

# Scenario Macroeconomico

**Direzione Studi e Ricerche**  
Dicembre 2017

**Indice**

<b>Uno scenario 2018 di tranquillità quasi irreal</b>	<b>2</b>
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	4
<b>Stati Uniti: sfide in arrivo per Riccioli d'oro nel 2018</b>	<b>6</b>
<b>Area euro: espansione moderata e sostenibile. BCE verso la fine del QE</b>	<b>10</b>
Germania: al pieno impiego per il futuro prevedibile. Merkel a un crocevia	15
Francia: la fase espansiva continua, la disoccupazione cala	19
Italia: un 2018 di ciclo ancora espansivo (nonostante il rischio politico)	23
Spagna: crescita solida e più bilanciata, su di uno sfondo politico a rischio di crac	28
Paesi Bassi: il PIL in rotta per il miglior anno dal 2007	32
Grecia: 2017, la mini-ripresa arriva e il PIL torna finalmente a crescere	35
Portogallo: 2017-2018, ciclo positivo e mercato del lavoro in ripresa	36
<b>Asia</b>	<b>38</b>
Giappone: economia a gonfie vele, spinta anche dai venti favorevoli delle politiche fiscali e monetarie	38
Cina: la riduzione del rischio finanziario resta prioritaria	42
India: crescita in moderata accelerazione	46
<b>Materie prime: un contesto favorevole</b>	<b>50</b>
Petrolio: OPEC e Russia non hanno deluso i mercati	51
<b>Mercati valutari: si erode il vantaggio del dollaro</b>	<b>53</b>

Dicembre 2017

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

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

International Economics

Silvia Guizzo  
Economista - Asia Emergenti

## Uno scenario 2018 di tranquillità quasi irrealista

La fase di moderata ma diffusa espansione economica che ha caratterizzato il 2017 pare in grado di estendersi al 2018. Per alcune aree, le prospettive sono addirittura migliorate rispetto a qualche mese fa. La restrizione monetaria potrebbe accelerare un po' il suo passo: anche se le dinamiche inflazionistiche continueranno a essere modeste, iniziano a emergere segnali di eccessiva esuberanza finanziaria, che però soltanto in pochi paesi riguardano il credito. I rischi di svolta recessiva, comunque, sono ancora trascurabili. Uno scenario sorprendentemente tranquillo, per ora, che apparentemente soltanto sviluppi geopolitici inattesi potrebbero sconvolgere nel 2018.

Luca Mezzomo

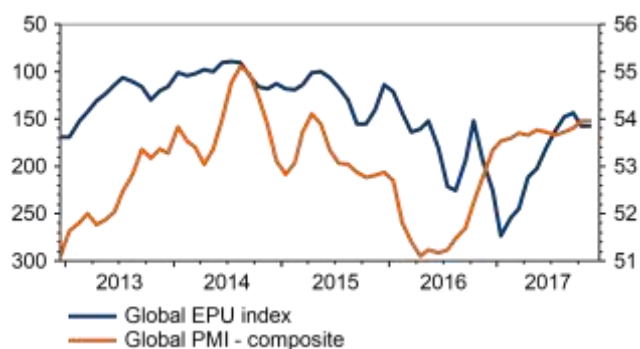
Negli ultimi tre mesi, le stime di consenso sulla crescita economica dei paesi avanzati hanno subito una nuova revisione al rialzo: di un decimo per Stati Uniti, Regno Unito e Giappone, di 0,3 punti percentuali per l'Eurozona. Le revisioni riflettono le sorprese positive che il flusso di dati economici ha continuato a offrire negli ultimi mesi, sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti, oltre ai segnali di rafforzamento dell'attività manifatturiera emersi dalle indagini congiunturali. Anche le previsioni di inflazione sono salite: per gli Stati Uniti di 0,2 punti, a 2,1%, per l'Eurozona di 0,1 punti. La tendenza incorporata in tali stime è di modesto rallentamento rispetto al 2017 per la crescita e di sostanziale stabilità per l'inflazione.

Fig. 1 – Indici di sorpresa economica positivi ovunque



Fonte: IHS Markit, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 2 – Le misure di incertezza della politica economica sono tornate nella norma



Fonte: EPU, Thomson Reuters Datastream, IHS Markit

Una caratteristica confortante di questa fase è che le aspettative appaiono ben radicate e soggette a rischi molto più limitati del solito. D'altronde, la **reazione dei mercati alla restrizione monetaria** operata dalla Federal Reserve è stata più che ordinata, mentre le preoccupazioni per i rischi di instabilità finanziaria in Cina si sono attenuate sulla scia del rafforzamento congiunturale. In questo momento, la crescita coinvolge gran parte dell'economia mondiale, il che la rende più resiliente a singoli *shock* locali. I **paesi emergenti**, molti dei quali hanno vissuto una fase di rallentamento o recessione nel 2016, hanno visto la propria crescita accelerare a oltre il 4% nel 2017 e la tendenza al rafforzamento della loro espansione economica dovrebbe proseguire anche il prossimo anno.

Anche le prospettive delle **politiche fiscali** sembrano giocare ancora a favore della crescita. Nell'Eurozona si prospetta una blanda restrizione, troppo modesta per destare preoccupazione, mentre negli Stati Uniti la riforma tributaria in corso di approvazione potrebbe far salire la crescita 2018 e forse 2019 di qualche decimo di punto percentuale.

Ci si potrebbe chiedere se l'accelerazione della crescita economica globale, il maggiore coinvolgimento dei paesi emergenti e il raggiungimento della piena occupazione in alcuni paesi avanzati, come Stati Uniti e Germania, potrebbe portare con sé qualche rischio di aumento

dell'**inflazione**. In effetti, i prezzi dei metalli industriali sono stati molto più vivaci nel corso dell'ultimo anno, e le quotazioni petrolifere sono più sostenute di quanto ci attendessimo. Tuttavia, le dinamiche salariali restano alquanto modeste anche nei paesi ove la disoccupazione ha raggiunto livelli che potremmo considerare ormai frizionali. Inoltre, le trasformazioni ancora in corso nella distribuzione commerciale, in particolare l'avanzata dell'*e-commerce*, comprimono i margini di profitto. Persistono anche sacche di eccesso di capacità, nonostante le misure adottate dalla Cina per ribilanciare il mercato dell'acciaio e del carbone. Come detto all'inizio, perciò, le previsioni di inflazione per il 2018 rimangono modeste e in linea con quanto osservato nel 2017.

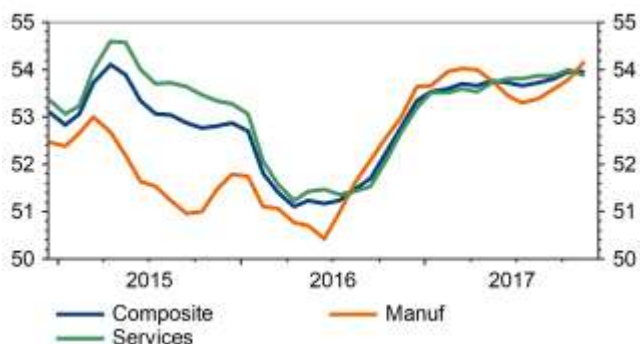
Né sembrano ancora profilarsi minacce di **instabilità finanziaria** pericolose per la continuazione della fase di espansione. Ci sono, certo, eccessi speculativi e probabilmente un'eccessiva compressione dei premi per il rischio. Tuttavia, ciò non si è tradotto in dinamiche creditizie aberranti, il che ne riduce di molto il potenziale destabilizzante. Gli ultimi dati della BIS sui *credit gap*, relativi al secondo trimestre 2017, segnalano ancora che la dinamica eccessiva del credito potrebbe costituire un problema soltanto in alcuni paesi emergenti (fra i quali la Cina), mentre fra i paesi avanzati un simile problema potrebbe profilarsi soltanto in Canada, a cui forse potrebbero aggiungersi in futuro Francia e Giappone. Per il complesso dell'Eurozona, la dinamica creditizia è ancora molto moderata.

Ma che dire dei **rischi geopolitici**, che tra 2016 e 2017 hanno non poco influenzato la percezione della situazione economica e i mercati? Indubbiamente la situazione è complessa. I due focolari di crisi più rilevanti sono Corea del Nord (per la prossimità a diversi motori dell'economia globale) e Golfo Persico (per la rivalità fra Arabia Saudita e Iran). Tuttavia, un'*escalation* del confronto fra Stati Uniti e Corea del Nord può venire soltanto da seri errori di valutazione di una delle due parti, mentre l'attrito fra Arabia Saudita e Iran difficilmente si muoverà dal livello della guerra per *proxy* a quello del conflitto diretto. In Europa, dopo le elezioni francesi gli altri appuntamenti elettorali non avevano lo stesso potenziale destabilizzante, e in effetti non si sono osservati effetti negativi di sorta sull'attività economica (eccetto, ma a livello puramente locale, per le tensioni connesse al referendum indipendentista in Catalogna). Le elezioni politiche italiane potrebbero essere associate a una qualche ripresa dei premi per il rischio sul debito sovrano del paese, ma non in misura tale da condizionare l'attività economica. Per ora, comunque, non sembrano avere alcun effetto negativo sul clima di fiducia delle imprese. L'*impasse* nel processo di formazione del nuovo governo in Germania e la sterzata a destra dell'Austria complicano ulteriormente la riforma dell'Eurozona, ma su questo tema il vero ostacolo sono le visioni divergenti sulle priorità di azione. Paradossalmente, nuovi accordi sulla *governance* dell'Eurozona potrebbero portare più volatilità, se (per esempio) implicassero una discontinuità nel trattamento prudenziale delle esposizioni sovrane delle banche.

In conclusione, lo scenario 2018 si prospetta al momento piuttosto tranquillo. Le nostre previsioni non si discostano radicalmente dalle stime di consenso citate all'inizio. In generale, abbiamo apportato modeste revisioni al rialzo alle proiezioni di crescita, in particolare per i paesi dell'Eurozona. Ci attendiamo una crescita mondiale quasi invariata rispetto al 2017, ma tendenzialmente più alta. Sull'orientamento di politica monetaria, ci aspettiamo 3 rialzi dei tassi ufficiali Fed e la chiusura graduale del programma di acquisto BCE per l'inizio del 2019 – senza rialzi dei tassi ufficiali di interesse nel 2018. Il cambio di passo della politica monetaria americana potrebbe frenare ancora per un po' l'apprezzamento dell'euro, anche se più avanti una risalita sopra 1,20 potrebbe essere giustificata. Con la maturazione della fase di espansione e l'avvicinarsi della fase di restrizione monetaria anche in Europa, dal secondo semestre del prossimo anno aspettative e mercati potrebbero diventare più volatili.

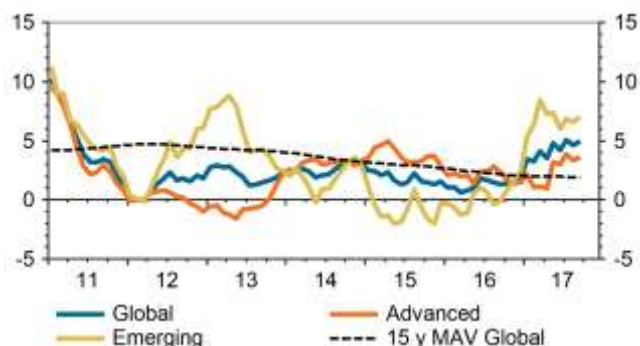
## Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



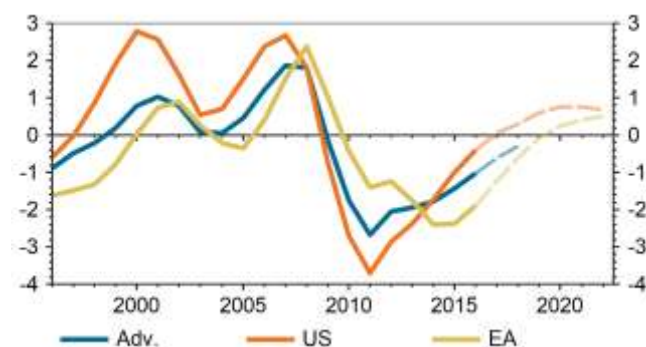
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



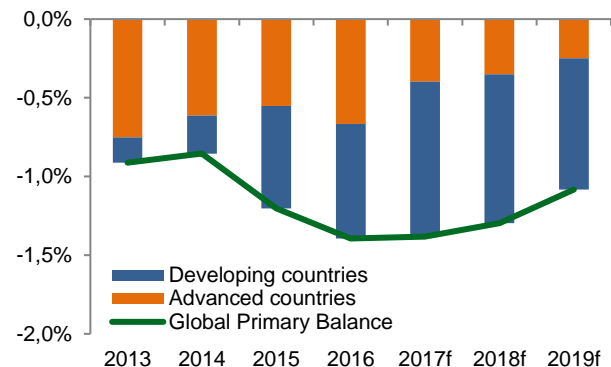
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



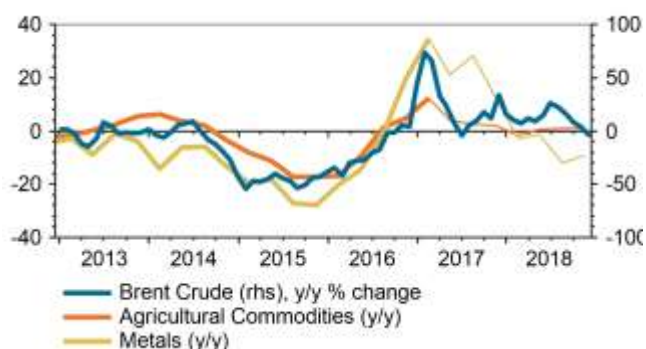
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



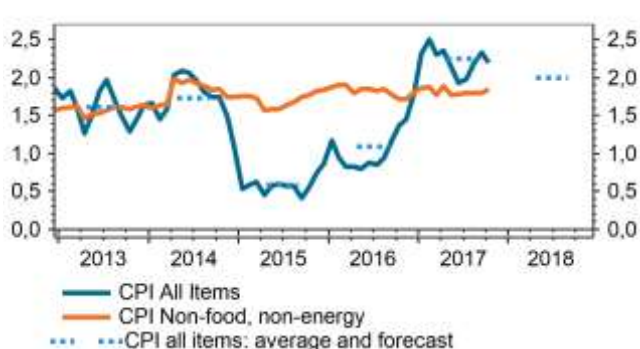
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



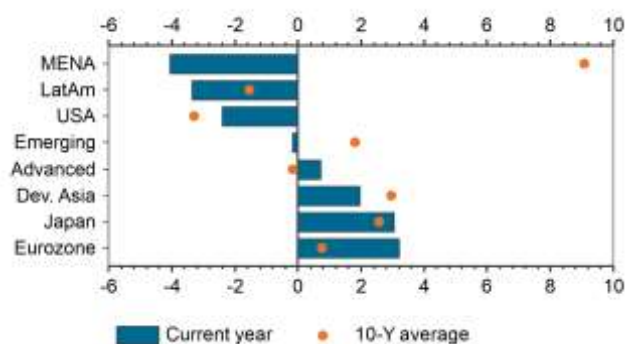
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



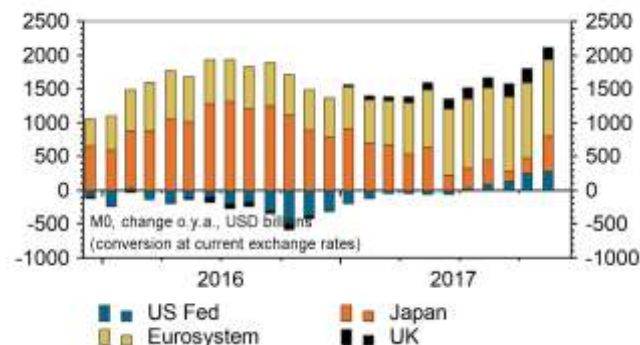
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



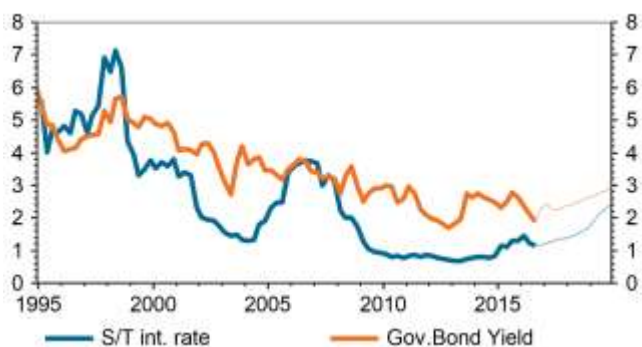
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

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



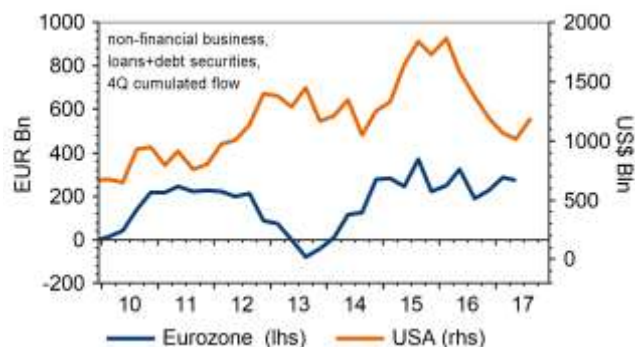
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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 (integrated sector accounts), Federal Reserve (Flow of Funds)

La crescita economica per area geografica

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Stati Uniti	2.9	1.5	2.3	2.6	2.4
Giappone	1.4	0.9	1.7	1.6	0.9
Area Euro	2.0	1.8	2.3	2.1	1.8
Europa orientale	0.0	1.3	3.1	2.7	2.3
America Latina	-0.8	-0.9	1.2	2.5	3.0
OPEC	1.1	2.2	0.9	2.5	3.5
Cina	6.9	6.7	6.8	6.4	6.2
India	7.5	7.9	6.4	7.2	7.4
Africa	3.5	2.6	3.2	3.8	3.9
<b>Crescita mondiale</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Stati Uniti: sfide in arrivo per Riccioli d'oro nel 2018

Giovanna Mossetti

Il 2017 si chiude con un altro consuntivo soddisfacente: crescita sopra il potenziale, inflazione bassa, mercati in rialzo, assenza di volatilità e di segnali di instabilità finanziaria, benché la ripresa sia ormai molto vecchia (terza ripresa più lunga del secondo dopoguerra). In base alle stime del CBO, l'**output gap è ufficialmente chiuso**, con un processo di recupero che è durato circa nove anni, mentre l'**unemployment gap è negativo dal 2016**, in continuo ampliamento. L'inflazione è moderata, e per ora non ha risposto alla riduzione delle risorse inutilizzate, permettendo un'uscita graduale dalle politiche monetarie aggressivamente espansive dell'ultimo decennio.

**Cosa riserva il 2018?** È difficile migliorare, vista la base quasi perfetta, né troppo calda né troppo fredda, da cui si parte. Al netto della riforma tributaria, le previsioni sarebbero di crescita moderata, al 2,3% nel 2018 e al 2,1% nel 2019, sostenuta da espansione diffusa a tutti i segmenti della domanda domestica, in particolare consumi e investimenti fissi delle imprese, con un graduale rialzo dell'inflazione *core* verso (ma ancora sotto) il 2% per fine 2018. **L'incertezza per lo scenario riguarda la riforma tributaria**, i cui dettagli devono essere ancora definiti, ma che probabilmente avrà effetti espansivi sull'economia nel prossimo biennio valutabili, in via assolutamente preliminare, intorno a 0,3pp per anno, con un possibile impatto sulla crescita di lungo termine di circa 1 decimo. Questo ci induce a rivedere la nostra previsione verso l'alto, con variazioni attese per il PIL di **+2,6% nel 2018 e +2,4% nel 2019, soggette a modifiche quando saranno definiti i dettagli del Tax Cuts and Jobs Act.**

Lo scenario, al netto della riforma tributaria, è tranquillizzante e solido, e l'apparente appiattimento della curva di Phillips potrebbe limitare le ricadute di un potenziale eccesso di domanda sull'inflazione. Con le modifiche alla tassazione di imprese e famiglie ancora in evoluzione, l'incertezza è molto elevata. Riteniamo che i **rischi per lo scenario USA siano limitati e, almeno per la prima metà del 2018, bilanciati**. Da un lato, il probabile arrivo della riforma tributaria, con effetti espansivi su un'economia già al pieno impiego, potrebbe generare surriscaldamento dalla seconda metà del 2018, con pressioni verso l'alto sui tassi tra fine 2018 e inizio 2019 e rischi di fine del ciclo espansivo. Dall'altro, gli effetti della riforma sono incerti e potrebbero essere modesti, mentre la persistente debolezza dell'inflazione potrebbe rallentare i rialzi dei tassi (scenario tanto meno probabile quanto più espansiva sarà la riforma). Infine, il **passaggio di consegne alla Fed**, pur aprendo molte incognite, dovrebbe avvenire all'insegna della continuità e della prudenza, con il mantenimento di una rimozione graduale dello stimolo, soggetta all'evoluzione dell'inflazione e agli effetti sul ciclo della riforma della tassazione.

**Economia al pieno impiego senza inflazione.** L'espansione è solida e diffusa, sostenuta da tutte le componenti della **domanda domestica**. I consumi dovrebbero crescere del **2,7% nel 2018 e del 2,5% nel 2019**, sostenuti da un mercato del lavoro al pieno impiego, da un continuo aumento della ricchezza netta e da una (probabile) riduzione della pressione fiscale. Nel 2018 la dinamica salariale dovrebbe accelerare moderatamente. La crescita occupazionale dovrebbe proseguire sul trend in calo (fig. 2), coerente con correzioni del tasso di disoccupazione più moderate rispetto al periodo post-crisi. **I fondamentali dei consumi restano solidi, anche se vanno segnalati due nei:** 1) il costante calo del tasso di risparmio, che è ora sui livelli del 2008, poco sopra il 3% (ben al di sotto della media degli anni post-crisi, intorno al 6%, fig. 8); 2) l'aumento del debito delle famiglie. **Se verrà approvata la riforma tributaria, nel 2018-19 la spinta alla spesa dovrebbe essere contenuta dalla regressività delle misure e dalla disomogeneità degli effetti all'interno delle classi di reddito basso.** Nella versione del Senato, i **tagli di imposta alle famiglie scadono nel 2025**, aggiungendo incertezza alla reazione delle famiglie alla riforma.

Gli **investimenti non residenziali** sono finalmente su un sentiero di ripresa (fig. 3), dopo l'ampia volatilità collegata alle fluttuazioni del prezzo del petrolio, grazie anche al consolidamento della domanda domestica e internazionale. Le imprese dovrebbero essere le principali beneficiarie della riforma tributaria, con misure che abbassano l'aliquota sui profitti, riducono il carico fiscale delle società semplici e introducono l'ammortamento pieno dei macchinari per 5 anni. L'effetto della riforma sulla spesa per investimenti dipende però dalla quota di maggiori utili che verrà trasferita in aumento di spesa, con l'economia al pieno impiego. Prevediamo una crescita solida

degli investimenti non residenziali (**5,4% nel 2018 e 4,9% nel 2019**), pur nell'incertezza dovuta ai precedenti storici di scarsa reazione allo stimolo sulle imprese. Gli **investimenti residenziali** dovrebbero riprendersi da fine 2017 e segnare incrementi moderati nel prossimo biennio.

Una grande incognita per il 2018 è l'**inflazione**. Nel 2017, nonostante l'accelerazione della crescita, la dinamica dei prezzi *core* è rallentata (fig. 10), in parte per via di fattori temporanei (tariffe telefonia mobile, servizi sanità), ma anche per motivi strutturali (aspettative di inflazione deboli, "effetto Amazon", maggiore concorrenza). L'appiattimento della curva di Phillips porterebbe a prevedere l'inflazione all'1,9% con un tasso di disoccupazione al 2,5% (St Louis Fed su stime di Blanchard). Prevediamo che l'**inflazione aumenti lentamente nel 2018**, ma a un ritmo tale da permettere al FOMC di attuare i tre rialzi previsti. Rimane comunque qualche **rischio verso il basso**.

**Politica fiscale: il focus del 2018.** La riforma su cui sta lavorando il Congresso mira a semplificare il sistema tributario, razionalizzare e abbassare le imposte delle imprese e, in misura minore, quelle delle famiglie, con un "costo statico" di 1,4 tln di dollari in 10 anni. Mentre una razionalizzazione e un ampliamento della base imponibile sono necessari da tempo, una **significativa riduzione del carico fiscale è probabilmente inopportuna in una fase di pieno impiego**, a meno che non sia accompagnata da misure che aumentino la crescita potenziale. La riforma, se approvata, dovrebbe ampliare il **deficit cumulato di circa 1 tln di dollari nel 2018-27** (stime dinamiche del Joint Committee on Taxation sulla versione del Senato), con effetti permanenti sul debito e con un aumento del PIL di 0,8% rispetto allo scenario a legislazione invariata. Dato che molte misure sono transitorie, gli effetti decrescono nel tempo e dovrebbero essere marginali nei periodi successivi.

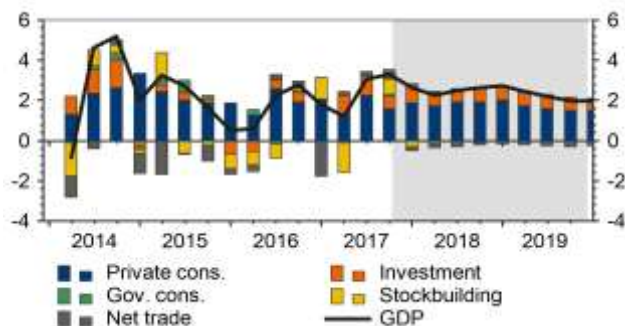
**La nuova Fed alle prese con un ciclo sempre più maturo.** Il 2017 si chiude con un **cambio alla guida della Fed**. Il nuovo presidente, J Powell, dovrebbe mantenere la politica monetaria sul sentiero tracciato finora, di graduale rimozione dello stimolo, improntato a grande cautela. Powell è un "presidente della continuità", ma maggiore incertezza viene dalla nomina di altri 4 membri del Board, probabilmente più *hawkish* dei loro predecessori. Mentre la direzione della politica monetaria è segnata, e punta a gradualmente rialzi dei tassi e riduzione del bilancio, il sentiero preciso è incerto, come appare dalla dispersione del grafico a punti nel prossimo triennio. La Fed non si è trovata spesso in una situazione come quella attuale, con l'economia al pieno impiego e senza inflazione in rialzo o altri segnali di eccessi. Prevediamo **per il 2018 tre rialzi dei tassi**, con una pausa nel 1° trimestre e un sentiero omogeneo dal 2° trimestre in poi, **soggetti all'andamento dell'inflazione e agli effetti della riforma tributaria**. Nel 2018 si potrebbe anche aprire una discussione sull'obiettivo di stabilità dei prezzi, che potrebbe in futuro essere definito sul livello anziché sulla variazione dei prezzi i prossimi anni.

Previsioni macro	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti ,a/a)	1.5	2.3	2.6	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.6	2.8	2.7	2.5	2.5
- trim./trim. annualizzato				2.8	1.8	1.2	3.1	3.3	2.6	2.3	2.5	2.6	2.7
Consumi privati	2.7	2.7	2.7	2.8	2.9	1.9	3.3	2.3	2.7	2.5	2.8	2.8	2.9
IFL - privati non residenziali	-0.6	4.7	5.4	3.4	0.2	7.2	6.7	4.7	6.8	5.0	4.6	5.3	5.2
IFL - privati residenziali	5.5	1.1	2.1	-4.5	7.1	11.1	-7.3	-5.1	1.9	5.8	4.3	3.5	3.6
Consumi e inv. pubblici	0.8	-0.1	0.3	0.5	0.2	-0.6	-0.2	0.4	0.5	0.2	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	-0.3	3.3	3.7	6.4	-3.8	7.3	3.5	2.2	6.0	3.6	3.1	3.5	3.1
Importazioni	1.3	3.4	3.6	2.7	8.1	4.3	1.5	-1.1	5.8	4.5	4.2	3.4	3.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.1	0.0	0.1	1.1	-1.5	0.1	0.8	-0.3	-0.1	0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.5	-2.8										
Deficit Federale (% PIL)	-5.0	-4.3	-4.1										
Debito pubblico (% PIL)	127.1	124.3	123.2										
CPI (a/a)	1.3	2.1	1.9	1.1	1.8	2.5	1.9	2.0	2.1	1.7	2.0	2.1	1.8
Produzione Industriale (a/a)	-1.2	1.8	3.1	0.2	0.2	0.4	1.4	-0.1	1.1	1.1	0.6	0.5	0.6
Disoccupazione (%)	4.9	4.4	4.2	4.9	4.7	4.7	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1
Federal Funds (%)	0.5	1.1	1.8	0.5	0.5	0.8	1.0	1.3	1.3	1.5	1.8	1.8	2.0

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

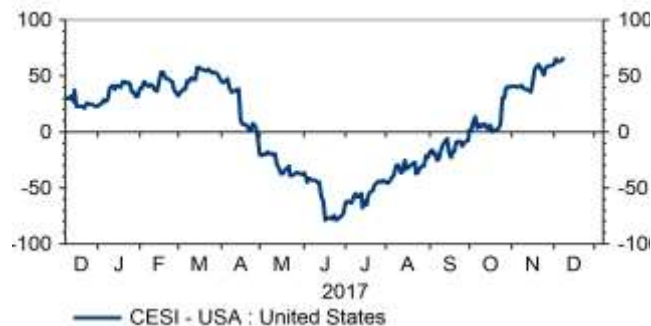


Fig. 1 – Previsioni di crescita moderata per tutte le componenti della domanda domestica



Fonte: Thomson Reuters-Datstream. Previsioni Intesa Sanpaolo.

Fig. 2 – Sorpresa!



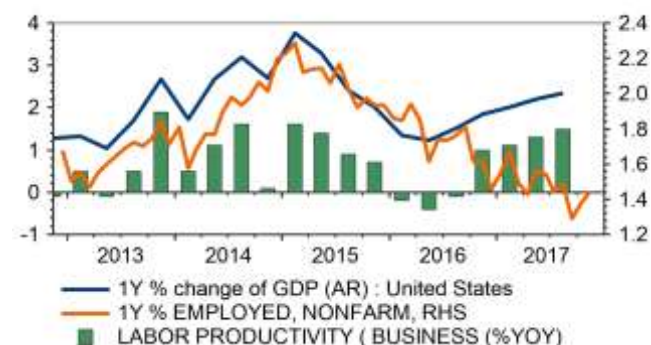
Nota: CESI: indice di sorpresa economica. Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 3 - Gli ordini puntano a una ripresa degli investimenti, anche prima di scontare gli effetti della riforma tributaria



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – C'è qualcosa di nuovo nell'aria: dinamica occupazionale più moderata, produttività in rialzo



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datstream

Fig. 5 – Nuovi occupati in media intorno a 180 mila al mese



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 6 – Il trend della disoccupazione resta in calo, la partecipazione si stabilizza



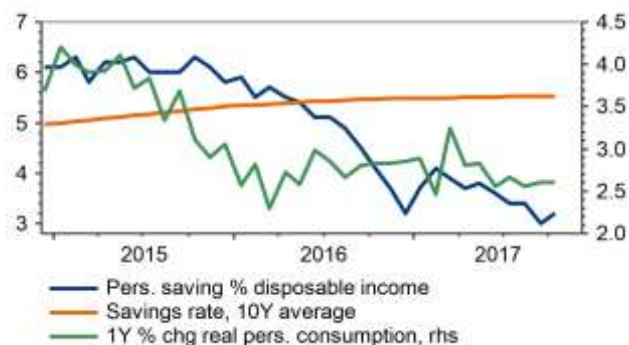
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 7 – I consumatori non sono stati fermati dalla dinamica retributiva debole...



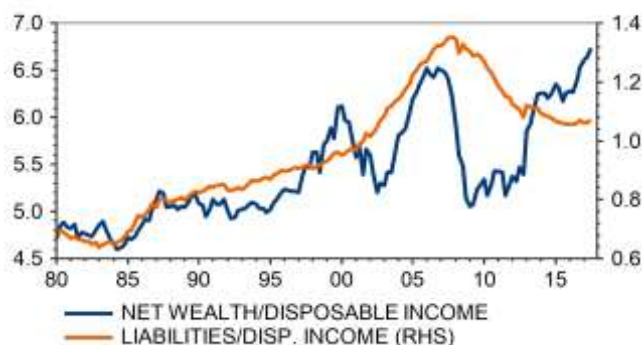
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – ...ma hanno di nuovo messo mano al risparmio per finanziare la spesa



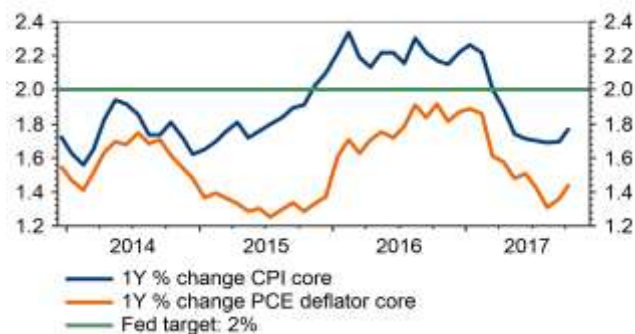
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – La ricchezza netta delle famiglie continua a crescere



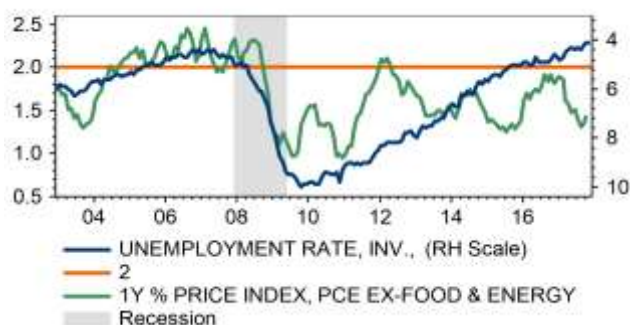
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – L'inflazione è bassa, in parte per fattori temporanei



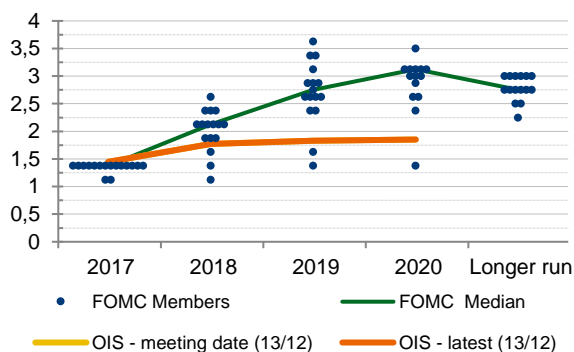
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Gli obiettivi del mandato della Fed divergono, ma dovrebbero gradualmente riallinearsi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Proiezioni dei tassi dei partecipanti al FOMC: consenso per il breve, opinioni molto diverse nel medio termine



Nota: proiezioni dei presidenti delle Federal Reserve Banks e dei membri del Board of Governors, 13/12/2017. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve Board e Thomson Reuters-Datastream

## Area euro: espansione moderata e sostenibile. BCE verso la fine del QE

L'economia dell'eurozona va a gonfie vele. Nel 2017 la crescita dovrebbe toccare il 2,3%, circa un punto più delle stime di consenso e BCE di un anno fa e ben oltre il potenziale (1,5% nelle stime di autunno della Commissione UE). La crescita è accelerata da fine 2016, complice il recupero della domanda mondiale e dell'export che spinge l'attività nel manifatturiero. In servizi, commercio al dettaglio e costruzioni, l'espansione prosegue, sostenuta dalla domanda interna. Tra ottobre e novembre, le indagini di fiducia hanno indicato un'accelerazione del PIL a 0,7% t/t a fine anno (v. Fig.1). Tuttavia, la debole uscita della produzione industriale dal trimestre estivo e il calo delle vendite al dettaglio a ottobre suggeriscono una stima più conservativa (0,6% t/t). I dati recenti lasciano pochi dubbi sul fatto che il momento di fondo dell'economia dell'Eurozona è nettamente più forte di quello che ci aspettavamo anche a settembre scorso. Tassi di crescita intorno a 0,5% t/t, sembrano sostenibili anche nella prima metà del 2018. **Abbiamo, quindi, rivisto al rialzo le previsioni di crescita per il 2018 al 2,1% da un precedente 1,7%.** Il 2018 sarà un anno di consolidamento della fase di espansione in tutti i principali paesi dell'area euro e il *gap* di crescita tra centro e periferia è atteso ridursi ulteriormente.

L'apprazziamento del tasso di cambio effettivo (+5,8% tra aprile e dicembre 2017) ha avuto un effetto poco visibile sino ad ora, ma l'impatto si manifesta generalmente con un ritardo tra i sei e i nove mesi. In ogni caso, **l'impatto sarà meno marcato rispetto a quanto suggerirebbero le elasticità standard** (crescita del PIL e inflazione più contenuta di -0,3% e -0,4% dopo un anno), dal momento che la trasmissione dal cambio ai prezzi all'import e ai prezzi finali potrebbe essersi ridotta rispetto al passato per 1) motivi strutturali, tra cui una maggiore integrazione nei processi produttivi a livello globale e 2) per motivi ciclici (le imprese che esportano verso la zona euro probabilmente in questa fase di elevata domanda globale riescono a mantenere invariati i prezzi di vendita). Inoltre, come dettagliato dalla stessa BCE, l'impatto dello shock cambia a seconda della natura dello stesso. Nel caso attuale, in cui lo shock è in parte endogeno, ovvero nel caso in cui rifletta fondamentali più solidi e un miglioramento di prospettive macro, gli effetti sulla crescita sono meno rilevanti. Per il momento non si hanno segnali di rallentamento dell'export. L'indice PMI globale, esclusa l'area euro, continua a indicare una tenuta dell'export nei prossimi mesi. Prevediamo, quindi, una crescita dell'export ancora solida nel 2018: 4,2%, dal 4,8% di quest'anno. Le importazioni sono attese crescere a ritmi più sostenuti, rispetto all'export. Il contributo dal commercio estero, quindi, da positivo diverrà marginalmente negativo.

Secondo le nostre stime, il **principale motore di crescita resterà ancora la domanda interna** (+2,1%). I consumi tengono meglio del previsto e nel 2018 cresceranno circa al ritmo di quest'anno (1,8%). La dinamica del reddito disponibile reale beneficerà di un temporaneo calo dell'inflazione e dell'accelerazione dell'occupazione a fronte di una crescita ancora modesta dei salari nominali (v. sotto). La novità che ci rende più fiduciosi sulla tenuta della fase di espansione nell'Eurozona è che **il ciclo degli investimenti aziendali sembra finalmente avviato (v. Figure 5-8)**. L'indagine semestrale della Commissione segnala un'accelerazione degli investimenti di ampliamento nel 2018, giustificata da elevato utilizzo degli impianti esistenti, crescita stabile e positiva dei profitti e condizioni di domanda più certe. Inoltre l'ultima indagine sul credito ha evidenziato un aumento della domanda di prestiti per finanziare investimenti in macchinari. Nel 2018, ci aspettiamo un'espansione degli investimenti produttivi sopra il 5% nel 2018, dal 3,8% atteso per il 2017. Anche l'attività nelle **costruzioni** sta facendo meglio delle attese (+0,7% t/t nei mesi primaverili dopo la forte crescita di inizio anno). Il nostro indicatore suggerisce un proseguimento della fase di espansione nei prossimi sei mesi intorno all'1,0% t/t.

Anna Grimaldi

L'economia dell'Eurozona si conferma più forte delle attese

Effetto cambio meno rilevante che in passato

Ci aspettiamo solo un modesto rallentamento dell'export nel 2018

I consumi sorpremono per resilienza

Gli investimenti aziendali finalmente avviati verso un ciclo più vivace

Costruzioni: crescita solida

La crescita al di sopra del potenziale riteniamo proseguirà nel 2019, anche se a ritmi leggermente più blandi (1,8%) per effetto del minor stimolo dalla politica monetaria. Secondo la BCE, le misure adottate tra dicembre 2015 e dicembre 2016 dovrebbero aver potenziato la crescita del PIL di 1,7% nel periodo 2015-18<sup>1</sup>. Il prolungamento del programma fino a settembre 2018, per totali 270 miliardi di euro, dovrebbe sostenere la crescita e l'inflazione area euro ancora per uno 0,2% nel 2019. La politica fiscale darà un contributo neutrale o marginalmente restrittivo. Le previsioni di autunno della Commissione UE mostrano un peggioramento di 0,2 del saldo primario strutturale. Secondo le valutazioni della Commissione delle leggi di spesa 2018 più paesi sono a rischio di *non compliance* con le prescrizioni del patto di stabilità tra questi Italia, Francia, Belgio e Portogallo. A questi paesi, quindi, potrebbe essere richiesto uno sforzo fiscale aggiuntivo. Altresì la Commissione nota che i paesi che hanno fatto meglio rispetto agli obiettivi di budget di medio periodo dovrebbero aumentare la spesa per investimenti.

La ripresa iniziata a metà 2013 non è ancora matura (v. Fig. 9) e questo spiega almeno in parte la debole risalita della dinamica inflazionistica e in particolare dei prezzi interni. **L'eccesso di offerta risulta ancora ampio e variegato all'interno dell'area euro, se si guarda al mercato del lavoro.** Le indagini di fiducia sono coerenti con una crescita degli occupati vicina all'1,9% nel 2018 dall'1,6% di quest'anno e con un ulteriore calo del tasso di disoccupazione all'8,4% il prossimo anno. Nonostante il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, la crescita dei salari rimane modesta: 1,9% a/a nei mesi centrali di quest'anno dall'1,5% dei sei mesi precedenti, ancora ben al di sotto del periodo pre-crisi. Nel 2018, non ci aspettiamo un cambio di passo significativo. L'inerzia dei salari nominali è spiegata in parte dal fatto che le risorse in eccesso nel mercato del lavoro sono ben più ampie di quanto non suggeriscano il livello e la dinamica del tasso di disoccupazione ILO. Il tasso di disoccupazione allargato U-6 (che include i lavoratori a tempo parziale involontari, coloro che cercano lavoro ma non sono disponibili a lavorare nell'immediato e gli inattivi scoraggiati) è calato al 16,5% nel 2° trimestre 2017 da un picco del 20,2% di fine 2014, ma rimane al di sopra del livello pre-crisi (12,1% nel 2005-08). È possibile, quindi, che rispetto ai cicli precedenti l'accelerazione dei salari e prezzi interni arrivi con ritardo<sup>2</sup>.

**La dinamica inflazionistica seguirà un profilo oscillante**, come del resto indicato anche dalla BCE: calerà leggermente al di sotto dell'1,0% a inizio 2018 dall'1,5% stimato per novembre, per un effetto base negativo dalla componente energia, e quindi risalirà all'1,5% da metà 2018. Il trend di lenta risalita dell'inflazione verso il target BCE dovrebbe proseguire nel 2019 (1,6%), se si verificherà l'accelerazione dell'inflazione *core* dall'1,0% del 2017 all'1,6%. Il contributo dall'energia sarà risibile anche il prossimo anno. Se la risalita dell'inflazione *core* è modesta, però **è indubbio che il rischio di deflazione è del tutto rientrato**. Le attese di prezzo derivate dalle indagini di fiducia e le attese di inflazione di mercato derivate dai contratti *forward* a 5 anni sono in costante moderato aumento.

I rischi, inclusi quelli di natura politica, non mancano sia a livello globale sia a livello europeo. Va però riconosciuto che il **rischio politico interno all'Eurozona si è ridotto rispetto a un anno fa**. Il peggio è stato scongiurato con l'esito delle elezioni francesi. L'*impasse* politica in Germania non è necessariamente negativa per la zona euro. Schulz, leader di SPD, ha posto come condizione,

**L'espansione può proseguire anche nel 2019 anche se a ritmi meno veloci dato il supporto decrescente dalla politica monetaria**

**Il ciclo non è ancora maturo**

**La risalita dell'inflazione verso il target resterà lenta fino al 2019 inoltrato, ma il rischio di deflazione è del tutto rientrato**

**Un fronte franco tedesco per la riforma della *governance* europea? Si ma le attese vanno gestite**

<sup>1</sup> Si veda ECB working paper No 1956, 2016: *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*. Il lavoro stima che acquisti pari all'11% del PIL, dovrebbero avere un impatto massimo di 0,4% sull'inflazione e dell'1,0% sulla crescita dopo due anni.

<sup>2</sup> Solo in Germania, dove il mercato del lavoro opera con vincoli di capacità, si vedranno aumenti dei salari più decisi già dal 2018 (l'IG Metall ha richiesto incrementi dei salari del 6% per il biennio 2018-19, sebbene l'aumento richiesto difficilmente verrà accordato ed è assai probabile che la crescita dei salari sarà superiore al 3,5% concesso in media nei due anni precedenti)

per riaprire i negoziati con i cristiano democratici, uno sforzo riformista che abbracci le proposte di Macron. Ma, insieme alla Germania, anche l'Olanda e altri stati nordici rifiutano cessioni di sovranità nazionale. Non è, quindi, ragionevole attendersi grossi passi avanti nel processo di riforma della *governance* europea. A partire da inizio anno, le elezioni politiche in Italia (che si terranno entro maggio) attireranno l'attenzione dei mercati, ma difficilmente potranno essere destabilizzanti per l'economia europea. Rimane, inoltre, ancora aperta in Spagna la questione catalana. A mitigare la portata dei rischi per lo scenario, non va trascurato che la BCE ha mantenuto l'*easing bias* sugli acquisti e non esiterebbe ad intervenire se necessario.

A fronte del miglioramento dello scenario, pensiamo che lo spegnimento del programma di acquisto BCE entro l'inizio del 2019 sia inevitabile. A dicembre, la BCE ha rivisto al rialzo le stime di crescita 2017-19. **La BCE vede una continuazione della fase di espansione al di sopra del potenziale fino al 2020, anche se a ritmi più blandi. L'inflazione è attesa in aumento all'1,7% sul rialzo dell'inflazione core all'1,8% dall'1,5% previsto per il 2019.** La BCE vede una continuazione della fase di espansione al di sopra del potenziale nel 2020 anche se a ritmi più blandi, mentre l'inflazione è attesa in aumento all'1,7% sul rialzo dell'inflazione core all'1,8% dall'1,5% previsto per il 2019. Pensiamo che una stima di inflazione core all'1,8% nel 2020 lasci un margine sufficiente per modificare la politica monetaria e dare avvio ad un graduale *tapering* degli acquisti dopo settembre 2018. Modifiche alla *guidance* sugli acquisti saranno introdotte molto probabilmente prima della prossima estate. Nel contempo, la BCE cercherà di mantenere ancorate le attese di breve termine e quindi potrebbe lasciare la *guidance* sui tassi, e in particolare il riferimento a "ben dopo la fine degli acquisti", fino a fine 2018 o oltre. **Il 2018 segnerà, quindi, la fine degli acquisti BCE.** Tra il 2015 e fine 2018 la BCE avrà acquistato 2.580 miliardi di titoli pubblici e privati (l'ipotesi è che la BCE acquisti a un ritmo medio di 10 miliardi al mese nel 4° trimestre 2018), portando la dimensione del bilancio a 4.800 mld di euro, oltre due volte il livello di fine 2014 (v. Fig.12). La politica di gestione dell'attivo proseguirà con i reinvestimenti probabilmente fino al 2021 (negli Stati Uniti la Fed ha avviato la riduzione dei riacquisti tre anni dopo la fine del QE). Per il momento la BCE è riuscita a limitare l'effetto sui tassi di mercato dell'avvicinarsi della fine delle politiche ultra espansive: i mercati scontano tassi fermi per tutto il 2018. Riteniamo che se lo scenario di crescita solida verrà confermato dai dati nei primi sei mesi del 2018 e si comincerà a vedere un'accelerazione di salari e prezzi interni più apprezzabile, la BCE potrebbe alzare i tassi ufficiali nel 2019. La politica monetaria sarà, quindi, ancora di supporto al ciclo nel 2019 dal momento che l'effetto dell'estensione del QE a tutto il 2018 si vedrà con ritardo, e che i tassi resteranno comunque vicini allo zero.

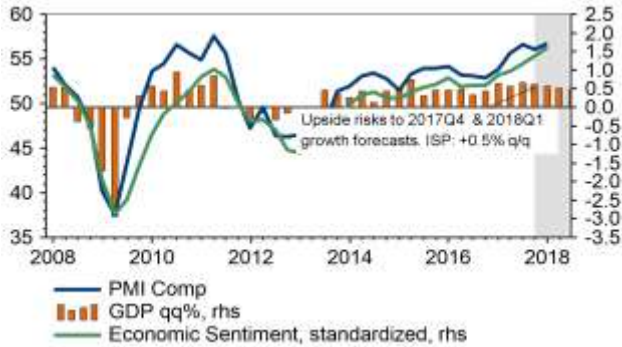
**Il 2018 potrebbe segnare la fine del QE**

**Con una stima di inflazione 2020 vicina ma non ancora al target non c'è fretta di avviare il processo di normalizzazione dei tassi**

Previsioni macro	2016			2017		2018							
	2016	2017	2018	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.8	2.3	2.1	1.7	1.9	2.0	2.3	2.5	2.4	2.4	2.2	2.0	1.9
- t/t				0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
Consumi privati	2.0	1.8	1.7	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.5	3.9	5.1	0.1	1.5	-0.2	2.0	1.2	0.9	1.3	1.4	1.2	1.0
Consumi pubblici	1.7	1.2	1.2	0.2	0.4	0.2	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.3	4.8	4.2	0.6	1.5	1.3	0.9	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
Importazioni	4.7	4.6	4.2	0.5	1.9	0.4	1.5	1.3	1.1	1.1	0.9	0.7	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	-0.3	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.1	3.0										
Deficit pubblico (% PIL)	-1.5	-1.1	-0.9										
Debito pubblico (% PIL)	91.1	89.3	87.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.2	1.5	1.4	0.3	0.7	1.8	1.5	1.5	1.4	1.1	1.5	1.6	1.6
Produzione industriale (a/a)	1.5	2.5	1.9	1.0	2.3	1.3	2.7	3.6	2.5	2.5	2.0	1.5	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	10.0	9.1	8.5	9.9	9.7	9.5	9.2	9.0	8.8	8.7	8.5	8.5	8.4
Euribor 3 mesi	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
EUR/USD	1.11	1.13	1.19	1.12	1.08	1.06	1.10	1.17	1.17	1.16	1.18	1.20	1.22

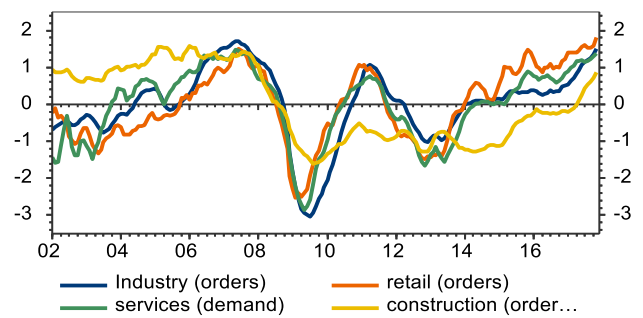
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Ecwin, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Le indagini di fiducia continuano a segnalare un'accelerazione della crescita



Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

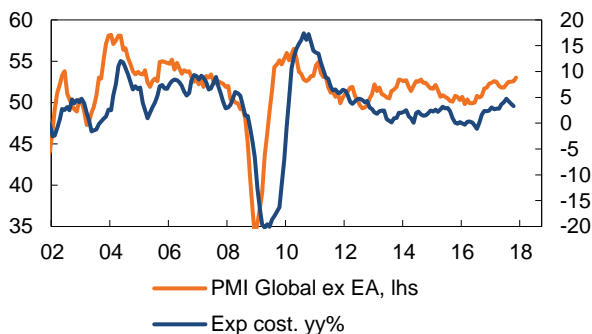
Fig. 2 – La domanda è su livelli pre-crisi in tutti i settori



Nota: i dati sono in deviazione standard dalla media di lungo termine.

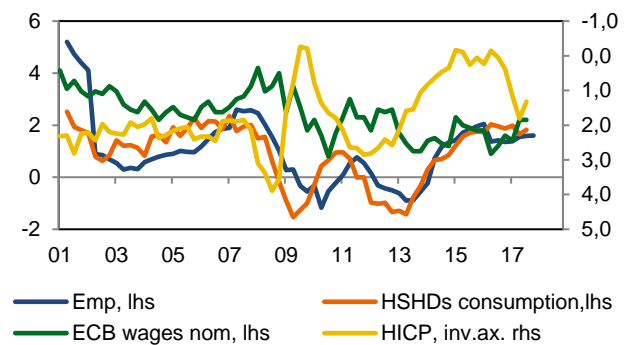
Fonte: Commissione UE indagini di fiducia settoriali Thomson Reuters- DataStream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Impatto limitato dal cambio. Per la dinamica dell'export conta più la domanda mondiale



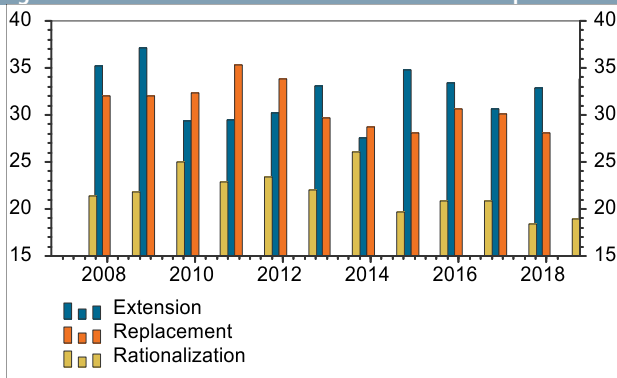
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 4– Consumi sostenuti dall'accelerazione della dinamica occupazionale



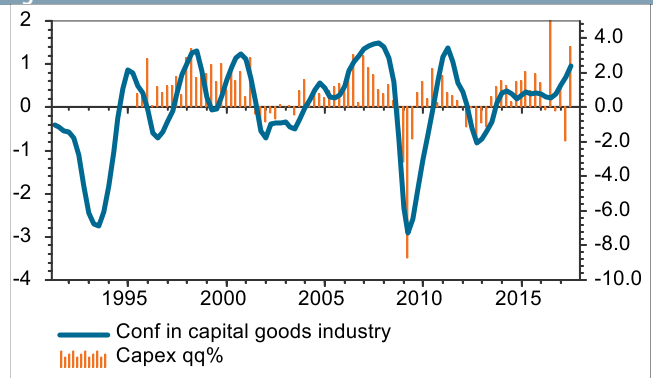
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 5 – Investimenti aziendali avviati verso un ciclo più solido



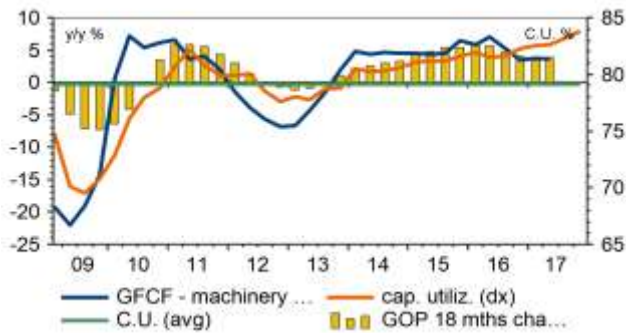
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 6 – Fiducia elevata e ...



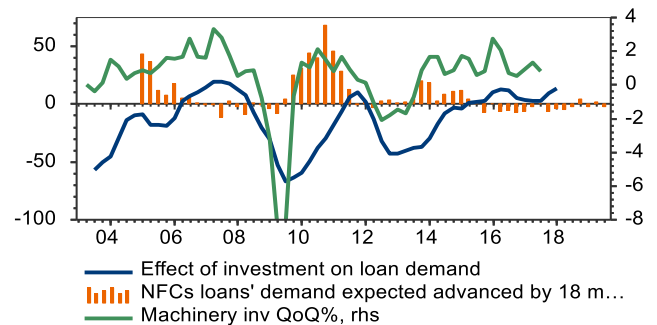
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 7 – ...utilizzo degli impianti esistenti al di sopra della norma storica, giustificano un'accelerazione della spesa in macchinari



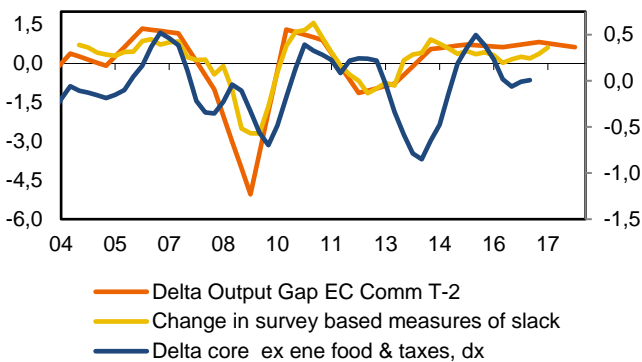
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 8 – Segnali di accelerazione anche dalla domanda di credito per investimenti



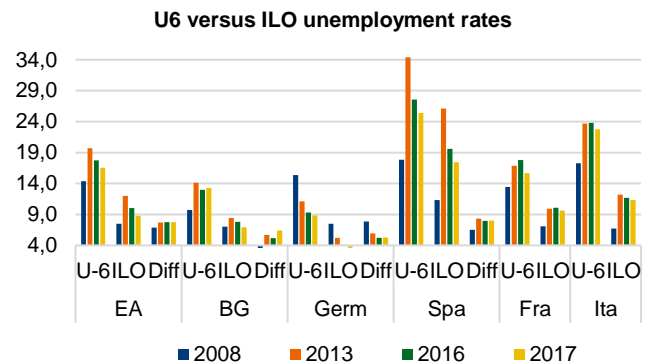
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 9 – L'output gap si chiuderà da fine 2018 ma l'inflazione core è attesa risalire lentamente



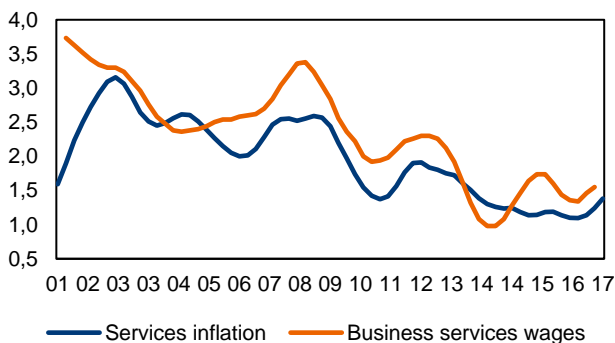
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 10 – Lo slack nel mercato del lavoro rimane più ampio di quello che suggerisce il tasso di disoccupazione ILO



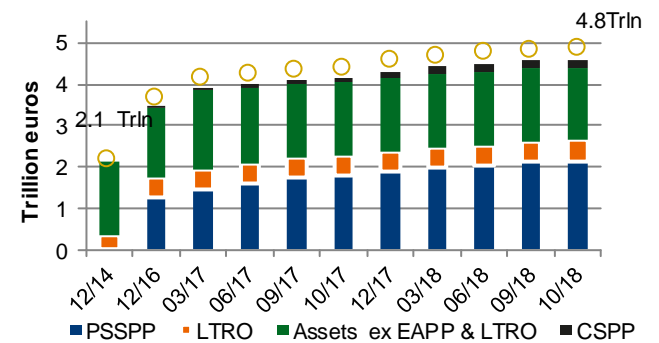
Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 11 – Salari nei servizi ancora striscianti



Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

Fig. 12 – Il 2018 vedrà il picco per il bilancio BCE



Nota: le stime assumono che la BCE acquirerà 10 miliardi di euro al mese nel 4° trimestre 2018. Per memoria il bilancio della FED è quadruplicato tra il 2018 ed il 2013.

Fonte: Thomson Reuters-DataStream Charting

## Germania: al pieno impiego per il futuro prevedibile. Merkel a un crocevia

I falliti negoziati tra CDU, FDP e Verdi, hanno aperto una crisi assolutamente nuova per la Germania post bellica. Il Paese che viene portato ad esempio di stabilità politica rischia di restare senza Governo fino alla primavera. La popolarità della CDU e di Merkel è stata erosa dal crescente consenso per il partito di estrema destra AfD. Il Presidente Steinmeier, per scongiurare nuove elezioni, ha invitato SPD di Schulz a considerare di governare di nuovo insieme alla CDU. Lunedì scorso, Schulz, sentito il congresso del partito, ha proposto un governo di cooperazione *KoKo*, invece di un *GroKo* (acronimo per *Grosse Koalition*). L'obiettivo dei leader SPD è di ridare una posizione di forza al partito considerato che la collaborazione con la CDU nell'ultima legislatura è vista come una delle cause del vertiginoso calo di SPD alle ultime elezioni<sup>3</sup>. Schulz ha messo come condizione imprescindibile per portare avanti il dialogo, la creazione di "Stati Uniti d'Europa" entro il 2025 raccogliendo le proposte riformiste di Macron. Il fatto che le riforme della *governance* europea siano nuovamente al centro dell'agenda politica tedesca è positivo. Ma è opportuno gestire le attese dal momento che più membri della CDU e della CSU (costola bavarese dei cristiano democratici) insieme a larga parte dell'establishment tedesco sono contrari a cessioni di sovranità e a maggiore condivisione dei rischi. Arrivare ad un nuovo governo in Germania in tempi rapidi è la chiave per l'Europa, non tanto per il processo di riforma delle istituzioni, ma piuttosto perché è urgente che Merkel riprenda un ruolo sulla scena internazionale, supportata da un governo solido a casa e da un asse con la Francia macronista. Riuscire a rinsaldare l'identità democratica del Paese è la sfida principale per Merkel, a fronte dei crescenti consensi per AfD che si sposta su posizioni più estreme, come segnala la rielezione a leader di Alexander Gauland<sup>4</sup>.

Nonostante l'emergere di una crisi nuova per la politica tedesca, le ripercussioni sull'economia saranno trascurabili, il momento di fondo dell'economia tedesca rimane assai solido. La fase di espansione al di sopra del potenziale (1,4%) sembra inarrestabile. Le indagini di fiducia IFO e PMI hanno toccato nuovi massimi nei mesi autunnali e segnalano una crescita vicina allo 0,7% t/t, anche a fine anno, dopo +0,8%t/t dei mesi estivi. Produzione industriale e vendite al dettaglio hanno segnato un'entrata debole nel 4° trimestre, ma al di là della volatilità mensile dei dati, il trend di fondo rimane di solida espansione. Ancora una volta le indicazioni dai dati ci inducono a rivedere le stime di crescita verso l'alto. La velocità di crociera sarà del 2,3% nel 2018 dal 2,6% di quest'anno (2,3% al netto degli effetti di calendario). L'espansione può proseguire anche nel 2019 quando la crescita resterà vicina all'1,9%. L'*output gap* supererà il punto e mezzo percentuale alla fine del 2018. Il manifatturiero fa da volano (v.fig.3), grazie alla forte crescita dell'export da fine 2016 in particolare verso i mercati emergenti Cina ed Europa dell'Est (v. fig. 4). A ottobre, i dati di bilancia commerciale hanno mostrato una flessione delle esportazioni che dovrebbe tuttavia rivelarsi temporanea stando alle indicazioni dalle indagini di fiducia e alla crescita ancora solida degli ordini (v. fig. 5). L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo (+5% da aprile) ha avuto, per ora, un effetto risibile sulla dinamica dei prezzi all'export e all'import. Si conferma, quindi, che la trasmissione è più blanda che in passato<sup>5</sup>. Ma non è solo il manifatturiero a spingere la crescita; i servizi sembrano avviati verso una nuova accelerazione

Anna Maria Grimaldi

Un governo stabile sotto la guida di Merkel è urgente

Velocità di crociera: un punto sopra il potenziale per il futuro prevedibile

La ripresa è solida, sostenuta sia dal manifatturiero che dai servizi. Il cambio forte peserà poco nel 2018-19 (-0,2%) data la bassa elasticità al cambio dell'export tedesco

<sup>3</sup> Anche l'opinione pubblica tedesca non è favorevole ad un ritorno di GroKo secondo un sondaggio del 7 dicembre scorso Si veda: [www.Tagesschau.de](http://www.Tagesschau.de)

<sup>4</sup> Gauland è tra i fondatori del partito ed è stato già leader fino al 2015. Ha sostituito Frauk Perry, che ha lasciato per diventare un membro indipendente del *Bundestag*. La nomina di Gauland rinforza l'ala anti immigrazione e nazionalista del partito.

<sup>5</sup> Uno studio BCE del 2016 (cfr. *working paper* No 1955) mostra che la trasmissione dei tassi di cambio ai prezzi tedeschi e l'effetto di freno all'export è molto inferiore rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro, dal momento che le imprese tedesche riescono a tenere fermi i prezzi di vendita, per una maggiore specializzazione e minor elasticità della domanda.



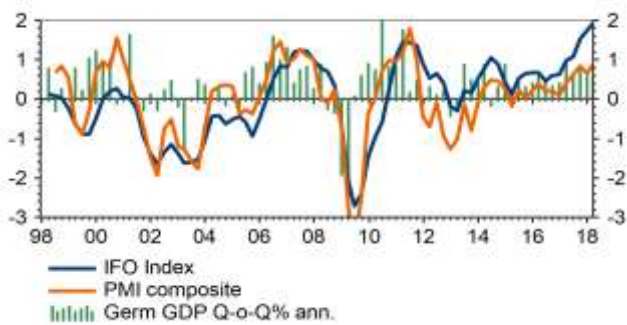
a ridosso di fine anno stando alle indicazioni dal PMI. Sull'orizzonte di previsione, **sarà ancora la domanda interna** a spingere la crescita offrendo un contributo medio di 1,7% nel 2018, pressoché invariato rispetto al 2017. Altresì, il **contributo dal commercio estero, tornerà, a essere negativo**. Le esportazioni continueranno a crescere a ritmi sostenuti 4,4% ma meno che nel 2017 (4,9%) mentre le importazioni avanzeranno ancora del 5,4% dato l'elevato contenuto all'import della produzione tedesca. Il ciclo per la domanda interna si fa più maturo, la principale spinta arriva dagli investimenti aziendali che sono accelerati marcatamente da -0,3% a/a di fine 2016 al 6% del 3° trimestre di quest'anno. L'elevato e crescente utilizzo della capacità produttiva, il solo modesto rallentamento degli ordinativi esteri, la tenuta dei profitti e condizioni finanziarie ampiamente di supporto suggeriscono che l'espansione può proseguire (v. Figg. 7 e 8). In media, per il 2018 prevediamo una crescita vicina al 4,9% dal 4,4% del 2017. Nelle **costruzioni** la tendenza recente degli ordinativi suggerisce tassi di crescita più normali e vicini al 2,7% nel 2018 dal 5% di quest'anno (v. Figg. 10). I **consumi delle famiglie continueranno a crescere a ritmo sostenuto anche nel 2018: all'1,7%, dall'1,9% del 2016-17**. Non si prevede una significativa accelerazione del reddito da lavoro reale. I salari negoziali cresceranno più vicini al 2,6% dal 2,2% degli ultimi due anni<sup>6</sup>, ma il potere d'acquisto sarà in parte eroso dall'aumento dell'inflazione al 2,0% per fine 2018. Dall'occupazione non verrà una spinta incrementale rispetto ai ritmi recenti (1,5% nei mesi estivi / 2,3% per lavori soggetti a contribuzione). Il mercato del lavoro è al pieno impiego e la creazione di posti di lavoro non può tenere questo ritmo anche perché nuovi flussi migratori dal resto dell'Unione potrebbero divenire più controversi. È preoccupante per la coesione sociale il calo costante della quota salariale sul PIL (v. fig. 12). Il Paese opera con un eccesso di risparmio privato e pubblico come riflesso nell'elevato surplus di parte corrente. Il nuovo governo beneficerà di un surplus primario superiore al punto di PIL. È possibile che SPD e CDU convergano su **politiche fiscali più generose** tramite un mix di tagli di spesa e riduzione delle entrate. Ma è difficile che si vedano deviazioni dallo "schwarze null" (zero nero) imposto dalle regole nazionali tedesche.

Previsioni macro	2016	2017	2018	2016		2017				2018			
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a) *	1.8	2.3	2.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.8	3.0	2.7	2.5	2.1	2.0
- t/t				0.3	0.4	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5
Consumi privati	1.9	2.4	1.6	0.4	0.6	0.8	0.9	-0.1	0.8	0.4	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	2.9	4.4	3.7	0.5	-0.1	2.8	1.5	0.5	0.9	0.9	1.1	0.8	0.7
Consumi pubblici	3.7	1.1	1.3	0.2	0.5	0.2	0.2	0.0	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
Esportazioni	2.4	5.0	5.2	-0.2	1.3	1.7	1.0	1.7	1.6	1.2	1.2	1.0	0.9
Importazioni	3.8	5.3	5.0	0.7	2.5	0.4	2.4	0.9	1.4	1.5	1.0	0.4	1.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.4	-0.8	0.3	0.4	-0.2	0.1	-0.2	-0.3	0.2
Partite correnti (% PIL)	8.6	8.2	7.7										
Deficit pubblico (% PIL)	0.8	0.9	1.0										
Debito pubblico (% PIL)	68.1	64.8	61.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	1.7	1.6	0.4	1.0	1.9	1.6	1.7	1.5	1.4	1.7	1.7	1.7
Produzione industriale (a/a)	1.2	2.9	1.6	1.0	1.4	1.1	3.4	4.2	3.0	1.7	1.0	1.1	2.5
Disoccupazione (ILO, %)	6.1	5.7	5.6	6.0	6.0	5.9	5.7	5.7	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5
Tasso a 10 anni (%)	0.10	0.33	0.82	-0.12	0.11	0.25	0.31	0.40	0.39	0.59	0.75	0.90	1.02

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

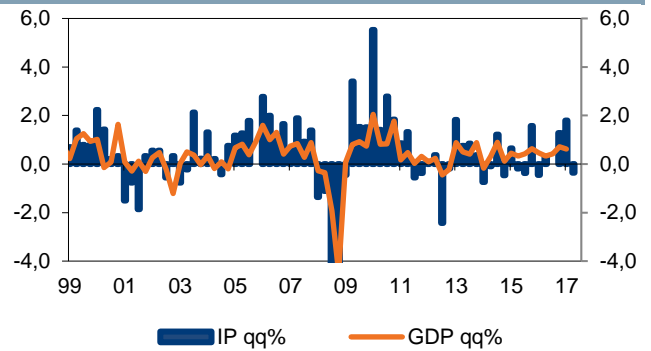
<sup>6</sup> I salari negoziali sono visti accelerare al 2,7% a fine 2018 dal 2,2% di fine 2017. Gli accordi sinora siglati per il prossimo biennio dovrebbero garantire un'accelerazione dei salari verso il 3% in aumento rispetto al 2,3% previsto dagli accordi siglati nel 2016 in un regime di bassa inflazione.

Fig. 1 – L'IFO indica un'accelerazione dalla crescita anche nei mesi estivi. Il PMI composito, più in linea con l'andamento recente del PIL, suggerisce una crescita di 0,5% t/t nel 2° semestre 2017



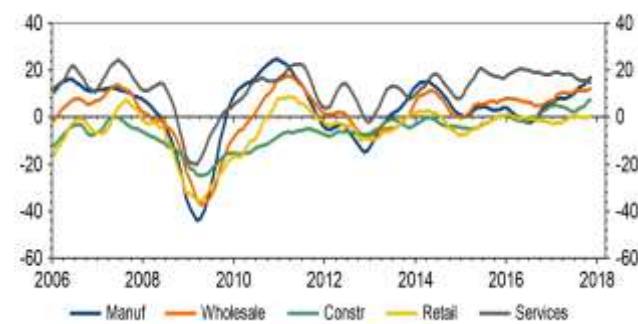
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La produzione industriale ha segnato un'entrata debole nel trimestre estivo



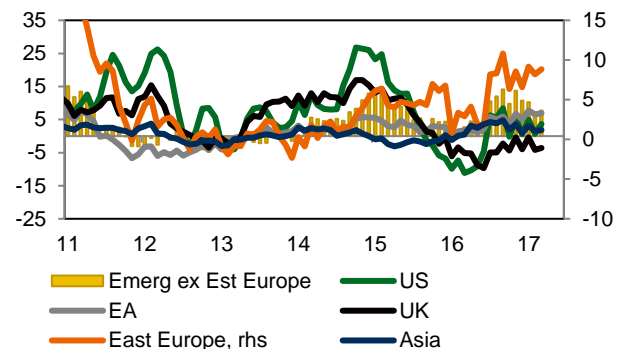
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'espansione in questa fase è trainata da manifatturiero che beneficia...



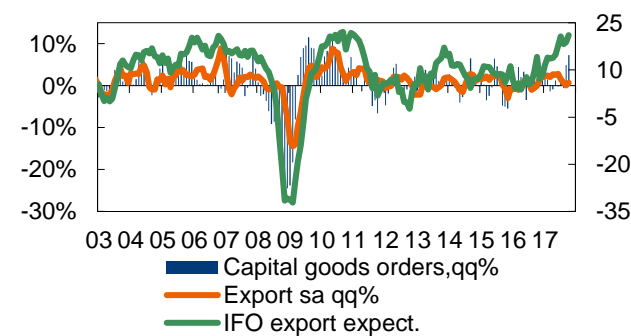
Nota: medie mobile a 6 mesi Fonte: IFO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – ...del recupero dell'export in particolare verso gli emergenti ed Est Europa



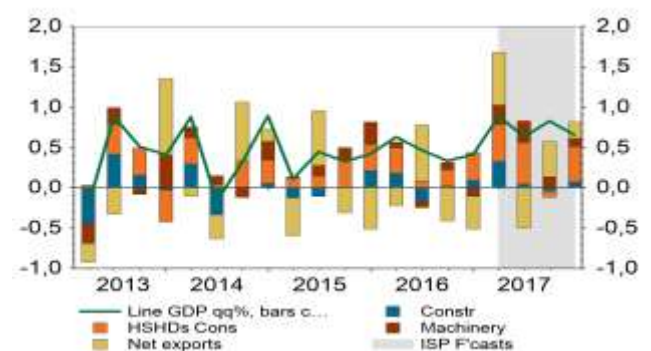
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Le indagini indicano una ri-accelerazione dell'export anche in estate



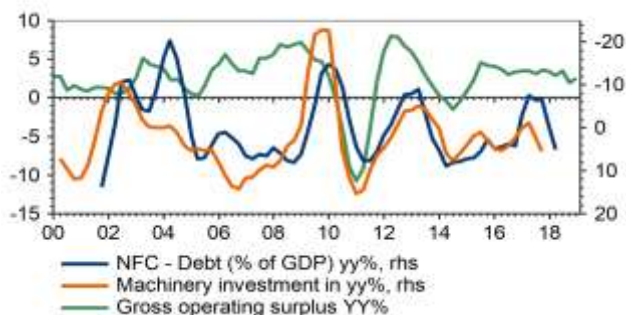
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna ma il testimone passerà da consumi agli investimenti aziendali



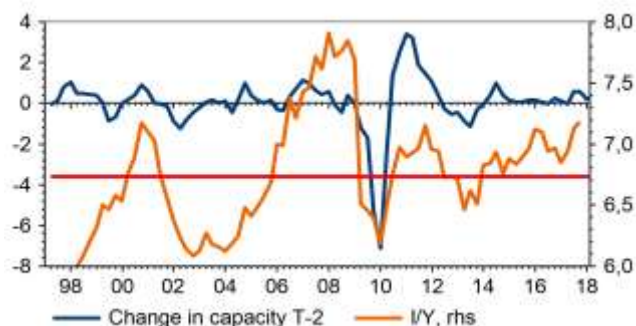
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – I fondamentali e...



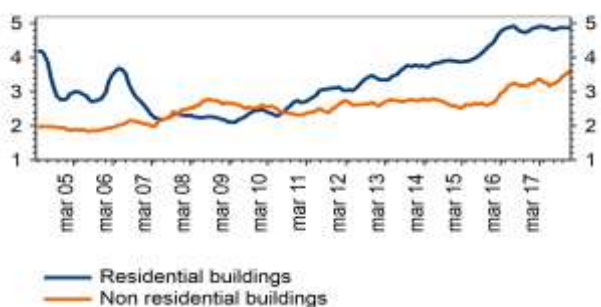
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 8 – ...l'elevato utilizzo della capacità produttiva coerenti con una dinamica più vivace della spesa per investimenti



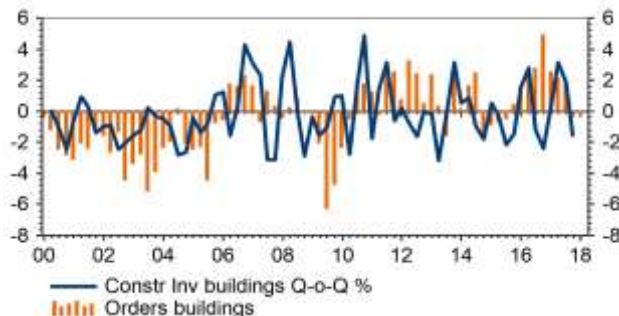
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 9 – L'andamento di permessi e...



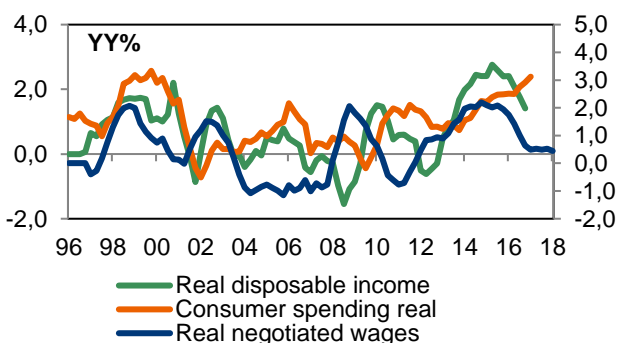
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 10 – ...ordini suggerisce una tenuta degli investimenti in costruzioni



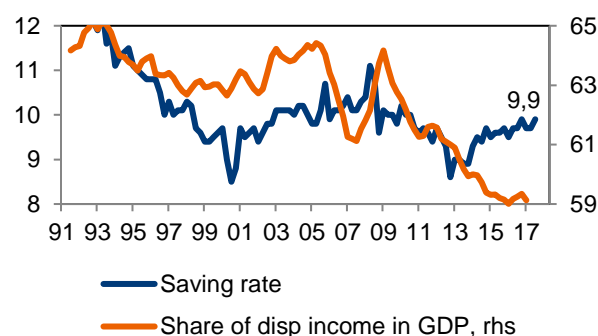
Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 11 – Il picco per i consumi privati è alle spalle. Le condizioni finanziarie rimarranno ampiamente espansive, ma occupazione e salari reali sono attesi rallentare



Fonte: FSO via Thomson Reuters-Datstream

Fig. 12 – L' aumento del tasso di risparmio dovrebbe offrire un buffer in caso di shock



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

## Francia: la fase espansiva continua, la disoccupazione cala

Il 3° trimestre si è chiuso con una crescita del PIL di 0,5% t/t, in linea con le stime di consenso. L'economia ha registrato un ritmo espansivo marginalmente inferiore rispetto al 2° trimestre sulla scia di un contributo più negativo del previsto delle esportazioni nette. Con una crescita acquisita dell'1,7%, nella parte finale dell'anno ci aspettiamo che il PIL avanzi di nuovo di 0,5% t/t aggiungendo un decimo alla media annua e portandola quindi all'1,8% dall'1,1% del 2016. Per l'anno prossimo ci aspettiamo che il PIL continui a crescere dell'1,8% sulla scia dell'aumento della domanda interna. I provvedimenti presi finora in termini di alleggerimento fiscale per aziende e famiglie e le riforme in cantiere sul mercato del lavoro dovrebbero sostenere il potere d'acquisto delle famiglie e quindi alimentare i consumi; i rischi alla previsione rimangono orientati verso l'alto.

Le previsioni per i **consumi** rimangono positive, ma in chiusura d'anno la spesa delle famiglie potrebbe mostrare un marginale rallentamento: l'indice di fiducia dei consumatori tra ottobre e novembre si è attestato a 101,3 dalla media di 102,8 del 3° trimestre e le intenzioni di spesa si sono moderate, pur rimanendo positive. La correzione della spesa vista a ottobre ha impostato i consumi per un calo di circa il -1%; in media annua i consumi cresceranno dell'1,2% dal 2,1% del 2016 per marginalmente accelerare di un paio di decimi nel 2018.

Gli **investimenti** dovrebbero rimanere sostenuti in chiusura d'anno per iniziare a rallentare dal 2018. La fine degli incentivi statali a metà 2017 dovrebbe portare a un fisiologico rallentamento degli investimenti **produttivi** dal 2018, in cui prevediamo una decelerazione a circa 3,5% da 4,2%. Anche quelli **residenziali** dovrebbero rallentare l'anno prossimo all'1,7% dal 4,1% di quest'anno. Dal 2018 la ripresa degli investimenti **pubblici** (a 0,7% a/a da -1,1% a/a) dopo la frenata nell'anno elettorale 2017 contribuirà a mantenere positivo l'andamento complessivo degli investimenti che confermiamo al 2,5% nel 2018 dal 3,5% di quest'anno.

Il **morale negli affari** non ha smesso di migliorare, con l'indice INSEE per il manifatturiero che tra ottobre e novembre è salito a 112 da 110 del 3° trimestre, confermando anche a fine anno una progressione che l'ha portato dal 106 di gennaio ai massimi da dieci anni. La **produzione industriale** potrebbe accelerare visibilmente nel 4° trimestre a 2,5% t/t da +0,6% t/t del 3° trimestre, dando un contributo positivo al PIL: in media annua nel 2017 è in rotta per una crescita del 2,3% dallo 0,3% del 2016. Per l'anno prossimo prevediamo uno scenario altrettanto positivo, con un avanzamento che potrebbe aggirarsi attorno al 2,8%. Anche nei **servizi** il clima continua a migliorare, con gli indicatori di fiducia che segnano nuovi massimi (servizi INSEE a 108 da 106 del 3° trimestre, PMI servizi ai massimi a 58,9 da 56,0 del 3° trimestre). Anche nelle **costruzioni** dopo un nuovo aumento del valore aggiunto dello 0,2% t/t nel 3° trimestre, il morale rimane impostato positivamente e il comparto è entrato in una nuova fase espansiva dopo cinque trimestri ininterrotti di crescita.

La crescita delle **importazioni** dovrebbe rallentare dall'anno prossimo in linea con i consumi, passando dal 4,8% atteso per il 2017 al 4,2% stimato per il 2018. Già dall'ultimo trimestre di quest'anno tuttavia le importazioni potrebbero iniziare a moderare sulla scia di una correzione dei consumi. Le **esportazioni**, invece, rispetto al 2016 miglioreranno sia quest'anno (dall'1,9% al 3,0%) sia il prossimo (a 3,4%) grazie al contesto favorevole della domanda mondiale. Di conseguenza il canale estero è atteso dare un contributo meno negativo il prossimo anno rispetto al 2017. Il deficit di **bilancia commerciale** arriverà quest'anno all'11% del PIL dall'8,8% del 2016 e si stabilizzerà attorno a quel livello nel 2018.

L'**inflazione**, dopo l'accelerazione vista a inizio anno, ha progressivamente rallentato e si attesterà in media annua all'1,1% dallo 0,2% (indice nazionale). Per l'anno prossimo prevediamo che un effetto statistico sfavorevole della componente energetica contribuirà a mantenere il CPI moderato nella prima metà dell'anno, dopodiché dovrebbe riprendere ad accelerare moderatamente per arrivare in media annua all'1,4%. Dal 2019 le pressioni sul mercato del lavoro potrebbero contribuire a un'accelerazione più marcata dell'inflazione.

Guido Valerio Ceoloni

PIL all'1,8% per il biennio  
2017-18

Consumi sempre solidi ma  
inizia la stabilizzazione

Investimenti supportati dal  
ritorno della componente  
pubblica

Produzione industriale positiva,  
boom dei servizi

Deficit di bilancia commerciale  
in allargamento sulla scia della  
crescita dei consumi

L'inflazione all'1% nel 2017 e  
all'1,4% nel 2018

L'indice **core** al netto di alimentari, energia e tabacco rimarrà quest'anno circa in linea con il livello 2016 (a 0,4% da 0,5%) per tornare ad accelerare sopra l'1% nel 2018.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, gli ultimi dati trimestrali indicano a settembre un'inattesa risalita della **disoccupazione** di ben due decimi al 9,7%, spiegata dall'esaurimento a giugno scorso degli incentivi statali alle aziende per le assunzioni a termine. Nella parte finale dell'anno la disoccupazione potrebbe tornare a calare di un decimo, ma la media annua scenderebbe solo di mezzo punto, al 9,6% dal 10,1% dell'anno scorso. Secondo le stime autunnali della Commissione Europea la disoccupazione scenderà al 9,3% l'anno prossimo. Il miglioramento si spiega grazie all'aumento dell'occupazione e alla stabilità del tasso d'attività.

Il **deficit nominale** è atteso calare al 2,9% quest'anno, riflettendo una crescita più forte e misure di consolidamento delle spese per circa quattro miliardi di euro<sup>7</sup>. Per il 2018 il deficit è atteso rimanere stabile al 2,9% per un effetto di compensazione tra le misure espansive come il progressivo taglio delle tasse sulle abitazioni, la rimodulazione delle imposte sul risparmio e i nuovi investimenti, da un lato, e l'aumento del gettito prodotto dalla tassa ecologica e l'aumento dell'accisa sui tabacchi dall'altro. Il **deficit strutturale** è atteso peggiorare nel 2018 di tre decimi dal 2,4% al 2,7%. Infine il **debito** salirà quest'anno di quattro decimi al 96,9% per stabilizzarsi al 97,0% l'anno prossimo. I rischi allo scenario rimangono rivolti verso l'alto, con la crescita che comincia a trasferire i suoi effetti positivi sul mercato del lavoro e i conti pubblici che un poco alla volta stanno rientrando verso i parametri europei.

**Disoccupazione in calo quest'anno al 9,6% da 10,1%, per il 2018 al 9,3%**

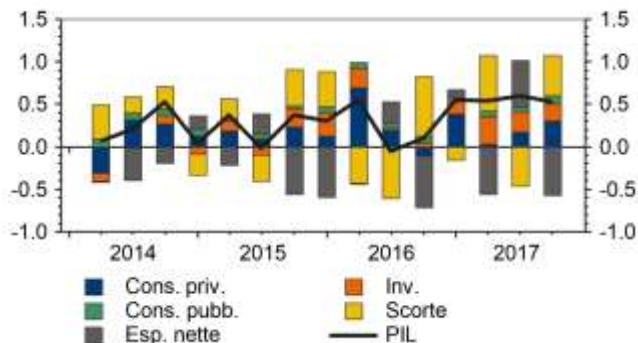
**Nel 2018 sarà finalmente chiusa la procedura per deficit eccessivo**

Previsioni macro	2016			2017		2018							
	2016	2017	2018	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.1	1.8	1.8	0.9	1.2	1.1	1.8	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7
- t/t				0.1	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	2.1	1.2	1.5	-0.2	0.7	0.1	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.7	3.5	2.5	0.2	0.6	1.5	1.1	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.3	1.6	1.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	1.9	3.0	3.4	0.8	1.3	-0.7	2.2	1.1	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
Importazioni	4.2	4.8	4.2	2.6	0.9	1.2	0.3	2.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.4	0.2	0.6	-0.2	0.6	-0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.8	-2.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-2.9	-2.9										
Debito pubblico (% PIL)	96.5	96.9	97.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.3	1.2	1.6	0.4	0.7	1.5	1.0	0.9	1.3	1.2	1.7	2.0	1.6
Produzione industriale (a/a)	0.3	2.3	2.8	-0.4	0.3	0.5	1.7	2.7	4.2	4.3	3.4	3.0	0.6
Disoccupazione (ILO, %)	10.1	9.6	9.3	10.0	10.0	9.6	9.5	9.7	9.6	9.4	9.3	9.2	9.1

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

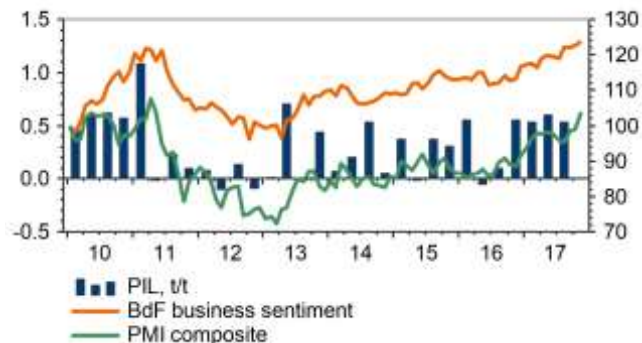
<sup>7</sup> Il consolidamento dell'azienda nucleare di Stato Areva è esclusa dal calcolo in quanto Eurostat non ha ancora deciso come registrarla.

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia



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

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



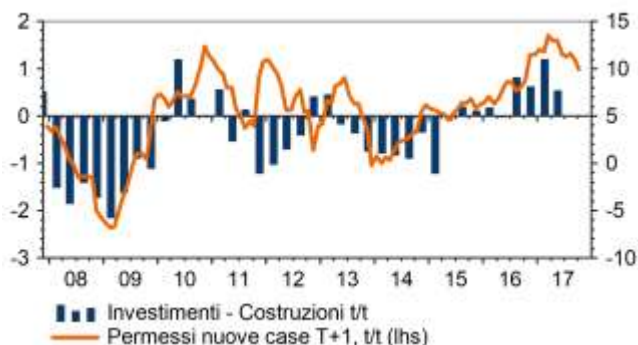
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



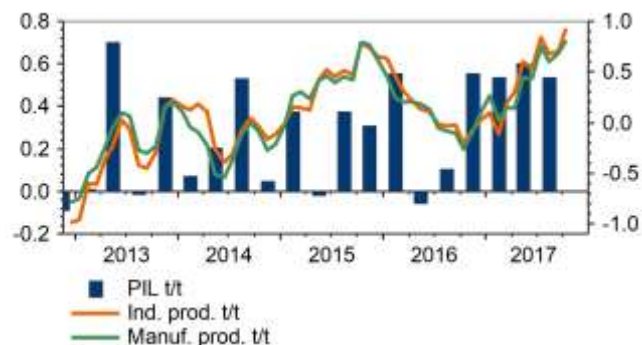
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edizio



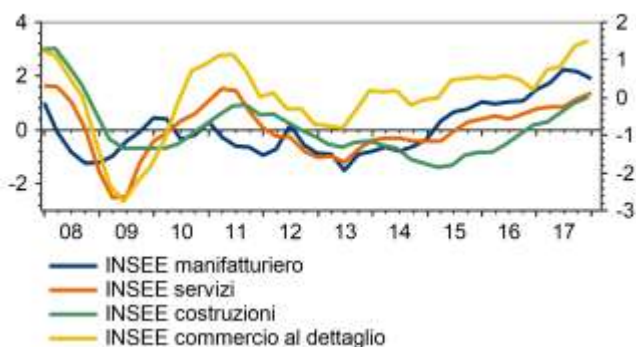
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



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

**Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi**



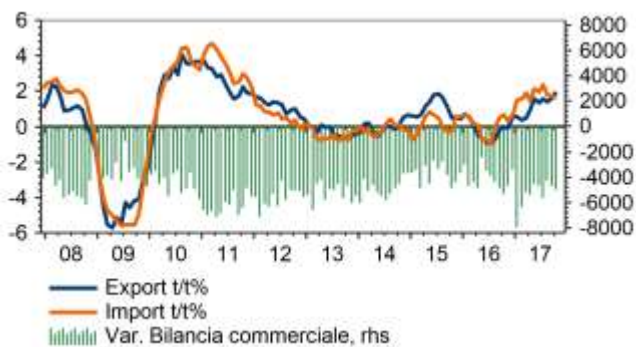
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



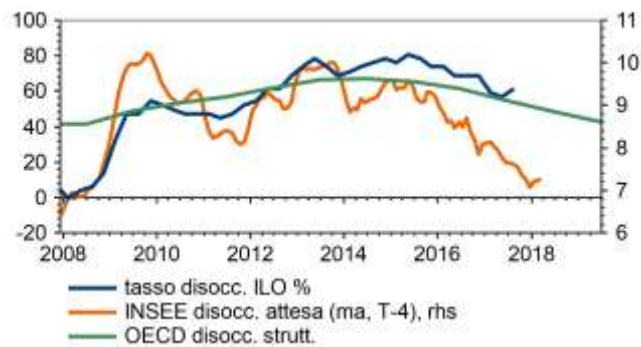
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

**Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale**



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

**Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale**



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

## Italia: un 2018 di ciclo ancora espansivo (nonostante il rischio politico)

Stimiamo che in Italia la ripresa dell'attività economica possa proseguire nel 2018, sia pure ad un ritmo lievemente inferiore che nel 2017: prevediamo una crescita del PIL di 1,3% l'anno prossimo, dall'1,5% di quest'anno. Rispetto a tre mesi fa, abbiamo rivisto al rialzo la stima 2017 di un decimo e quella 2018 di due decimi. L'evoluzione congiunturale potrebbe vedere un lieve rallentamento a fine 2017, seguito da una riaccelerazione a inizio 2018 e da una nuova decelerazione successivamente. **Il 2018 dovrebbe vedere una domanda domestica finale in crescita ad un ritmo molto vicino all'1,5% registrato negli ultimi tre anni.** Confermiamo un possibile rallentamento dei consumi (ma meno marcato rispetto a quello che ci attendevamo tre mesi fa), a fronte di investimenti che rimarranno vivaci (su ritmi superiori a quelli stimati a settembre). Il commercio con l'estero potrebbe tornare a dare un contributo lievemente positivo (dopo l'apporto negativo del 2014-16 e quello nullo del 2017) mentre potrebbe permanere un lieve freno derivante dalla variazione delle scorte.

Paolo Mameli

I consumi hanno tenuto meglio del previsto nel 2017, mantenendo il ritmo di crescita dell'1,5% già visto nel 2016 (dopo il picco del 2% registrato nel 2015). La tenuta è avvenuta pur in un contesto di rallentamento del reddito disponibile reale delle famiglie (nostra stima: 0,4% nel 2017 da 1,6% del 2016); pertanto, la propensione al risparmio è calata (a 7,5% da 8,7%). Ciò è avvenuto grazie sia alla tenuta dell'occupazione (1,1% dopo l'1,3% del 2016), sia all'inattesa ripresa della fiducia dei consumatori, che a partire dalla metà dell'anno sono diventati via via più ottimisti circa le prospettive sull'economia (e sulla stessa occupazione). Ancora una volta sono risultati trainanti i consumi di beni durevoli, che hanno mantenuto il ritmo di crescita vicino al 5% visto l'anno scorso. Nel 2018, da un lato l'occupazione potrebbe rallentare ulteriormente, stimiamo a 0,7% da 1,1%, dall'altro il potere d'acquisto delle famiglie potrebbe rimbalzare a 1,4% da 0,4%. Pertanto, **siamo oggi meno cauti circa l'evoluzione della spesa delle famiglie** di quanto non lo fossimo tre mesi fa: vediamo un rallentamento solo marginale dei consumi di contabilità nazionale, a 1,3% nel 2018 da 1,5% del 2017 (pertanto in linea con l'andamento del PIL). Ci aspettiamo però un rallentamento dei consumi di beni durevoli (in relazione alla pur lenta risalita dei tassi di interesse) a fronte di una possibile riaccelerazione dei beni non durevoli.

I consumi delle famiglie stanno mostrando una tenuta migliore del previsto...

Confermiamo comunque la nostra idea che il testimone della ripresa sia ormai passato dai consumi delle famiglie agli investimenti delle imprese, la componente di domanda che ha fatto registrare le sorprese più positive nelle ultime settimane. In particolare, gli investimenti in macchinari e attrezzature, dopo il crollo di inizio 2017 che segnalavamo come "anomalo" e dovuto all'anticipo di ordini di beni capitali in relazione all'incertezza sulla conferma degli incentivi di "Industria 4.0", hanno poi, come da noi atteso, decisamente ripreso a correre nel corso dell'anno, facendo segnare nel trimestre estivo la variazione congiunturale più elevata da quando sono disponibili le serie storiche (+6% t/t). Il recupero sta avvenendo in concomitanza con la ripresa del grado di utilizzo degli impianti. L'obsolescenza dei macchinari (gli investimenti restano del 24% inferiori ai picchi pre-crisi), le aspettative di ulteriore recupero della domanda e le condizioni finanziarie ancora accomodanti (anche se meno di un anno fa) favoriranno un ulteriore recupero per gli investimenti, in particolare per quelli in macchinari (favoriti come detto dal rinnovo degli incentivi). D'altra parte, dopo una prima fase in cui le imprese, pur vedendo una ripresa della loro redditività, sono rimaste molto caute nelle loro decisioni di investimento, ora il *gap* tra tasso di profitto e tasso di investimento va gradualmente riducendosi. In sintesi, **gli investimenti potrebbero nel 2018 mantenere il tasso di crescita del 3% già visto negli ultimi due anni.** Stimiamo però una diversa composizione, con una netta accelerazione per gli investimenti in macchinari (a 4,6% dall'1,7% del 2017: si tratterebbe di un massimo dal 2006) e una moderazione per la spesa in mezzi di trasporto (+6,6% dopo tre anni di aumento superiore al 20%) e per le costruzioni (per le quali sarebbe comunque il terzo anno di crescita, stimiamo uno 0,8% nel 2018, dall'1,2% del 2017 e 1,4% del 2016).

...e pare finalmente avviato il ciclo degli investimenti in macchinari



Mentre nella sua fase iniziale (nel triennio 2014-16) la ripresa è stata trainata dalla domanda domestica, in presenza di scambi commerciali che hanno contribuito negativamente al PIL, al momento tale freno sta venendo meno, e **il ruolo della domanda estera è tornato ad essere determinante**. Risulta inoltre almeno per il momento confermata la nostra idea che l'impatto negativo del cambio forte sul ciclo potesse risultare inferiore a quanto desumibile dai principali modelli macroeconomici (ovvero a quanto visto nel passato), per motivazioni sia strutturali (aumento della fatturazione in valuta locale delle importazioni, crescita del contenuto di import dell'export), sia cicliche (ruolo della domanda interna in questa ripresa). Tuttavia, un qualche impatto negativo in prospettiva 2018 non si può escludere, visto che esso tende a scaricarsi sull'export con un ritardo anche di un anno (il tasso di cambio effettivo italiano, dopo il deprezzamento di quasi il 4% visto nel 2015, ha visto un apprezzamento dello 0,7% nel 2016 e dell'1,1% nel 2017, che nelle nostre stime è destinato a proseguire nel 2018, in misura pari all'1,3%).

In sintesi, **ci aspettiamo un rallentamento per entrambi i flussi commerciali l'anno prossimo rispetto a quest'anno, ma più marcato per l'export** (a 3,3% da 5,1% stimato per il 2017) **che per l'import** (a 3,2% da 5,5%), frenato dal minor vigore della domanda interna. In effetti stimiamo che la domanda mondiale rivolta verso l'Italia, dopo il "boom" del 2017 (+5,7%, ai massimi dal 2011), possa rimanere piuttosto sostenuta nel 2018 (+4,7%), dato che si dovrebbe vedere una crescita del PIL in lieve decelerazione nell'Eurozona e poco variata nel resto dei partner commerciali. Pertanto, stimiamo un export in lieve rallentamento sia verso il resto dell'Eurozona (dopo il +6,4% in valore dei primi 9 mesi del 2017), per via del moderato rallentamento della crescita, sia verso Stati Uniti e Regno Unito a causa degli effetti del tasso di cambio (dopo che nel 2017 si è registrata una crescita delle vendite verso gli USA del 9,6% nei primi 10 mesi dell'anno e del 2,3% verso l'UK nei primi 9 mesi); nel caso degli Stati Uniti, l'accelerazione della domanda dovrebbe compensare gli effetti del tasso di cambio. In questo quadro, i Paesi emergenti, che sono stati tra i principali mercati di sbocco nel 2017 (Cina +24%, Russia +22%, Mercosur +17% e Paesi ASEAN +13% nei primi 10 mesi dell'anno), dovrebbero dare un contributo positivo anche nel 2018 (con la possibile eccezione dell'OPEC).

**Confermiamo l'idea che l'impatto della politica fiscale sulla crescita nel 2018 sarà marginale**. In effetti, a meno di correzioni richieste dalla UE nella prossima primavera (comunque limitate al massimo allo 0,2% del PIL come già avvenuto lo scorso anno), la politica fiscale nel 2018 sarà all'incirca neutrale (lievemente restrittiva in base alla variazione del saldo strutturale ma marginalmente espansiva considerando la variazione del saldo primario corretto per il ciclo); se sussistono criticità in particolare su alcune coperture della Legge di Bilancio, aspetti positivi appaiono l'aver evitato l'entrata in vigore delle clausole di salvaguardia, la conferma degli incentivi di Industria 4.0, lo sblocco del contratto pubblico e le nuove forme di taglio contributivo sulle nuove assunzioni di giovani a tempo indeterminato. Sussistono comunque a nostro avviso rischi verso l'alto sulle previsioni governative di deficit all'1,6% e debito al 130% del PIL l'anno prossimo.

**Il 2018 sarà l'anno delle elezioni politiche generali**. Ad oggi non è ancora nota la data della consultazione (al più tardi in maggio ma più verosimilmente nel mese di marzo), né la composizione delle forze in campo. In effetti, **la nuova legge elettorale favorisce il formarsi di coalizioni**, che però al momento in cui si scrive non sono state ancora "formalizzate". È probabile che a confrontarsi saranno la tradizionale alleanza di centro-destra (Forza Italia, Lega Nord, Fratelli d'Italia), una "nuova" coalizione di centro-sinistra (il cui fulcro sarebbe il PD, ad oggi non è chiaro se alleato con partiti minori di centro o di sinistra), il Movimento 5 Stelle che correrà da solo e una formazione alla sinistra del PD (guidata al presidente uscente del Senato). Il trend recente delle intenzioni di voto appare favorevole al centro-destra (con circa il 35% dei consensi, mentre centro-sinistra e 5 Stelle si collocano attorno al 27%), ma è prematuro trarre da ciò indicazioni definitive visto che come detto non sono ancora note le forze in campo e visto

**Anche la domanda estera nel 2018 potrebbe tornare a contribuire al PIL...**

**...pur in un contesto di rallentamento per entrambi i flussi commerciali**

**La politica fiscale al momento è circa neutrale**

**Il principale rischio è quello politico...**

che l'impianto del nuovo sistema elettorale non è interamente proporzionale (sia perché un terzo dei parlamentari saranno eletti in collegi uninominali, sia per le soglie minime previste per i partiti e per le coalizioni). Il fatto che una delle coalizioni in campo (quella favorita come detto al momento appare il centro-destra) possa ottenere la maggioranza dei seggi non è impossibile ma resta al momento un evento a probabilità inferiore al 50%. **Lo scenario più verosimile resta quello di un esito sostanzialmente inconcludente delle elezioni**, seguito da settimane di negoziazione in merito alla possibilità di formare un governo; il nostro scenario centrale è che un qualche esecutivo venga formato, probabilmente sulla base di una coalizione ampia che includa il PD, i partiti centristi e Forza Italia (ma potrebbe essere necessario il contributo diretto o indiretto di parlamentari provenienti da altre forze politiche).

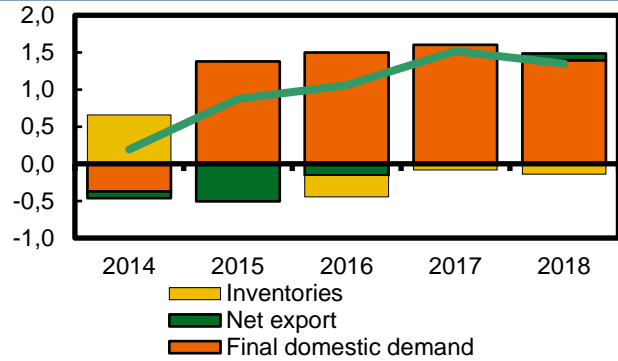
In ogni caso, **il rischio politico in Italia appare oggi più "gestibile", almeno dal punto di vista dei mercati finanziari, rispetto a qualche mese fa**, per due motivi: 1) con la sola eccezione della Francia, l'incertezza politica caratterizza ormai la maggior parte dei Paesi europei, dove governano (in alcuni casi con successo) o grandi coalizioni o esecutivi di minoranza; 2) se, come pensiamo, il ciclo economico su scala mondiale e continentale rimarrà espansivo, la crescita economica metterebbe su un sentiero di sostenibilità la traiettoria del debito pubblico, indipendentemente dalle possibili fragilità del sistema politico.

...che però appare oggi più "gestibile" rispetto a qualche mese fa

Previsioni macro													
	2016	2017	2018	2016		2017				2018			
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.1	1.5	1.3	0.9	1.0	1.3	1.5	1.7	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3
- t/t				0.2	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.5	1.5	1.3	0.3	0.2	0.7	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
Investimenti fissi	3.0	3.0	3.0	2.1	2.6	-2.2	1.1	3.0	-0.2	0.5	0.7	0.4	0.6
Consumi pubblici	0.5	0.8	0.5	-0.1	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	2.6	5.1	3.3	0.9	1.9	1.8	0.1	1.6	0.5	0.9	0.8	0.7	0.8
Importazioni	3.3	5.5	3.2	0.8	2.5	0.7	1.6	1.2	1.0	0.6	0.6	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.1	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.4	-0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.4	2.1										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.5	-2.1	-1.7										
Debito pubblico (% PIL)	132.0	132.0	131.6										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.1	1.3	1.1	-0.1	0.2	1.3	1.6	1.3	1.0	0.7	0.8	1.2	1.6
Produzione industriale (a/a)	1.9	2.8	2.2	1.6	3.4	1.8	3.3	3.9	2.4	3.1	2.6	1.5	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	11.7	11.3	10.8	11.6	11.8	11.6	11.2	11.2	11.1	11.0	10.9	10.7	10.6
Tasso a 10 anni (%)	1.48	2.06	2.76	1.19	1.77	2.15	2.17	2.09	1.84	2.42	2.80	2.91	2.92

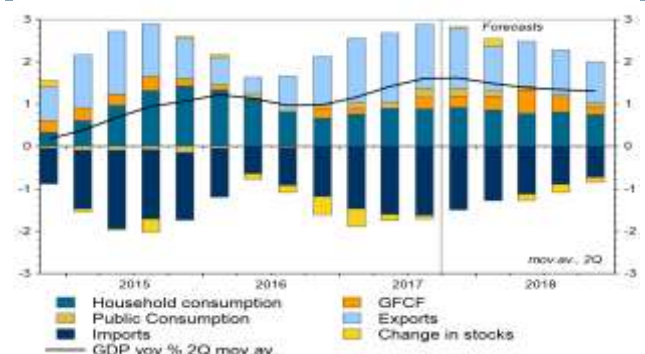
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Nel 2018 ci aspettiamo un rallentamento solo marginale della domanda interna (e un lieve apporto positivo del commercio estero)



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

Fig. 2 – Diventerà più importante il contributo degli investimenti



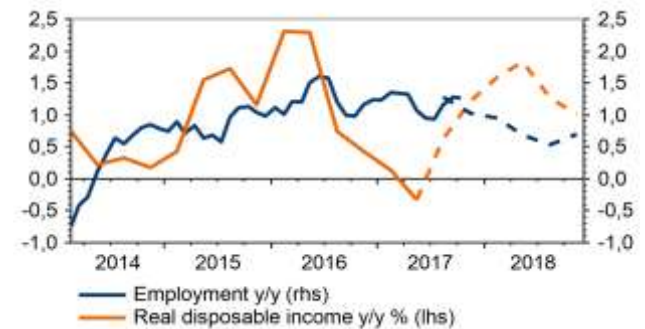
Nota: tasso % di crescita annua del PIL e contributo delle principali componenti, media mobile a 2 trimestri. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Gli ultimi mesi hanno visto non solo un'ulteriore salita della fiducia delle imprese manifatturiere ma anche un inatteso recupero per il morale dei consumatori



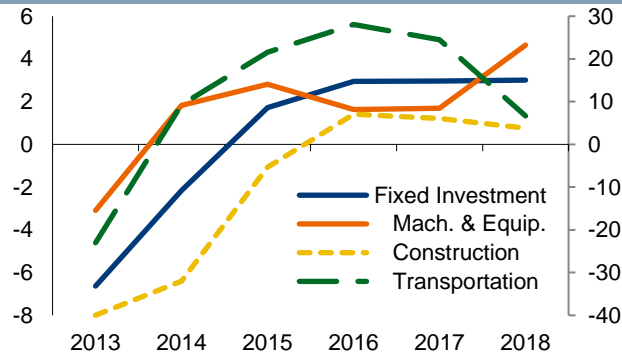
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – Il reddito disponibile delle famiglie potrebbe rimbalzare nel 2018. L'occupazione rallenterà ma rimarrà sostenuta



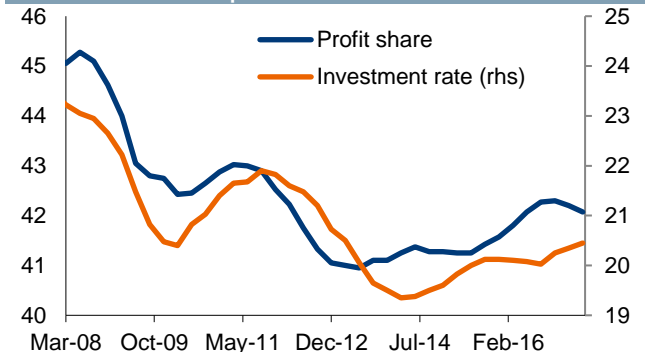
Fonte: Thomson Reuters-Datstream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Ci aspettiamo una accelerazione degli investimenti in macchinari e attrezzature



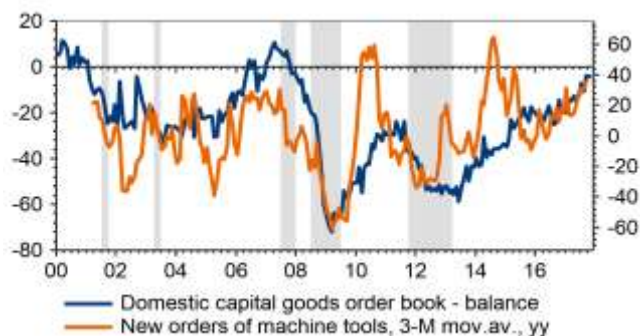
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – Va riducendosi il gap tra tasso di profitto e tasso di investimento delle imprese



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

Fig. 7 – Pare finalmente avviato un ciclo degli investimenti in beni capitali, favorito dagli incentivi di “Industria 4.0”...



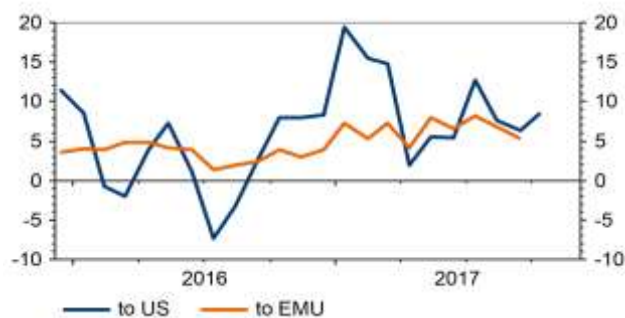
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ... ma soprattutto dall’ottimismo delle imprese circa le prospettive della domanda



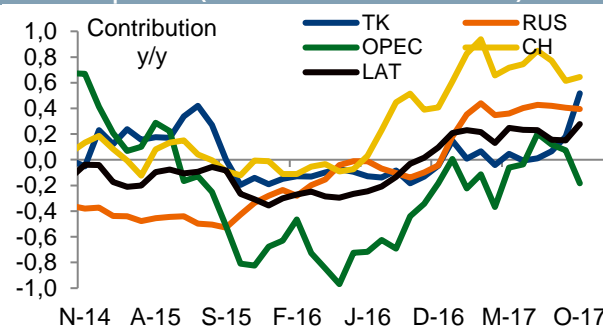
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – L’export verso gli Stati Uniti ha finora tenuto nonostante l’apprezzamento dell’euro contro il dollaro...



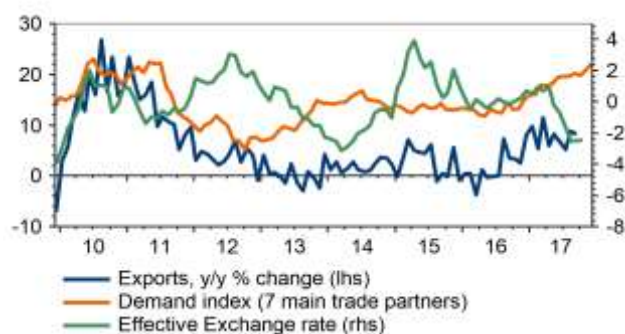
Nota: variazione % annua delle esportazioni italiane verso Stati Uniti ed Eurozona (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 10 – ...e i principali Paesi emergenti stanno dando un contributo positivo (con la sola eccezione dell’OPEC)



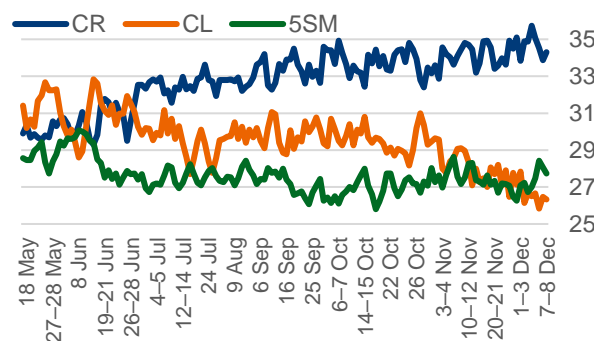
Nota: contributo alla crescita % annua delle esportazioni italiane (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – Il cambio forte resta un rischio, ma è compensato dall’accelerazione della domanda mondiale rivolta verso l’Italia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Delle possibili 3 coalizioni in corsa, il trend recente è favorevole al Centro-Destra. Tuttavia resta concreto il rischio di ingovernabilità



Nota: Centro-Destra (CR) = Forza Italia + Lega Nord + Fratelli d’Italia; Centro-Sinistra (CL) = PD + AP + CP. Fonte: CISE, Datamedia, Demopolis, Demos&Pi, EMG, EP Election, Epoké, Euromedia, IPR, Ipsos, Ixé, Lorient, Piepoli, Quorum, ScenariPolitici, SWG, Tecne

## Spagna: crescita solida e più bilanciata, su di uno sfondo politico a rischio di crac

L'economia spagnola continua a crescere ben oltre le attese: il 2017, chiuderà al +3,1%, mezzo punto al di sopra delle stime di *Consensus Economics* di un anno fa. Dopo tre anni e oltre di crescita al di sopra del 3% e oltre due punti più forte del potenziale (stimato dalla Commissione UE all'1,1%), l'*output gap* tornerà a zero per fine anno da un minimo di -8,8 punti a fine 2013. La performance dell'economia spagnola è stata decisamente più brillante di quella del resto dell'area euro (l'*output gap* tornerà positivo nel 2018 secondo la Commissione) e altri paesi periferici, che pur hanno agganciato la fase di ripresa ciclica. La forte crescita degli ultimi anni è frutto, in parte, delle riforme strutturali messe in atto durante la crisi, tra queste la riforma del mercato del lavoro, le de-indicizzazioni dei salari negoziali, la soluzione ordinata e tempestiva della crisi bancaria tramite il programma di assistenza comunitario. Inoltre, il PIL spagnolo tende a rispondere più rapidamente ai cali dei tassi di interesse (data la maggiore incidenza di prestiti a tasso variabile) e del prezzo del petrolio, data l'elevata dipendenza energetica. La crisi ha innescato un ribilanciamento della crescita dalla domanda interna verso l'export (v. fig. 1). L'elevata posizione debitoria del paese verso l'estero ha imposto un processo di svalutazione competitiva che ha in parte consentito di recuperare quote di mercato (v. figg. 3 e 4) e di portare il saldo di bilancia commerciale in surplus (v. fig. 2). Ma la crisi ha lasciato un segno sulla coesione sociale e sul consenso per i partiti tradizionali. Il Paese ha visto un profondo cambiamento sulla scena politica negli ultimi anni con l'emergere del movimento populista *Podemos* e del partito liberista e anti establishment *Ciudadanos*. Nel 2015-16, ci sono volute due tornate elettorali per formare un governo di minoranza guidato da Rajoy. Lo spostamento dei consensi è in parte eredità della crisi, riflessa nell'ancora elevato tasso di disoccupazione che al 16,4% rimane socialmente inaccettabile. Preservare la fase di crescita più bilanciata può contribuire a rinsaldare il consenso per i partiti tradizionali e a mantenere il surplus di parte corrente e quindi a ridurre le fragilità legate all'elevata posizione debitoria sull'estero. Per il momento non si hanno indicazioni che il paese andrà incontro a nuovi eccessi.

La crescita è attesa stabilizzarsi su ritmi più blandi rispetto ai primi tre trimestri del 2017 (0,8% t/t), stando alle indicazioni di PMI e indice ESI della Commissione UE (v. figg. 5 e 6). Nel 2018 ci aspettiamo che l'espansione prosegua, ma a ritmi meno sostenuti (2,6%). L'incertezza politica legata alla questione catalana potrebbe pesare sulla fiducia e sulle condizioni finanziarie, anche se ciò appare oggi meno probabile. Le esportazioni, che sono state la vera sorpresa di fine 2016 e inizio 2017, cresceranno a ritmi più moderati; in media 1,0% t/t nei prossimi trimestri e in media 2018 del 3,4% (si noti che sulla media annua pesa un effetto base di confronto sfavorevole). La domanda estera rivolta alla Spagna tiene, stando alle indicazioni sugli ordini dai PMI (v. fig. 7); tuttavia la fase di accelerazione dovrebbe essere alle spalle. Inoltre stimiamo che il cambio possa frenare, anche se meno che in passato, la dinamica dell'export. Le imprese spagnole hanno meno potere di mercato rispetto alle concorrenti tedesche e potrebbero dover rivedere i prezzi per non perdere quote di mercato<sup>8</sup>. Le importazioni sono attese rallentare meno dell'export, dal 3,9% del 2017 al 3,0%. Il commercio estero offrirà quindi un contributo ancora positivo alla crescita di 0,3%. La crescita continuerà ad essere trainata dalla domanda interna, che ci aspettiamo rallenti dal 2,6% stimato per quest'anno al 2,2% nel 2018. Il picco per i consumi dovrebbe essere alle spalle dopo le sorprese dei mesi centrali dell'anno; ci aspettiamo un rallentamento su dinamiche trimestrali vicine a 0,6% t/t, dal momento che già negli ultimi mesi la spesa è stata finanziata tramite decumulo di risparmio, ormai sui minimi dal 2007 (v. fig. 9). Non è ragionevole attendersi un'accelerazione del reddito da lavoro reale. La crescita degli occupati ha fatto meglio delle attese negli ultimi trimestri (2,8% a/a nei mesi centrali del 2017 dal 2,3% dei sei mesi precedenti) ma ci aspettiamo che si aggiri intorno al 2,0% a/a da inizio

Anna Maria Grimaldi

L'*output gap* si chiuderà già nel 2017. La crescita è meno dipendente dalla domanda interna rispetto al passato e quindi più sostenibile

L'eredità della crisi è ancora visibile nell'elevato tasso di disoccupazione che spiega in parte la deriva verso posizioni populiste

La sorpresa è venuta da export e consumi. Ma il picco è ormai alle spalle

---

<sup>8</sup> Si veda ECB *working paper* no 1955, settembre 2016

2018. La crescita dei salari reali resterà in territorio negativo nonostante il **calo temporaneo dell'inflazione all'1,5% nel 2018, dal 2,0% di quest'anno**, dovuto all'energia. L'ampio eccesso di forza lavoro potenziale continuerà a mettere pressioni ribassiste sui salari contrattuali. Il **tasso di disoccupazione è calato di quasi dieci punti fino al 16,4% a ottobre, da un picco del 26,2% nel 2013 e nelle nostre previsioni potrebbe scendere fino al 14,8% a fine 2018**. Il tasso di disoccupazione allargato è ben più alto e pari al 26%, il più elevato in assoluto nella zona euro. La **domanda interna sarà sostenuta ancora dagli investimenti in macchinari** nel prossimo anno. Ma anche in questo caso è ragionevole attendersi un rallentamento al 5,0% dal 6,2% del 2017. L'aumento nell'utilizzo della capacità produttiva si è in parte fermato (v. fig. 12) e l'opportunità offerta dai bassi tassi di interesse sembra essere stata sfruttata. Nelle **costruzioni residenziali** è in atto una fase espansiva che può proseguire anche nel 2018: 3,8% anche se in rallentamento dal 5% del 2017 (sulla crescita media 2018 pesano in parte effetti di confronto sfavorevoli con il 1° trimestre 2017). Per ora la quota delle costruzioni sul valore aggiunto è ancora ben al di sotto del picco del 2007 (v. fig. 11). La crescita dei mutui residenziali resta inferiore a quella delle case vendute. Il ciclo espansivo può, quindi, proseguire ma è sperabile che rallenti ulteriormente nel 2019, onde evitare l'insorgere di nuovi eccessi.

**Capex: un rallentamento è ragionevole dopo la crescita vicina al 6% degli ultimi mesi**

**Costruzioni l'espansione proseguirà a ritmi più moderati**

La Spagna rimane nel braccio correttivo del patto di Stabilità. Il **deficit** è atteso tornare entro la soglia del 3% solo nel 2018, dal 4,5% del 2016. Il miglioramento dei saldi nominali è in larga misura dovuto al contributo dal ciclo. Il saldo strutturale è visto stabile tra il 2017 e il 2019 dalla Commissione UE. Il Paese resta, quindi, a rischio di non rispetto degli obiettivi di medio termine. La Commissione stima il debito in calo al 95,5% nel 2019 dal 98,4% del 2017, per effetto della forte crescita nominale e della chiusura del deficit primario.

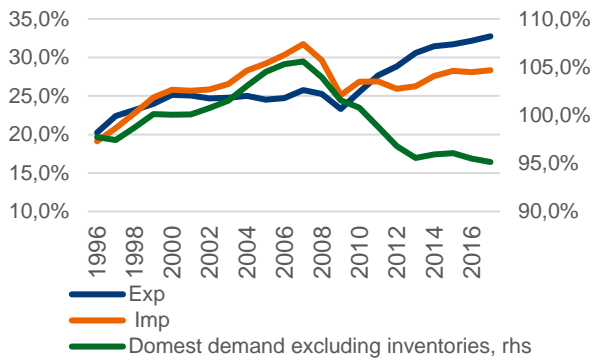
**Conti pubblici: il deficit tornerà entro la soglia del 3% ed il debito calerà di circa tre punti al 95,5% nel 2019, grazie alla forte crescita nominale**

**I rischi per lo scenario sono verso il basso da metà 2018** e vengono dal quadro politico e da possibili aggravamenti della crisi catalana. L'esito del voto del 21 dicembre prossimo è altamente incerto stando ai pochi sondaggi disponibili (v. figg. 13 e 14). Per il momento, la fiducia ha tenuto e anche all'apice delle tensioni si è vista una reazione di mercato molto contenuta, e la restrizione delle condizioni finanziarie è stata marginale. Tuttavia, nel caso in cui la crisi dovesse nuovamente acuirsi, potrebbero vedersi ripercussioni su fiducia e condizioni finanziarie più significative. In caso di vittoria del fronte contrario all'indipendenza, ma anche se gli indipendentisti non riuscissero a ottenere la maggioranza assoluta, sarebbe più probabile la riapertura di un dialogo per ottenere maggiore autonomia nell'ambito della costituzione spagnola. Più pericolosa per lo scenario economico spagnolo sarebbe invece una netta vittoria degli indipendentisti.

Previsioni macro	2016			2017		2018							
	1	2	3	1	2	1	2	3	4				
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.3	3.1	2.4	3.2	3.0	3.0	3.1	3.2	3.1	2.8	2.5	2.2	2.2
- t/t				0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
Consumi privati	3.0	2.4	2.1	0.8	0.4	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi	3.3	4.3	4.3	-0.3	0.8	2.5	0.4	0.7	0.9	1.5	1.4	0.8	0.8
Consumi pubblici	0.8	1.2	1.4	0.5	-0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
Esportazioni	4.4	7.1	4.9	0.1	2.0	4.0	1.5	0.4	0.7	1.9	1.6	0.7	1.0
Importazioni	2.7	4.6	3.6	-1.7	0.6	4.3	-0.8	1.2	1.0	0.8	1.0	1.2	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	-0.5	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.5	1.8	1.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-3.1	-2.4										
Debito pubblico (% PIL)	99.0	98.4	96.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.3	2.0	1.2	-0.3	0.8	2.7	2.1	1.8	1.6	0.6	1.4	1.4	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	19.6	16.9	15.3	19.4	18.7	18.2	17.3	16.2	15.9	15.6	15.4	15.1	14.9

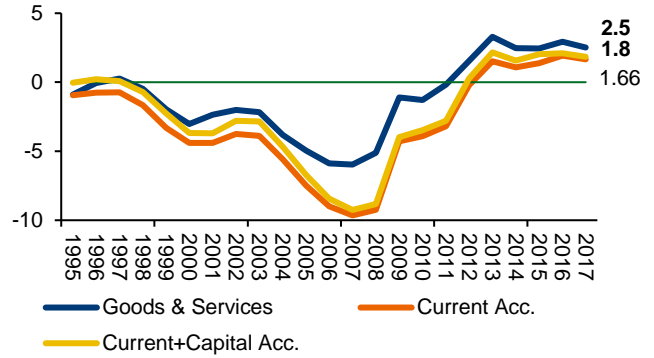
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita è meno dipendente dalla domanda interna



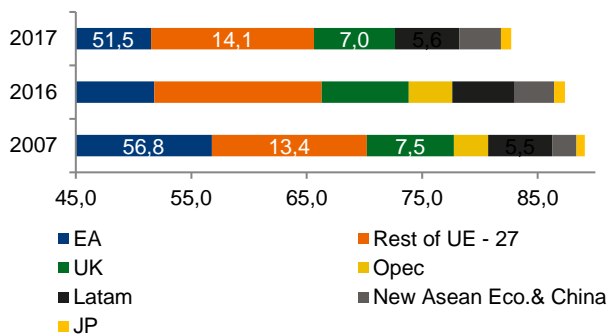
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il surplus di parte corrente si è ottenuto tramite...



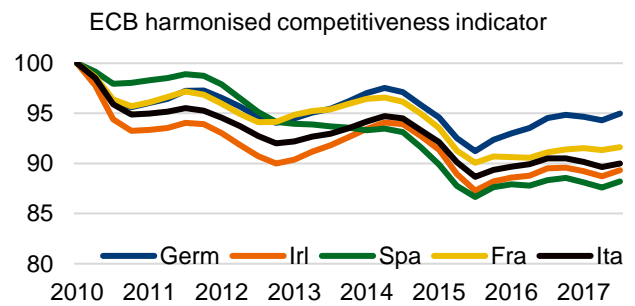
Fonte: Banco de España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – ... diversificazione dell'export e...



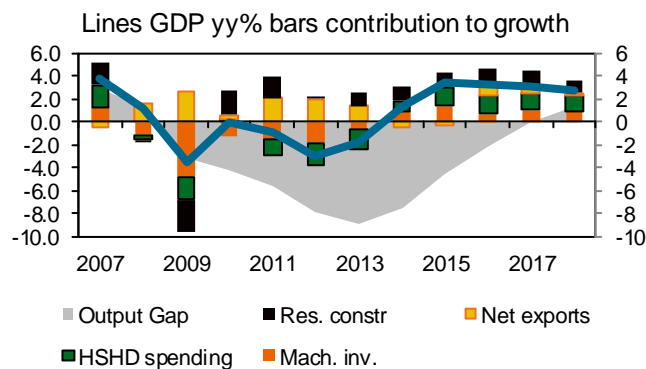
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – ...recuperi di competitività di costo



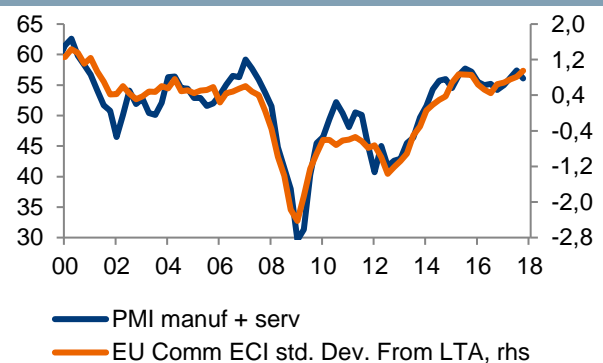
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Crescita stabile in modesto rallentamento atteso nel 2018 ma ancora sopra trend. L'output gap tornerà positivo già alla fine del 2017



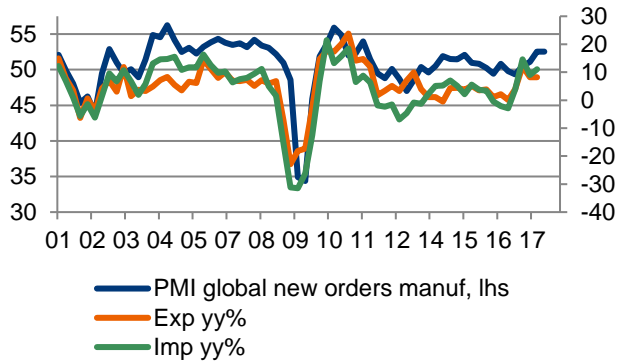
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Le indagini indicano una stabilizzazione della crescita a 0,6%/0,7% t/t a fine anno da 0,8% t/t dei mesi estivi



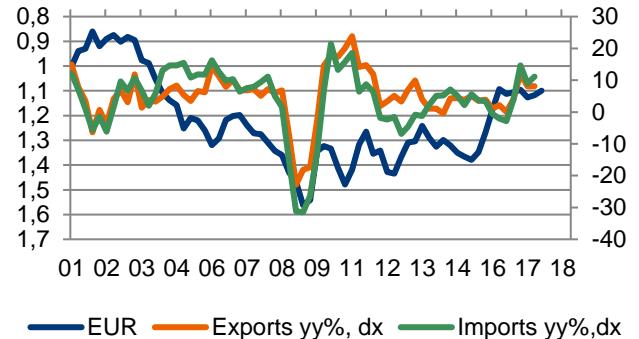
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La domanda mondiale tiene



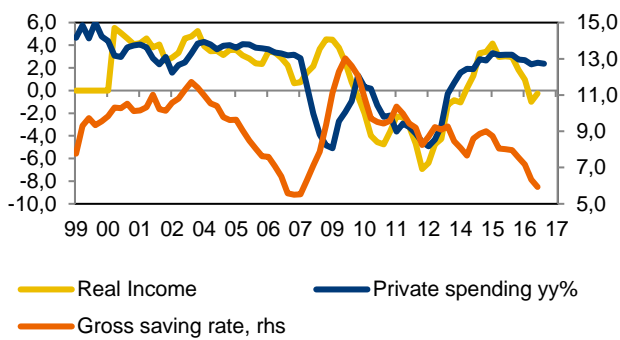
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Ma il cambio potrebbe pesare



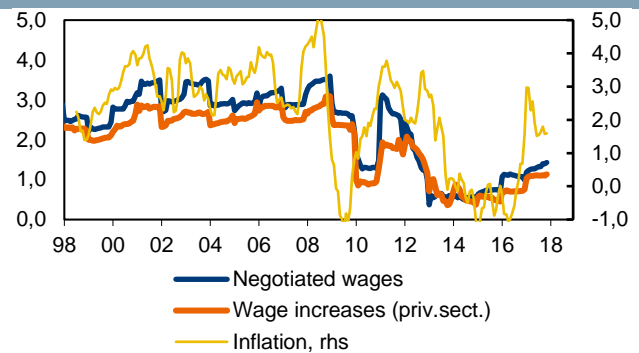
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Consumi: il picco è alle spalle. Le famiglie consumano più del reddito. Il tasso di risparmio continua a calare e non è lontano dai minimi del 2007



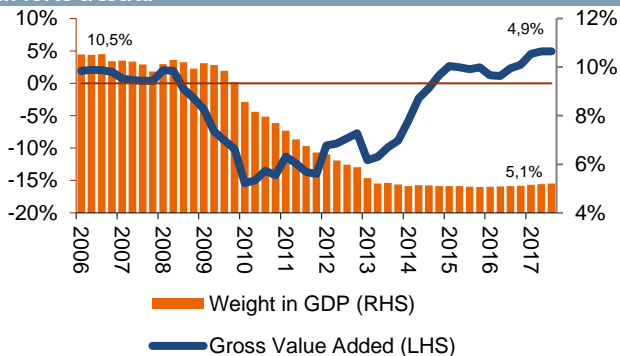
Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Salari reali poco spazio per aumenti sostenuti



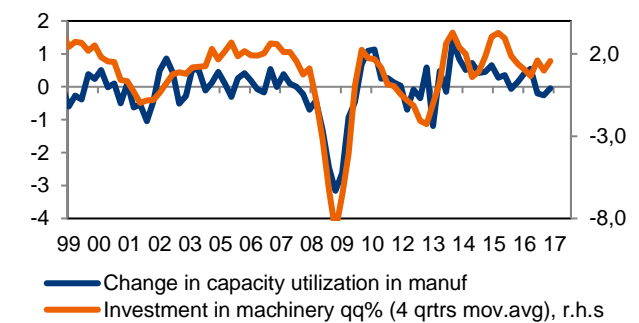
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: INE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



### Paesi Bassi: il PIL in rotta per il miglior anno dal 2007

Dopo il dato eccezionale del secondo trimestre (+1,5% t/t, 3,8% a/a), il **PIL** ha rallentato la sua avanzata a 0,4% t/t (3,3% a/a), portando la crescita acquisita a 3,0%. Nella parte finale dell'anno ci aspettiamo una nuova accelerazione a 0,6% t/t per una variazione annua **al 3,2%** dal 2,1% del 2016. Per il **2018** il **PIL** dovrebbe rallentare a **2,7%**. Il vettore principale della crescita rimarrà sia quest'anno sia il prossimo la domanda interna, mentre il contributo del canale estero dovrebbe essere più debole nel 2018 rispetto a quest'anno.

I **consumi** sono rimasti tuttavia decisamente forti anche nel terzo trimestre, avanzando di 0,6% t/t dallo 0,9% t/t del secondo. Nel trimestre in corso ci aspettiamo una progressione pari a 0,5% t/t. In media annua la spesa per consumi delle famiglie crescerà quest'anno del 2,2% dall'1,5% del 2016 per rallentare attorno all'1,6% nel 2018. Secondo gli indicatori della Commissione Europea, il morale delle famiglie ha leggermente ritracciato a novembre ma rimane vicino ai massimi storici e, dopo che il Governo ha indicato la volontà di promuovere un nuovo pacchetto di stimolo fiscale per il biennio 2018-19, il trend rimane orientato al rialzo (indice ESI in media ora a 17,3 da 16,6 del terzo trimestre). Il pacchetto sarà di nuovo a sostegno delle famiglie e quindi prevediamo una normalizzazione dei consumi solo dal 2019. Inoltre, nuovi programmi di spesa pubblica manterranno in terreno espansivo anche i consumi pubblici per l'anno prossimo. Il continuo miglioramento del mercato immobiliare ha visto i prezzi delle case salire ancora ad ottobre: i prezzi medi delle case sono ora del 22% più alti rispetto al 2013<sup>9</sup>; anche le compravendite non smettono di aumentare a beneficio dei patrimoni immobiliari delle famiglie.

Sia gli **investimenti pubblici** sia quelli **privati** sono attesi rimanere in crescita. Nel settore privato, il tasso di utilizzazione della capacità produttiva tornato ai livelli pre-crisi spinge le aziende a nuovi investimenti; in media annua ci aspettiamo che la crescita rimanga vicina a quella del 2016, pari al 5,3%, mentre per il 2018 prevediamo un rallentamento al 3,1%. A fronte di ciò, nel settore residenziale si sta registrando invece un "rallentamento" dopo anni di crescita sopra la media e con i prezzi delle case in aumento del 7,3% a/a a settembre: dopo l'eccezionale aumento del 20% tra 2015 e 2016, quest'anno gli **investimenti residenziali** dovrebbero crescere "solo" del 10% e normalizzarsi al 2,5% l'anno prossimo. Tuttavia, a differenza della bolla immobiliare del 2013, questa volta la crescita dei prezzi delle case non sembra essere correlata all'indebitamento delle famiglie, che nell'orizzonte di analisi è rimasto pressoché stabile.

Le **esportazioni** hanno lievemente rallentato nel terzo trimestre a 1,7% t/t da 2,0% t/t e potrebbero moderare ancora in chiusura d'anno. In termini annui, tuttavia, l'export ha registrato una apprezzabile accelerazione al 5,7% dal 4,2% del 2016 ma per il 2018 ci aspettiamo che si veda un rallentamento attorno al 4,0%: infatti la crescita dell'export dovrebbe progressivamente normalizzarsi nell'orizzonte di previsione sulla scia di una risalita dei prezzi e dei salari che dovrebbero incidere sulla competitività di beni e servizi. Dall'altro lato, le **importazioni** sono passate da 1,3% t/t del secondo trimestre a 1,7% t/t del terzo, sostenute dall'accelerazione dei consumi e dagli investimenti in macchinari: in chiusura d'anno prevediamo che rimangano stabili, in sintonia con la spesa privata. Il contributo del **canale estero** dovrebbe quindi essere marginalmente negativo a cavallo d'anno, ma rimanere circa nullo per il 2017 e prevedibilmente anche per il 2018.

I prezzi al consumo dovrebbero rimanere circa stabili a cavallo d'anno, per un'**inflazione** che quest'anno risalerà all'1,4% (misura nazionale) dallo 0,3% del 2016. Per il 2018, dopo un rallentamento nei mesi invernali, l'inflazione riteniamo tornerà ad accelerare per arrivare al 2,0% in media annua, in gran parte su spinta dei prezzi energetici, dato che la **componente core**

Guido Valerio Ceoloni

PIL al 3,0% nel 2017 e a 2,7% nel 2018

I consumi continuano ad accelerare, il mercato immobiliare sperimenta un anno eccezionale

Investimenti in crescita al ritmo di oltre il 5% per il secondo anno di fila. Dal 2018 potrebbero "rallentare"

I consumi forti manterranno circa nullo il contributo del canale estero tra 2017 e 2018

Inflazione attesa all'1,4% nel 2017 e al 2,0% nel 2018

<sup>9</sup> Ma ancora al di sotto del 4% dei massimi del 2008

potrebbe rallentare da 0,9% di quest'anno a 0,6% del prossimo. Nel 2019 ci aspettiamo un'ulteriore salita sulla scia dell'aumento programmato delle aliquote della tassazione indiretta.

Con l'**occupazione** in rotta per un aumento del 2,1% quest'anno da 1,3% dello scorso e il tasso di partecipazione pure in aumentato attorno al 69,7%, la **disoccupazione** è attesa calare per il quarto anno di fila, ma ormai solo marginalmente, toccando quest'anno il 4,9% dal 6,0% e per l'anno prossimo ci aspettiamo un'ulteriore discesa di circa di tre decimi al 4,6%, tra i livelli più bassi dell'eurozona e ormai **vicina al pieno impiego**. Con la propensione delle aziende ad assumere ancora in aumento, il mercato del lavoro olandese si trova nelle condizioni migliori da un decennio, con un tasso di occupazione del 66,7%, vicino al record storico.

**Il mercato del lavoro sempre più prossimo al pieno impiego**

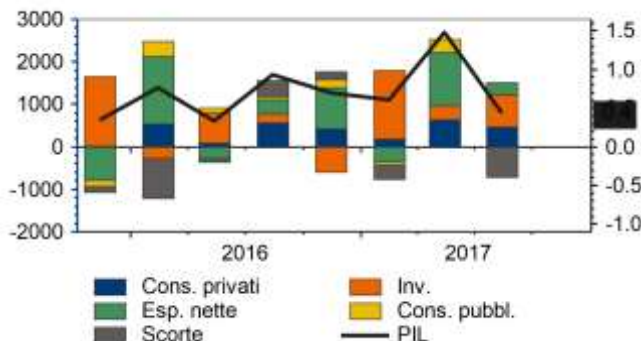
Negli ultimi anni i conti pubblici, favoriti dalla solida crescita, hanno continuato a migliorare e quest'anno l'**avanzo di bilancio** potrebbe salire a 0,7% dallo 0,4% del 2016 per poi stabilizzarsi attorno a 0,5% dall'anno prossimo a causa delle nuove misure di stimolo fiscale. Anche il **debito pubblico** non ha smesso di scendere di anno in anno e nel 2017 è atteso scendere poco sotto il 58% dal 61,8% per poi passare al 55% nel 2018. **I rischi allo scenario rimangono positivi ma in via di bilanciamento**: il ciclo a nostro avviso ha ormai toccato il picco e dal 2018 la crescita inizierà a normalizzarsi con la risalita dell'inflazione e il mercato del lavoro che è ormai prossimo al pieno impiego.

**Avanzo di bilancio anche per il biennio 2017-2018, debito pubblico sotto il 60% e in calo**

Previsioni macro													
	2016	2017	2018	2016		2017				2018			
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	3.2	2.7	2.4	2.8	2.6	3.8	3.3	3.2	3.3	2.5	2.5	2.7
- t/t				0.9	0.7	0.6	1.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.5	0.8
Consumi privati	1.5	2.2	1.6	0.8	0.6	0.2	0.9	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	5.2	6.0	3.1	0.6	-1.7	4.6	0.9	2.0	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.1	0.9	1.0	0.2	0.4	-0.2	0.7	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	4.1	5.8	4.3	0.9	1.3	1.6	2.0	1.7	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
Importazioni	3.9	5.4	4.5	0.7	0.7	2.1	1.3	1.7	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.2	0.8	0.2	0.1	-0.3	0.0	-0.4	0.3	0.3	0.4	0.2	0.5
Partite correnti (% PIL)	8.5	8.9	8.9										
Deficit pubblico (% PIL)	0.4	0.7	0.5										
Debito pubblico (% PIL)	61.8	57.7	55.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.1	1.3	1.5	-0.2	0.5	1.3	1.0	1.5	1.3	1.5	1.6	1.5	1.5

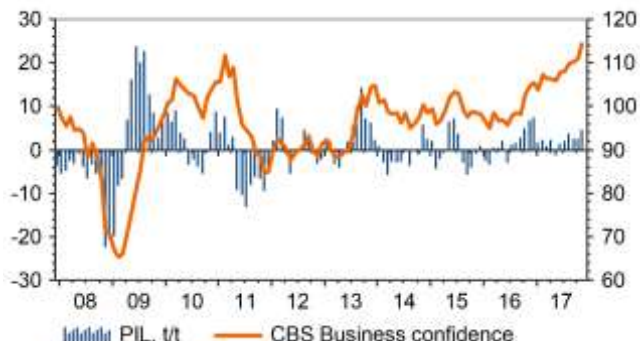
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datstream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



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

Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



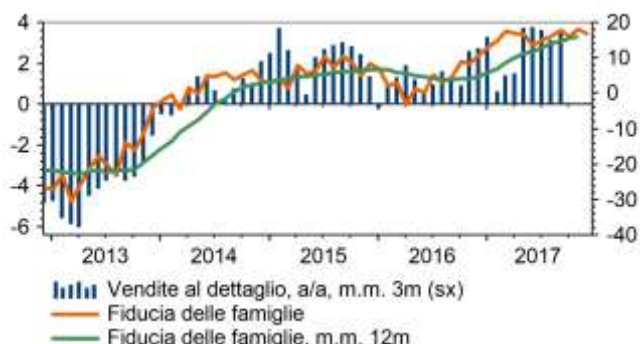
Fonte: elaborazione Intesa Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

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



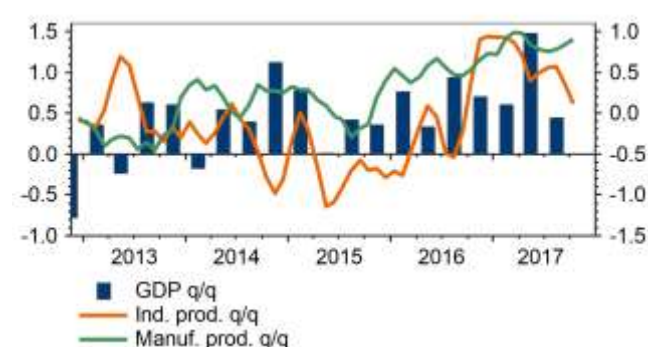
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 6 – Produzione industriale e PIL



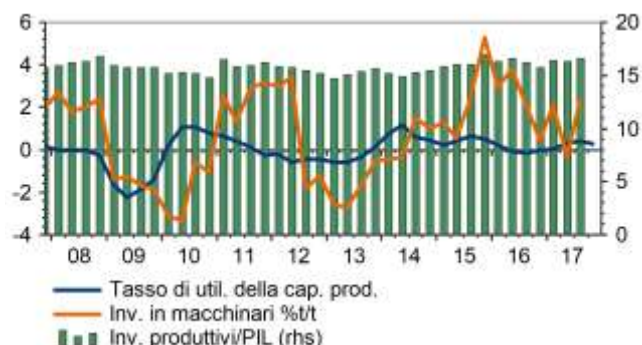
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



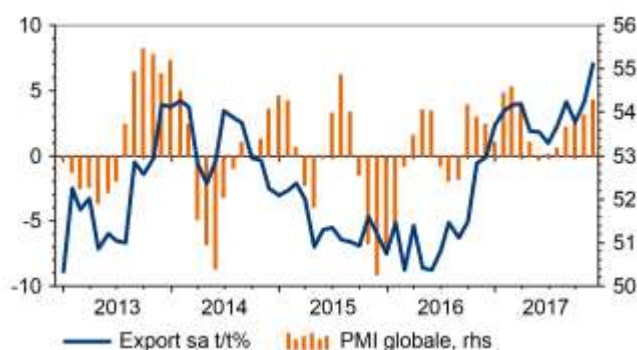
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



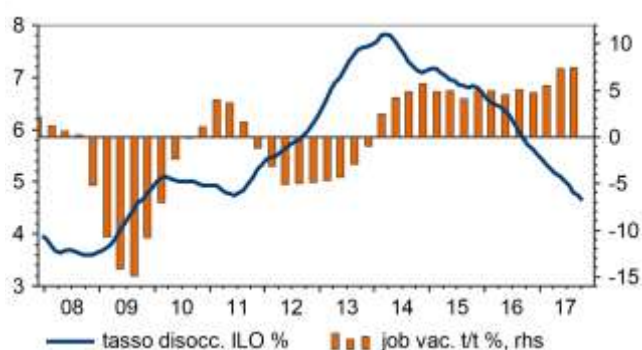
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



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

Fig. 10 – Andamento della disoccupazione e job vacancies



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

## Grecia: 2017, la mini-ripresa arriva e il PIL torna finalmente a crescere

Nel terzo trimestre il PIL greco è avanzato di 0,3% t/t (1,3% a/a), in rallentamento dallo 0,8% t/t (1,6% a/a) della primavera a causa di una nuova frenata dei consumi e di una risalita delle importazioni (il calo dei consumi è stato in parte influenzato dall'incertezza riguardo alla chiusura della seconda revisione del programma di aiuti). In media annua ora il **PIL** è in rotta per una **crescita di 1,5%** da -0,3% del 2016: assieme al 2014, il 2017 sarà il **secondo anno di crescita nell'ultimo decennio**. Per il **2018** prevediamo un consolidamento della crescita con il **PIL al 2,1%**. Svanita l'incertezza con la seconda revisione dopo lo stallo di oltre sei mesi, la fiducia delle famiglie è risalita: l'indice ESI di fiducia dei consumatori è passato a -53,9 nel trimestre in corso da -57,4. In chiusura d'anno prevediamo che la risalita del morale delle famiglie porterà una nuova accelerazione del PIL attorno a 0,8% t/t sulla scia della spinta dei **consumi**, che quest'anno sono in rotta per una crescita di 0,6% a/a (dato ancora debole, ma migliore dello 0,1% a/a del 2016). Nel 2018 dovrebbero rafforzarsi ulteriormente (+1,0% a/a). Anche il contributo dei **consumi pubblici** sarà rilevante nel 2018 (stimato al 2,3% a/a) dopo che quest'anno vedranno una nuova contrazione del -1% a/a da -1,4% del 2016. Il morale nei settori produttivi non ha visto un analogo miglioramento, con l'indice ESI in lieve correzione a 98,3 da 99,2 dello scorso trimestre: solo nel commercio al dettaglio il morale è in aumento,

Guido Valerio Ceoloni

**Seconda crescita del PIL in un decennio: lo scenario economico migliora faticosamente ma non si sa ancora cosa succederà dopo la fine del terzo bailout**

mentre nel manifatturiero, nei servizi e nelle costruzioni il morale è rimasto stagnante. Ciononostante, gli **investimenti** dovrebbero accelerare quest'anno rispetto al 2016 a 5% a/a da 1,6% a/a per proseguire in maniera più robusta nel 2018 (+8% a/a). Il **canale estero**, favorito dal commercio mondiale in espansione, è stato il traino della crescita nella parte centrale dell'anno ma nel 2017 il suo contributo sarà solo lievemente positivo (avendo pesato la crescita assai forte degli investimenti produttivi del primo trimestre). Nel 2018 ci aspettiamo che il contributo delle esportazioni nette si rafforzi. Il mercato del lavoro dovrebbe registrare un nuovo calo della **disoccupazione** attorno al 21,5% dal 23,6% grazie a un aumento dell'**occupazione** di quasi il 2% quest'anno in gran parte acquisito nel primo semestre; il calo dei senza lavoro dovrebbe proseguire anche l'anno prossimo (20%). **L'inflazione** vedrà un'accelerazione quest'anno all'1,2% spinta dall'effetto statistico sui livelli dei prezzi energetici (comune a molti paesi dell'eurozona) dopo aver stagnato nel 2016; per il 2018 è atteso un rallentamento attorno allo 0,8% per il venir meno del medesimo effetto statistico. I **rischi** rimangono necessariamente **orientati verso il basso**, ma meno che in passato; il ritorno della crescita agirà favorevolmente anche sui conti pubblici e quindi sul completamento del piano di salvataggio, previsto per la prossima estate. Secondo gli ultimi dati disponibili, il recupero degli arretrati della pubblica amministrazione e l'aumento degli introiti derivanti dalla contribuzione sociale sono stati migliori delle attese, lasciando quindi prevedere che **l'obiettivo 2017 di avanzo primario<sup>10</sup> dell'1,75% sarà raggiunto**. Per l'anno prossimo, l'obiettivo di avanzo primario salirà al 3,5%, livello che dovrà poi essere mantenuto nel 2019: lo spazio di manovra per raggiungerlo rimane molto esiguo, ma la ripresa economica sarà un fattore agevolante che in passato non c'era. Infine, il **debito pubblico** è confermato stabilizzarsi quest'anno poco sotto al 180% dal 180,8% del 2016 per riprendere a calare nel biennio 2018-2019 in modo più sostenuto. Il protrarsi dell'assenza di Governo in Germania dopo le elezioni autunnali ha fatto slittare in sede europea il tema del **dopo-salvataggio**: in assenza di un accordo condiviso sulla ristrutturazione del debito, garantire ad Atene un nuovo pacchetto di aiuti soggetti a qualche blanda forma di condizionalità potrebbe essere inevitabile per non lasciare il Paese largamente esposto agli shock esterni.

### Portogallo: 2017-2018, ciclo positivo e mercato del lavoro in ripresa

Nel terzo trimestre la crescita ha accelerato a 0,5% t/t (2,5% a/a) da 0,3% t/t (3,0% a/a) grazie al contributo della domanda interna; il **PIL** ha recuperato rispetto al dato deludente della primavera: ora la crescita acquisita si porta a 2,5%. In chiusura d'anno stimiamo che l'economia abbia mantenuto una velocità di crociera di 0,5% t/t, portando la **media annua a 2,6%** da 1,5% del 2016. **Per il 2018 prevediamo un rallentamento attorno al 2,0%**. La domanda interna è stata il vettore principale del buon risultato del 2017. I **consumi**, a parte la correzione di -0,5% t/t del secondo trimestre, hanno mantenuto una crescita sostenuta e prevediamo che a fine anno avanzino nuovamente di 0,3% t/t da 1,5% t/t: in media annua il 2017 si confermerà il secondo anno di espansione solida dei consumi, con un ritmo pari a 2,2%; l'indice di fiducia dei consumatori della Commissione indica che il morale rimane impostato al rialzo in chiusura d'anno (a 2,8 da 1,5) e al di sopra della media storica. Per il 2018 ci aspettiamo un leggero rallentamento del PIL attorno al 2,0%. Anche gli **investimenti**, sia quelli produttivi sia quelli residenziali, sono stati un vettore rilevante della crescita, con un'espansione che in media annua dovrebbe attestarsi all'8,6% dal 4,6% del 2016: un contributo importante sull'anno è stato dato dal settore automobilistico, che ha visto cospicui investimenti degli operatori al fine di aumentare la capacità produttiva; esaurito questo effetto straordinario, per l'anno prossimo ci aspettiamo un rallentamento attorno al 4,8%. Complessivamente la **domanda interna** è attesa

Guido Valerio Ceoloni

Si profila un biennio decisamente positivo, con netti segnali di recupero anche sul mercato del lavoro. Il Paese però rimane esposto agli shock esterni in virtù del debito, che, seppur in calo, rimane troppo alto

<sup>10</sup> Secondo quanto definito nel MoU, e cioè ad esclusione delle spese una tantum per la ricapitalizzazione delle banche, dei ricavi provenienti da SMP, ANFA e privatizzazioni.

rimanere forte anche nel 2018. Il **canale estero** ha dato un contributo negativo di 0,2 a settembre per il secondo trimestre consecutivo a causa del rafforzamento dell'euro e della forte ripresa dei consumi nel terzo trimestre: in media annua il contributo delle esportazioni nette sarà leggermente negativo; per il 2018 l'export specialmente nel settore automobilistico e del turismo dovrebbe più che compensare l'effetto della ricaduta dei consumi sulle importazioni: per il 2018 ci aspettiamo quindi un contributo delle esportazioni nette leggermente in positivo. Confermiamo l'**inflazione** all'1,5% quest'anno, per il 2018 potrebbe marginalmente rallentare all'1,4% per il contraccolpo statistico nei primi mesi dell'anno dei prezzi dell'energia. Quest'anno la **disoccupazione** è in rotta per un calo apprezzabile di due punti dall'11,2% al 9,2%, ai minimi dal 2008: il settore turistico ed edilizio hanno contribuito particolarmente all'aumento dell'**occupazione**, che potrebbe arrivare quest'anno a crescere del 3% dall'1,6% del 2016. L'anno prossimo la disoccupazione continuerà a calare approssimandosi alla media eurozona. Infine, sul fronte dei conti pubblici, la crescita solida e gli investimenti pubblici inferiori alle stime agevoleranno il calo del **deficit nominale**, quest'anno all'1,4% dal 2,0%, per stabilizzarsi attorno a questo livello anche nel 2018, in assenza di nuove misure di consolidamento. Il **deficit strutturale** dovrebbe seguire un percorso speculare, correggendo di due decimi quest'anno dal 2,0% all'1,8% per mantenersi su questo livello nel 2018. Il **debito pubblico** calerà quest'anno dopo essere salito nel 2016, scendendo al 126,5% dal 130,1%; nel 2018 è atteso un ulteriore calo di circa due punti al 124,5%. Lo spread verso bund è andato calando anche negli ultimi mesi e si trova ora attorno ai 150bp, altri 40bp in meno rispetto a settembre. **I rischi allo scenario sono ora bilanciati**: a fronte del momento positivo del ciclo e di un mercato del lavoro in chiara ripresa, il paese rimane soggetto a shock esterni più di altri a causa della forte esposizione debitoria, inoltre, in assenza di una nuova tornata di riforme strutturali, la crescita potrebbe tornare a rallentare già dal 2019 con la maturazione del ciclo.

## Asia

### Giappone: economia a gonfie vele, spinta anche dai venti favorevoli delle politiche fiscali e monetarie

Giovanna Mossetti

Lo scenario economico giapponese resta ampiamente positivo, grazie a una combinazione di condizioni favorevoli dell'economia domestica e di quella internazionale. La **crescita** nel prossimo biennio dovrebbe mantenersi ampiamente al di sopra del potenziale, con una previsione di **1,5% nel 2018** e di **1,4% nel 2019**, grazie a contributi solidi della domanda interna e del canale estero, dopo un **+1,5% atteso per il 2017**. L'**inflazione core** nel 2018 dovrebbe restare al di sotto dell'1% e lontana dall'obiettivo della BoJ, giustificando il **proseguimento della politica aggressivamente espansiva** della BoJ, caratterizzata da QQE con controllo della curva, se pure con possibili rimodulazioni dettate anche dall'evoluzione dei mercati. La **politica fiscale** dovrebbe essere modestamente espansiva nel 2018 e in gran parte del 2019, prima dell'attuazione della seconda *tranche* del rialzo dell'imposta sui consumi, prevista per ottobre 2019. L'implementazione dell'aumento delle imposte nel 2019 dovrebbe essere meno rischiosa per il ciclo, dato che il governo ha annunciato che le entrate aggiuntive finanzieranno significativi aumenti di spesa per l'istruzione (v. sotto).

I **rischi per lo scenario sono modesti e bilanciati nel 2018**. I fondamentali dell'economia sono positivi, sia a livello domestico sia a livello internazionale, mentre il mix di politiche economiche dovrebbe restare espansivo almeno fino a fine anno, in controtendenza rispetto a gran parte degli altri paesi industrializzati. Il modesto rialzo atteso dell'inflazione non dovrebbe determinare modifiche alle misure di politica monetaria nel 2018, salvo possibili aggiustamenti al controllo della curva nella seconda metà dell'anno. Sul fronte della **politica monetaria**, il primo rischio in ordine di tempo è la nomina del governatore della BoJ alla scadenza del mandato di Kuroda (aprile 2018), oltre che del vice governatore (scadenza Iwata marzo 2018) e di un membro del Board (Nakaso, in scadenza a marzo 2018), su un totale di nove membri. Per ora sembra probabile una riconferma di Kuroda e il mantenimento di un Board favorevole all'attuale strategia. Dal lato più strettamente **politico**, la gestione delle **riforme costituzionali** e **delle tensioni con la Corea del Nord** possono dare luogo a temporanea volatilità nel prossimo biennio, difficilmente di entità tale da mettere a rischio la ripresa. Anche nel **2019 i rischi sono limitati**: l'evento centrale sarà il **rialzo atteso dell'imposta sui consumi da 8% a 10%**, programmato per ottobre. L'intervento dovrebbe generare volatilità della crescita, ma l'economia è solida e l'introduzione di misure espansive sull'istruzione dovrebbe moderare gli effetti restrittivi del rialzo dell'imposta.

Previsioni macro	2016			2017			2018						
	2016	2017	2018	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.9	1.7	1.6	0.9	1.5	1.3	1.7	2.1	1.9	2.0	1.6	1.4	1.6
- trim/trim annualizzato				0.9	1.4	1.5	2.9	2.5	0.5	1.9	1.6	1.5	1.3
Consumi privati	0.1	1.1	0.8	1.8	0.4	1.5	3.7	-1.9	1.0	1.0	1.2	0.9	1.0
IFL - priv. non residenziali	0.6	2.9	2.4	-0.8	6.2	0.7	4.9	4.3	2.1	2.0	2.0	1.6	1.6
IFL - priv. residenziali	5.6	3.8	0.8	12.5	1.0	3.7	5.2	-4.0	2.0	1.6	0.5	0.8	0.8
Investim. pubblici	0.1	1.7	5.0	1.2	-9.1	1.4	19.8	-9.2	4.3	7.5	8.4	7.1	0.1
Consumi pubblici	1.3	0.2	1.1	2.0	-1.0	0.7	0.8	0.2	1.6	1.6	0.8	0.8	0.8
Esportazioni	1.3	6.0	4.3	8.7	12.6	7.8	-0.5	6.0	4.1	4.9	4.5	4.3	3.8
Importazioni	-1.9	2.6	2.7	0.6	5.2	5.4	5.9	-6.2	3.8	4.6	4.3	2.8	2.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.1	-0.1	-2.1	-0.2	-0.2	-0.1	1.4	-1.0	0.2	-0.2	-0.4	-0.2
Partite correnti (% PIL)	3.7	3.7	3.7										
Deficit (% PIL)	-4.6	-5.2	-5.6										
Debito/PIL (% PIL)	222.2	224.6	225.1										
CPI (a/a)	-0.1	0.4	0.6	-0.5	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.1	0.7	0.7	0.8
Produzione Industriale	-0.2	4.4	2.1	1.0	2.8	4.0	5.8	4.6	3.2	3.5	1.7	1.7	1.5
Disoccupazione (%)	3.1	2.8	2.5	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	108.8	112.1	115.6	102.4	109.6	113.6	111.1	111.0	112.8	114.7	115.4	115.9	116.4

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

Fonte: Ecwin, Intesa Sanpaolo

**L'economia reale è in ottima forma, anche se la dinamica salariale resta al palo.** L'accelerazione della crescita nel 2017 (prev.: 1,5%) è sostenuta dai consumi, dagli investimenti fissi sia pubblici sia privati e dal canale estero. Nel 2018, si dovrebbe registrare espansione diffusa a tutte le componenti, anche più solida rispetto a quest'anno. Nel 2017 i **consumi** hanno avuto un andamento positivo ma volatile. La previsione per il 2018 è di crescita dello 0,8%, seguita da 1,1% nel 2019, quando sono attesi gli effetti restrittivi del rialzo dell'imposta sui consumi. Il mercato del lavoro è sempre più sotto pressione, con crescente eccesso di domanda che dovrebbe tradursi in modesti aumenti salariali nel prossimo biennio. Nel 2017, l'ampio aumento della partecipazione femminile ha contenuto i rialzi delle retribuzioni, ma significativi aumenti della forza lavoro saranno sempre più limitati.

Gli **investimenti fissi delle imprese** dovrebbero restare solidi, pur rallentando modestamente rispetto alla crescita del 2017 (prev. 2,8%), che era stata sostenuta anche da un'uscita molto forte dal 2016. Nel 2018, le condizioni finanziarie espansive e la continua crescita degli utili, unite a una situazione congiunturale favorevole sia all'interno sia all'estero, dovrebbero mantenere la dinamica trimestrale in media poco sotto il 2%, portando a una variazione annua dell'1,8%.

Il **canale estero** è tornato a contribuire positivamente alla crescita dal 2015. Nel 2017, il contributo dovrebbe essere di 0,5pp, e ridursi modestamente nel 2018 (prev. 0,3pp), sulla scia di una moderata accelerazione delle importazioni (+2,7%) e di una variazione delle esportazioni di 4,3%, da 6% previsto per il 2017.

La **politica fiscale** nel 2018 procederà sul sentiero espansivo iniziato nel 2017, concentrato sugli investimenti e mirato a rafforzare l'economia prima dell'entrata in vigore del secondo rialzo dell'imposta sui consumi previsto per ottobre 2019. A fine 2017 dovrebbe essere proposta una mini-manovra suppletiva, per un ammontare vicino a 1 tln di yen, senza effetti particolarmente marcati. Il 2018 dovrebbe essere un anno di transizione verso le misure più rilevanti annunciate per il 2019. L'aumento dell'imposta sui consumi dall'8 al 10% dovrebbe essere in parte controbilanciato da un incremento della spesa per l'istruzione e per gli asili di circa 2 tln di yen, circa il 40% del gettito aggiuntivo dall'IVA, mirato a rendere gratuito l'accesso alla cura per i figli fino a 5 anni alle famiglie a reddito basso. Queste misure dovrebbero sostenere la partecipazione alla forza lavoro e limitare gli effetti restrittivi del rialzo dell'imposta sui consumi, per evitarne un terzo rinvio. Il sentiero del deficit dovrebbe essere circa stabile, mentre la sostenibilità del debito, ormai detenuto in misura crescente dalla BoJ, è sempre meno rilevante.

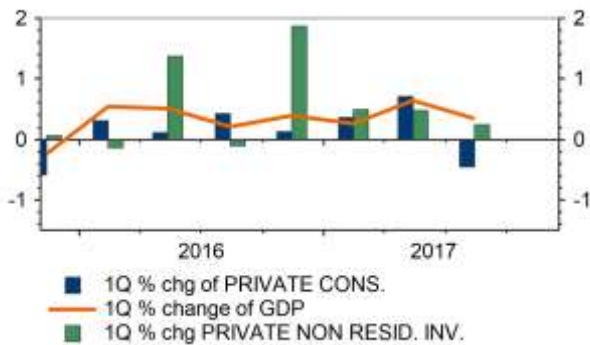
**Inflazione e politica monetaria.** L'**inflazione core** resta ostinatamente vicina a zero, ma la fase di correzione dovrebbe essere alle spalle. L'output gap è chiuso (stima del Cabinet Office a 0,5%), un tasso di disoccupazione al 2,8% (minimo da 23 anni), il costo del lavoro è in aumento per la prima volta dal 2012 e le aspettative dei consumatori sono su un trend positivo dalla primavera. La previsione è che l'inflazione al netto di alimentari freschi ed energia si porti verso l'1% fra fine 2018 e inizio 2019, eliminando del tutto i timori di ritorno in deflazione. Nonostante il rialzo atteso, l'inflazione al netto degli alimentari freschi seguita dalla BoJ, dovrebbe restare al di sotto del 2%, giustificando il proseguimento dell'attuale politica monetaria di stimolo qualitativo e quantitativo con controllo della curva, definita da Kuroda "aggressivamente espansiva".

La BoJ si è impegnata a proseguire il "QQE con controllo della curva dei rendimenti" fino a quando l'inflazione non avrà fatto *overshooting* rispetto all'obiettivo del 2%. Dalla seconda metà del 2018, la BoJ potrebbe apportare modifiche al controllo della curva sul tratto lungo, anche per via delle condizioni di mercato. Nelle operazioni di acquisto titoli a 30 anni di novembre, la Banca centrale ha ridotto l'ammontare acquistato per far fronte a problemi di eccesso di domanda. In ogni caso, gli acquisti proseguiranno a ritmi sostenuti (JGB per un ammontare "intorno a 80 tln di yen"), circa doppi rispetto alle emissioni nette del governo (43,4 tln di yen nell'a.f. 2017). Questo trend determina un **graduale ridimensionamento del rischio legato alla sostenibilità del debito pubblico**, pur in presenza di uno stallo nel processo di riduzione del deficit annunciato all'inizio dell'era Abe. Infine, i rischi collegati al cambiamento di



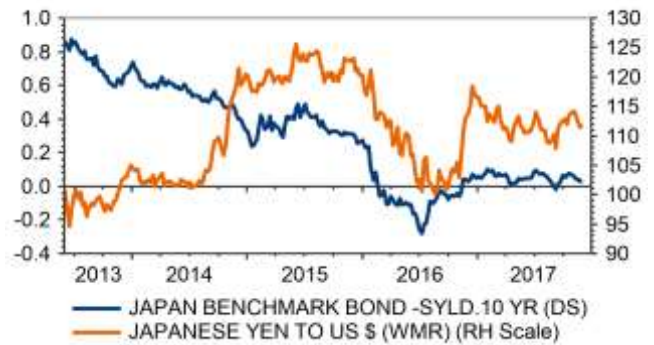
tre membri del Board, fra cui il governatore e il vice-governatore, entro marzo 2018, dovrebbero essere modesti, dato che Abe ha ribadito che la politica monetaria deve restare espansiva e probabilmente riconfermerà Kuroda. In conclusione, il Giappone resterà con una politica monetaria in controtendenza rispetto agli altri paesi avanzati, con **condizioni finanziarie ampiamente espansive anche nel prossimo biennio.**

Fig. 1 – Crescita spinta dagli investimenti fissi non residenziali



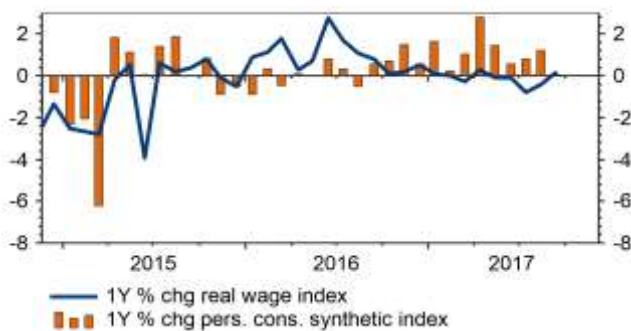
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 2 – La politica monetaria continua a lavorare su due fronti: controllo della curva e del cambio



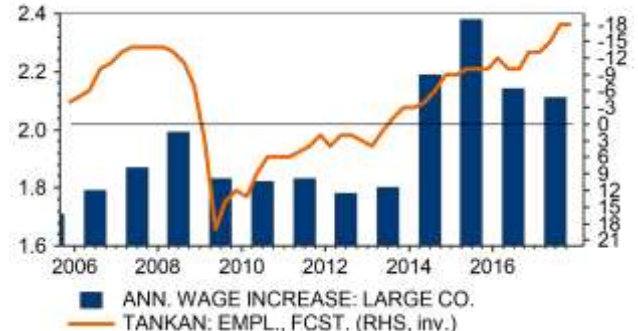
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 3 – Consumi in moderata ripresa nonostante la debolezza dei salari



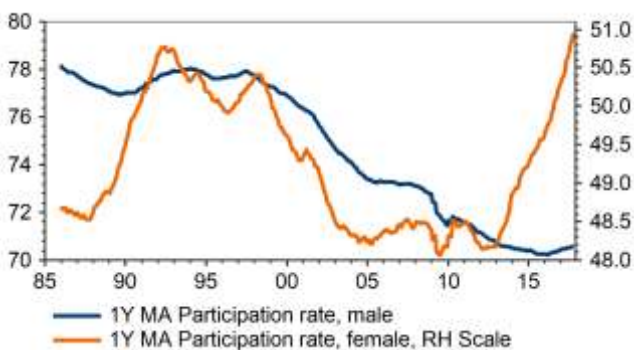
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – Salari contrattuali senza spinte, nonostante l'eccesso di domanda di lavoro



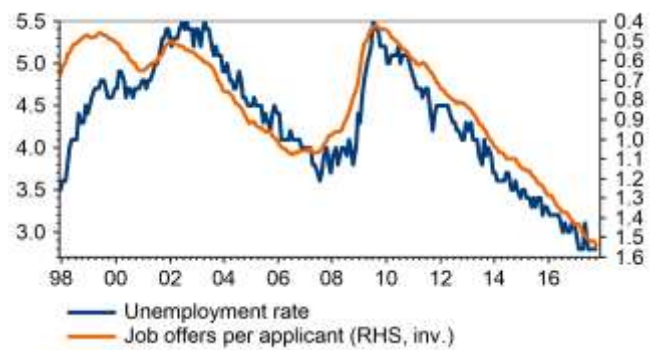
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 5 - Aumento della partecipazione femminile alla forza lavoro



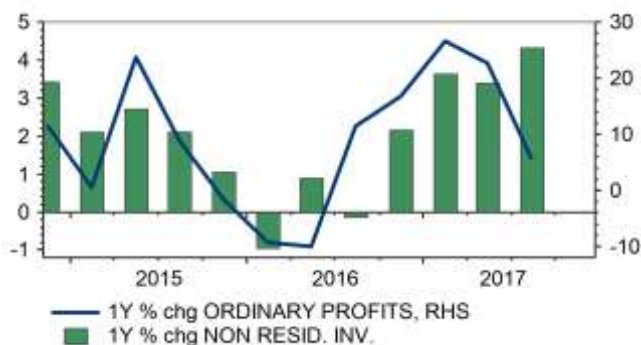
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 6 – Se non è pieno impiego questo...



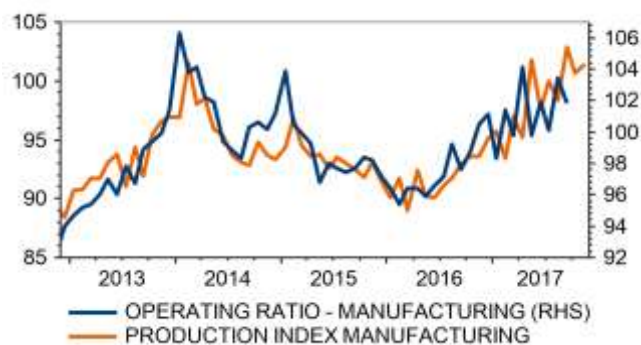
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 7 – Le imprese riprendono a investire, grazie all'aumento degli utili societari



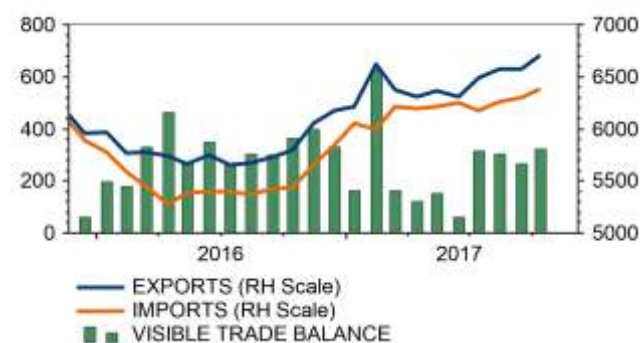
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La produzione industriale è in netto aumento



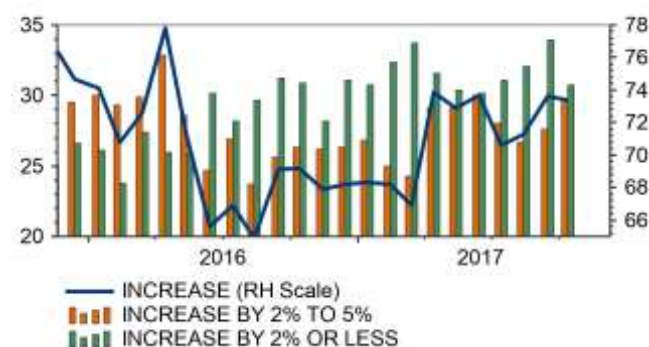
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Saldo commerciale positivo: il contributo del canale estero dovrebbe contribuire alla crescita anche nel 2018



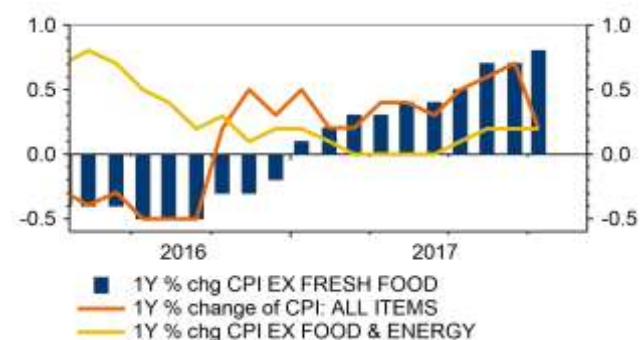
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Le famiglie cominciano a credere che il sentiero dei prezzi sia verso l'alto



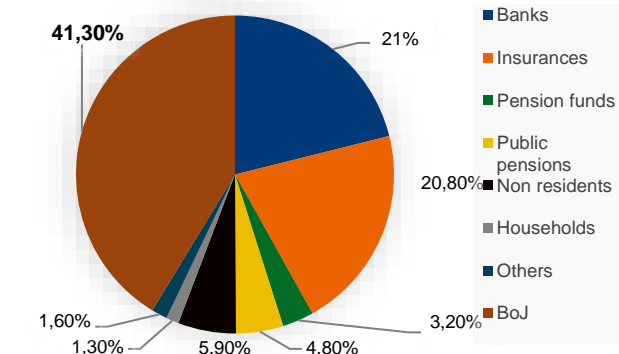
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Inflazione: il 2% è sempre lontano



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – La quota di JGB detenuta dalla BoJ continua ad aumentare



Nota: dati a fine marzo 2017; totale JGB: 967,6 tln di yen. Per memoria, totale JGB+Tbill=1082,9 tln di yen. I non residenti detengono il 51,9% dei T-bills. La vita media del debito è 8anni e 8 mesi.  
Fonte: Ministry of Finance

## Cina: la riduzione del rischio finanziario resta prioritaria

Silvia Guizzo

- Il PIL nel 3° trimestre ha registrato un aumento del 6,8%, appena al di sotto del 6,9% dei due trimestri precedenti. L'accelerazione del settore dei servizi (8% vs 7,6% nel 2° trimestre) ha fornito il maggior contributo alla crescita e, insieme alla tenuta del settore agricolo, ha compensato il rallentamento dell'industria. La scomposizione dal lato dell'offerta evidenzia una dinamica ancora elevata del settore dei trasporti e un'accelerazione di quello dei servizi finanziari, mentre il settore immobiliare ha continuato a rallentare insieme a quello delle costruzioni. Alla luce di un profilo del PIL più elevato delle nostre attese, in particolare nel 3° trimestre, **rivediamo al rialzo la crescita economica per il 2017 da 6,7% a 6,8%**.
- I dati a frequenza mensile hanno registrato un moderato rallentamento dell'attività tra agosto e novembre, con la performance del settore dei servizi e delle industrie legate alle nuove tecnologie che resta migliore rispetto a quella dell'industria pesante. La fiducia delle imprese è salita ulteriormente nel 3° trimestre, trainata dall'aumento dei profitti e del fatturato, ma la componente ordini, sia esteri sia interni, ha visto un contenuto calo, confermato poi anche dalle indagini PMI tra settembre e novembre. La dinamica degli indici PMI è stata sopra 50 ma è scesa rispetto al massimo di agosto/settembre, tornando sui livelli del secondo trimestre. La fiducia dei consumatori rilevata dall'ufficio statistico ha continuato a salire portandosi ben oltre i massimi dal 2008, sostenuta dal buon andamento del mercato del lavoro e dall'accelerazione del reddito disponibile. Il passo di crescita dei consumi rimane sostenuto.
- Le prospettive del commercio estero, ancora buone nel breve periodo e con la crescita delle importazioni più elevata di quella delle esportazioni (17,5% a/a vs 6,1% a/a in termini stagionalizzati), potrebbero ridimensionarsi nel corso del prossimo anno. La ripresa della domanda mondiale si è manifestata **nei paesi asiatici** in particolare con una **sensibile accelerazione delle esportazioni di elettronica e di componenti tecnologici**. I dati sulle vendite di microprocessori e i PMI del settore elettronico indicano però una dinamica vicino ai picchi per il settore. Inoltre, sull'andamento dell'export cinese, potrebbero pesare negativamente un effetto base sfavorevole e un rallentamento dei prezzi, a cui si potrebbero sommare altri fattori di rischio al ribasso quali un aumento del rischio geopolitico nella regione per le tensioni tra la Corea del Nord e gli Stati Uniti e possibili misure protezionistiche da parte di questi ultimi. La recente visita del presidente Trump si è conclusa positivamente con la firma di accordi commerciali per ca. 250 miliardi di dollari che favoriranno soprattutto l'importazione di prodotti alimentari quali la soia e la carne, (secondo gli accordi già presi in estate), ma anche altri settori quali l'aeronautica e l'energia. La Cina ha ulteriormente assecondato le attese degli investitori con l'annuncio di una maggiore apertura agli investimenti stranieri nel settore bancario e finanziario e ha ridotto le imposte all'importazione su 200 beni di consumo (tra cui prodotti di alta tecnologia) dal 1° dicembre, tanto che si calcola che il dazio medio scenda da 17,3% a 7,7%. Il rischio di **tensioni commerciali con gli USA**, apparentemente diminuito, **potrebbe però riemergere** nei prossimi mesi. Oltre all'opposizione formale degli USA al riconoscimento della Cina come economia di mercato in sede di WTO presentata a novembre a supporto della UE, permangono intatte le divergenze tra i due paesi in specifici settori. Sono tuttora in corso indagini del ministero del commercio statunitense sulle violazioni del diritto di proprietà intellettuale, sui trasferimenti forzati di tecnologia, e sulle importazioni di acciaio e alluminio, che potrebbero portare all'introduzione di qualche sanzione o dazio nel corso dei prossimi mesi.
- L'inflazione dei prezzi al consumo, dopo un picco a 1,9% a/a in ottobre, è scesa nuovamente a 1,7% in novembre, trainata al ribasso dal calo dei prezzi degli alimentari che persiste da febbraio. L'inflazione del comparto dei servizi resta più elevata (3,1% a/a in ottobre) rispetto a quella dei beni (0,9%), sostenendo l'inflazione *core* stabilmente sopra il 2% da aprile. Una riaccelerazione dei prezzi degli alimentari, attesa in particolare a cavallo d'anno, sarà contrastata da un effetto base favorevole, in particolare nel comparto dei servizi, da un limitato trasferimento dell'inflazione dei prezzi alla produzione e da un atteso rallentamento dell'offerta di moneta. **L'inflazione dei prezzi al consumo è pertanto prevista solo in moderato aumento da 1,5% nel 2017 a 2,2% nel 2018 e 2,1% nel 2019.**

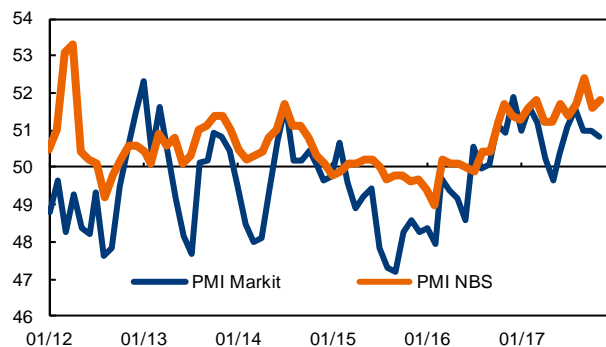
- Nell'ultima parte dell'anno la dinamica delle entrate fiscali è rimasta buona mentre quella delle uscite è decelerata, soprattutto a livello locale, in seguito all'anticipazione delle spese nella prima metà dell'anno. La **politica fiscale** ha continuato a fornire **supporto ai consumi e alle piccole e medie imprese**, attraverso le misure di riduzione delle imposte di consumo e delle imposte per le piccole e micro imprese e le imprese individuali, recentemente annunciate per il 2018 e 2019.
- In questi mesi le Autorità competenti hanno continuato ad emanare nuovi regolamenti per ridurre il rischio sistemico in diversi ambiti del settore finanziario bancario e non bancario. A metà novembre è stato inoltre costituito il Comitato per lo Sviluppo e la Stabilità Finanziaria, guidato dal vicepremier Ma Kai, con un ruolo di coordinamento delle politiche monetarie, fiscali ed economiche, e un livello ministeriale superiore alle varie Autorità competenti e alla PBoC. **Il controllo del rischio finanziario resterà dunque tra le più alte priorità dei regolatori anche nel 2018**, insieme alla **protezione ambientale** e alla **qualità della crescita**, ossia al benessere dei cittadini e alla distribuzione della ricchezza. Questi obiettivi, presentati al Congresso del Partito Comunista in ottobre<sup>11</sup>, sono stati ribaditi dal Xi Jinping alla riunione del Comitato Centrale del Politburo a dicembre. L'obiettivo di crescita per il 2018 potrebbe quindi essere lievemente abbassato all'intervallo 6-6,5%. Restano inoltre altrettanto importanti, e tra i primari obiettivi delle Autorità, la riforma delle imprese statali e la ristrutturazione del debito dei governi locali.
- La PBoC sembra aver adottato un **orientamento della politica monetaria con un orizzonte a più lungo termine** attraverso un maggior utilizzo della finestra di liquidità a medio lungo, con le operazioni spostate sulla scadenza a 1 anno da metà 2017 e l'utilizzo di reverse repo a 63 giorni. Inoltre, con l'intento di incoraggiare i finanziamenti al cosiddetto "credito inclusivo" (a piccole e micro imprese, start up, studenti e al settore agricolo) ha annunciato all'inizio di ottobre un taglio selettivo del tasso di riserva obbligatoria per le banche commerciali, che entrerà in vigore da gennaio 2018. La PBoC ha poi aumentato i tassi sulle operazioni di rifinanziamento di 5pb successivamente al rialzo della Fed. Riteniamo che la PBoC manterrà sostanzialmente invariata la *stance* di politica monetaria nel 2018, fornendo un adeguato livello di liquidità al mercato ma mantenendo i tassi moderatamente più elevati rispetto al 2017, in particolare sulle scadenze più lunghe come emerge dall'andamento delle curve monetarie e governative da fine ottobre.
- L'intento, ribadito dalle Autorità, di limitare il rialzo dei prezzi delle case e, più in generale, di contenere i rischi finanziari, prelude a tassi moderatamente più alti nei prossimi trimestri e a un rallentamento del credito che toglierà progressivamente sostegno agli investimenti. Ci aspettiamo che la tenuta degli investimenti in infrastrutture pubbliche e dei servizi, su cui il governo continua a puntare, non riesca a compensare del tutto la decelerazione degli investimenti nel settore immobiliare e manifatturiero. **Manteniamo quindi uno scenario di contenuto rallentamento della crescita economica a 6,4% nel 2018 e a 6,2% nel 2019.**

Previsioni macro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIL (prezzi costanti)	7.8	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.4
Consumi privati	9.6	7.9	8.2	8.1	7.9	7.7	7.3
Consumi pubblici	6.2	5.1	3.7	7.8	9.2	7.3	4.8
Investimenti fissi	8.7	9.3	6.9	7.3	6.6	5.7	4.6
Esportazioni	5.7	7.9	5.7	0.1	1.8	7.2	4.6
Importazioni	6.7	10.6	7.7	0.8	3.8	9.2	5.8
Produzione industriale	8.4	8	7.4	6.2	6.1	6.2	5.5
Inflazione (CPI)	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.5	2.2
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
Salari medi	14.4	11.8	10.8	9.5	8.3	7.7	7.4
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	4.2	4.9	4.8	3.8	3	4.6	4.7
Cambio USD/CNY (media)	6.31	6.15	6.16	6.28	6.64	6.76	6.80
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1360	912	1458	1912	1296	1085	1052
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2.5	1.5	2.3	2.8	1.7	1.3	1.2
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-3.4	-3.5	-3.6	-4.4	-4.6	-4.7	-4.4

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; \* IMF Article IV, August 2017. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

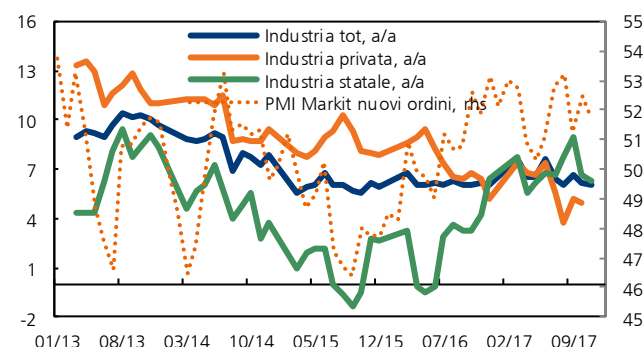
<sup>11</sup> Vedi Nota del 21 novembre 2017: "Si riafferma il controllo strategico del Partito nella guida della Cina".

Indici PMI del settore manifatturiero



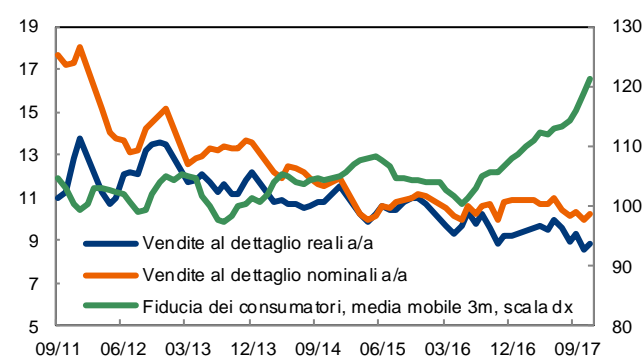
Fonte: Industrial Enterprise Survey PBOC da CEIC

Produzione industriale e ordini



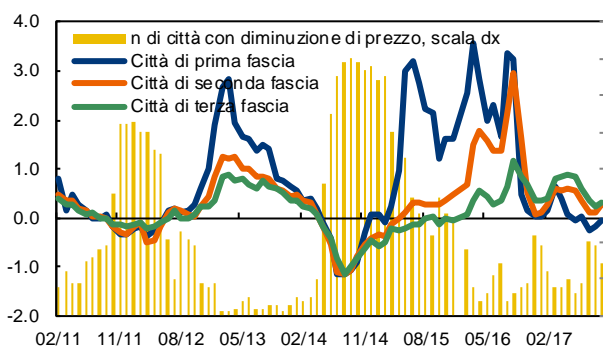
Fonte: CEIC, IHS Markit

Vendite al dettaglio



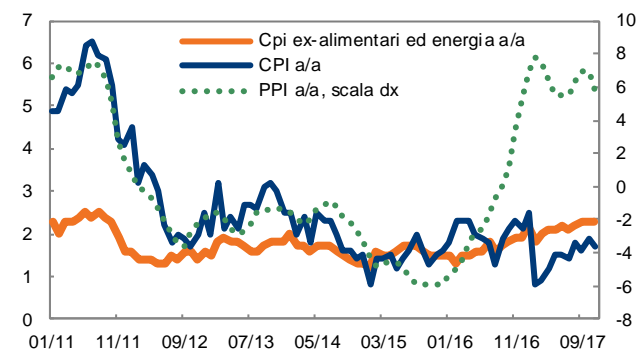
Fonte: CEIC

Prezzi degli immobili



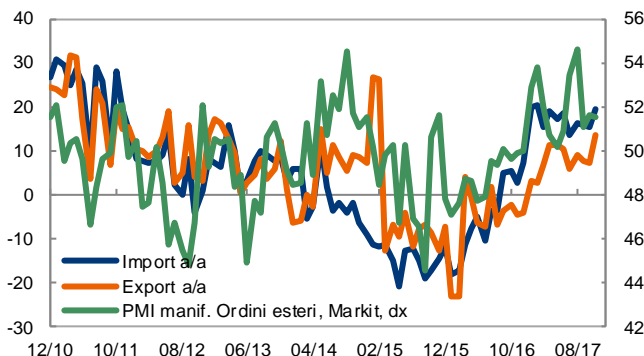
N.B. variazione m/m media 70 città, mercato primario. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione



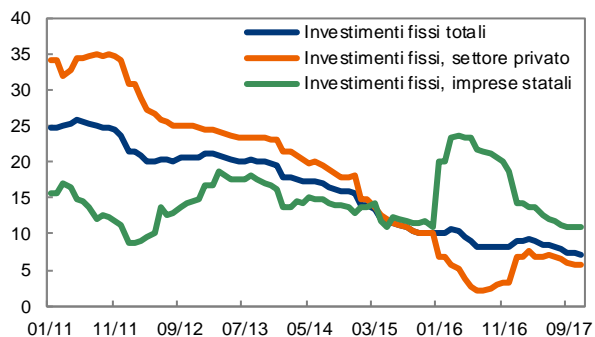
Fonte: CEIC

Commercio estero



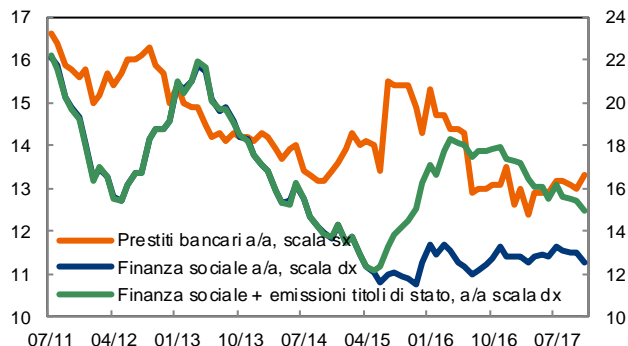
Nota: dati destagionalizzati, var. 2m a/a. Fonte: CEIC, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti nominali a/a



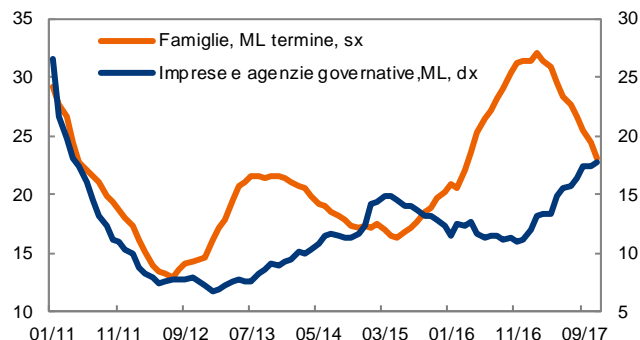
Fonte: CEIC

La dinamica del credito in lieve rallentamento



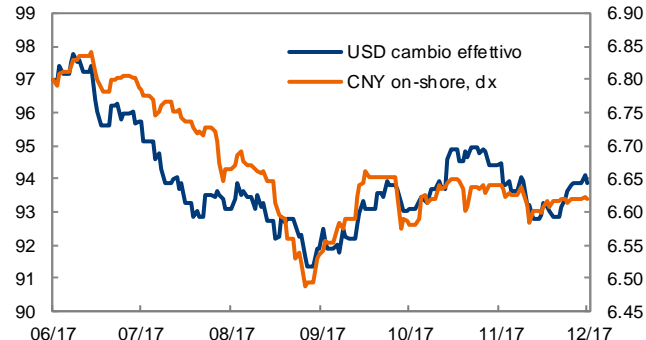
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prestiti bancari domestici a/a



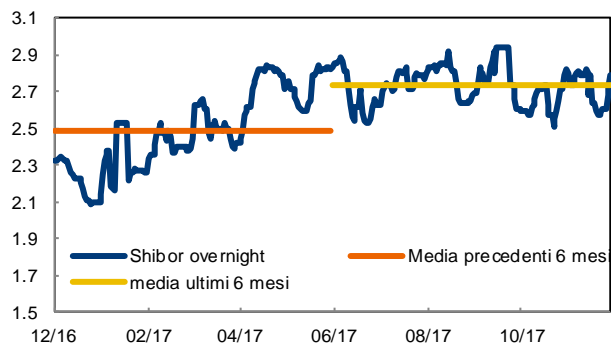
Fonte: CEIC

Il cambio si apprezza



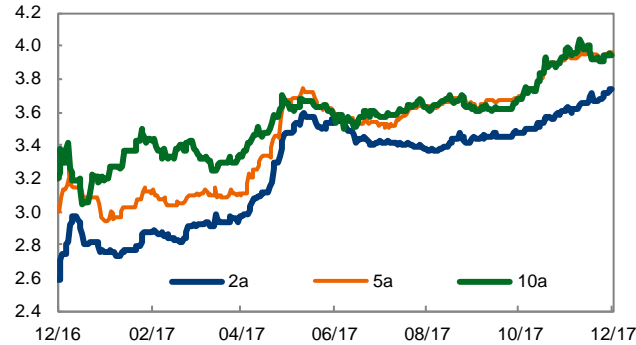
Fonte: CEIC

I tassi sulle scadenze brevissime si stabilizzano



Fonte: Bloomberg

I tassi salgono sulla curva governativa



Fonte: Bloomberg

## India: crescita in moderata accelerazione

- Il **PIL** è salito del 6,3% nel 3° trimestre, in linea con le nostre attese e in accelerazione rispetto al 5,7% del 2° trimestre. La decelerazione dei consumi è stata compensata da una moderata ripresa degli investimenti e dall'accumulo di scorte. Il canale estero ha fornito un contributo negativo alla crescita a causa di una dinamica più elevata delle importazioni rispetto alle esportazioni. La scomposizione dal lato dell'offerta evidenzia un rimbalzo del valore aggiunto del settore industriale, una frenata di quello agricolo, e una crescita ancora elevata, seppur in lieve rallentamento, del settore dei servizi. I dati macroeconomici mensili hanno mandato segnali ancora misti tra settembre e novembre.
- Il rimbalzo del settore industriale nel 3° trimestre è stato guidato dal recupero del settore minerario e dalla **riaccelerazione del settore manifatturiero**. La dinamica della produzione industriale è infatti migliorata (+3,6% 3m a/a in ottobre da 1,2% in luglio) in linea con un aumento dell'indice PMI manifatturiero rispetto ai minimi dell'estate, in particolare per la componente degli ordini domestici. Le due principali indagini sulla **fiducia delle imprese** restano però divergenti per quanto riguarda la componente aspettative, con la rilevazione della RBI in aumento anche per il 4° trimestre e l'indagine Dun&Bradstreet in diminuzione. Quest'ultima rileva in particolare un calo delle aspettative sui profitti netti che ricalca il peggioramento dei margini di profitto registrato dalle imprese industriali nella prima metà dell'anno. La dinamica del credito è stata in solo lieve aumento e quella del **credito all'industria** rimane ancora negativa. Le prospettive nel breve termine restano flebili visto il calo delle aspettative delle imprese sulla disponibilità di finanziamenti sia sul mercato domestico sia su quello internazionale rilevato dall'indagine della RBI. Un miglioramento è atteso solo nella seconda parte del 2018 grazie al piano aggiuntivo di **ricapitalizzazione delle banche pubbliche** annunciato a fine ottobre per un importo complessivo di 2,11 trilioni di rupie tra l'anno fiscale (AF) 2017-18 e 2018-19. Parte dei fondi sono stati già stanziati precedentemente nel bilancio, altri saranno aggiuntivi e in parte reperiti attraverso l'emissione di obbligazioni. L'attuazione del codice sulla bancarotta dovrebbe facilitare i processi di ristrutturazione delle imprese e, insieme al piano di ricapitalizzazione bancaria, favorire progressivamente un miglioramento dei crediti incagliati.
- La situazione appare ancora buona ma meno rosea nel **settore dei servizi**. Il PMI dei servizi, dopo una modesta ripresa tra settembre e ottobre, è sceso nuovamente sotto 50 in novembre, attestandosi un punto sopra i minimi di agosto (47,5). Le imprese hanno sottolineato costi in rialzo e un impatto ancora negativo sugli ordini derivante dalle difficili procedure di implementazione dell'imposta sui beni e servizi (Good and Service Tax, GST). L'aumento della componente aspettative, nonché la semplificazione di alcune procedure e l'abbassamento di molte aliquote, continuano a farci ritenere questo effetto transitorio. La dinamica dei ricavi del settore turistico resta elevata, sostenuta dall'aumento degli arrivi di turisti, mentre quella delle vendite di cellulari è lievemente rallentata.
- Il rallentamento dei consumi è stato causato principalmente dalla decelerazione della **spesa pubblica** che continuerà a cavallo d'anno. A novembre infatti il deficit era già al 96% del target per l'AF 2017-18 rispetto a una media del 70% nei precedenti tre anni fiscali. Le entrate totali sono state sensibilmente inferiori al target (36%) nonostante l'aumento dei ricavi dal programma di disinvestimento da 200 miliardi in agosto a ca. 520 miliardi di rupie in novembre rispetto a un obiettivo di 725 miliardi. Uno **sforamento**, seppur marginale, **dell'obiettivo di deficit**, resta quindi probabile per l'AF 2017-18 e permangono rischi anche per l'AF 2018-19 essendo il 2018 un anno pre-elettorale. Le prossime elezioni politiche sono infatti previste per la primavera del 2019. Il partito del presidente Modi, il Bharatiya Janata, resta ben posizionato per un'altra vittoria, visti gli esiti positivi attesi alle elezioni regionali nel Gujarat e nel Himachal Pradesh in dicembre.
- La **fiducia dei consumatori** rimane nella zona di pessimismo (sotto 100). Dopo un breve rimbalzo a maggio, ha ripreso a calare toccando 91,1 in ottobre, il minimo dall'inizio del 2014. L'indice delle aspettative registra un andamento simile pur rimanendo su livelli più elevati. I consumatori lamentano in particolare un peggioramento della situazione economica generale e del mercato del lavoro anche se le intenzioni di spesa restano in aumento. La componente occupazione dei PMI è comunque sopra 50 da tre mesi, in aumento per il settore manifatturiero e in lieve diminuzione per

Silvia Guizzo

quello dei servizi, e l'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione delle imprese è marginalmente risalita dai minimi del 3° trimestre. Le condizioni del mercato del lavoro potrebbero quindi migliorare nel corso dei prossimi mesi e saranno aidate anche dalla probabile introduzione di una politica sul lavoro a livello nazionale nel bilancio dell'AF 2018-19.

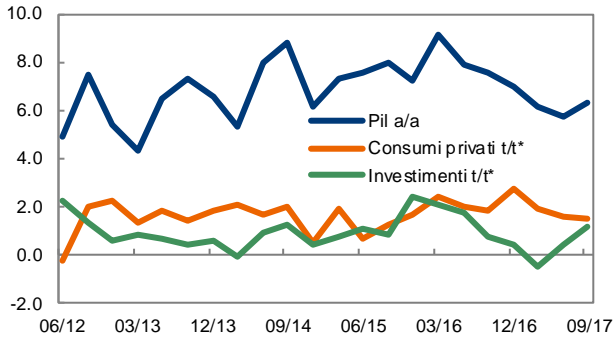
- L'**inflazione** dei prezzi al consumo è salita dal 3,3% a/a in agosto a 4,9% a/a in settembre, spinta al rialzo principalmente dall'aumento dei prezzi degli alimentari e di carburanti ed elettricità. L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia è rimasta stabile tra 4,5% e 4,6% a/a da agosto, sostenuta dall'accelerazione del comparto abitazione sui cui pesano gli esborsi per le indennità sugli affitti previste dalla VII Commissione sui Salari da luglio. **Ci aspettiamo che l'inflazione si attesti in media a 3,3% nel 2017 e che aumenti a 5% nel 2018** rimanendo all'interno dell'intervallo target della banca centrale. Secondo la Reserve Bank of India (RBI) l'effetto delle indennità pagate dal governo centrale dovrebbe raggiungere il massimo a dicembre ma quello scaglionato delle indennità pagate dai singoli stati potrebbe mantenere più elevata l'inflazione nel corso del 2018. Nonostante il rientro stagionale dei prezzi degli alimentari atteso a cavallo d'anno e le riduzioni delle aliquote della GST su vari prodotti, i rischi sull'inflazione nel 2018 restano al rialzo. Essi provengono da un prezzo del petrolio che ci aspettiamo in media più elevato rispetto al 2017 e da un trasferimento dei costi ai consumatori finali visto il peggioramento dei margini di profitto delle imprese.
- Il saldo delle **partite correnti** è lievemente peggiorato nel 3° trimestre (1,4% vs 1,3% nel 2° e 0,7% nel 1°), a causa di una maggior deficit della bilancia commerciale determinato dal maggiore aumento delle importazioni rispetto alle esportazioni in particolare di beni. L'andamento ancora debole degli ordini esteri e l'attesa ripresa della domanda interna insieme all'aumento del prezzo del petrolio potrebbero portare a un ulteriore contenuto aumento nei prossimi trimestri, riportando l'attenzione degli investitori sui "deficit gemelli". In questo contesto e con l'inflazione in aumento riteniamo che la **RBI manterrà i tassi fermi** nel corso dei prossimi trimestri, con un possibile rialzo nella seconda metà del 2018, e con ulteriori riforme per favorire la trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari, quali un passaggio a un tasso benchmark esterno per il calcolo del tasso di prestito applicato dalle banche.
- Una crescita dell'economia in linea con le nostre attese nel 3° trimestre, segnali ancora misti dai dati per il 4° trimestre, nonché rischi al ribasso sulla performance del settore agricolo e dei consumi ci inducono a mantenere invariate **le previsioni di crescita per il 2017 a 6,4%**. Riteniamo però che gli effetti frenanti derivanti dall'introduzione della GST siano transitori, come lo sono stati quelli della demonetizzazione. **Manteniamo pertanto invariato lo scenario di moderata accelerazione della crescita del PIL a 7,2% nel 2018 e 7,4% nel 2019** grazie al sostegno della politica fiscale e a una lenta ripresa degli investimenti favorita dagli effetti di lungo termine delle riforme implementate negli ultimi anni.

Previsioni macro	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
PIL (prezzi costanti)	5.5	6.1	7	7.5	7.9	6.4	7.2
Consumi privati	6.2	6.6	6.3	5.6	9.2	6.9	7.9
Consumi pubblici	4.4	2.6	6.9	1.3	15.1	15.3	14.2
Investimenti fissi	6.8	2.5	2.5	5.1	5.1	1.8	3.3
Esportazioni	9.6	4.2	6.6	-5.9	1.2	3.7	4.5
Importazioni	11.6	-6.3	0	-5.8	-1.7	10.2	3.8
Produzione industriale	0.7	1.9	4.5	2.5	5.2	3	5.6
Inflazione (CPI)	9.4	9.9	6.6	4.9	4.9	3.3	5.0
Tasso di disoccupazione (%)	2.0	2.4	2.8	3.0	3.3	3.5	3.9
Salari medi	12.1	11.3	10.3	7.1	8.8	9.5	9.2
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.3	9.1	8	7.2	6.5	6.5
Cambio USD/INR (media)	53.47	58.57	61.04	64.15	67.21	65.16	63.23
Saldo delle partite correnti (mld di INR)	-4893	-2780	-1661	-1451	-815	-2471	-2946
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-5.1	-2.6	-1.4	-1.1	-0.6	-1.5	-1.6
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.5	-5.5	-4.3	-3.4	-3.7	-3.4	-3.6

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

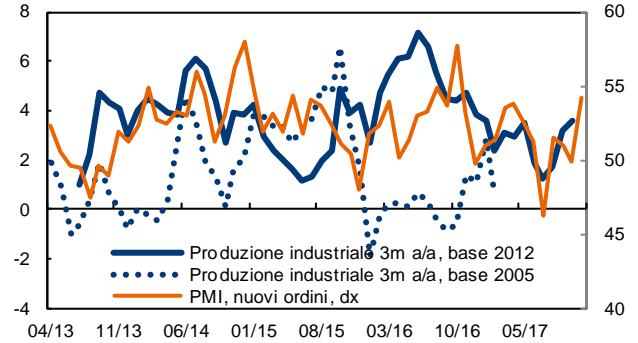


La crescita risente del rallentamento degli investimenti



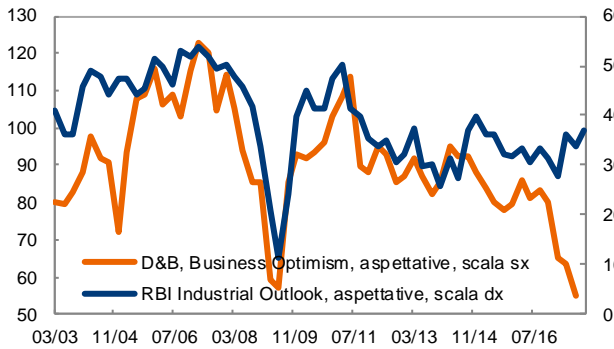
\* Media mobile 4 trimestri. Fonte: CEIC

La produzione industriale rallenta



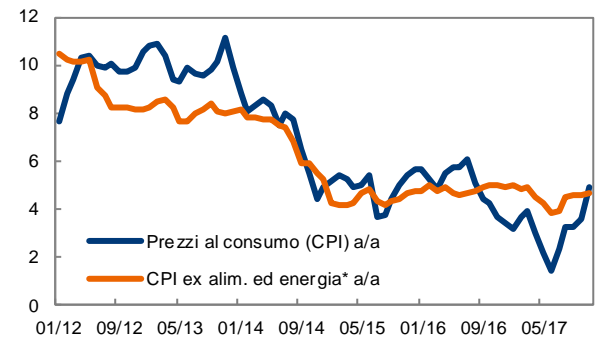
N.B. medie mobile a 3 mesi. Fonte: Markit, CEIC

La fiducia delle imprese sale solo nell'indagine della RBI



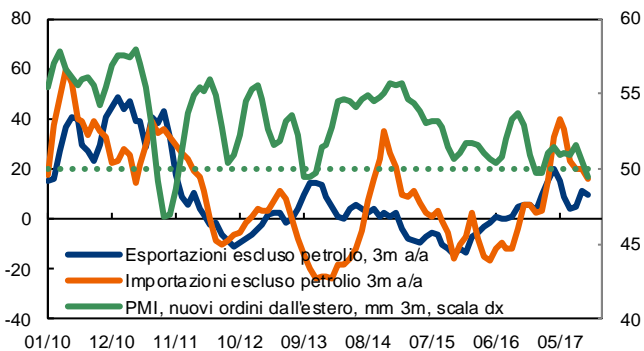
Fonte: CEIC

Inflazione



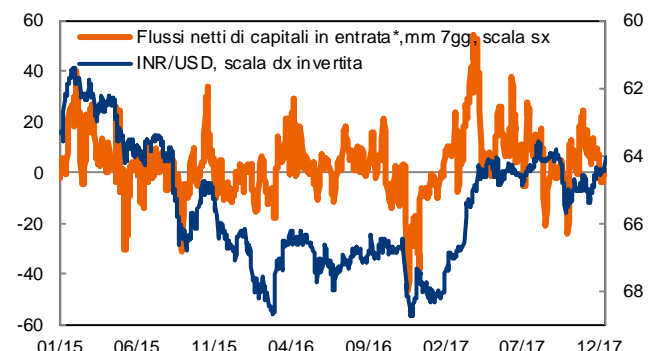
Nota: (\*) Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Commercio estero



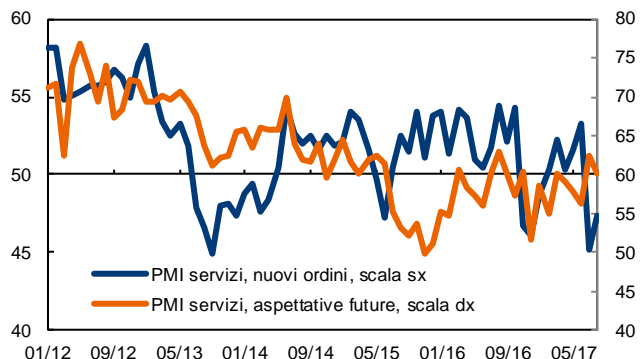
Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cambio



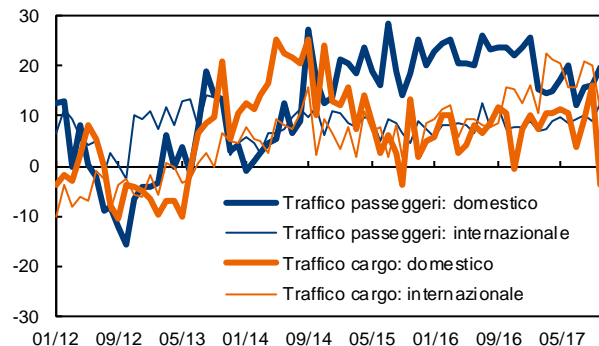
Nota: (\*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Servizi: PMI in calo



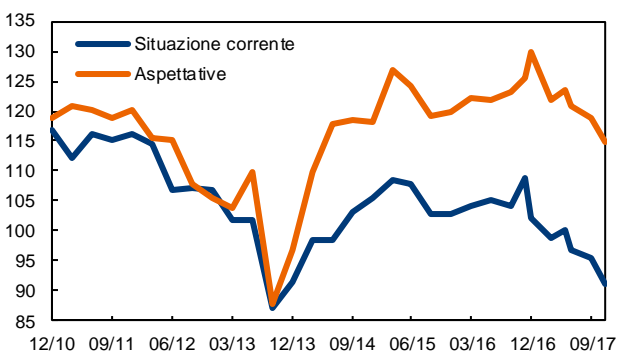
Fonte: Markit

Traffico passeggeri e cargo



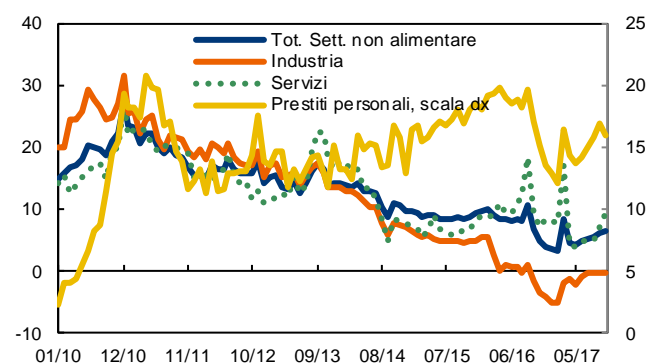
Fonte: CEIC

Fiducia dei consumatori in calo



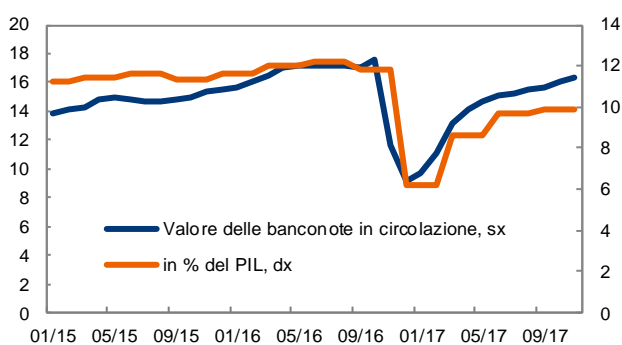
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Credito (var. % a/a)



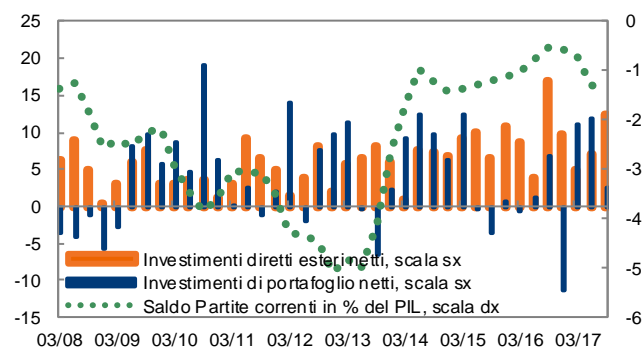
Fonte: CEIC

Banconote in circolazione (triloni di INR)



Fonte: CEIC

Partite correnti



Nota: scala sinistra in miliardi di USD. Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Materie prime: un contesto favorevole

Nel 2018 lo scenario macroeconomico dovrebbe rimanere favorevole al comparto delle materie prime. Siamo positivi su metalli industriali e agricoli, neutrali su energia e metalli preziosi.

Daniela Corsini

Nel 2018 lo scenario macroeconomico dovrebbe rimanere favorevole al comparto delle materie prime: la crescita mondiale dovrebbe rimanere buona, trainata dai paesi emergenti; sono stati annunciati investimenti in infrastrutture e politiche fiscali espansive; e la crescita del commercio mondiale dovrebbe mantenersi stabile. In Cina, primo consumatore al mondo di materie prime, le Autorità manterranno l'enfasi su qualità della crescita, armonia sociale, protezione ambientale e lotta all'inquinamento. Ciò si tradurrà in tassi di crescita inferiori rispetto al passato e in un'evoluzione di consumi e flussi di importazione di commodity da parte del gigante asiatico.

**Energia.** Il comparto è molto esposto a crescenti rischi geopolitici in Medio Oriente. I fondamentali per il gas dovrebbero peggiorare nella seconda metà del 2018 per l'atteso rialzo dell'offerta di gas naturale liquefatto. I fondamentali del petrolio sono migliorati grazie alla promessa di OPEC e Russia di prolungare i tagli alla produzione, ma il bilancio di mercato è minacciato dalla robusta crescita dell'offerta non-OPEC. Sottolineiamo il rischio di una correzione delle quotazioni entro fine 2017 per presa di profitto, una volta esaurite le preoccupazioni per le interruzioni inattese nel Mare del Nord, e prevediamo quotazioni del petrolio circa stabili nel corso del 2018.

**Metalli industriali.** Lo scenario è nettamente favorevole ai metalli non ferrosi, più esposti ai temi di urbanizzazione, evoluzione dei consumi nei paesi emergenti, risparmio energetico ed evoluzioni tecnologiche (es. auto elettrica), ma sfavorevole a ferro e acciaio (nell'ipotesi che non siano introdotte significative modifiche alle attuali regolamentazioni del commercio internazionale). Temiamo una presa di profitto entro fine 2017. Nel 2018, prevediamo brevi rally che saranno alimentati da contrattazioni collettive in America Latina e *resource nationalism* in Asia.

**Metalli preziosi.** Il *tightening* delle principali Banche centrali, seppur cauto e graduale, e la bassa inflazione riteniamo scoraggeranno gli investimenti in preziosi. Ci attendiamo migliori performance relative da argento e palladio, più esposti alla domanda industriale.

**Agricoli.** Il rischio che si verifichi il fenomeno de *La Nina* nei mesi sino a febbraio 2018 potrebbe generare volatilità e sostenere le quotazioni di gran parte degli agricoli. Complessivamente, ci attendiamo performance positive sull'intero 2018.

Previsioni di prezzo per le principali commodity							
	4T17	1T18	2T18	3T18	2017	2018	2019
ICE BRENT	61.4	60.0	59.3	60.0	54.8	60.0	62.0
NYMEX WTI	55.2	55.0	54.7	55.0	50.9	55.0	58.2
NYMEX NATURAL GAS	3.50	3.50	3.10	3.20	3.17	3.25	3.00
COMEX GOLD	1,280	1,285	1,275	1,250	1,259	1,265	1,250
COMEX SILVER	17.0	17.4	17.7	18.0	17.1	17.9	18.5
COMEX PLATINUM	930	950.0	950.0	950.0	950	948	930
COMEX PALLADIUM	975	980	990	1,000	865	998	1,050
LME COPPER 3M	6,800	6,850	6,850	6,900	6,183	6,888	7,000
LME ALUMINIUM 3M	2,100	2,100	2,050	2,050	1,974	2,075	2,075
LME NICKEL 3M	11,500	11,250	11,500	11,500	10,425	11,438	11,500
LME ZINC 3M	3,170	3,100	3,000	3,050	2,881	3,063	3,100
LME LEAD 3M	2,450	2,350	2,300	2,300	2,312	2,298	2,250
LME TIN 3M	19,800	20,500	20,500	20,500	20,004	20,563	20,750
SGX IRON ORE	61	65	62	60	70	62	57
TSI U.S. HRC STEEL	620	610	610	610	622	611	620
CBT CORN	350.0	365	380	390	360	383	400
CBT WHEAT	430	440	450	450	438	450	475
CBT SOYBEAN	980	980	970	970	977	975	1,000
MDE PALM OIL (MYR)	128	135	140	140	2,811	2,688	2,700
NYB-ICE ARABICA COFFEE	1,900	2,000	2,060	2,100	134	140	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	2,100	2,100	2,150	2,200	2,046	2,078	2,250
CBT SOYBEAN MEAL	312	312	314	315	314	314	320
CBT SOYBEAN OIL	33.5	34.0	34.5	35.0	33.3	34.6	36.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Petrolio: OPEC e Russia non hanno deluso i mercati

OPEC e Russia hanno annunciato un'estensione di nove mesi all'accordo che ne limita la produzione domestica. I nuovi termini saranno in vigore da gennaio sino a fine dicembre 2018. Gli attuali volumi dei tagli (pari ad un totale di 1,8 milioni di barili al giorno) sono confermati. La principale sorpresa positiva riguarda Libia e Nigeria, in precedenza esentate dai tagli, ma che saranno ora soggette ad un massimale di produzione cumulata.

Se l'aderenza ai tagli rimarrà buona, probabilmente il mercato mondiale si manterrà bilanciato nel 2018, secondo i dati dell'International Energy Agency (IEA) e dell'U.S. Energy Information Administration (EIA). Ciò implica che le scorte commerciali nei paesi OCSE rimarranno circa stabili, ma si ridurrà il gap con la loro media a cinque anni. Al contrario, secondo i dati del dipartimento statistico dell'OPEC, il mercato mondiale dovrebbe registrare un ampio deficit nel secondo semestre, che causerebbe quindi una significativa erosione delle scorte OCSE, in rapida contrazione verso la media a cinque anni.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a dicembre 2017							
Stime pubblicate a dicembre 2017 in mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione U.S.A	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2016	97.0	58.0	8.9	6.6	32.7	32.4	0.3
2017	98.3	58.7	9.2	6.9	32.5	32.8	-0.4
Variazione a/a	1.4	0.7	0.4	0.3	-0.2	0.4	
2018	100.0	60.3	10.0	7.0	32.7	32.7	0.1
Variazione a/a	1.6	1.7	0.8	0.1	0.3	-0.2	

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 U.S. EIA

Nel corso della prossima riunione ordinaria dell'OPEC, che si terrà in giugno a Vienna, l'accordo sarà formalmente rivisto per tener conto dell'evoluzione delle condizioni di mercato. Nel frattempo, il Joint Ministerial Monitoring Committee, presieduto da Arabia Saudita e Russia, valuterà periodicamente l'aderenza all'accordo e analizzerà l'evoluzione dei fondamentali di

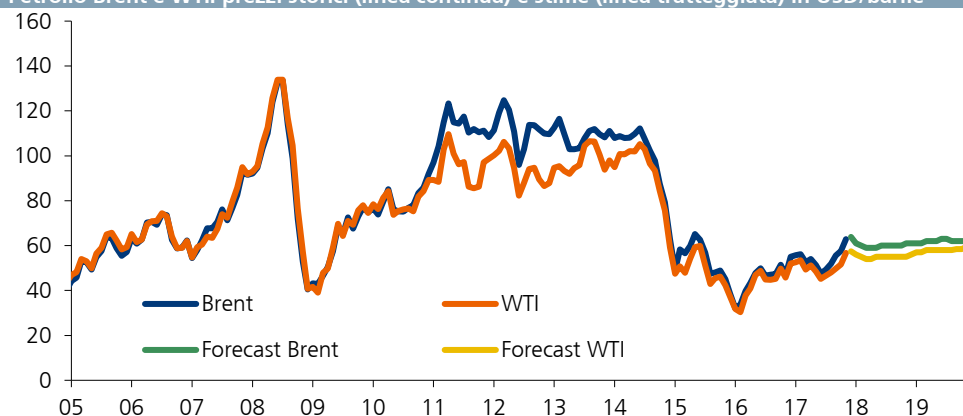
## Scenario Macroeconomico

Dicembre 2017

domanda e offerta. Le principali minacce che potrebbero portare a revisioni dei termini dell'accordo sono: più debole aderenza all'accordo da parte dei paesi partecipanti; rialzo dell'offerta da altri produttori non-OPEC (ad esempio *shale oil* negli Stati Uniti); incertezza sul futuro livello di esportazioni dal Venezuela; serio incremento delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Anche la domanda mondiale potrebbe sorprendere sia negativamente, se nell'emisfero settentrionale l'inverno 2017-18 si rivelerà mite, sia positivamente, se la domanda dei paesi emergenti accelererà più del previsto.

Secondo il nostro modello di base, nel 2018 il Brent dovrebbe scambiare in un ampio trading range attorno ad una media di circa 60 dollari al barile per la fragilità dei fondamentali: il mercato sarà bilanciato se, e solo se, OPEC e Russia manterranno i tagli sino a fine anno e l'offerta da altri paesi non sorprenderà al rialzo. Nel 2019, l'incremento della domanda mondiale e la riduzione delle scorte OCSE permetteranno un rialzo verso una media di 62 dollari al barile.

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



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

### Stime di prezzo del petrolio Brent

Al 12.12.2017	4T17	1T18	2T18	3T18	2017	2018	2019
ICE BRENT	61.4	60.0	59.3	60.0	54.8	60.0	62.0
Mediana, Bloomberg	57.7	56.5	56.0	57.0	53.6	56.8	60.0
Forward Curve	61.4	63.7	62.9	62.1	64.7	62.5	59.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Stime di prezzo del petrolio WTI

Al 12.12.2017	4T17	1T18	2T18	3T18	2017	2018	2019
NYMEX WTI	55.2	55.0	54.7	55.0	50.9	55.0	58.2
Mediana, Bloomberg	53.5	53.6	52.0	53.0	50.5	53.5	56.0
Forward Curve	55.3	58.0	57.6	56.8	58.0	57.1	54.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

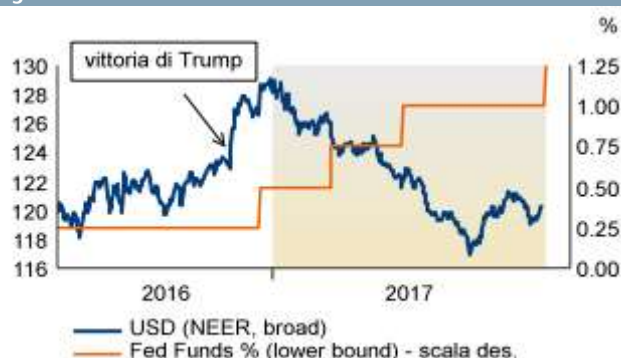
## Mercati valutari: si erode il vantaggio del dollaro

L'effetto rialzista sul dollaro dell'incremento dei tassi Fed viene ridimensionato dall'avvio del processo di normalizzazione delle politiche monetarie anche da parte delle altre Banche centrali.

Asmara Jamaleh

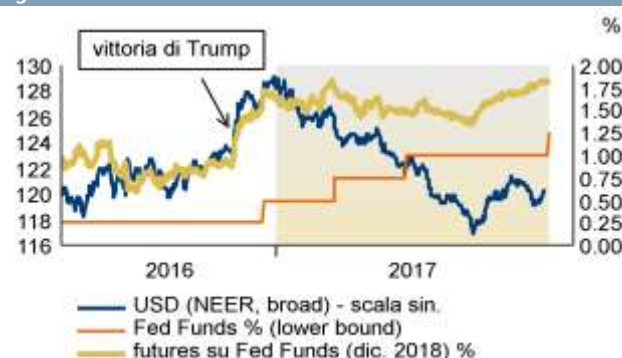
Il dollaro si è deprezzato nel corso del 2017, andando a rivedere come punti di minimo livelli abbandonati all'inizio del 2015. Il calo del biglietto verde è avvenuto nonostante la Fed – almeno fino a giugno – fosse stata l'unica Banca centrale G10 a potersi permettere di alzare i tassi (Fig. 1).

Fig. 1 – Dollaro in calo nonostante i rialzi Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Il mercato sconta meno di tre rialzi Fed nel 2018



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Negli ultimi tre mesi il dollaro si è ripreso, anche se in misura modesta (recuperando, ma solo nel suo punto di massimo, circa un terzo della correzione in atto da inizio anno), grazie a due sviluppi favorevoli: (1) l'attuazione, al FOMC del 13 dicembre, del 3° rialzo Fed del 2017, con conferma da parte della Fed della previsione di altri tre rialzi da effettuarsi nel 2018; (2) il concretizzarsi della prospettiva che la tanto attesa riforma tributaria – con annesso piano di stimolo fiscale – possa effettivamente entrare in vigore entro lo scavalco dell'anno (al momento vi sono segnali che Camera e Senato potrebbero riuscire ad approvare la riforma armonizzando i rispettivi disegni di legge entro la scadenza del 22 dicembre).

**I dettagli della riforma fiscale che verrà approvata congiuntamente da Camera e Senato saranno molto importanti** ai fini delle decisioni finali di *policy* della Fed, in quanto determineranno l'entità dell'effetto espansivo sull'economia USA e la sua distribuzione temporale. Quanto più ampio e immediato sarà l'effetto espansivo tanto più favorevole sarà lo scenario per il dollaro. Complessivamente comunque la riforma fiscale, grazie agli effetti di stimolo sulla crescita, contribuisce a rendere bilanciati i rischi intorno allo scenario di rialzi Fed per l'anno prossimo, che altrimenti sarebbero stati verso il basso a causa della dinamica dell'inflazione USA, che rimane tuttora modesta.

Nonostante la prospettiva che la Fed proceda con continuità e regolarità l'anno prossimo con il ciclo di rialzi dei tassi (se farà tutti e tre i rialzi preventivati i fed funds chiuderebbero il 2018 a 2,00-2,25%), questo potrebbe non essere sufficiente a rimettere il dollaro su un trend rialzista (in particolare appare poco probabile che riesca a rivedere i massimi di quest'anno). Infatti, tra il 2018 e la prima parte del 2019 anche la maggior parte delle altre Banche centrali G10 avvieranno – o, per quelle che lo hanno già avviato, proseguiranno – il processo di normalizzazione delle politiche monetarie, il che dovrebbe comprimere l'*upside* del biglietto verde, determinandone una dinamica perlopiù laterale, all'interno della fascia medio/bassa del range osservato quest'anno. Nel breve tuttavia, o perlomeno entro la prima metà del 2018, il dollaro dovrebbe beneficiare ancora della prosecuzione del ciclo di rialzi Fed anche perché il mercato sconta meno dei tre rialzi che ha invece in mente la Fed nel corso del 2018 (Fig. 2). Al

contrario, la fase di minor forza del dollaro dovrebbe aversi verso la fine del 2018 quando il ciclo di rialzi Fed sarà avviato verso un stadio più maturo, mentre altrove – nella maggior parte dei casi – il processo di normalizzazione delle politiche monetarie sarà allo stadio iniziale, quello in cui solitamente è più ampio l'effetto rialzista sulle valute di riferimento (quelle "altre" dal dollaro).

**Euro: la svolta normalizzatrice BCE rappresenta il principale fattore di forza dell'euro, ma l'*upside* dovrebbe restare contenuto finché i tassi ufficiali BCE restano fermi a zero.**

L'euro si è apprezzato ampiamente nel corso 2017, passando da un minimo d'inizio gennaio a 1,03 a un massimo di fine agosto a 1,20 EUR/USD (+17%), un recupero che segna l'avvio della svolta rialzista dopo la ripida discesa del 2014 e la fase laterale del 2015-16. La rimonta è partita al dissiparsi del rischio politico legato al ciclo elettorale europeo, quando in aprile – al primo turno delle presidenziali francesi – le forze euroscettiche (di Front National) sono state messe fuori gioco (dal partito di Macron). Si è consolidata subito dopo quando i dati hanno cominciato a mostrare che la ripresa stava prendendo piede anche nell'area euro, con una forza superiore al previsto, e ha infine preso slancio quando a giugno, con sei mesi di anticipo, Draghi ha preannunciato che grazie al miglioramento del quadro economico-politico dell'area la BCE avrebbe potuto avviare il processo di normalizzazione della politica monetaria nel 2018 (Fig. 3).

Fig. 3 – Le tappe della salita dell'euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

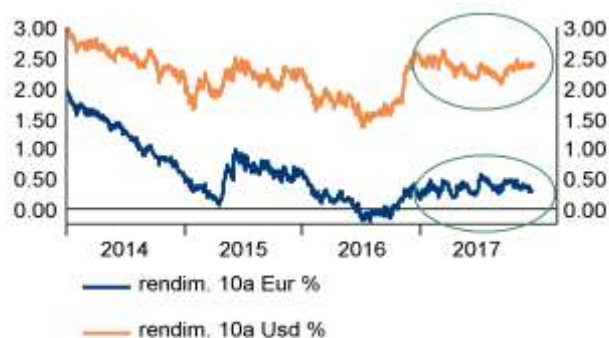
Fig. 4 – La divergenza tra BCE e Fed smette di ampliarsi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'avvio e la prosecuzione del processo di normalizzazione BCE dovrebbe contribuire a far gradualmente rafforzare l'euro dai livelli attuali, non subito ma nella seconda metà dell'anno, quando la BCE si appresterà prima a spegnere il programma di acquisti (entro fine 2018/primi mesi del 2019) e successivamente, nel 2019, anche ad alzare i tassi. L'entità del rafforzamento atteso è però contenuta, in direzione di 1,22 EUR/USD per fine 2018 (o comunque verso la parte centrale del range 1,20-1,25 EUR/USD), perché – nonostante la svolta normalizzatrice della BCE sia avviata – i tassi BCE (refi) resteranno fermi a zero per tutto l'anno prossimo, mentre la Fed ha attualmente in programma di fare altri tre rialzi, il che significherebbe portare il corridoio dei fed funds per fine 2018 a 2,00-2,25%. Nel breve invece l'euro dovrebbe mantenersi *in range*, tendenzialmente nella parte medio bassa della fascia 1,15-1,20 EUR/USD, in quanto dovrebbero prevalere le novità favorevoli sul fronte USA (prosecuzione del ciclo di rialzi dei tassi ed entrata in vigore della riforma fiscale), mentre nell'area euro c'è da tener conto dell'eventualità che si riaffacci il rischio politico in vista delle elezioni italiane, previste in primavera.

Fig. 5 – La lateralità dei rendimenti a lunga riflette la debole dinamica inflazionistica sia nell'area euro sia negli Stati Uniti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il mercato speculativo è significativamente lungo euro

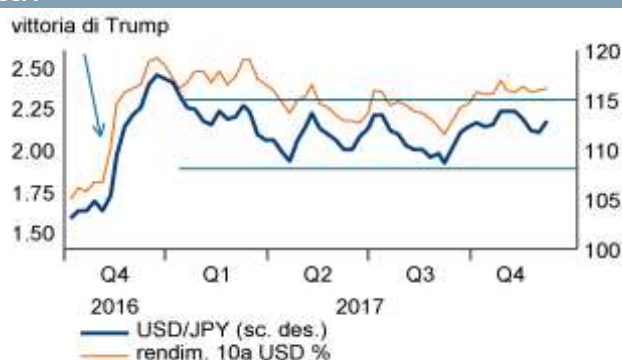


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I rischi dello scenario di previsione sono **leggermente verso il basso**, ovvero per un euro che potrebbe rivelarsi più debole delle attese, principalmente per due ragioni: (1) il mercato (*future* sui fed funds) sconta meno di tre rialzi Fed l'anno prossimo; (2) il mercato speculativo è tornato stabilmente lungo euro quest'anno, su livelli prossimi ai massimi storici (Fig. 6), il che espone il cambio ad aggiustamenti correttivi in caso di delusioni dall'area euro, sia dal lato della crescita che dell'inflazione.

Per quanto riguarda lo **yen**, la divergente azione di *policy* della BoJ dovrebbe contribuire a indebolire lo yen contro dollaro ed euro.

Fig. 7 – Elevata correlazione tra USD/JPY e rendimenti a lunga USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Il mercato speculativo è significativamente corto yen



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

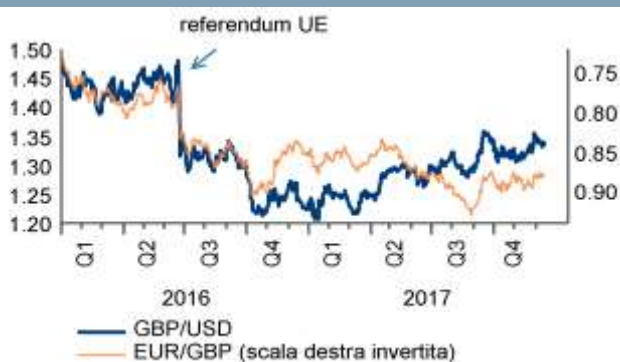
L'entità del calo atteso contro dollaro è però limitata, tendenzialmente verso 117-118 USD/JPY per fine 2018, principalmente per tre ragioni: (1) la previsione di salita dei rendimenti USA a 10 anni è relativamente contenuta; (2) la BoJ ha indicato che, pur lasciando le condizioni di *policy* massimamente espansive e mantenendo il controllo della curva, potrebbe rimodulare, in senso lievemente meno espansivo, i parametri di *policy*; (3) il mercato speculativo è tornato stabilmente e significativamente corto yen (Fig. 8), il che ne può limitare il *downside* sia in funzione delle scelte di *policy* di BoJ e Fed, sia in relazione all'eventuale riproporsi di nuovi episodi di aumento della *risk aversion*.

Per la sterlina, il passaggio alla fase due dei negoziati di Brexit dovrebbe contribuire a ripristinare una maggiore reattività del cambio ai dati: se non deluderanno, la sterlina dovrebbe essere in grado di lasciarsi i minimi alle spalle – a meno di sviluppi negativi su Brexit.



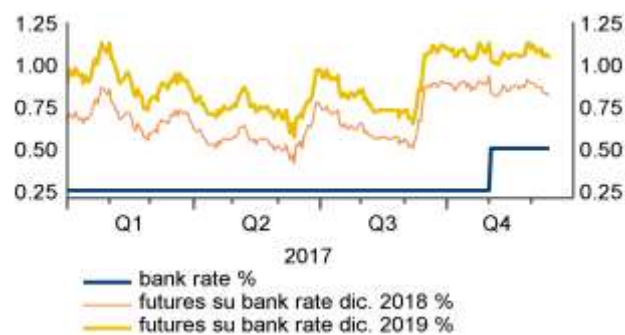
La sterlina è andata gradualmente recuperando terreno contro dollaro nel corso del 2017 dopo l'ampio deprezzamento post-referendum su Brexit del 2016, risalendo da un minimo di 1,19 GBP/USD a un massimo di 1,36 GBP/USD (Fig. 9). A determinare il recupero hanno contribuito principalmente (1) il ridimensionamento del rischio di un'hard Brexit, e (2) una performance dell'economia britannica meno negativa di quanto temuto inizialmente all'indomani del referendum.

Fig. 9 – Parziale recupero della sterlina (contro dollaro) nel 2017



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Sentiero di rialzo dei tassi massimamente graduale per via di Brexit



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Nonostante la prima fase dei negoziati per Brexit – quella relativa all'*exit bill*, ai diritti dei cittadini UE residenti nel Regno Unito e viceversa e al confine irlandese – sia stata lunga e complessa, alla fine è stato raggiunto un accordo di compromesso, e al vertice del 14-15 dicembre l'UE ha ritenuto che fossero stati fatti "sufficienti progressi" sui tre temi in questione per poter passare alla seconda fase negoziale – quella relativa alla definizione dell'assetto futuro dei rapporti commerciali tra Regno Unito e UE, e ai termini del periodo di transizione.

**Sull'*exit bill* la controproposta del governo britannico è salita a 40-45 miliardi di euro, un avvicinamento ritenuto accettabile alla cifra di 60 miliardi stimata dall'UE. I progressi maggiori sono stati fatti invece sul tema dei diritti dei cittadini, mentre la questione che alla fine si è rivelata la più critica – in quanto ha rischiato di far saltare l'accordo – è stata quella del confine irlandese.** Al momento, per evitare la reintroduzione di un *hard border*, si è optato per una formulazione che prevede per l'Irlanda del Nord l'allineamento alla regolamentazione UE, mantenendo il sostanziale accesso *de facto* al mercato unico. I termini precisi della nuova formulazione dovranno essere definiti successivamente, in quanto gli unionisti irlandesi del DUP – l'alleato chiave dei Tories, senza il quale i conservatori di Theresa May non hanno la maggioranza di governo (avendola persa alle elezioni dello scorso giugno) – hanno apertamente contestato tale soluzione, perché mina il principio dell'unità della regolamentazione sul suolo britannico, di cui l'Irlanda del Nord fa parte.

Il periodo di transizione, che partirà all'indomani dell'uscita dall'UE – fissata per il 29 marzo 2019 – dovrebbe durare circa due anni, almeno fino al termine del bilancio pluriennale UE che scade a fine 2020, e dovrebbe tendenzialmente mantenere lo *status quo*, ovvero l'accesso al mercato unico per il Regno Unito. Il tema chiave, quello più arduo, sarà la definizione dell'accordo commerciale. L'ipotesi più diffusa propende per una soluzione analoga a quella dell'accordo di libero scambio in vigore con il Canada, anche se il governo britannico aspira a una formulazione del tutto nuova, da disegnarsi *ad hoc* per il Regno Unito, alla luce dei rapporti "speciali" intrattenuti nel tempo con l'UE, ovvero una formulazione che possa garantire un accesso "privilegiato" al mercato unico. Si tratta di un'aspirazione ambiziosa da parte britannica e questo sarà il tema chiave di mercato per buona parte del prossimo anno, in quanto – fermo restando che almeno nel breve l'uscita dall'UE avrà ricadute negative sull'economia britannica – quanto migliori saranno le condizioni che il Regno Unito saprà garantirsi tanto minore sarà

l'entità di tali ricadute. **La sterlina tenderà a indebolirsi di fronte a sviluppi negativi – in tal senso – dei negoziati e simmetricamente a rafforzarsi di fronte a sviluppi positivi. Nel complesso tuttavia, a meno di un deterioramento significativo del quadro macro, i minimi dell'anno scorso dovrebbero restare alle spalle**, in particolare contro dollaro, ma anche – probabilmente – contro euro, perché l'ampiezza della correzione del 2016 rifletteva anche il rischio dell'esito più negativo, ovvero di un'uscita dall'UE senza accordo, che ora appare improbabile.

Ferma restando l'incertezza sul tipo di accordo commerciale che verrà alla fine raggiunto, **la sterlina dovrebbe tornare a mostrare una maggiore reattività ai dati. Quest'anno l'economia ha subito un rallentamento** (dall'1,8% dell'anno scorso a 1,5-1,6%) a causa dell'indebolimento dei consumi dovuto all'aumento dell'inflazione provocato dal passato deprezzamento della sterlina. Nello scenario pubblicato nell'Inflation Report di novembre – che pone come ipotesi di lavoro una *smooth Brexit* ma non fa alcuna assunzione sul tipo di accordo commerciale che verrà alla fine raggiunto con l'UE - **la Bank of England non si aspetta un ulteriore rallentamento l'anno prossimo, quanto una sostanziale stabilizzazione**, a 1,6% nel 2018, e una lieve accelerazione a 1,7% nel biennio successivo 2019-20. C'è nel complesso un rallentamento, dovuto a Brexit, rispetto agli anni scorsi. In ogni caso, dopo la fase di debolezza incontrata nella prima metà di quest'anno, l'economia dovrebbe trovare la spinta dalla ripresa globale e del passato deprezzamento del cambio, che dovrebbero favorire il canale estero, nonché delle condizioni finanziarie molto accomodanti che, insieme alla buona domanda globale, dovrebbero favorire gli investimenti. Quanto ai consumi la fase di maggior debolezza dovrebbe essere alle spalle e si intravedono già segnali di recupero, per quanto graduale. Inoltre, per quanto riguarda la politica fiscale, la BoE ha segnalato che le misure annunciate nel Budget di novembre ridimensionano il freno alla crescita derivante dal perseguimento del consolidamento fiscale, il che dovrebbe tradursi in una crescita dello 0,3% più elevata sull'orizzonte a tre anni, con un'inflazione dello 0,1% più alta nello stesso periodo. Con riferimento all'inflazione, che ha raggiunto il 3,1% a novembre, al di sopra del limite superiore del target range (2,0%  $\pm$  1%), la BoE si aspetta che sia prossima al picco e che – al graduale rientro dell'effetto dovuto al passato deprezzamento del cambio – ridiscenda gradualmente verso il target, portandosi a 2,4% per la fine dell'anno prossimo, 2,2% per la fine del 2019 e 2,1% per la fine del 2020.

Le implicazioni per il sentiero dei tassi, dopo il rialzo attuato a novembre (da 0,25% a 0,50%) per contrastare la salita dell'inflazione, sono per una prosecuzione dei rialzi estremamente graduale, indicativamente con un rialzo all'anno nei prossimi due-tre anni (il prossimo è atteso orientativamente nella seconda metà del 2018 – Fig. 10) per via delle circostanze eccezionali generate da Brexit – che pone dei rischi verso il basso sulla crescita – che richiedono alla BoE di perseguire l'obiettivo di inflazione con maggiore gradualità rispetto ad un contesto normale al fine di non danneggiare la crescita e l'occupazione.

Se dunque i dati non deluderanno, convalidando, in linea di massima, lo scenario di crescita e inflazione della BoE, la sterlina dovrebbe essere in grado di stabilizzarsi e, almeno contro dollaro, di rafforzarsi leggermente nel corso dell'anno prossimo, portandosi in direzione di 1,38 GBP/USD verso fine 2018. Contro euro si dovrebbe osservare più una stabilizzazione, verso il range 0,86-0,88 EUR/GBP, che un rafforzamento, per via del contestuale atteso rafforzamento dell'EUR/USD. I rischi sono verso il basso, ovvero per una sterlina che possa rivelarsi più debole delle attese sia contro dollaro sia contro euro, nel caso in cui le trattative per Brexit dovessero evolversi sfavorevolmente.

Fig. A – Dollaro, cambio effettivo nominale



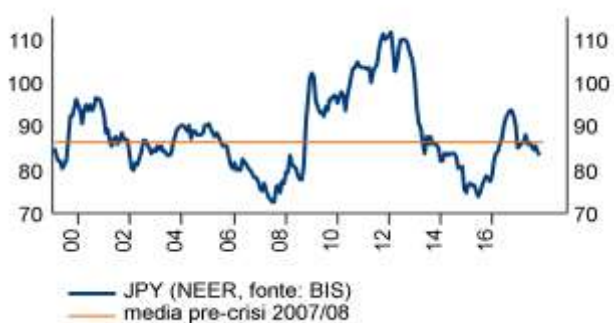
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. B – Euro, cambio effettivo nominale



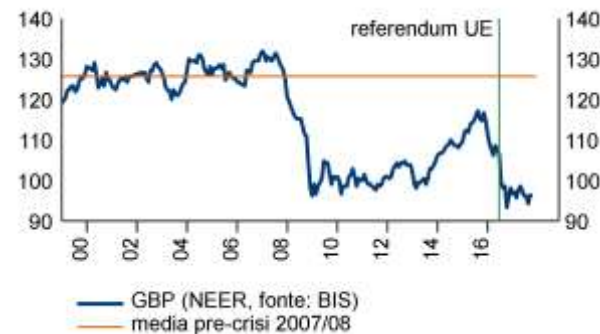
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. C – Yen, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. D - Sterlina, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. E – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



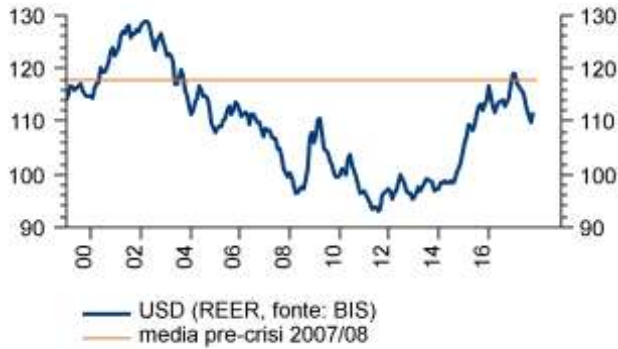
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. F – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. G – Dollaro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. H – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. I – Yen, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. J - Sterlina, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. K – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. L – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Scenario Macroeconomico

Dicembre 2017

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

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Metodologia di valutazione

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/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

[www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

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

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

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