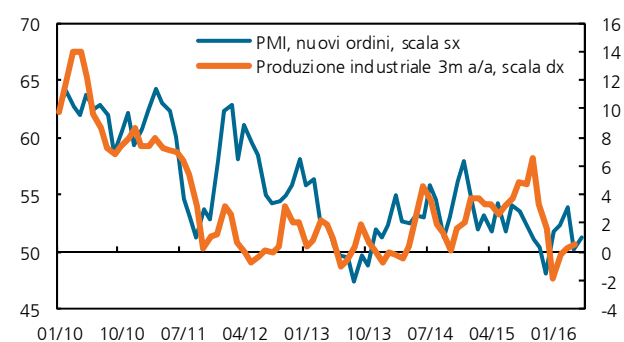
Nota: variazioni % sul periodo precedente, salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita accelera



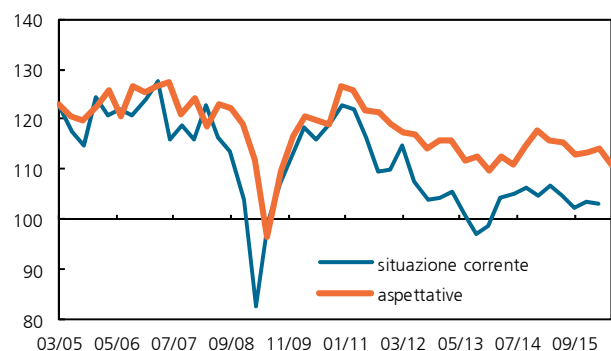
Fonte: CEIC

Fig. 2 – La dinamica della produzione industriale resta fragile



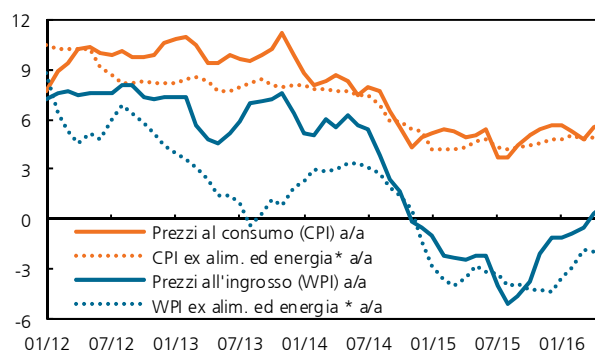
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 – Aspettative delle imprese* in marginale ridimensionamento



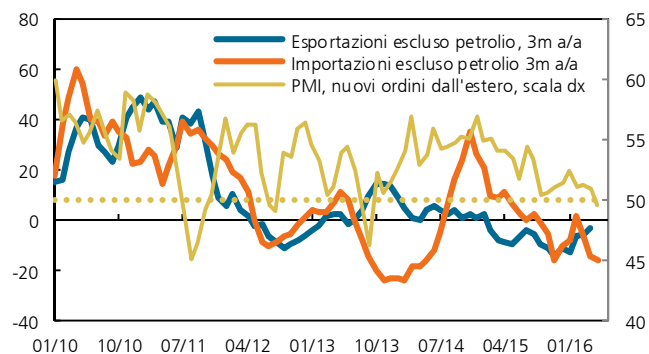
Nota: (*) Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 – L'inflazione core non scende



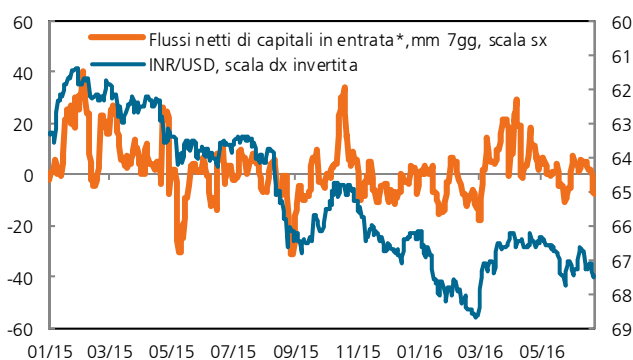
Nota: (*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 – Migliorano le esportazioni



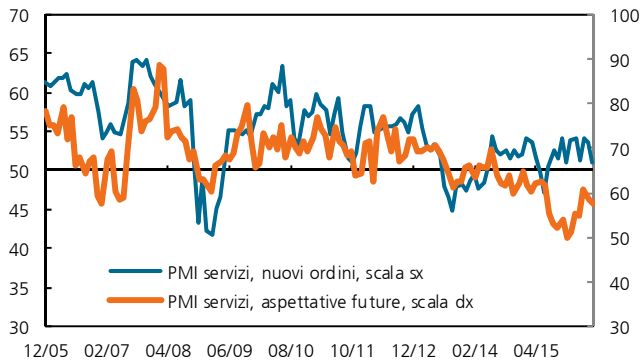
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La rupia recupera dai minimi di febbraio



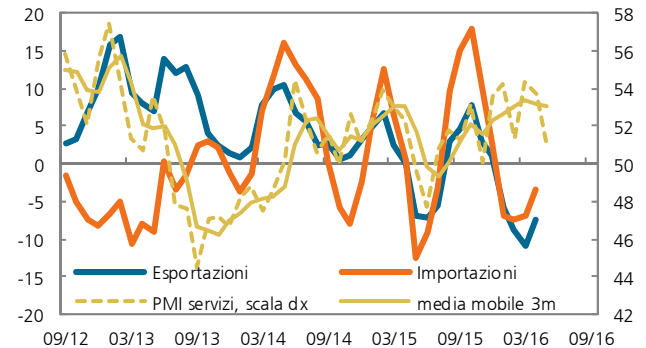
Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Fig. 7 – Servizi: aspettative e ordini si stabilizzano



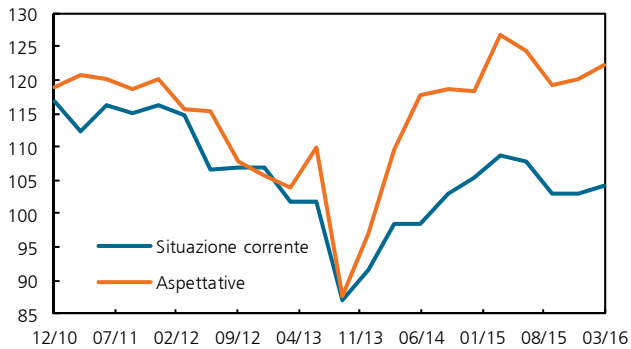
Fonte: Markit

Fig. 8 – Commercio di servizi



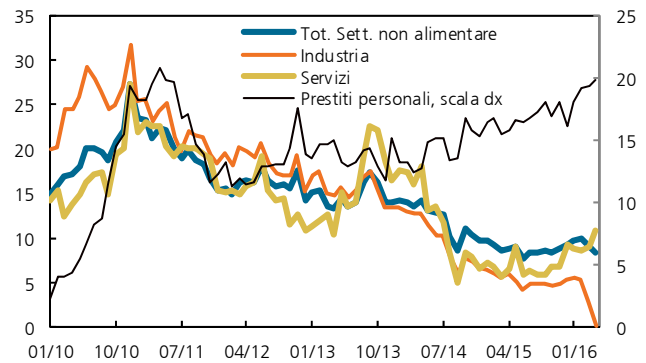
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 9 – Fiducia dei consumatori



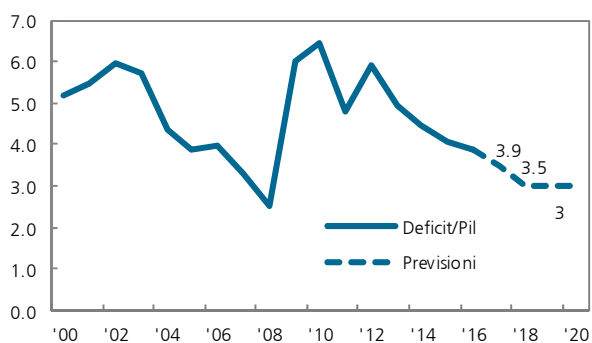
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

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



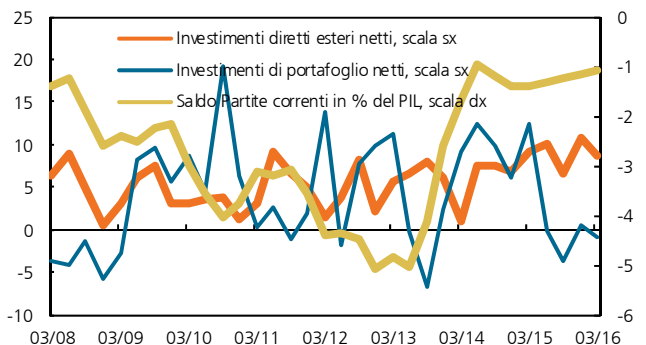
Fonte: CEIC

Fig. 11 – Conti pubblici (%)



Fonte: CEIC, Ministry of Finance

Fig. 12 – Partite correnti



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

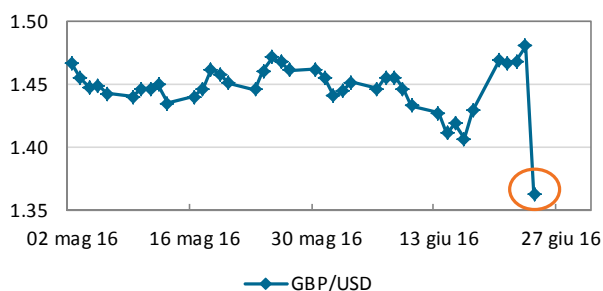
Mercati valutari – Fiat Brexit

Fiat Brexit: al referendum del 23 giugno con una maggioranza del 52% gli elettori britannici hanno optato per l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea. La reazione sui mercati valutari è stata intensa. La sterlina è precipitata, l'euro è sceso ampiamente, il dollaro si è apprezzato contro tutte le valute, Emergenti e non, tranne che contro yen (Figg. 1-4) e il franco svizzero è salito contro euro ma è sceso contro dollaro.

Asmara Jamaleh

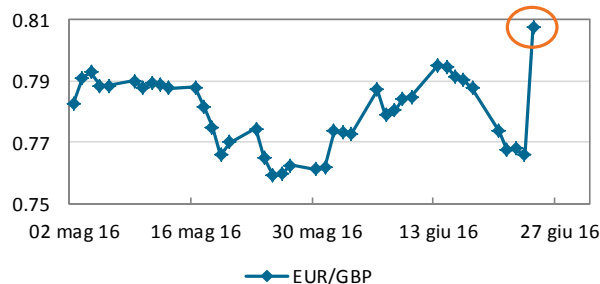
Oltre che dirompente l'effetto Brexit sarà anche persistente.

Fig. 1 – La caduta della sterlina rispetto al dollaro e...



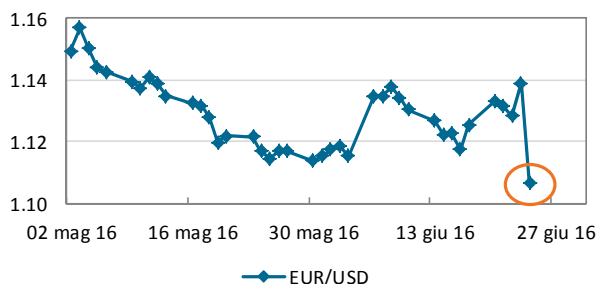
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ... rispetto all'euro



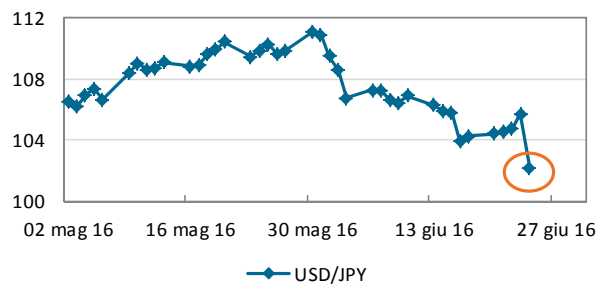
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – La discesa dell'euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La salita dello yen



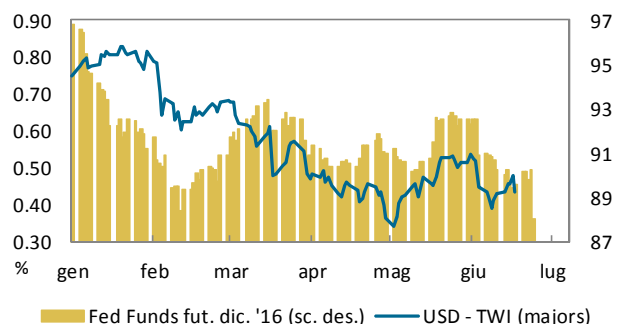
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

DOLLARO (cambio effettivo)

La vittoria di Brexit ha fatto apprezzare significativamente il dollaro contro tutte le valute, Emergenti e non, eccezione fatta per lo yen, favorito dall'aumento della *risk aversion*. Questo ampio apprezzamento verrà probabilmente riassorbito con il rientro della reazione iniziale sulle varie valute, ma l'effetto finale netto di questo ri-aggiustamento nei livelli dei vari tassi di cambio dipenderà dalla Fed. Nella prima metà dell'anno il dollaro è stato penalizzato dalla lunga pausa che la Fed si è presa sui tassi (Fig. 5) e la combinazione Brexit-pessimo *employment report* di giugno porta a escludere un rialzo anche a luglio. Resta tuttavia ancora in piedi l'opzione settembre o, al più tardi, novembre/dicembre, purché si abbia un miglioramento sia dei dati USA (mercato del lavoro *in primis*) sia delle condizioni finanziarie complessive – deterioratesi a causa di Brexit. All'avvicinarsi del prossimo rialzo Fed, il dollaro dovrebbe rafforzarsi ulteriormente, soprattutto se sarà a settembre. Si tratterà comunque di un apprezzamento limitato, che non lo riporterà ai massimi d'inizio anno. Infatti, l'incertezza sulla crescita globale che nei mesi scorsi ha tenuto la Fed con il freno a mano tirato è aumentata a causa di Brexit. Il sentiero di rialzi Fed sarà quindi ancora più graduale, il che limita lo spazio di recupero del dollaro. Simmetricamente però, finché l'incertezza mantiene una valenza globale, anche lo spazio di discesa del dollaro dovrebbe essere limitato di fronte a un eventuale ulteriore rinvio dei rialzi Fed.

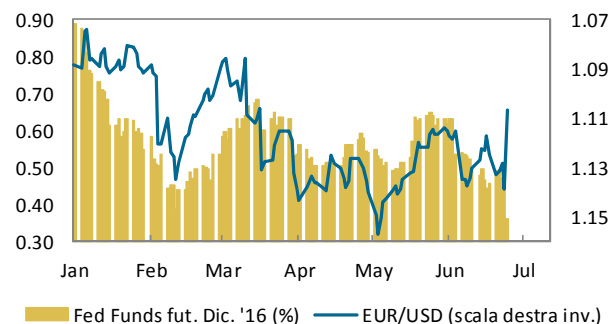
La **lateralità** che ha caratterizzato le dinamiche di mercato nella prima parte dell'anno, dovrebbe pertanto continuare nei prossimi mesi.

Fig. 5– Il dollaro si muove seguendo le attese di rialzo Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6– L'euro risponde alla Fed, non alla BCE



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

EURO

Sull'annuncio di Brexit l'euro ha seguito la sterlina, correggendo immediatamente da 1,14 a 1,09 EUR/USD, ma il calo è stato inferiore rispetto alla valuta britannica, per cui l'euro si è apprezzato nei confronti della sterlina. Questo tipo di dinamica probabilmente continuerà nei prossimi mesi. Tra EUR/USD e GBP/USD prevarrà ancora una correlazione positiva, ma in fase discendente l'euro tenderà a correggere meno della sterlina, con l'effetto finale che resterà in posizione di forza rispetto alla valuta britannica. La maggior forza relativa della moneta unica si potrà spiegare con le ricadute fortemente negative e soprattutto persistenti di Brexit sull'economia britannica, che porteranno la BoE a riconsiderare l'opportunità di allentare la politica monetaria, ribaltando la divergenza tra BoE (che riprende ad allentare la politica monetaria) e BCE (che si trova invece nella parte finale della propria fase espansiva). Anche l'area euro ne risentirà, ma in misura modesta in termini assoluti, e praticamente nulla se messa in rapporto all'economia britannica. I rischi sono comunque verso il basso, soprattutto nel breve, perché Brexit accentuerà le spinte indipendentiste già presenti in vari paesi dell'area, portando a un deterioramento di *sentiment* che potrebbe esprimersi in un ampliamento degli spread sovrani.

Brexit a parte, l'azione o la non-azione della Fed continuerà a essere il *driver* principale della dinamica dell'euro (Fig. 6), che nel 2° trimestre ha consolidato la rimonta d'inizio anno, per nulla penalizzato dall'ulteriore aumento dello stimolo monetario fornito dalla BCE a marzo (azzeramento del tasso refi, taglio del tasso sui depositi in territorio ulteriormente negativo e ampliamento del QE). Anzi, dopo l'annuncio del pacchetto si è rafforzato, salendo in media da 1,09 a 1,12 EUR/USD. La variazione non è significativa in termini assoluti, ma mostra che l'euro ha reagito più all'azione della Fed che a quella della BCE, il che è avvenuto per tre ragioni:

- la pausa della Fed sui tassi e la durata della stessa erano inattese;
- la BCE si trova nell'ultimo stadio della propria fase espansiva;
- la Fed si trova ancora nello stadio iniziale della propria fase "restrittiva".

La posizione "statica" della BCE rispetto al proprio sentiero di politica monetaria dovrebbe prevenire una discesa del cambio sotto i minimi dell'anno scorso intorno a 1,05 EUR/USD, mentre la posizione "mobile" della Fed dovrebbe contenere l'*upside* dell'euro. Questo suggerisce la continuazione di una dinamica laterale, ovvero una transizione lenta dal range attuale 1,10-1,15 EUR/USD a quello successivo 1,15-1,20 EUR/USD. Il profilo atteso del cambio mantiene pertanto una prospettiva di discesa nel breve in funzione di un prossimo rialzo dei tassi Fed, con *downside* nella parte medio-alta del range 1,05-1,10 EUR/USD. Questa finestra correttiva dovrebbe esaurirsi tra il 3° e il 4° trimestre al massimo, dopodiché si dovrebbe avere una fase di consolidamento e successivamente di graduale risalita verso il range 1,15-1,20 EUR/USD nel corso del 2017.

In questo scenario, ciò che potrebbe penalizzare più gravemente l'euro sarebbe non tanto un sentiero di rialzi Fed più serrato delle attese quanto semmai un deterioramento del quadro di crescita e inflazione dell'area euro abbastanza rilevante da riaprire l'opzione di un ulteriore ampliamento dello stimolo monetario da parte della BCE. Due sono i fattori di rischio in tal senso: Brexit, per i suddetti effetti di contagio politico-economico sull'area euro, e il petrolio. Per l'area euro, infatti, l'impatto iniziale negativo sui consumi della risalita delle quotazioni petrolifere potrebbe essere più ampio dell'effetto positivo sull'inflazione, determinando un allungamento della fase espansiva della BCE.

YEN

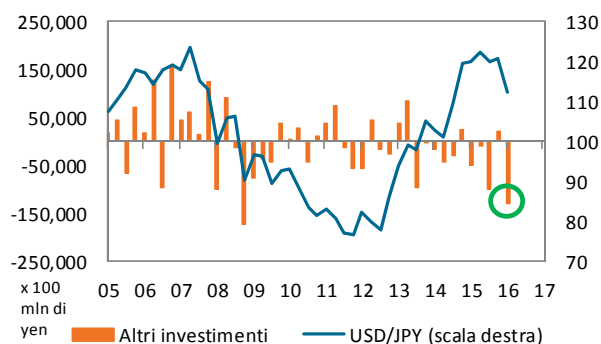
Lo yen è salito ampiamente sull'annuncio di Brexit da 106 a 99 USD/JPY, rompendo la soglia notevole di 100 USD/JPY. Lo yen è l'unica valuta che si è apprezzata contro dollaro. Questo non sorprende, perché è la risposta abituale della valuta nipponica di fronte a episodi di aumento importante della *risk aversion*, ma preoccupa. Lo yen, infatti, viene già da una fase di ampio apprezzamento, con effetti negativi sia sulla crescita – debole – sia sull'inflazione – che si allontana sempre più dall'obiettivo. La BoJ ha adottato tassi negativi a fine gennaio per cercare di contrastare tale tendenza, ma finora non è riuscita nell'intento e lo yen ha continuato ad apprezzarsi. Ora si appresta a fornire nuovo stimolo monetario, probabilmente già alla prossima riunione di fine luglio – tagliando ancora i tassi e/o ampliando il QQE - e il Governo approverà un nuovo pacchetto di stimolo fiscale.

Ci attendiamo pertanto che lo yen scenda dai livelli correnti, riportandosi verso 110-115 USD/JPY nella seconda metà dell'anno. La discesa dovrebbe inoltre essere agevolata dalla prospettiva che fra il 3° e il 4° trimestre la Fed riprenda ad alzare i tassi. Tuttavia, i rischi sono verso l'alto, ovvero per uno yen che scenda meno delle attese. Con riferimento alla Fed, quanto più tardi questa alzerà i tassi tanto meno probabile sarà che lo yen scenda, ma il rischio maggiore per lo yen non è la Fed, bensì Brexit. Il voto per l'uscita del Regno Unito dall'UE stende, infatti, un velo di grande incertezza sui prossimi mesi, e in fasi di questo tipo lo yen non scende. Se ne è avuto un esempio notevole a inizio anno, quando sulla crescita globale incombevano i timori di rallentamento della Cina. Lì, per il solo aumento della *risk aversion* lo yen si è apprezzato nonostante i fondamentali portassero nella direzione opposta.

Guardando, infatti, i dati di bilancia dei pagamenti, in particolare del conto finanziario, la voce "**flussi di portafoglio**" avrebbe giustificato un deprezzamento dello yen, poiché al netto i flussi erano negativi (de-flussi). Ma questo non è avvenuto perché i deflussi sono stati pressoché compensati dagli afflussi registrati da un'altra voce del conto finanziario, gli "**altri investimenti**" (Fig. 7). Questa registra le "altre" transazioni finanziarie, principalmente quelle relative a prestiti, flussi di banconote, movimentazione di depositi bancari, crediti commerciali. Nella fattispecie, **le voci che hanno comportato i maggiori afflussi sono quelle relative a "valute e depositi"** (rientro di liquidità, chiusura di conti di depositi all'estero, ingresso di nuova liquidità e apertura di conti

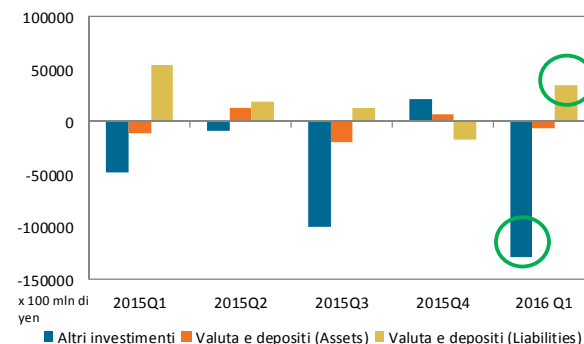
domestici da parte di investitori esteri - Fig. 8) e ai "prestiti a breve termine" (rimborsi di prestiti concessi a soggetti esteri e ricezione di prestiti concessi da soggetti esteri - Fig. 9).

Fig. 7- Gli "altri investimenti" sostengono lo yen



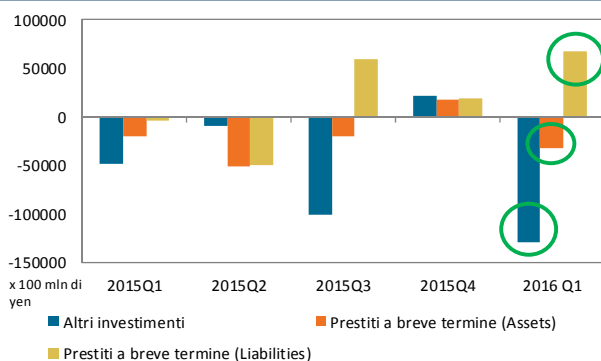
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8- Altri investimenti: ampi afflussi da "valute e depositi"



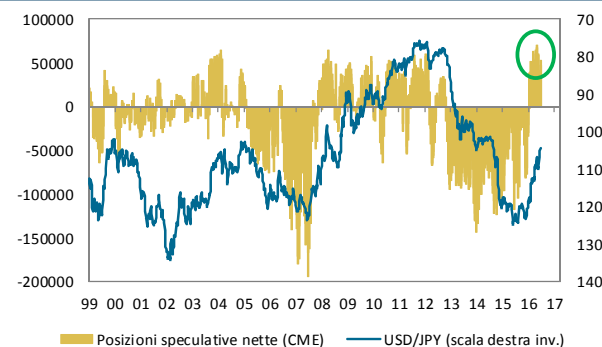
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9- Altri investimenti: ampi afflussi da "prestiti a breve"



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10- Speculativi: ampio lungo yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Queste voci sono coerenti con il posizionamento dei flussi speculativi (Fig. 10) che ha visto prodursi da gennaio in poi un insolito "lungo yen" di dimensioni che non erano mai state registrate in precedenza, e dopo che il mercato era stato ininterrottamente "corto yen" dalla fine del 2012. L'incertezza Brexit potrebbe favorire il protrarsi di questa situazione, il che non sarebbe sufficiente a impedire un calo dello yen, ma può essere sufficiente a ridurne significativamente l'ampiezza.

Da seguire, anche se non discriminanti, sono inoltre le dinamiche dei flussi commerciali. Nel 1° trimestre, infatti, la bilancia commerciale è tornata in surplus per la prima volta dopo quasi cinque anni ininterrotti di disavanzi, il che ha fornito un parziale sostegno allo yen. Nei prossimi mesi però, l'effetto congiunto di cambio forte e risalita dei prezzi del petrolio dovrebbe incidere sfavorevolmente sui saldi di bilancia commerciale. Questo non sarà da solo un fattore sufficiente a favorire un deprezzamento dello yen, ma può contribuire a evitarne un ulteriore apprezzamento.

STERLINA

Brexit ha fatto precipitare la sterlina del 12% contro dollaro (da 1,50 a 1,32 GBP/USD) e un po' meno, del 9%, contro euro (da 0,76 a 0,83 EUR/GBP). La correzione contro euro è stata inferiore perché anche l'euro ha corretto rispetto al dollaro.

L'uscita dall'UE avrà ricadute pesantemente negative sull'economia britannica: una crescita più bassa, qualche rischio di recessione, un aumento dell'inflazione.

Uno dei canali principali attraverso cui Brexit agisce direttamente sull'economia reale è quello del commercio internazionale e degli investimenti diretti dall'estero (FDI, Foreign Direct Investments - Inward), che subirebbero una riduzione significativa ma soprattutto permanente. Il governo britannico¹⁶ ha ipotizzato che la riduzione degli investimenti netti dall'estero varierebbe da un minimo del 10% a un massimo del 26%, a seconda che il nuovo modello di accordi commerciali sia rispettivamente quello dell'Area Economica Europea (EEA, European Economic Area) o il WTO (Tab. 1). Un calo intermedio (tra -15% e -20%) si avrebbe in caso di adozione di un modello di accordi bilaterali (Tab. 1).

Tab. 1 - Effetto di Brexit sugli FDI

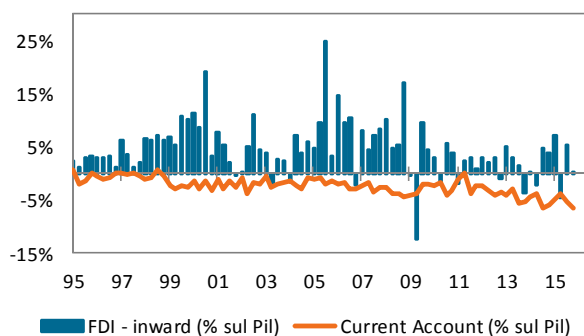
	EEA	Negotiated bilateral agreement	WTO
Limite inferiore del range	-10%	-15%	-18%
Limite superiore del range	-10%	-20%	-26%

Fonte: HM Treasury

Dato l'elevato deficit delle partite correnti (C/A, Current Account), che si è allargato significativamente negli ultimi tre anni superando la soglia del 5%, una riduzione così ampia degli FDI comporterebbe mettere a serio rischio l'equilibrio di bilancia dei pagamenti, con associato rischio di crollo della sterlina. Finora, infatti, gli FDI hanno rappresentato una componente importante per l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, riuscendo solitamente a compensare – o quasi – il disavanzo strutturale di C/A (Figg. 11-12). Questo effetto compensativo si è significativamente ridotto negli ultimi due-tre anni, e Brexit lo comprometterebbe permanentemente.

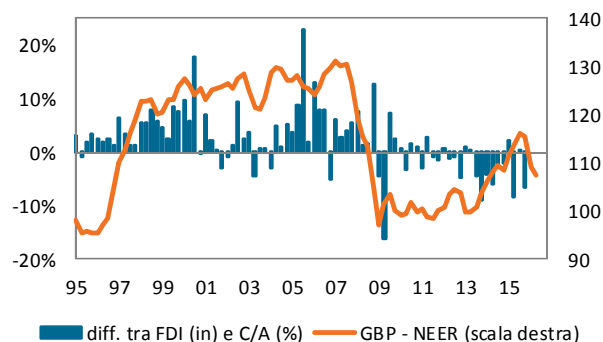
Per quanto riguarda la gestione di breve della fase iniziale di Brexit, ora la Bank of England dovrà decidere se sostenere la crescita, e aumentare quindi lo stimolo monetario (tagliando i tassi e/o ampliando il QE) o contrastare la salita dell'inflazione, alzando i tassi. L'ipotesi più probabile è che decida, almeno inizialmente, di dare precedenza alla crescita, il che rende possibile un taglio dei tassi e/o un aumento del QE già nel breve: la prossima riunione della banca centrale sarà il 14 luglio.

Fig. 11– FDI positivi ma deficit di C/A in aumento



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 12– Il disavanzo di C/A pesa sulla sterlina – Incognita FDI



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Rivediamo quindi significativamente al ribasso il profilo atteso della sterlina, riducendo i livelli su tutto l'orizzonte previsto, con un sentiero discendente verso la parte bassa del range 1,35-1,30 GBP/USD. Data la straordinarietà dell'evento Brexit, senza precedenti storici, i rischi sono tuttavia verso il basso: non si può escludere un deprezzamento più pesante al di sotto dei minimi

¹⁶ "HM Treasury Analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives" (Tab. 3.B, pag. 31).

registrati nello strappo iniziale (1,32 GBP/USD), verso 1,30-1,25 GBP/USD. Ricordiamo che per ritrovare la sterlina a 1,30 GBP/USD bisogna tornare indietro al 1985.

Un deprezzamento sotto tali livelli potrebbe essere evitato se dovesse verificarsi la doppia condizione che:

- (1) dopo l'ampia reazione immediata, l'avversione al rischio non aumenti ulteriormente ma vada almeno stabilizzandosi se non riducendosi;
- (2) la risposta di *policy* della BoE (allentamento della politica monetaria) per fronteggiare le ripercussioni negative sulla crescita, cercando di contenere il rischio di un'impennata dell'inflazione, risulti convincente.

Rivediamo al ribasso anche il profilo atteso della sterlina contro euro, in calo verso 0,83-0,85 EUR/GBP. Anche in questo caso i rischi per la valuta britannica sono verso il basso. **Rispetto alla moneta unica l'indebolimento della sterlina potrebbe essere un po' più persistente.**

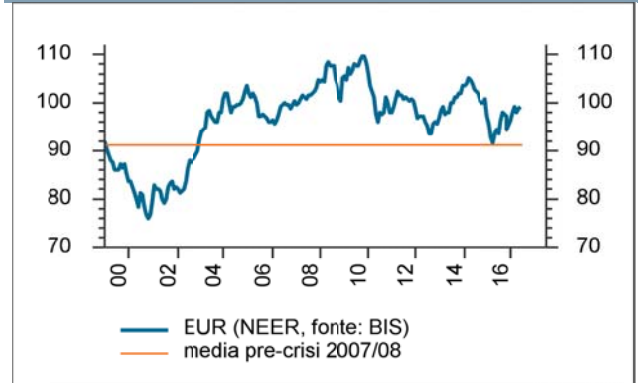
Nel breve può essere mitigato dall'effetto incertezza che pesa anche sull'euro – in scala ridotta però rispetto alla sterlina. Nel medio-lungo termine può essere invece un po' più significativo perché le ripercussioni negative attese sull'economia dell'area euro saranno "irrilevanti" se paragonate a quelle pesantemente negative – e soprattutto persistenti – che subirà invece l'economia britannica.

Fig. 13 – Dollaro, cambio effettivo nominale



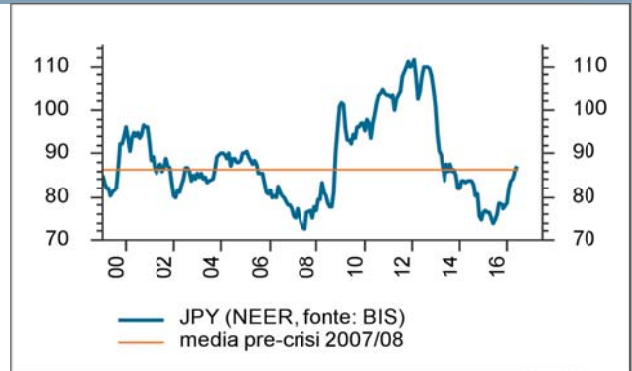
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 14 – Euro, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 15 – Yen, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 16 - Sterlina, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 17 – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 18 – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



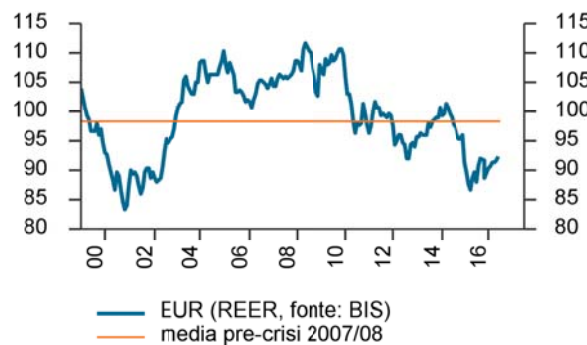
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 19 – Dollaro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 20 – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 21 – Yen, cambio effettivo reale



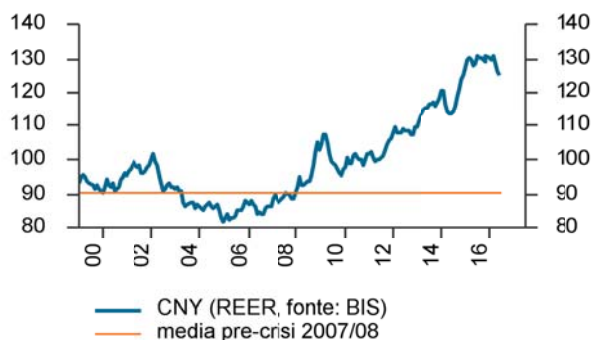
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 22 - Sterlina, cambio effettivo reale



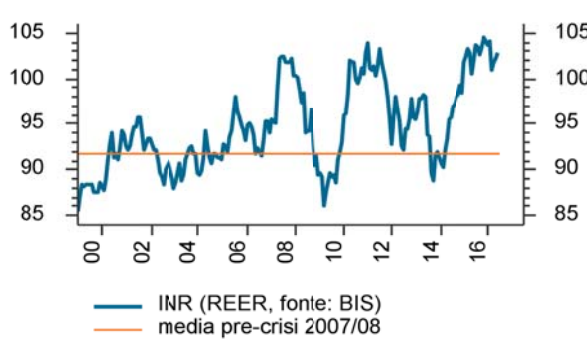
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 23 – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 24 – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

Giugno 2016

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende

costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

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

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

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

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