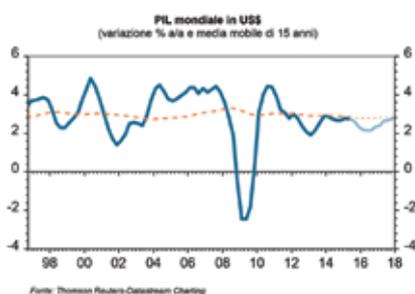


Banche centrali vicino al capolinea?

DOTT. GREGORIO DE FELICE
CHIEF ECONOMIST INTESA SANPAOLO, MILANO

La crescita del PIL mondiale è strutturalmente bassa



INTESA SNBIOLO

Gli scambi commerciali mondiali ristagnano



INTESA SNBIOLO

La minore delocalizzazione frena gli investimenti



INTESA SNBIOLO

L'attuale fase del ciclo economico mondiale presenta una serie di peculiarità.

1. La crescita fatica ad accelerare ed è prevista rimanere su ritmi moderati. I tassi di incremento del PIL attesi per il 2017 e il 2018 sono inferiori alla media degli ultimi vent'anni.

2. Al tempo stesso, però, il ciclo è particolarmente lungo. L'espansione dell'attività economica prosegue: quello che stiamo attraversando è probabilmente uno dei cicli più lunghi del secondo dopoguerra.

3. Tra i fattori che rallentano le possibilità di espansione della crescita vi è la dinamica del commercio mondiale. Gli indici relativi agli scambi internazionali segnalano una stagnazione dei flussi: tra le ragioni vi è certamente il basso prezzo delle materie prime, ma sono da ricordare anche le crescenti tensioni geo-politiche che stanno riflettendosi in tendenze neo-protezionistiche.

4. Vi è, inoltre, un ulteriore elemento che incide soprattutto sulla dinamica degli investimenti. Il processo di delocalizzazione produttiva aveva dato grande impulso all'acquisto dei macchinari



necessari per realizzare nuovi impianti in molti paesi emergenti. Possiamo misurare questa tendenza tramite il flusso degli Investimenti Diretti Esteri (IDE): osserviamo che, rispetto al picco raggiunto nel 2013, il flusso degli IDE verso la Cina si è ridotto di 100 miliardi di dollari, passando da 291 a 190 miliardi.

5. Preoccupa, infine, la dinamica della produttività, misurata in termini di PIL reale per ora lavorata, che resta su livelli storicamente molto contenuti, sia negli Stati Uniti che nei paesi dell'Eurozona, proprio a causa della tendenza meno vivace del processo di formazione di capitale fisico.

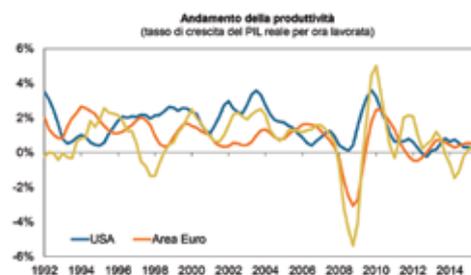
6. Anche l'inflazione rimane molto bassa nelle economie avanzate (benché in aumento nell'orizzonte della previsione) e contribuisce a mantenere la dinamica dell'indice globale dei prezzi al consumo (CPI) al di sotto della media di lungo periodo.

7. L'aspetto positivo di questa fase ciclica è comunque legato all'assenza dei segnali tipici della chiusura di un ciclo espansivo. Come si diceva in precedenza, mancano le pressioni inflazionistiche che potrebbero rendere più restrittive le politiche monetarie: gli orientamenti delle banche centrali sono pertanto destinati a rimanere accomodanti, con tassi di interesse a livelli storicamente bassi. Inoltre, la stance mediamente più espansiva delle politiche fiscali compenserà la minore efficacia delle politiche monetarie, mentre le quotazioni petrolifere contenute continueranno a supportare il potere d'acquisto delle famiglie, anche nel 2017. Mancano infine, con l'unica eccezione della Cina, situazioni di squilibrio finanziario (eccessi di debito o di deficit nei conti con l'estero) o bolle speculative sul mercato immobiliare.

Negli Stati Uniti, la crescita viaggia ad un ritmo del 2%. I trend dei consumi e delle costruzioni residenziali appaiono solidi: è atteso un miglioramento anche degli investimenti non residenziali. La crescita occupazionale prosegue a ritmo sostenuto: il pieno impiego è ormai raggiunto. Le pressioni inflazionistiche sono ancora modeste, ma i prezzi stanno gradualmente accelerando (soprattutto nel settore dei servizi). I tassi di interesse reali si attestano su livelli ampiamenti inferiori a quelli che prevalevano negli anni precedenti la crisi.

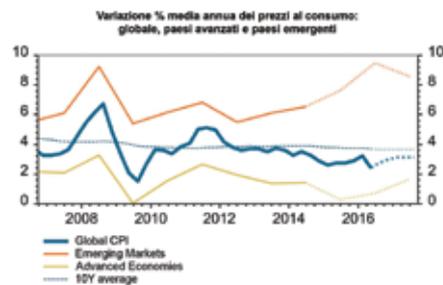
Il Board della Federal Reserve USA appare profondamente spaccato, ma il consenso è quasi unanime per un aumento

La crescita della produttività è modesta



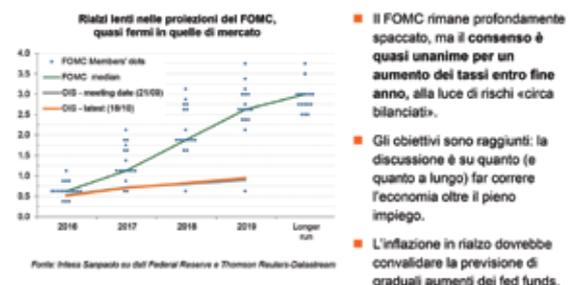
INTESA SANPAOLO

Inflazione contenuta nei paesi avanzati



INTESA SANPAOLO

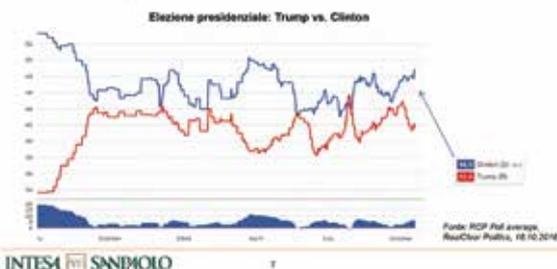
FOMC: probabile un rialzo entro fine 2016



INTESA SANPAOLO

Elezioni 2016: Clinton in vantaggio

- **Elezione del Presidente.** Clinton in rialzo nei sondaggi, ma ancora molti indecisi. Rimane incertezza sui delegati (il presidente è eletto dal Collegio elettorale, non dal voto popolare).
- **I principali rischi del voto riguardano l'agenda internazionale,** dove il presidente domina in Congresso (trattati, alleanze, interventi militari).



Elezioni 2016: probabile un altro biennio di governo diviso

- **Elezione del Congresso.** Rinnovo di tutta la Camera (435 seggi), 1/3 del Senato (34 su 100), di cui 24 repubblicani.
- **Previsioni per la Camera:** maggioranza repubblicana, meno ampia di quella attuale.
- **Previsioni per il Senato:** possibile parità, o risicata maggioranza.

Rinnovo del Congresso			
	Democratici	Repubblicani	Totale (incerto)
Camera (previsioni)			
Sicuro/probabile	192	232	11
Senato (previsioni)			
Sicuro/probabile	46	46	8
Per memoria:			
Camera attuale	186	247	435
Senato attuale	46	54	100

Fonte: RealClearPolitics, Dat al 12.10.2016

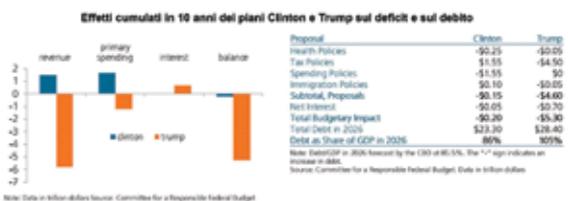
militari), dove è il Presidente a prevalere sul Congresso.

L'election day dell'8 novembre prevede anche il completo rinnovo della Camera (435 seggi) e di un terzo del Senato (34 seggi su 100). Sulla base dei sondaggi le previsioni indicano una Camera a maggioranza repubblicana (benché meno ampia di quella attuale) e un Senato in condizioni di sostanziale parità, o con una maggioranza estremamente risicata (difficile dire se democratica o repubblicana). Si prospetta dunque, in caso di vittoria di Hillary Clinton, un altro biennio di governo diviso.

Le differenze fra i programmi elettorali dei due candidati alla Presidenza USA sono

Clinton vs Trump: molte differenze e pochi punti comuni

- **Le differenze fra i due piani sono estreme:** spese e entrate più elevate per Clinton, drastica riduzione delle imposte per Trump. Effetto netto espansivo in 10 anni di circa 200 mld e 5,3 tln, rispettivamente. Nessuno dei due piani avrebbe il consenso del Congresso.
- **Alcuni punti in comune** potrebbero essere approvati anche da una Camera repubblicana e da un Senato spaccato: 1) riduzione delle imposte sulle imprese, scudo per il rimpatrio degli utili detenuti all'estero (possibili effetti positivi su azionario, PIL e investimenti); 2) aumento della spesa per infrastrutture (possibile effetto espansivo sul PIL di 1-2 decimi nel prossimo biennio).



Alcuni punti in comune potrebbero, però essere approvati anche da una Camera re-

dei tassi USA entro la fine dell'anno. Gli obiettivi in termini di occupazione sono ormai raggiunti e la discussione in seno al Consiglio è su quanto (e quanto a lungo) far correre l'economia oltre il pieno impiego. L'inflazione in rialzo dovrebbe convalidare la previsione di gradualmente aumenti dei fed funds nel corso del 2017-19.

Lo scenario politico è però un'incognita. Hillary Clinton è data in lieve rialzo nei sondaggi per le prossime Presidenziali, ma gli indecisi sono ancora molti. Rimane una forte incertezza sui delegati, dato che il Presidente americano è eletto dal Collegio elettorale e non dal voto popolare. I principali rischi legati all'esito del voto riguardano l'agenda internazionale (trattati, alleanze, interventi

notevoli. Clinton punta su spese ed entrate più elevate, Trump su una drastica riduzione delle imposte. L'effetto netto espansivo dei pacchetti di misure proposti dai candidati è valutabile, rispettivamente, in circa 200 miliardi e in 5,3 trilioni di dollari, su un arco temporale di dieci anni. Nessuno dei due piani riuscirebbe, peraltro, a raccogliere il consenso del Congresso.

pubblicana e da un Senato spaccato: ad esempio, dal lato delle entrate, la riduzione delle imposte sulle imprese e lo scudo per il rimpatrio degli utili detenuti all'estero (con effetti positivi sul mercato azionario, sulla dinamica del PIL e sugli investimenti) oppure, dal lato delle uscite, l'aumento della spesa per infrastrutture, che potrebbe generare un effetto espansivo sul PIL di 1-2 decimi di punto nel prossimo biennio.

Nel caso del Giappone, la ripresa dell'economia continua a dipendere dallo stimolo monetario e fiscale: il PIL è visto in crescita fra lo 0,4% e lo 0,5% sia nel 2016 che nel 2017. Il Governo ha annunciato un pacchetto di misure molto ampio, almeno sulla carta: 28 trilioni di yen, pari al 5,5% del PIL. Gli stimoli fiscali sono pari a 13,5 trilioni di yen, di cui 7,5 legati a maggiori spese (6,2 in infrastrutture). Il pacchetto dovrebbe produrre un impatto sulla crescita pari allo 0,1% nel 2016 e allo 0,2-0,3% nel 2017. Potrebbero seguire alcune riforme strutturali, relative soprattutto al mercato del lavoro. Il rinvio dell'aumento dell'imposta sui consumi non appare sufficiente a stimolare la spesa privata: in vista delle future restrizioni, le famiglie non modificano, infatti, i consumi, ma incrementano il risparmio.

L'impatto di Brexit sull'economia giapponese si eserciterà principalmente attraverso l'apprezzamento dello yen e il rallentamento delle esportazioni: il pacchetto di stimolo varato dal Governo prevede pertanto interventi per 1,3trl di yen, diretti a compensare gli effetti negativi del referendum inglese sulle piccole e medie imprese giapponesi.

Sul fronte della politica monetaria, due sono le novità principali. La prima è rappresentata dal "controllo della curva", consistente nell'annuncio da parte della Banca del Giappone (BoJ) di un tasso di policy di breve termine (i.e.: invariato a -0,1%) e di un livello-obiettivo per il tasso di lungo termine (i.e.: JGB a 10 anni intorno a zero). La seconda è l'impegno a fare overshooting sull'inflazione: la banca centrale continuerà a espandere la base monetaria fino a quando la dinamica dell'inflazione non si porterà stabilmente sopra il 2% tendenziale. La base monetaria potrà fluttuare in base alle operazioni attuate dalla banca centrale per il controllo della curva: il rapporto tra la base monetaria e il PIL nominale dovrebbe salire oltre il 100% nell'arco di un anno, dall'attuale 80%.

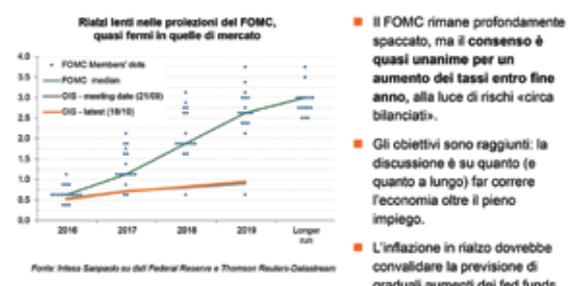
Quali sono gli obiettivi della nuova strategia? Aggirare il vincolo di scarsità dei titoli del Tesoro giapponese (JGB) fissando i rendimenti a 10 anni, spingere verso l'alto le aspettative di inflazione, mantenere le "mani libere" per continuare a comprare titoli anche con inflazione al 2%. In effetti, l'obiettivo di fissare simultaneamente prezzi e quantità potrebbe rivelarsi problematico: l'implementazione delle nuove misure resta pertanto incerta.

Passando all'area dell'Euro, l'impatto di Brexit su crescita e mercati è apparso per ora piuttosto modesto. La previsione di Intesa Sanpaolo post-referendum inglese è che il tasso di crescita del PIL dell'eurozona possa rallentare verso l'1,3-1,4% nel 2017, dall'1,5% nell'anno in corso.

La crescita continuerà ad essere sostenuta dalla domanda interna e dall'orientamento eccezionalmente espansivo della politica monetaria: la BCE potrebbe decidere di prolungare il programma di acquisto titoli fino a giugno 2017. La politica fiscale potrà dare alla crescita un supporto limitato: cambi di passo sui temi di bilancio o su quelli relativi all'immigrazione appaiono difficili prima delle elezioni in Germania.

È, però, dalla politica che vengono i principali rischi per lo scenario europeo (verso il basso anche prima di Brexit). L'agenda elettorale si presenta, infatti, ricca di appuntamenti: dal referendum costituzionale in Italia (4 dicembre), alle elezioni poli-

FOMC: probabile un rialzo entro fine 2016



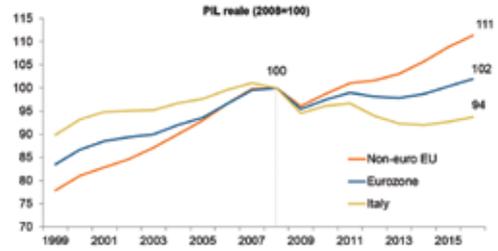
La BCE: cosa può ancora fare?



INTESA SINDIACO

11

Eurozona e UE non-euro dopo la crisi: la crescita del PIL



Nota: la UE non-euro è una media ponderata che include Regno Unito, Polonia, Danimarca, Svezia, Repubblica Ceca e Ungheria.
Fonte: elaborazioni Intesa Sindacato su database AMECO

INTESA SINDIACO

12

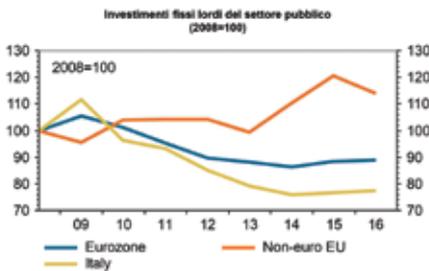
tiche in Olanda (marzo 2017), Francia (maggio e giugno 2017) e Germania (ottobre 2017). In tutti i casi, il timore dei mercati e degli osservatori è di un'ulteriore deriva verso posizioni populiste.

L'analisi dei maggiori driver di crescita del PIL nell'eurozona mette in evidenza tre elementi principali: 1) il prezzo del petrolio, il cui contributo cambierà segno, passando da positivo a circa neutrale; 2) la politica monetaria, che supporterà la domanda interna bilanciando in parte la debolezza della componente estera; 3) Brexit, che

peserà sulla crescita per circa lo 0,3% tra il 2016 e il 2017.

Cosa potrà ancora fare la Banca Centrale Europea? In realtà, non molto. Ulteriori ritocchi al tasso sui depositi sono possibili (in particolare nel caso in cui lo scenario dovesse ulteriormente deteriorarsi), ma il loro impatto sul cambio sarà, eventualmente, di breve durata. Più probabile l'estensione del QE, per

Le politiche fiscali si riflettono sugli investimenti pubblici



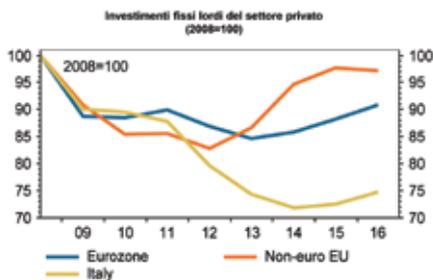
Fonte: elaborazioni Intesa Sindacato su dati AMECO, BEA e Thomson Reuters

INTESA SINDIACO

13

durata o ad altre asset class. I margini di manovra appaiono nel complesso risicati: i benefici dei tassi negativi sono controversi e cresce il rischio di generare instabilità finanziaria, anziché rilanciare la domanda interna.

Anche gli investimenti privati ne risentono



Fonte: elaborazioni Intesa Sindacato su dati AMECO, BEA e Thomson Reuters

INTESA SINDIACO

14

A otto anni di distanza dall'inizio della crisi, l'eurozona ha poco più che recuperato il livello di PIL del 2008: l'Italia non è ancora tornata ai livelli pre-crisi. Malgrado la stagnazione, il saldo primario di bilancio aggiustato per il ciclo è tornato velocemente in territorio positivo, tanto nell'eurozona che (soprattutto) nel nostro Paese. La

stance restrittiva delle politiche fiscali si è riflessa sulla spesa per investimenti del settore pubblico: fatto 100 il dato del 2008, gli investimenti fissi lordi del settore pubblico italiano si collocano attualmente poco sotto 80, quelli dell'eurozona a 90. Addirittura più accentuata (almeno nel caso dell'Italia) appare la caduta degli investimenti del settore privato, che risentono delle difficoltà della crescita e dell'andamento del clima di fiducia.

In uno scenario di crescita globale solo modesta, le politiche monetarie appaiono ormai a fine corsa: per la Fed è arrivato il momento di invertire la rotta, mentre gli ulteriori spazi di manovra per la Banca Centrale Europea e la Bank of Japan appaiono limitati.

Le politiche fiscali potranno dare un supporto solo contenuto alla crescita: ciò vale in particolare per l'eurozona, alla luce delle limitazioni imposte dalle regole di bilancio. Il ciclo degli investimenti pubblici e privati è debole e richiederebbe, invece, un forte sostegno, diretto e indiretto.