



USI – Confronti: Tendenze globali e realtà regionali: l'economia nel 2019

L'Unione Europea: lo scenario macroeconomico

Luca Mezzomo

Direzione Studi e Ricerche – Analisi Macroeconomica

Bellinzona, 20 novembre 2018



Le tendenze attuali

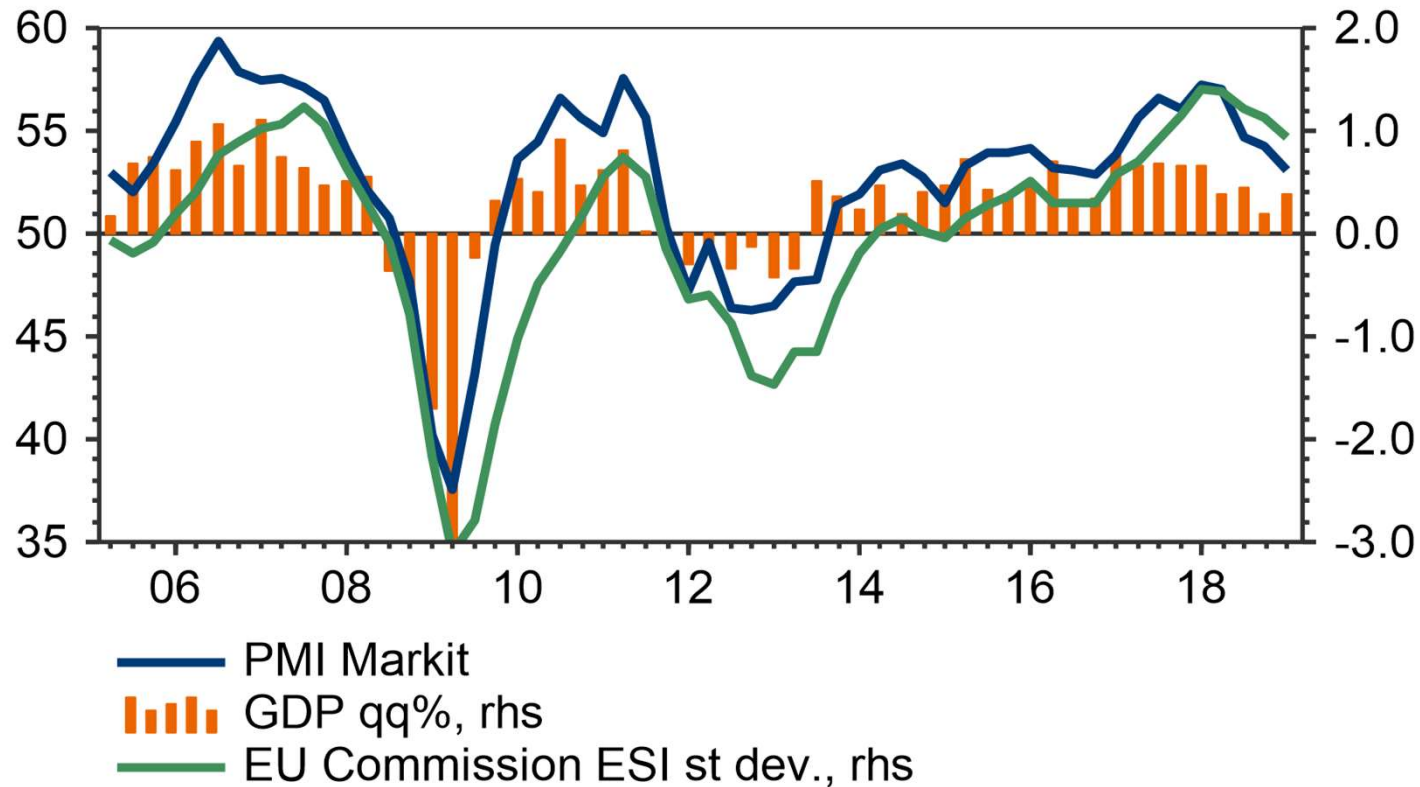
Lo scenario 2019: rallentamento e poca inflazione

Politica monetaria BCE a una svolta

Le faglie attive: Brexit, nuovi populismi e Italia

Area euro: il ritmo dell'espansione rallenta

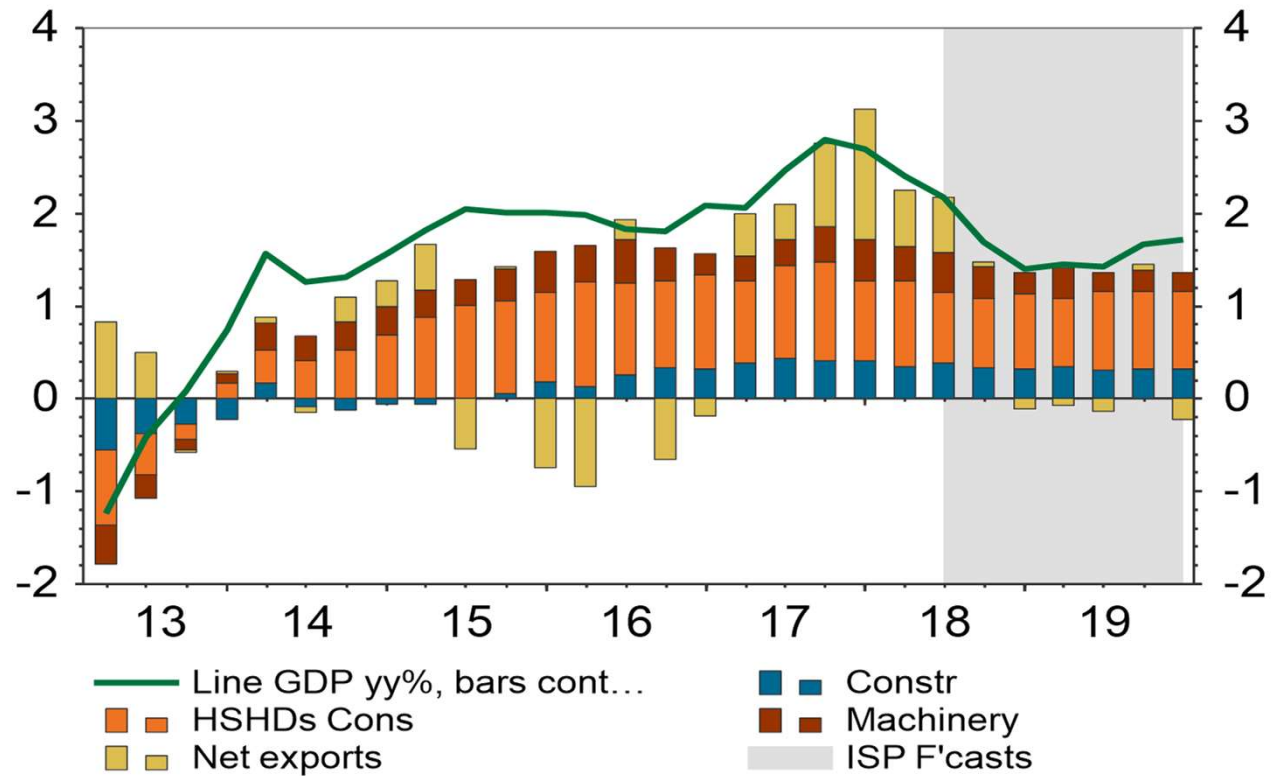
Netto rallentamento per la crescita del PIL rispetto a fine 2017



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Frenano sia domanda interna, sia l'export

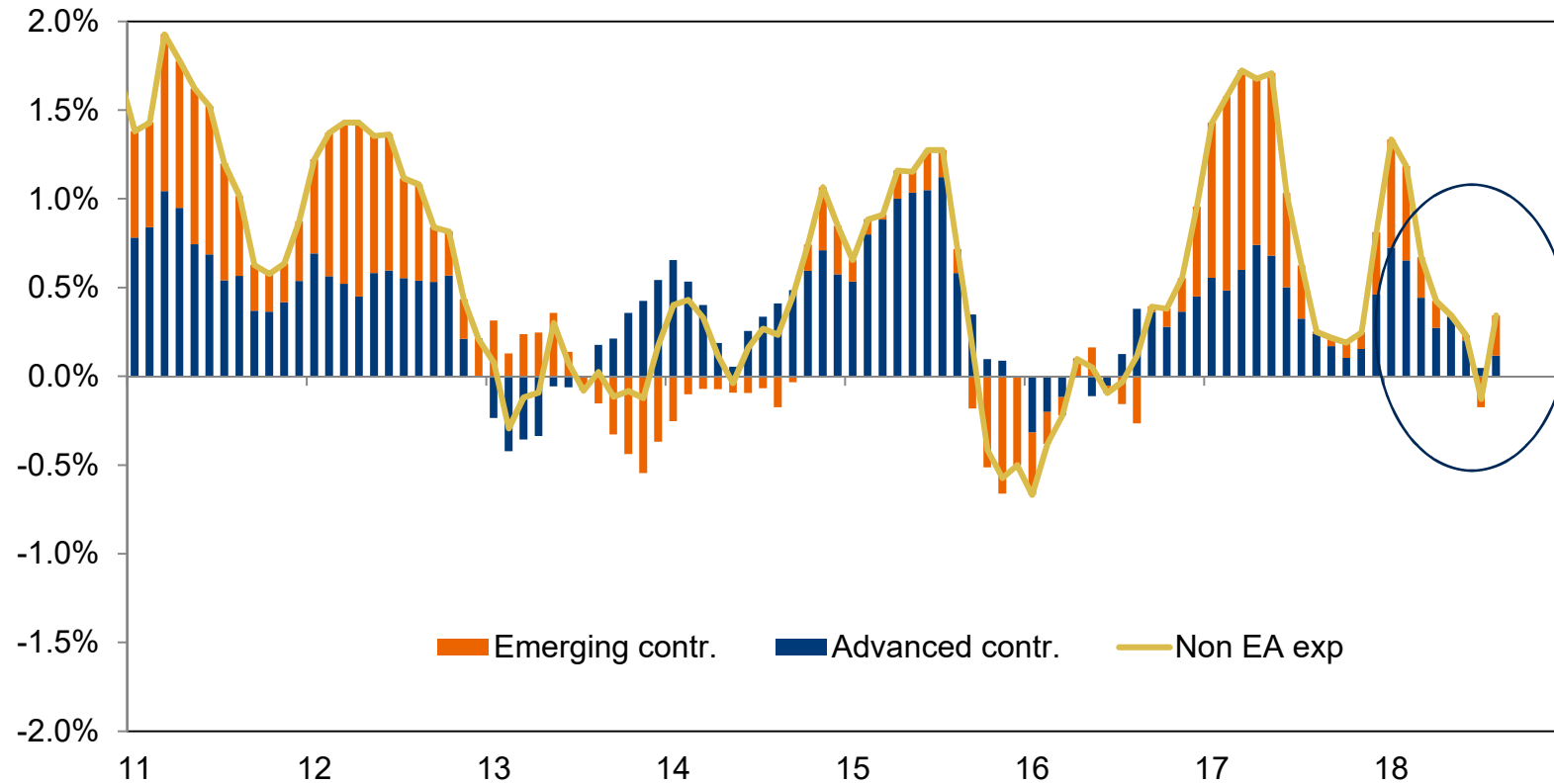
Eurozona: crescita del PIL (a/a, %) e contributi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Area euro: domanda estera più debole

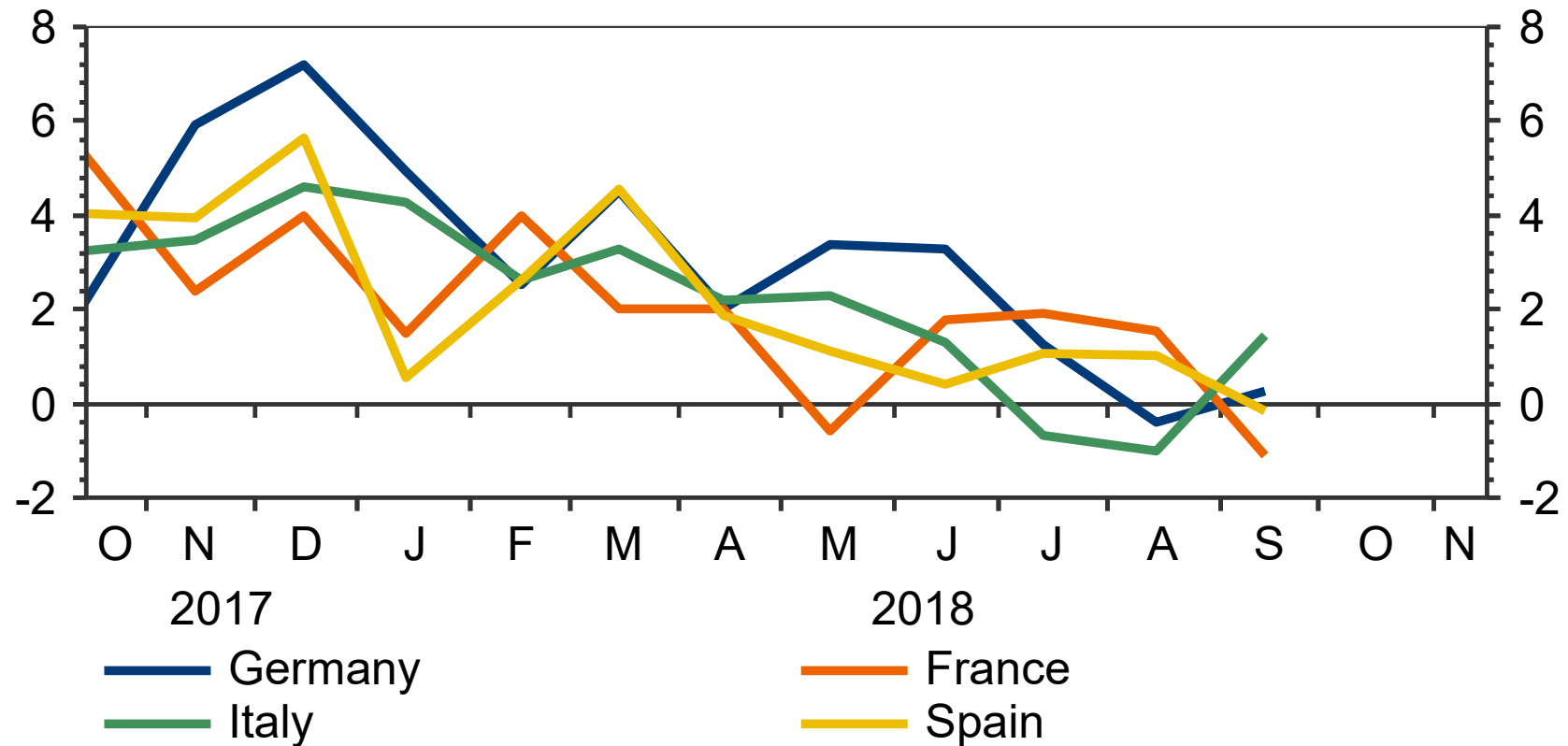
Export in rallentamento anche senza dazi, e non solo verso i paesi emergenti (Var. 3m/3m, %)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'industria ha guidato la frenata estiva

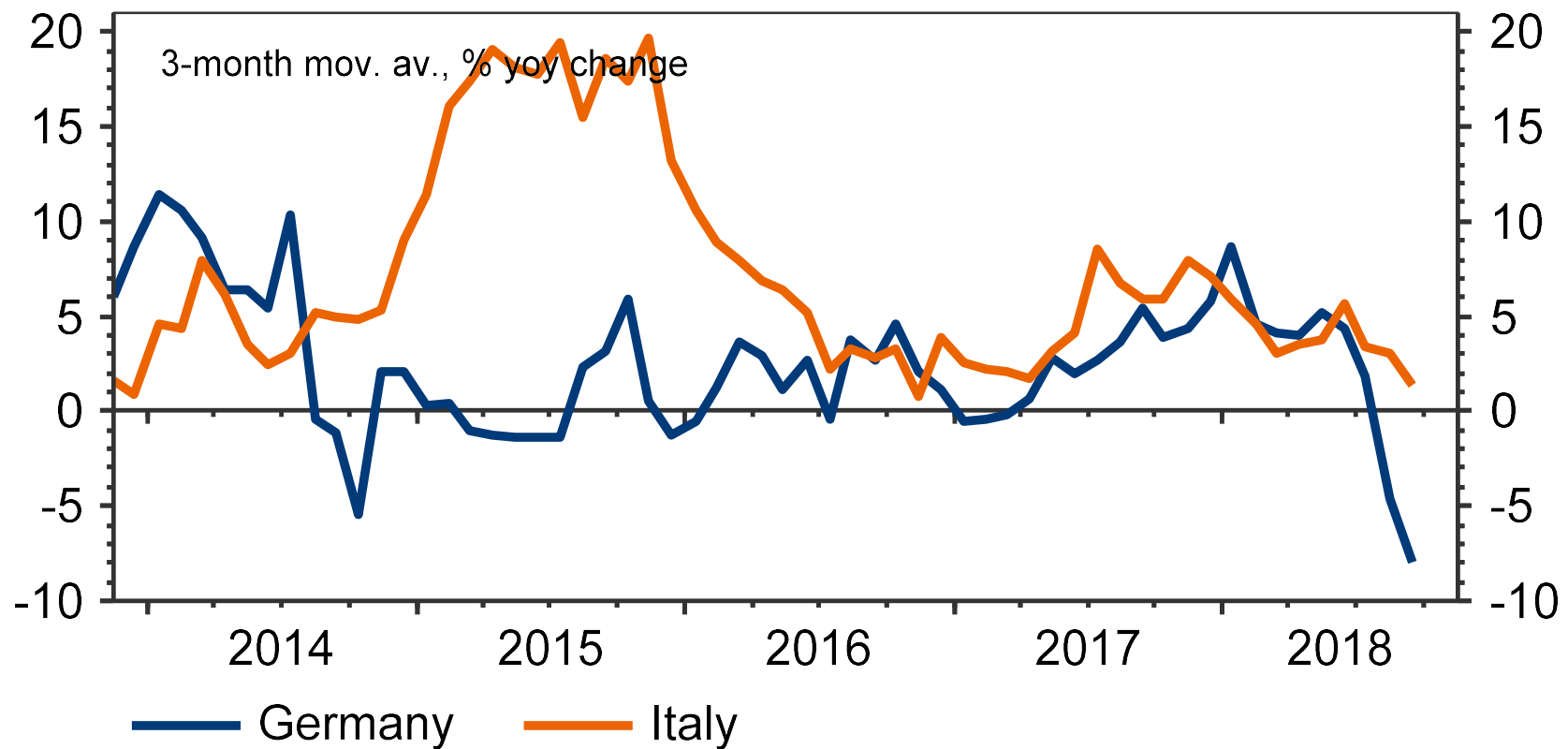
Produzione industriale (a/a, %)



Fonte: Thomson Reuters, Eurostat e uffici nazionali di statistica

L'incertezza sui veicoli diesel ha frenato il settore automobilistico nel terzo trimestre

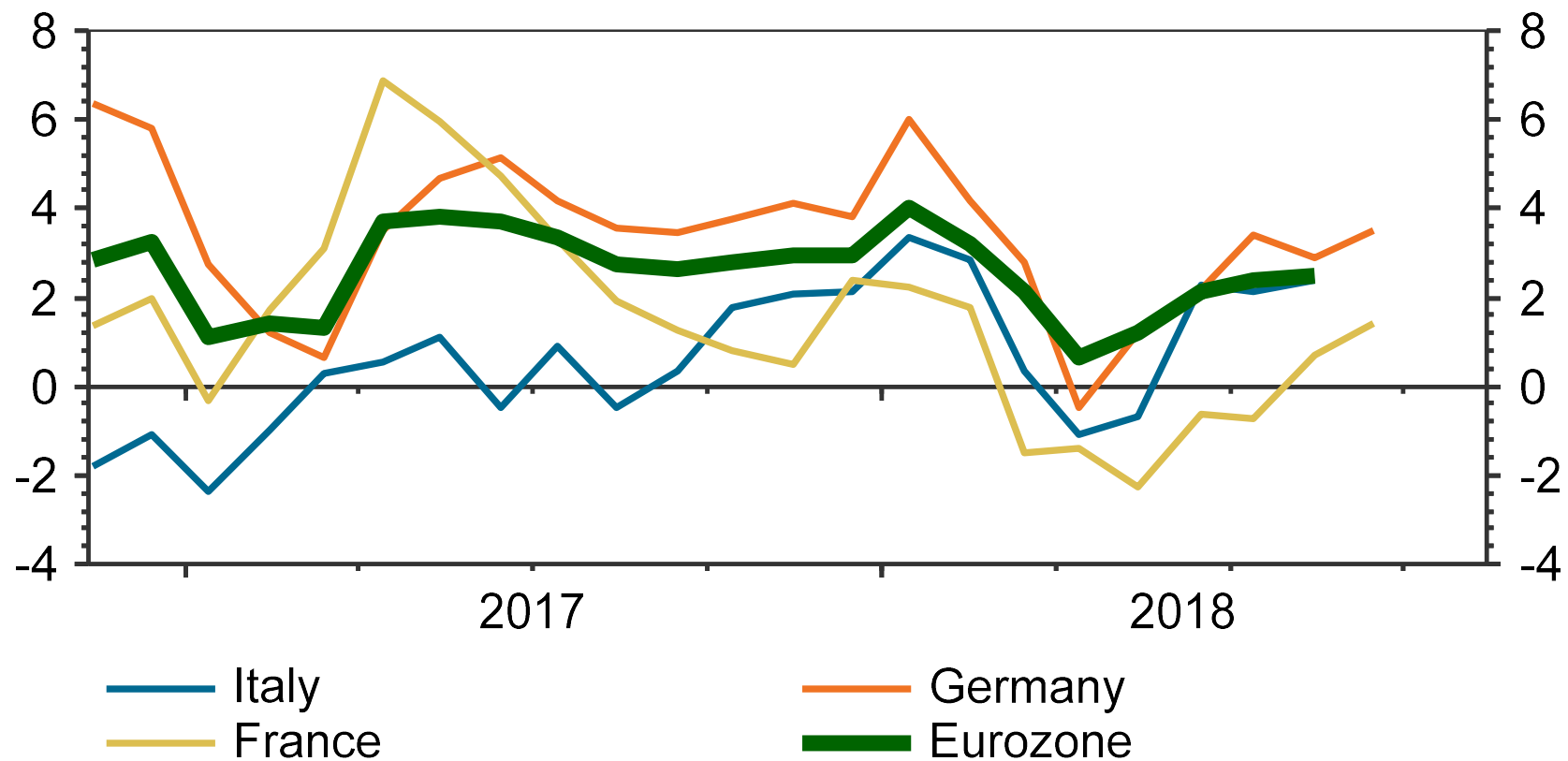
Produzione di mezzi di trasporto: Germania e Italia a confronto



Fonte. Thomson Reuters Datastream, Istat, Ufficio Federale di Statistica della Germania

Costruzioni in crescita moderata

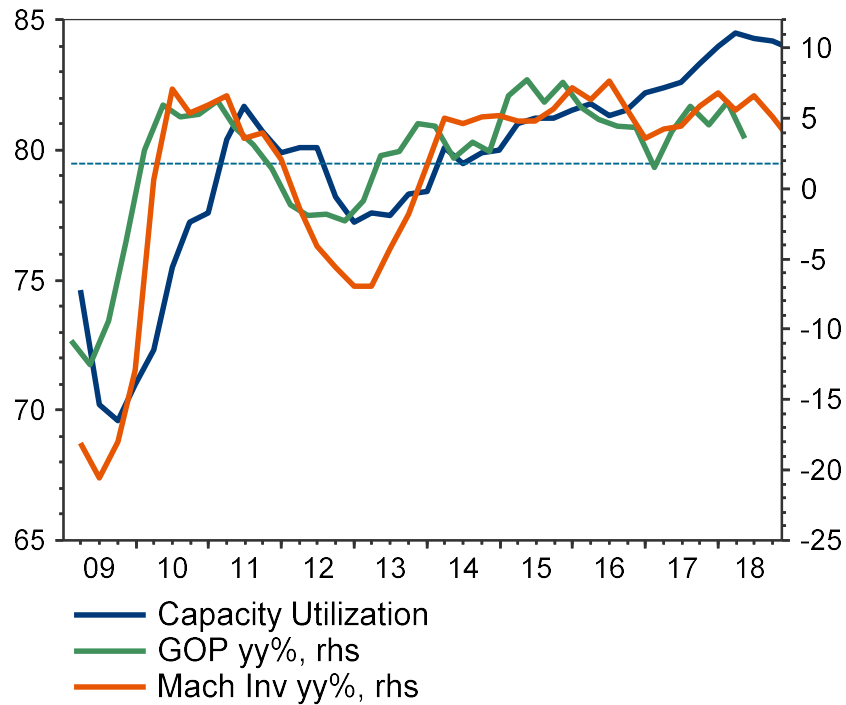
Produzione nelle costruzioni (a/a, %)



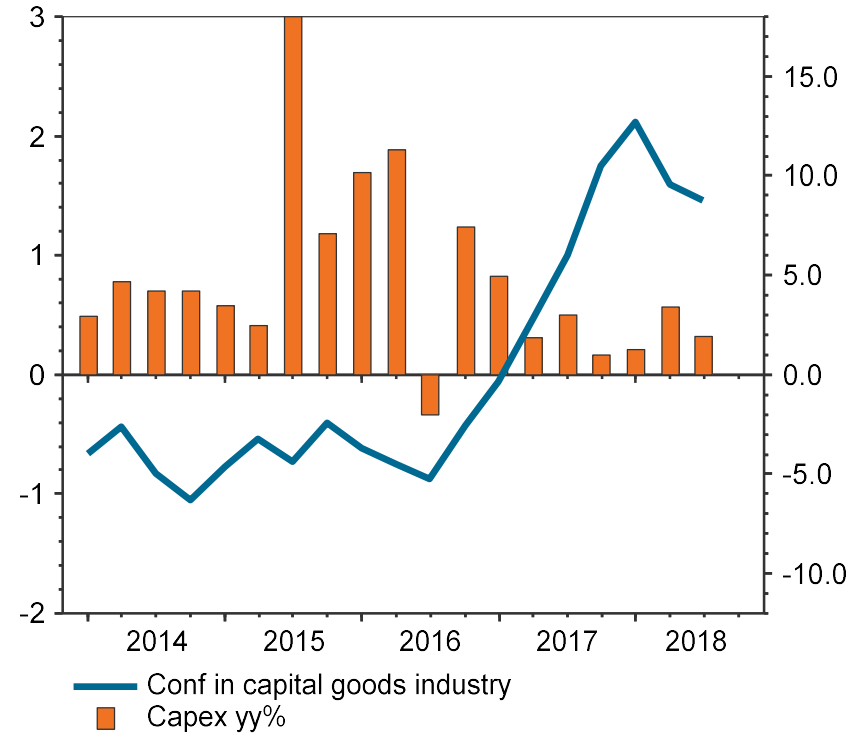
Fonte: Thomson Reuters, Eurostat e uffici nazionali di statistica

Area euro: investimenti aziendali meno dinamici

Elevato utilizzo capacità produttiva e ripresa della redditività



Rallenta la crescita degli investimenti, fiducia dei produttori di beni di investimento buona ma in calo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le tendenze attuali



Lo scenario 2019: rallentamento e poca inflazione

Politica monetaria BCE a una svolta

Le faglie attive: Brexit, nuovi populismi e Italia

Eurozona: le prospettive di crescita

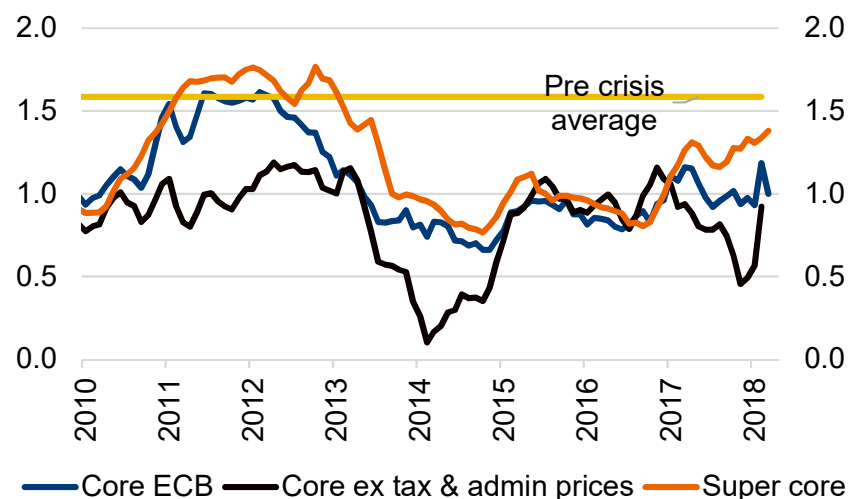
- 2018T4 in ripresa per la normalizzazione del settore auto
- Ulteriore rallentamento nel 2019 della crescita media annua in tutti gli Stati membri, ma non di quella trimestrale
- Peggiorerà il contributo delle esportazioni nette
- Lieve calo del contributo della domanda interna
- Allentamento della politica fiscale (saldo primario corretto per il ciclo 0.6% da 1.0%)

	2017	2018p	2019p	2017	2017	2017	2018	2018	2018	2018	2019	2019	2019
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.9	1.6	2.5	2.8	2.7	2.4	2.2	1.7	1.4	1.5	1.4	1.7
- t/t				0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	1.5	1.5	0.5	0.4	0.2	0.5	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.9	3.2	3.1	2.1	-0.3	1.5	0.1	1.4	0.5	0.8	0.8	0.7	0.8
Consumi pubblici	1.2	1.1	1.2	0.4	0.4	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	5.4	3.0	2.9	1.0	1.3	2.1	-0.7	1.0	0.4	0.9	0.9	0.5	0.6
Importazioni	4.0	2.6	3.4	1.1	0.6	1.5	-0.5	1.2	0.8	0.5	1.3	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.2	0.0	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.5	3.4										
Deficit pubblico (% PIL)	-0.9	-0.7	-0.6										
Debito pubblico (% PIL)	88.8	86.5	84.1										
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	1.8	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3	1.7	2.1	2.1	1.9	1.9	1.6
Produzione industriale (a/a)	3.0	1.5	1.7	2.4	4.1	4.1	3.2	2.4	0.8	-0.3	1.0	1.5	2.0
Disoccupazione (%)	9.1	8.2	7.9	9.2	9.0	8.7	8.5	8.3	8.1	8.0	8.0	7.9	7.9
Euribor 3 mesi	-0.33	-0.32	-0.24	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.30

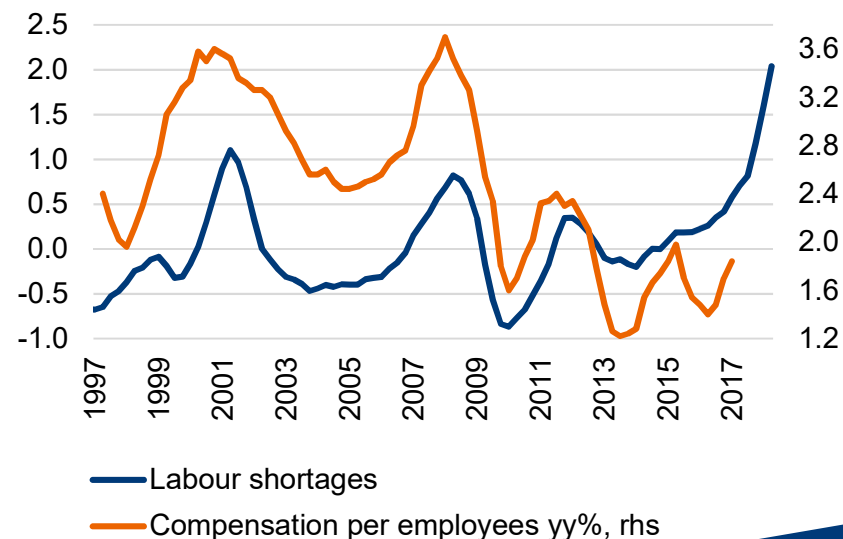
Inflazione core in lieve rialzo

- Scarsità di manodopera più evidente, ma la dinamica salariale resta scarsa.
- Per ora il Consiglio si è detto più fiducioso su di un graduale rialzo dei prezzi interni.
- Il Consiglio, a ottobre, valutava che i rischi verso il basso per la crescita, associati ad un aumento di dazi e tariffe, non dovrebbero pesare sulle prospettive di rialzo dei prezzi interni. L'effetto del protezionismo sull'inflazione, secondo la BCE, è incerto.

La nostra misura di inflazione *super core* ha svoltato e suggerisce una dinamica dei prezzi sottostanti più sostenuta



Le imprese dichiarano che il fattore lavoro è scarso. Salari e stipendi lentamente accelerano



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le tendenze attuali

Lo scenario 2019: rallentamento e poca inflazione

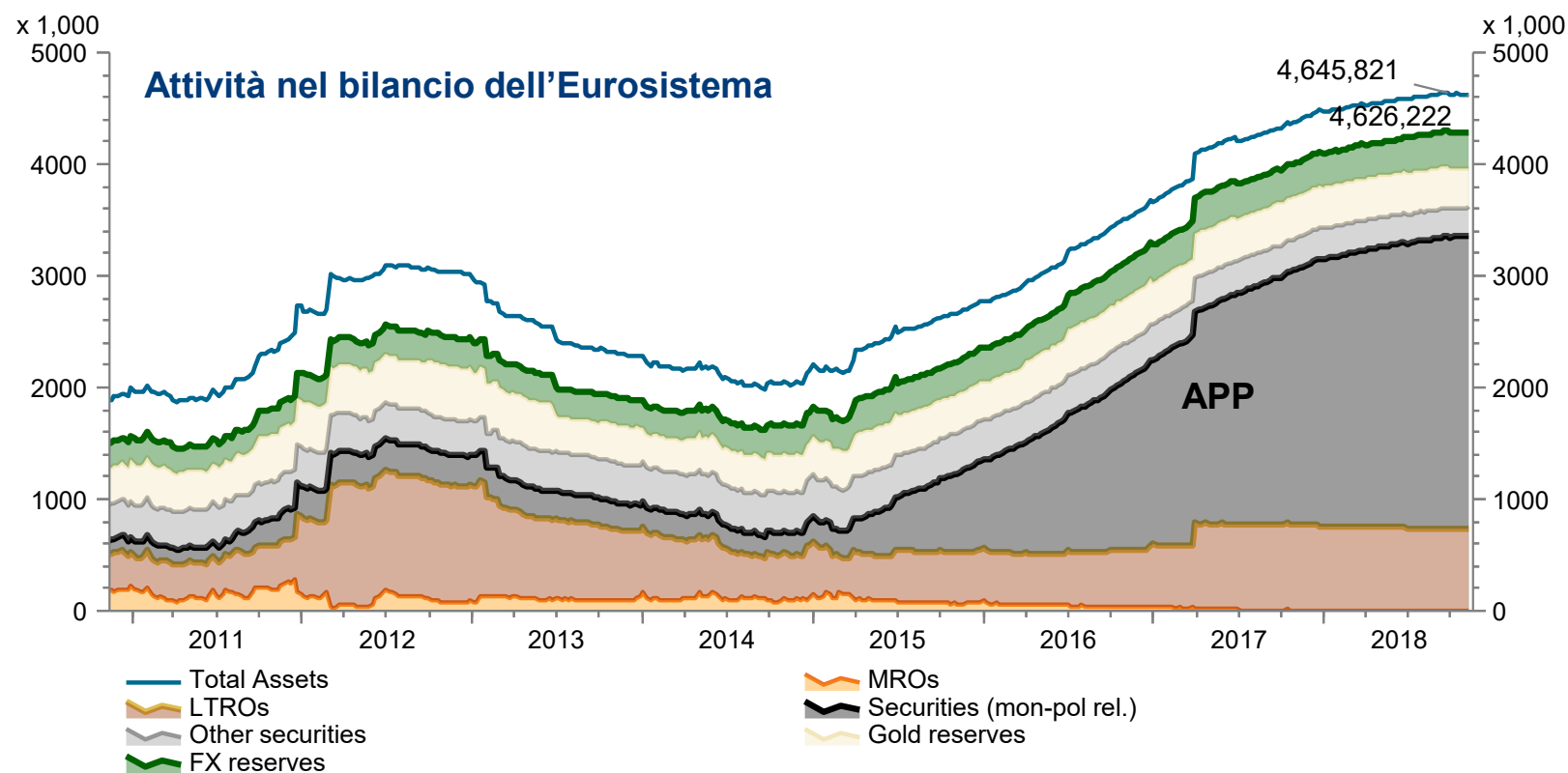


Politica monetaria BCE a una svolta

Le faglie attive: Brexit, nuovi populismi e Italia

Operazioni temporanee e acquisti hanno gonfiato il bilancio della BCE

- L'APP, partito nel 2015, sarà interrotto a fine dicembre 2018. Continuerà però il reinvestimento delle scadenze.
- Il bilancio della BCE si ridurrà inizialmente solo per la scadenza delle operazioni di rifinanziamento

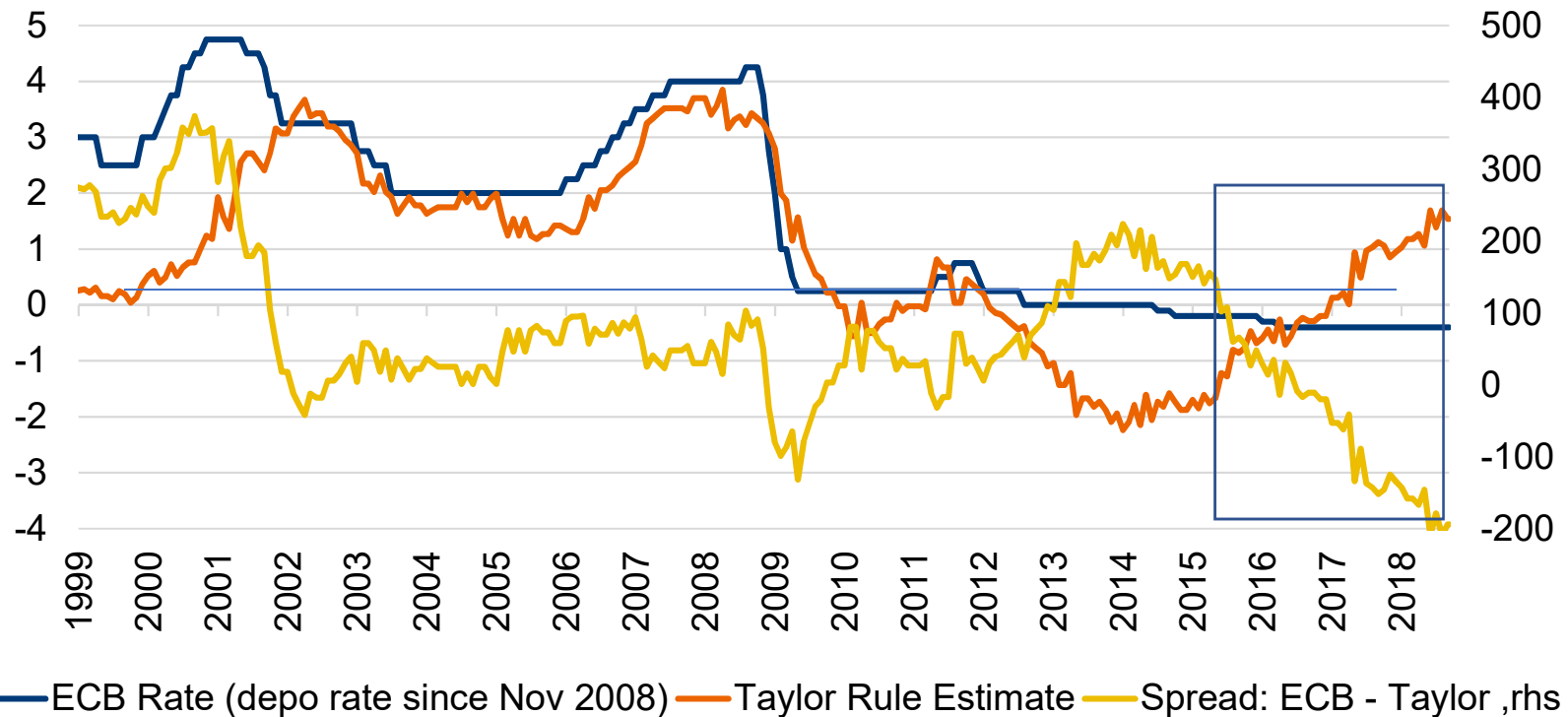


Fonte: BCE, Thomson Reuters Datastream e nostre elaborazioni

Tassi zero o negativi dal 2009

- La BCE prevede di lasciare i tassi invariati fino a tutta l'estate 2019.
- I tassi a breve termine resteranno quindi negativi ancora per quasi un anno

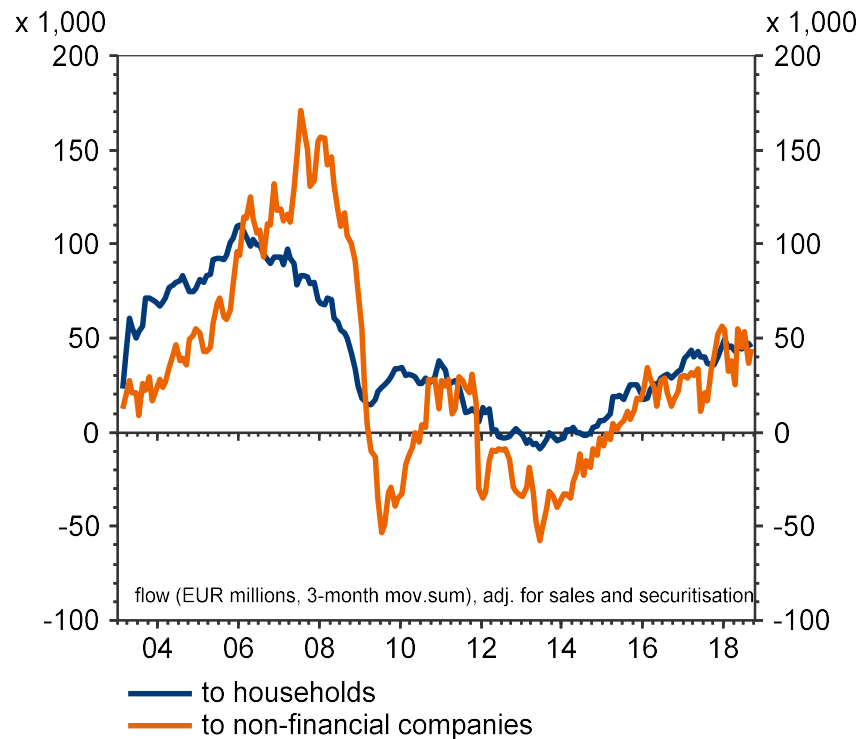
La vecchia regola di Taylor suggerisce tassi più elevati di 200 punti base già oggi, ma non tiene conto delle modifiche alla regolamentazione sul sistema finanziario



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

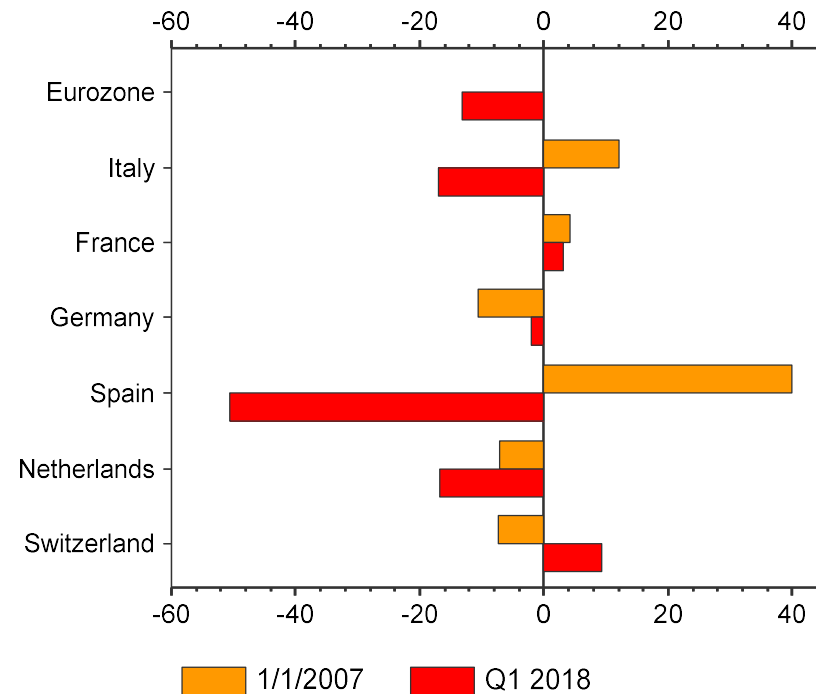
La dinamica del credito è tutt'altro che allarmante

Dinamica delle erogazioni di credito contenuta, malgrado i tassi negativi



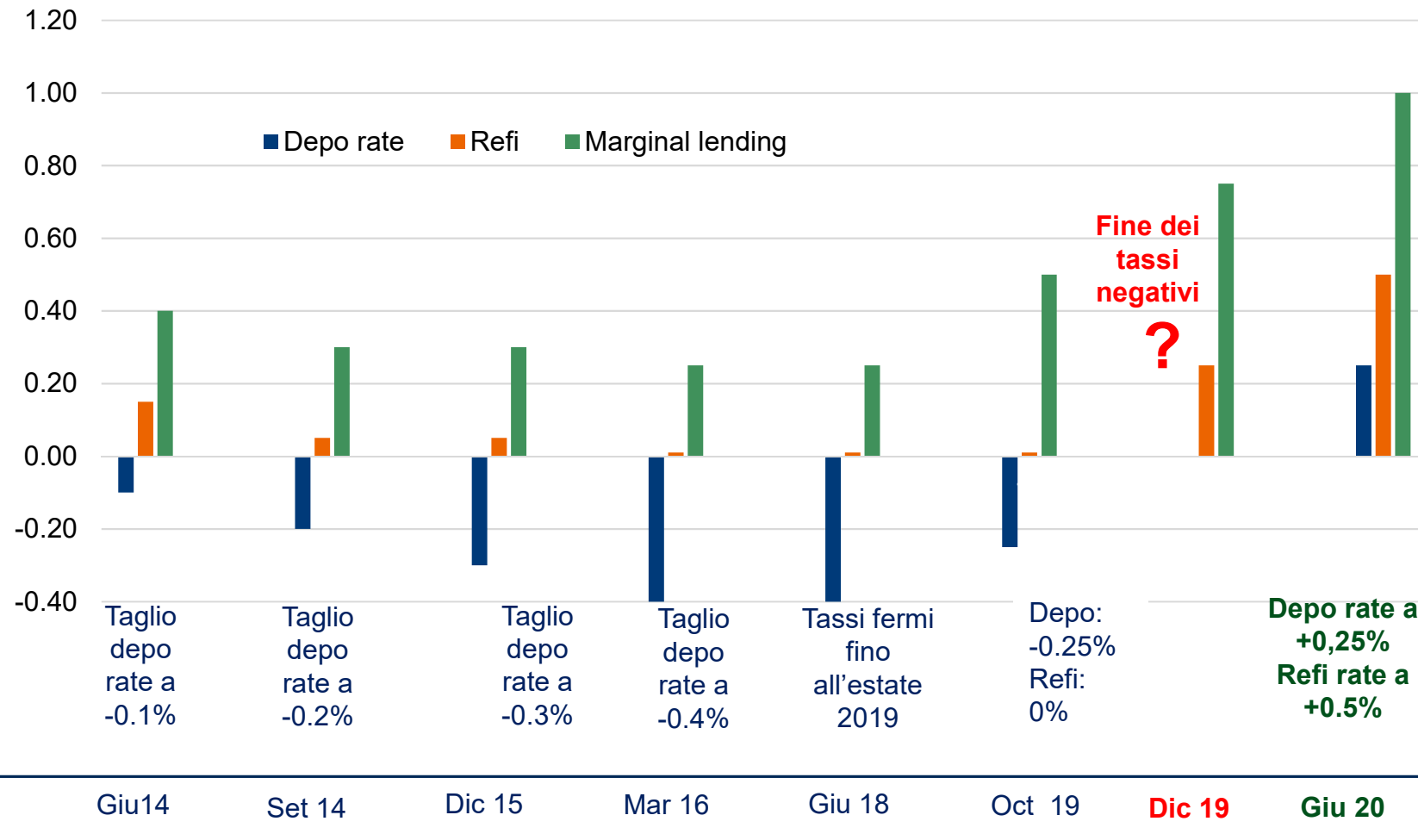
Fonte: BCE

Nessun segnale di eccessiva dinamica del credito (BIS - Credit-to-GDP gaps, %)



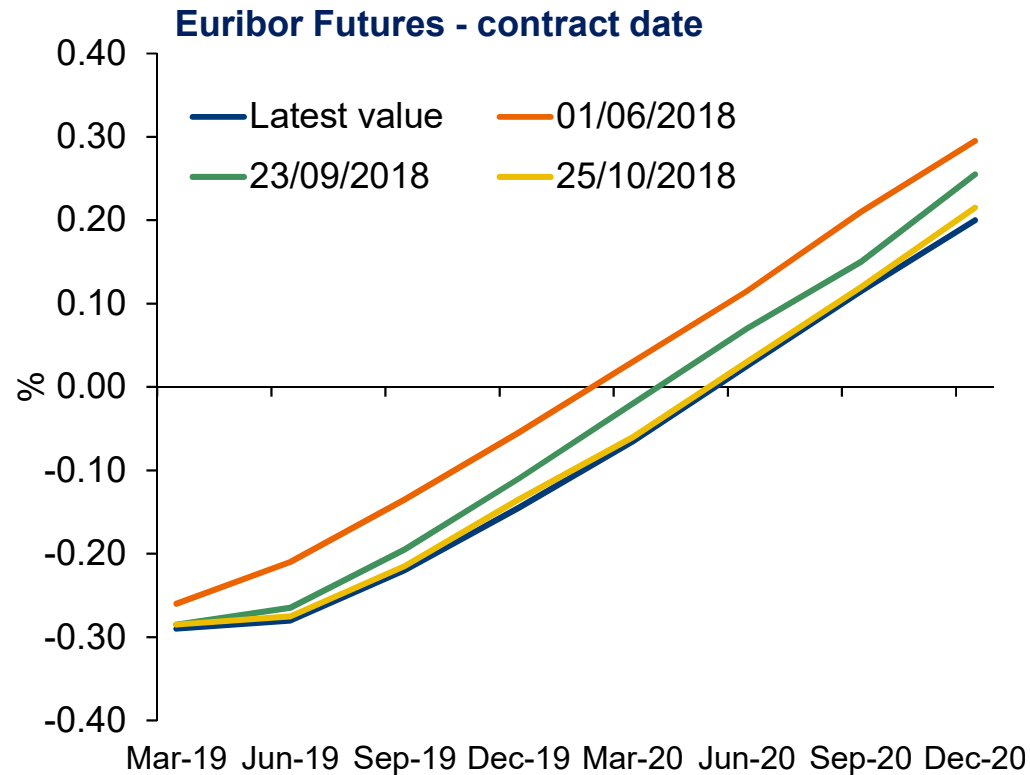
Fonte: BIS

BCE: graduale riduzione dello stimolo



Fonte: BCE e Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche

I mercati si aspettano un ciclo di rialzi moderati



- I futures sull'Euribor scontano poco più di due rialzi da qui a fine 2020. **La nostra previsione è che i tassi vengano portati a zero entro fine 2019.**
- Coeuré ha indicato che la BCE aggiusterà la *guidance* sui tassi dopo l'avvio del ciclo di rialzi ma la *guidance* resterà legata al sentiero dell'inflazione piuttosto che a stime puntuali sul livello atteso per i tassi di policy.

Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli altri nodi della normalizzazione

- **TLTRO**: le operazioni scadranno fra il 2020 e il 2021, ma già prima cesseranno di essere utili ai fini dei ratios di liquidità.
 - operazione ponte a lungo termine per agevolare la transizione delle banche al rifinanziamento attraverso il mercato?
 - A condizioni penalizzanti o di mercato?

- **reinvestimento delle scadenze** del programma di acquisti di titoli (APP):
 - spostamento su scadenze più lunghe?
 - Quando sarà invece annunciato un reinvestimento parziale, come negli Stati Uniti?

Le tendenze attuali

Lo scenario 2019: rallentamento e poca inflazione

Politica monetaria BCE a una svolta



Le faglie attive: Brexit, nuovi populismi e Italia

L'avanzata dei sovranismi mette a rischio l'Unione

- I ceti popolari non si sentono più rappresentati dai partiti tradizionali, tendenzialmente favorevoli al libero mercato, all'accoglienza e alla globalizzazione.
Crisi drammatica dei partiti socialdemocratici.
- La reazione ha favorito per lo più una **nuova destra**:
 - contraria all'immigrazione, soprattutto islamica
 - favorevole alla difesa dello stato sociale, ma soltanto per i nativi
 - nazionalista, contraria alla devoluzione di potere all'UE
 - non necessariamente pro-mercato e pro-impresa
 - spesso protezionista
 - qualche volta socialmente conservatrice, ma non in tutti i casi
- Eccezioni:
 - Spagna: Unidos Podemos (sinistra radicale)
 - Grecia: Syriza (sinistra radicale)
 - Cinquestelle (Italia): populismo eclettico, adattativo
- **Effetti disgreganti.** Soluzioni semplicistiche, destinate a fallire. Deriva rischiosa a tendere, perché le agende nazionaliste entreranno presto in conflitto.

Riforma dell'Eurozona incomplete, e la porta si sta richiudendo

21

Meccanismi di gestione delle crisi

Inesistenti fino al 2010. Oggi basato su programmi condizionati, gestiti dall'ESM, subordinati a un'analisi di sostenibilità del debito.
BCE partecipa con il programma OMT (acquisti sul mercato secondario)

Unione bancaria

Single Supervisory Mechanism (SSM)
Single Resolution Mechanism (SRM), con regole che limitano l'intervento pubblico (*bail-in*). Manca ancora un finanziatore comune del meccanismo.
Ancora da attuare l'assicurazione comune dei depositi (EDIS).

Unione fiscale

Manca il consenso per una condivisione dei rischi prima di realizzare la loro riduzione (per es., riduzione debito pubblico eccessivo dell'Italia).
Proposta franco-tedesca per un budget comune sugli investimenti.

Unione dei mercati dei capitali

Varie iniziative di armonizzazione della regolamentazione sui mercati dei capitali.

- L'avanzata del sovranismo in Europa rende ancora più arduo che in passato ottenere il consenso necessario per attuare la riforma dell'Eurozona.

Brexit: c'è l'accordo, ma resta lo scoglio della ratifica

■ L'accordo raggiunto minimizza il danno economico:

- periodo transitorio fino 31/12/20 (che può essere esteso una volta), durante il quale è tutto come prima (eccetto che UK non ha più potere decisionale e non è più rappresentato nell'UE)
- dopo il periodo transitorio, UK resta entro un'unione doganale con l'UE (che evita dazi, regole di origine e quote) fino a quando non sarà trovata un'altra soluzione compatibile con i vincoli per il confine irlandese.
- UK mantiene il necessario allineamento normativo con UE (condizione soggetta a verifica e potenzialmente ad arbitrato in caso di controversia)

■ L'accordo **deve ancora essere ratificato dal parlamento britannico**, ove opposizioni con obiettivi molto diversi potrebbero sommarsi per affossarlo.

■ In caso di bocciatura, lo scenario è molto incerto.

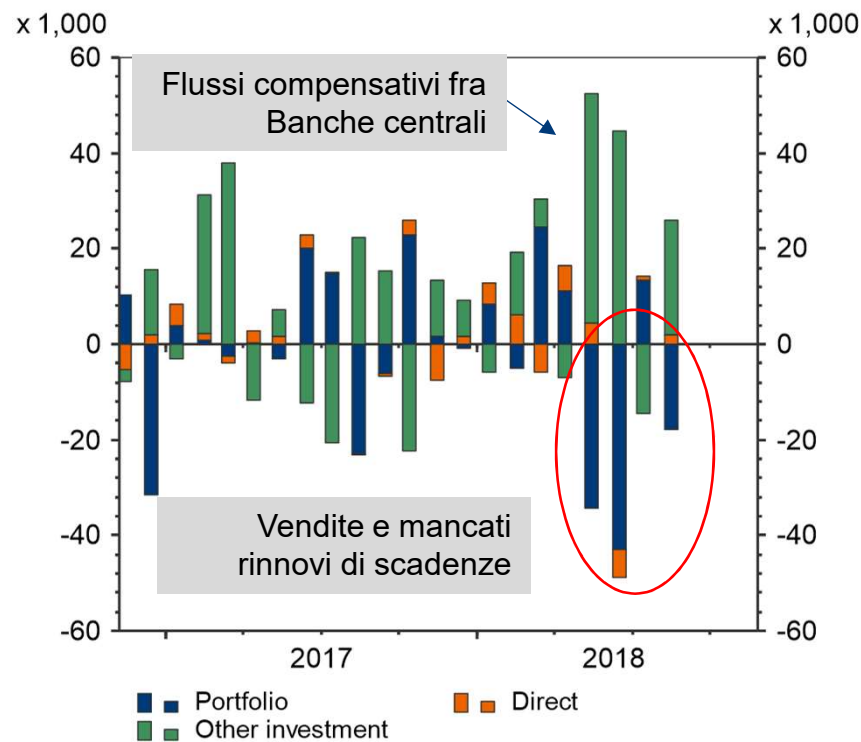
- Nuove elezioni possibili se una maggioranza parlamentare sfiducia il primo ministro
- Possibile (ma non facile!) che il partito conservatore sfiduci la May e nomini un altro premier, per condurre il paese a una hard Brexit
- Alcuni sperano che, in caso di elezioni, i negoziati possano essere estesi in attesa che si formi un nuovo governo.
- Il governo sostiene che in caso di bocciatura UK uscirà senza trattato di recesso il 29 marzo.

Italia: in rotta di collisione con l'UE, a caro prezzo, per fini elettorali

- Il governo 5stelle-Lega ha annunciato un **budget 2019 in complete violazione delle regole fiscali europee**, con deficit al 2.4% nel 2019 e forte incremento della spesa previdenziale.
- Gli **obiettivi di crescita** ipotizzati sono **del tutto irrealistici** (1.5% contro consenso di 0.9%)
- Rischio di ulteriore aumento del disavanzo nel 2020-21. Improbabile un calo del rapporto debito/PIL
- Il programma è stato **accolto con forte preoccupazione dagli investitori**, che hanno ridotto l'esposizione al mercato italiano. Il differenziale con la Germania è salito a livelli compatibili addirittura con un rating BB (attualmente è circa BBB).
- Gli attuali premi per il rischio potrebbero ridurre la crescita 2019 di 0.3%, più che compensando gli effetti dell'espansione fiscale.
- **Il governo è destinato a durare poco oltre le elezioni europee di maggio**, dopo di che sono probabili elezioni anticipate in cui la Lega cercherà di vincere con un'alleanza di destra.

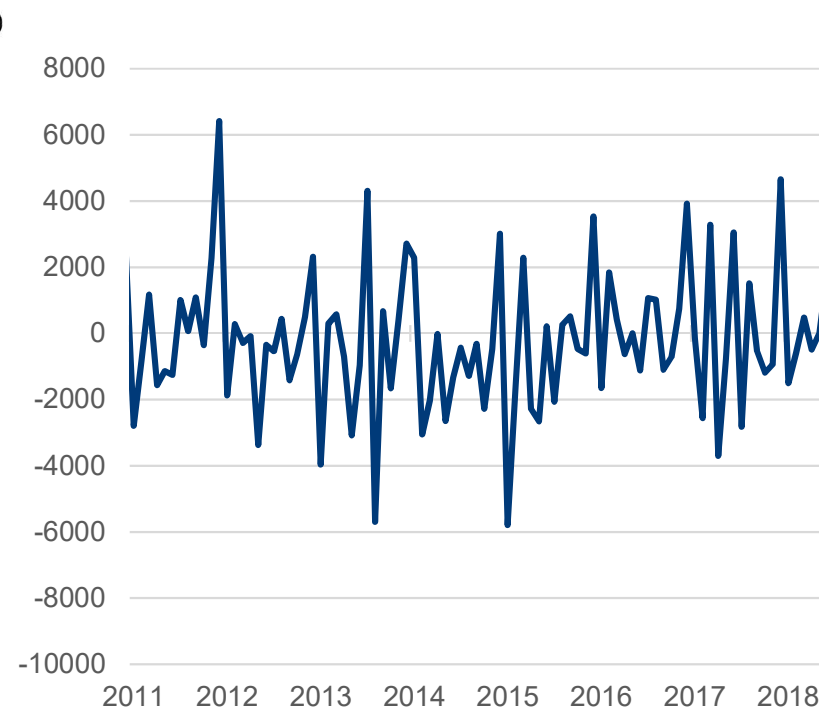
Forti deflussi di capitali fra maggio e agosto

Variazione delle passività finanziarie nella bilancia dei pagamenti



Fonte: Banca d'Italia

Investimenti in depositi esteri del settore non-finanziario e non governativo



Fonte: Banca d'Italia. Dati in milioni di euro.

Un 2019 ad alta tensione

- Forti emissioni sono previste nel primo semestre 2019 (fino a 75 miliardi netti), in un contesto di graduale disimpegno degli investitori esteri e riluttanza delle banche italiane ad aumentare l'esposizione.
- Il Tesoro spera che aumenti la domanda da parte dei privati e potrebbe introdurre incentivi fiscali per favorirla.
- Inoltre, sta progettando di consentire alle piccole banche di non valorizzare a prezzi di mercato i titoli di stato in portafoglio.
- Rischio di tensioni sul debito pubblico e le quotazioni azionarie
- Elezioni anticipate potrebbero migliorare la situazione: se vincessero una coalizione omogenea, la minore competizione interna e la prospettiva di legislatura suggerirebbe politiche più sostenibili.
- I premi per il rischio potrebbero diventare molto attraenti, se la politica fiscale tornasse a essere responsabile.

Per concludere:

- Il rallentamento dell'Eurozona è in parte dovuto a fattori transitori. La crescita resterà intorno al potenziale anche nel 2019.
- Ci sono segnali di scarsità di manodopera e di accelerazione salariale, ma pochi di ripresa dell'inflazione
- La BCE sta per interrompere gli acquisti di titoli. Primo rialzo dei tassi atteso a ottobre 2019.
- Ci sono molte incertezze, sia esterne (protezionismo USA), sia interne (Brexit, Italia)
- La disgregazione dell'ordine politico emerso dopo la seconda guerra mondiale sta premiando movimenti nazionalisti, che presto o tardi entreranno in conflitto.