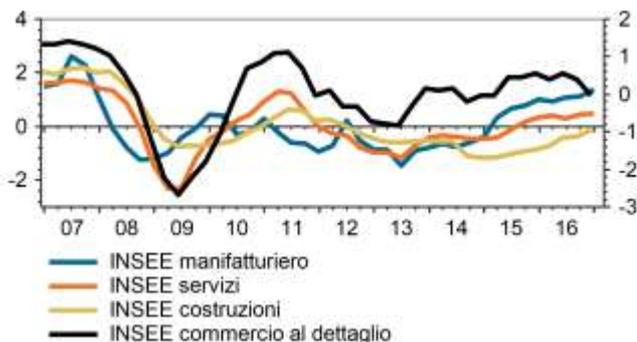


Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi



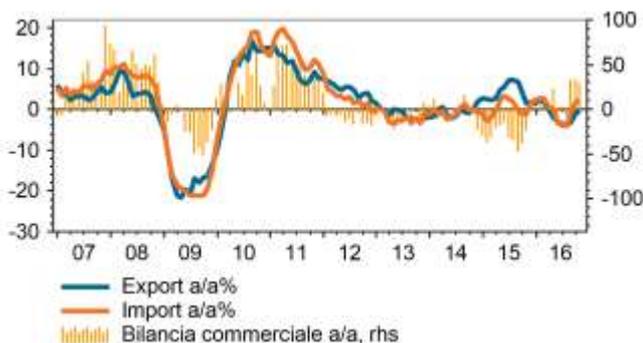
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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



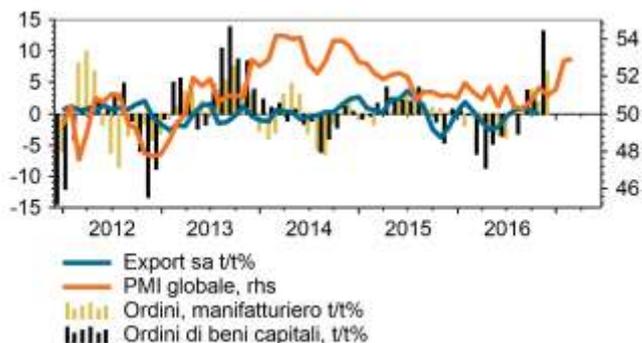
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale



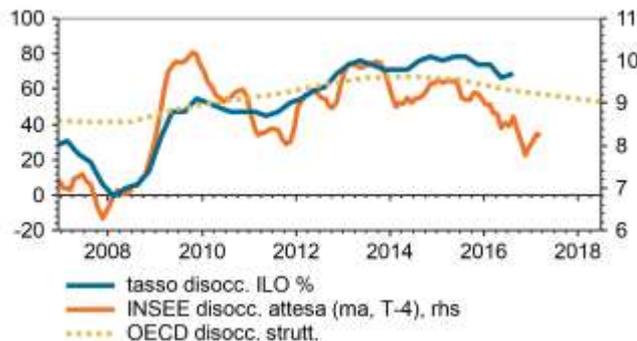
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Esportazioni, ordini all'export e PMI globale



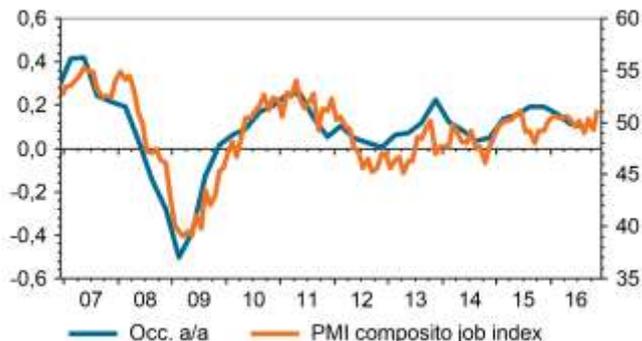
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale



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

Fig. 12 – Andamento dell'occupazione



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

## Italia: crescita poco variata nel 2017 (anno elettorale?)

Dopo che gli ultimi anni hanno visto un progressivo ma costante miglioramento nell'andamento del PIL (da -2,9% nel 2012 a -1,7% nel 2013 a +0,2% nel 2014 a +0,6% nel 2015 a +0,9% nel 2016, in base ai dati corretti per i giorni lavorativi), il 2017 potrebbe vedere una crescita poco variata rispetto all'anno precedente. Infatti **la velocità di crociera dovrebbe rimanere vicina all'1%**, dopo che già nel 2016 l'attività economica è risultata in crescita dello 0,9% ovvero più di quanto da noi stimato tre mesi fa (0,8%).

Paolo Mameli

Tuttavia, **dovrebbe cambiare la composizione della crescita**, con un probabile rallentamento della domanda domestica (stimiamo un contributo della domanda interna al netto delle scorte di 0,8% dopo l'1,3% del 2016, che peraltro ha rappresentato un massimo da 10 anni), bilanciato dal venir meno del freno rappresentato dalle esportazioni nette (e verosimilmente anche dai magazzini). Gli scambi con l'estero potrebbero a nostro avviso aggiungere un decimo alla crescita, dopo averla frenata in tutto il triennio 2014-16 (in media di -0,2%); l'apporto dalle scorte potrebbe risultare nullo dopo un significativo -0,3% nel 2016. Ci aspettiamo anche una **diversa composizione della domanda domestica**, in quanto vediamo una tenuta degli investimenti (che stimiamo in crescita del 2% nel 2017 come già nel 2016) a fronte di un rallentamento dei consumi (che viceversa potrebbero vedere un aumento nel 2017 limitato allo 0,7%, ovvero la metà del tasso di crescita registrato l'anno precedente).

Ci aspettiamo nel 2017 una crescita poco variata, a 1%

I **consumi** sono stati sinora il principale motore di ripresa dell'economia italiana, essendo stati la prima componente a evidenziare un recupero dopo la grande crisi (+0,4% nel 2014, con una crescita su base congiunturale già nella seconda metà del 2013) ed essendo cresciuti da allora su ritmi sempre superiori a quelli del PIL (e la crescita media dei consumi nel biennio 2015-16, pari a 1,5%, è un record dal 2000). Per capire la possibile evoluzione nel 2017 occorre risalire alle cause dell'aumento registrato negli anni precedenti. Queste sono state, in ordine cronologico: 1) il bonus Irpef entrato in vigore a partire da maggio 2014; 2) il calo dell'inflazione, che ha toccato un punto di minimo nei primi mesi del 2015; 3) la ripresa dell'occupazione, partita già nel 2014 ma che è andata via via accelerando (da 0,4% nel 2014 a 0,8% nel 2015 a 1,2% nel 2016). Tutto ciò ha fatto sì che il reddito disponibile reale delle famiglie crescesse nel 2016 (nelle nostre stime) del 2,1%, un massimo da 15 anni, e ha spinto la fiducia delle famiglie, a inizio 2016, a un massimo storico (118,5). Tuttavia, da questi fattori in prospettiva non è lecito attendersi la medesima spinta propulsiva: 1) la politica fiscale sembra aver esaurito i margini di manovra almeno nell'orizzonte prevedibile; 2) l'inflazione ha superato il punto di minimo ed è attesa salire dello 0,8% nel 2017 (dopo tre anni attorno allo zero), erodendo così parte del potere d'acquisto delle famiglie (d'altra parte ci aspettiamo una risalita solo lieve dei salari contrattuali, attorno a 0,9% dopo il minimo storico di 0,6% toccato nel 2016); 3) già nel corso del 2016 vi sono stati segnali di rallentamento della crescita occupazionale (a partire dal picco in termini di crescita annua toccato a +1,9% a maggio 2016), che a nostro avviso continueranno nel corso del 2017: stimiamo un aumento degli occupati di 0,6% nel 2017 (la metà del tasso di crescita che stimiamo per il 2016). Di conseguenza, riteniamo che il reddito disponibile reale delle famiglie possa continuare a migliorare nel 2017, ma su ritmi decisamente più ridotti che nel 2016 (0,9%). Il venir meno di questi fattori di supporto spiega anche la flessione evidenziata nel corso di tutto il 2016 dalla fiducia dei consumatori.

È possibile un rallentamento dei consumi...

Un altro fattore che ha spinto i consumi negli ultimi due anni è stata la discesa dei tassi di interesse, in particolare sulla componente del credito al consumo (che ha toccato sui nuovi prestiti un minimo storico a 6,44% a fine 2015): si spiega così, oltre che con la creazione di occupazione (e con la sostituzione di posti di lavoro temporanei con permanenti), la crescita apprezzabile fatta segnare negli ultimi anni dai consumi di **beni durevoli** (+5,2% in media nel triennio 2014-16). Tuttavia, anche da questo punto di vista riteniamo che il grosso dell'effetto sia assorbito, pertanto ci attendiamo un rallentamento più marcato proprio da tale componente

dei consumi (attesa crescere di un più modesto 1% nel 2017). Un ruolo importante è stato giocato dalle auto, per le quali sembrano esserci ancora spazi di recupero vista la persistente anzianità del parco veicoli; d'altra parte già negli ultimi mesi si sono notati alcuni segnali di rallentamento (le immatricolazioni hanno fatto segnare un +8,2% a/a a novembre, dopo il massimo di +28% a/a toccato sei mesi prima), che potrebbero preludere a un 2017 ancora positivo ma meno brillante.

Nel 2017 a nostro avviso il testimone della ripresa potrebbe passare dai consumi agli **investimenti**, dai quali per la prima volta nell'attuale fase ciclica potrebbe arrivare il maggior contributo alla crescita del PIL. In effetti, già nel 2016 gli investimenti di contabilità nazionale hanno fatto segnare un apprezzabile ritmo di crescita (+2% dopo il +1,1% del 2015: si tratta di un massimo degli ultimi 10 anni). Tuttavia, la ripresa sinora è stata limitata pressoché interamente agli investimenti in **mezzi di trasporto**, che hanno registrato una crescita a due cifre per tutto il triennio 2014-16 (+11,9% nel 2014, +18,2% nel 2015, +25,1% nel 2016). La ragione sta nella più facile sostituibilità per questo tipo di investimenti (la maggior parte dei quali è verosimilmente di sostituzione), oltre che nello sviluppo delle piattaforme di *car sharing*, del noleggio e delle flotte aziendali. Per il 2017, vediamo un "fisiologico" rallentamento di questa componente (peraltro minoritaria) degli investimenti, a 8,7% dopo il 25,1% stimato per il 2016.

Viceversa, assai irregolari sono i segnali arrivati dagli investimenti in **macchinari e attrezzature**, che dopo un incoraggiante rimbalzo nella seconda metà del 2014 (+0,9% t/t in media) hanno da quel momento in poi mostrato un andamento assai altalenante (nel 2016: +0,5% t/t nel 1° trimestre, -0,9% t/t in primavera, +0,7% t/t in estate). Di conseguenza, nel 2016 vi è stato un rallentamento della parte *core* degli investimenti a 0,4% dopo l'1,1% del 2015. Ciò è stato in parte sorprendente viste anche le misure espansive contenute nella Legge di Stabilità 2016 e in particolare la possibilità di effettuare un maxi-ammortamento (al 140%) sui nuovi investimenti realizzati dal 15 ottobre 2015 al 31 dicembre 2016; la frenata appare dovuta al minor ottimismo delle imprese circa le prospettive economiche, che era salito in misura probabilmente eccessiva in precedenza. D'altra parte, da gennaio diventeranno effettive le ulteriori misure previste dalla Legge di Stabilità 2017, che rafforzano quelle precedenti e puntano in particolar modo a stimolare gli investimenti privati (oltre che ad aumentare quelli pubblici). Nel corso del 2016 si è anche verificato un sia pur modesto rimbalzo dai minimi della profittabilità delle imprese, che non si è convertito in un apprezzabile aumento del tasso di investimento. In sintesi, ci sembra ci siano spazi per una riaccelerazione degli investimenti in macchinari e attrezzature, che vediamo in crescita del 2,4% nel 2017 dopo lo 0,4% del 2016. D'altra parte, questa è la parte di previsione su cui vige la maggiore incertezza.

Un discorso a parte meritano le **costruzioni**. Per il settore il 2016 è stato nel complesso un anno di ripresa, il primo dopo 10 anni (+1%). Tuttavia, anche in questo caso la media annua nasconde un andamento assai irregolare. O meglio, il comparto aveva mostrato segnali incoraggianti nel 2015 (1° trimestre: +1,1% t/t, 3° trimestre: +0,5% t/t, 4° trimestre: +1,3% t/t, interrotti solo da una lieve flessione nel trimestre primaverile), che poi però sono stati smentiti nel corso del 2016 (con una stagnazione su base congiunturale in ciascuno dei primi tre trimestri). Peraltro, l'andamento della fiducia delle imprese nel settore è ampiamente coerente con una ripresa, visto che il morale dei costruttori è vicino ai massimi degli ultimi 8 anni (è l'unico settore ad avere evidenziato un trend al rialzo della fiducia nel corso dell'ultimo anno), e le condizioni finanziarie restano più che favorevoli. Tuttavia, l'andamento stagnante del 2016 crea un effetto statistico negativo sul 2017 che fa sì che difficilmente il settore eviterà un rallentamento, stimiamo attorno a 0,7% dall'1% del 2016. Nel complesso, tenuto conto di un andamento differenziato per le varie componenti (investimenti in mezzi di trasporto e in costruzioni in rallentamento, investimenti in macchinari e attrezzature in accelerazione), vediamo una crescita degli investimenti fissi lordi invariata al 2% nel 2017.

...a fronte di una miglior tenuta degli investimenti, in particolare in macchinari e attrezzature

Per il 2017, ci attendiamo che venga meno il freno alla crescita rappresentato dagli **scambi con l'estero**, che nel triennio 2014-16 hanno in media sottratto due decimi l'anno al PIL. Ciò in un quadro di recupero per entrambi i flussi, sulla scia della ripresa del commercio mondiale. L'import potrebbe accelerare ma solo in misura modesta (a 2,6% da 1,7% stimato per il 2016), frenato dal minor vigore della domanda per consumi interni. Più significativa sarà a nostro avviso l'accelerazione dell'export, che per la prima volta dal 2013 potrebbe crescere più dell'import (a 2,9% dopo l'1,3% del 2016, nelle nostre stime).

**Dovrebbe venir meno il freno rappresentato dal commercio con l'estero**

La ripresa dell'export è attesa principalmente da due fattori: 1) il **venir meno del freno rappresentato da alcuni Paesi emergenti** e in particolare da Russia, OPEC e Paesi del Mercosur, che nel complesso hanno dato un contributo negativo alla crescita dell'export totale italiano di -0,5% nel 2014, -0,7% nel 2015 e -0,8% nei primi 9 mesi del 2016 (con un impatto diretto sul PIL pari a -0,2% l'anno), e per i quali sembra di poter dire che il punto di minimo del ciclo sia ormai alle spalle; 2) **una riaccelerazione delle vendite verso gli Stati Uniti** (il partner verso cui l'Italia vanta il maggior surplus commerciale, 18,5 miliardi nei primi 10 mesi del 2016), che, dopo la frenata del 2016 (0,4% da gennaio a ottobre 2016, dopo la crescita a due cifre registrata nei due anni precedenti), potrebbero beneficiare sia delle prospettive di riaccelerazione dell'economia nordamericana (anche grazie alle misure di politica fiscale espansiva promesse dalla nuova amministrazione), sia del recente apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro (ai valori odierni, pari a circa il 4,5% rispetto alla media 2016). Viceversa, l'area geografica che potrebbe dare un contributo negativo alla crescita dell'export (e dunque del PIL) potrebbe essere il Regno Unito, per via non tanto del rallentamento dell'economia britannica (che pensiamo sarà moderato) quanto del deprezzamento della sterlina, sia pur rientrato in parte di recente (ai valori attuali, la valuta britannica nei confronti dell'euro risulta più debole del 7% rispetto alla media 2016 pre-Brexit). Quanto alle esportazioni verso il resto dell'area euro, ci aspettiamo che risultino poco variare rispetto a quanto fatto segnare quest'anno (attorno al 3%).

Sul **fronte politico**, la vittoria del "no" al referendum costituzionale non ha implicato le conseguenze negative sui mercati finanziari che taluni si aspettavano, ma ha decretato di fatto la fine del governo Renzi. Le conseguenze economiche sono limitate in quanto come pensavamo la crisi è stata risolta in tempi brevi, con un esecutivo e una maggioranza del tutto simili ai precedenti. La durata del governo Gentiloni dipenderà dai progressi del negoziato tra i principali partiti in merito alla legge elettorale. Se un voto anticipato nei primi mesi del 2017 come da taluni invocato appare poco probabile, tuttavia resta in dubbio che si arrivi alla fine della legislatura a maggio 2018. In ogni caso, riteniamo improbabile che vengano indette elezioni senza un sistema di voto coerente nelle due camere. Mentre il parlamento si occuperà della nuova legge elettorale, il nuovo governo potrebbe finalizzare l'implementazione di alcune delle riforme approvate dall'esecutivo precedente, e occuparsi dell'ordinaria amministrazione e del negoziato con la Commissione UE in vista di possibili richieste di correzioni alla legge di bilancio (oltre che della eventuale necessità di interventi per la stabilizzazione del settore finanziario). Per una riaccelerazione della spinta riformatrice occorrerà nella migliore delle ipotesi aspettare la prossima legislatura.

**Il 2017 potrebbe essere un anno elettorale**

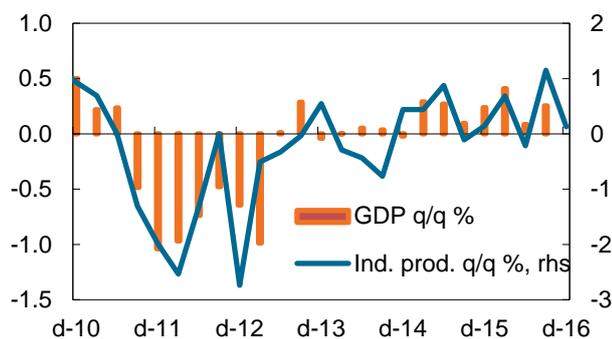
## Scenario Macroeconomico

Dicembre 2016

Previsioni	2015	2016	2017	2016				2017				2018	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.9	1.0	1.0	0.8	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2
- t/t				0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.5	1.4	0.7	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
Investimenti fissi	1.1	2.0	2.0	0.6	0.0	0.8	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	0.6	0.5
Consumi pubblici	-0.6	0.6	0.3	0.1	-0.3	0.2	0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	4.0	1.3	2.9	-1.2	2.1	0.1	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5	0.8	0.7
Importazioni	5.8	1.7	2.6	-1.1	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.3	0.0	0.1	-0.2	0.1	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.6	2.7	2.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.6	-2.4	-2.6										
Debito pubblico (% PIL)	132.2	132.5	132.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.0	-0.1	0.8	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.7	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2
Produzione industriale (a/a)	0.9	1.4	1.4	1.6	0.5	1.8	1.8	1.3	2.0	1.3	1.1	1.0	1.0
Disoccupazione (ILO, %)	11.9	11.6	11.4	11.6	11.6	11.6	11.5	11.5	11.4	11.3	11.1	11.0	10.8
Tasso a 10 anni (%)	1.71	1.49	2.52	1.49	1.48	1.19	1.79	2.28	2.45	2.59	2.75	2.84	3.02

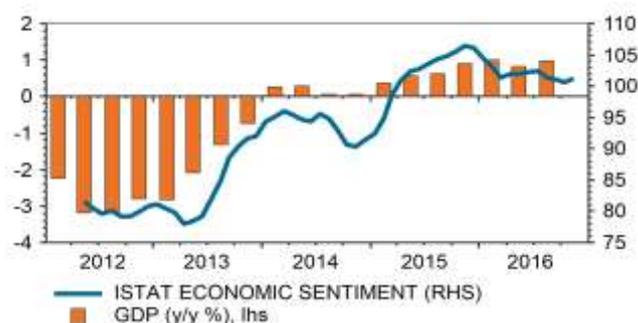
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – PIL e produzione industriale dovrebbero essere tornati a rallentare a fine 2016, dopo un trimestre estivo incoraggiante



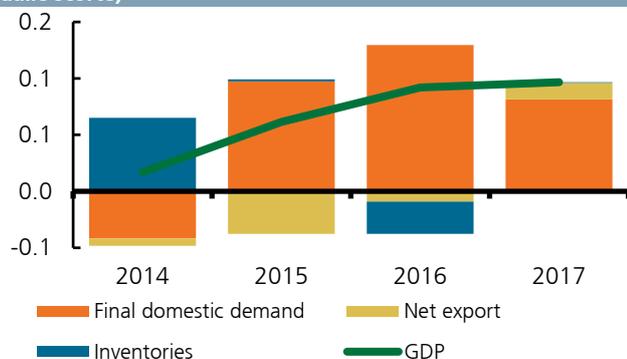
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Al di là della volatilità su base trimestrale, gli indici anticipatori segnalano una velocità di crociera annua poco variata (con qualche rischio verso il basso) nell'orizzonte prevedibile



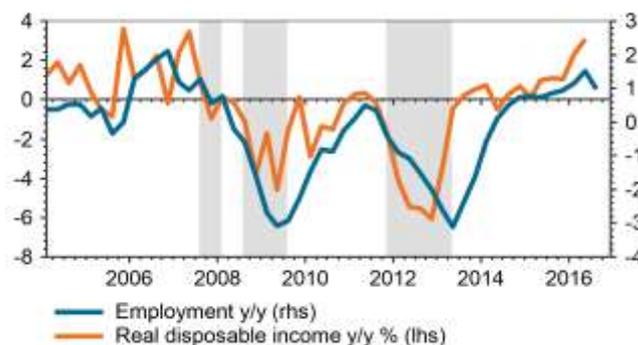
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Nel 2017 ci aspettiamo un rallentamento della domanda interna. Il PIL potrebbe risultare poco variato solo in virtù del venir meno del contributo negativo dal commercio estero (e dalle scorte)



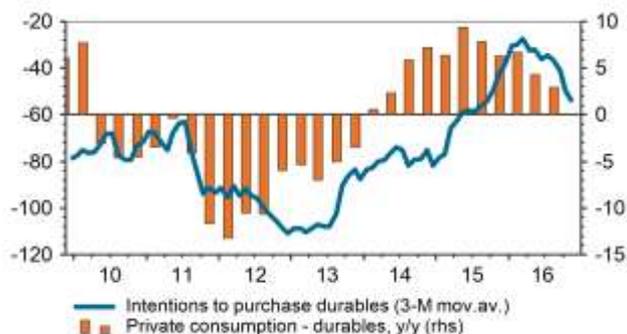
Nota: tasso % di crescita annua del PIL e contributo delle principali componenti. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – La chiave della ripresa dei consumi negli anni recenti è stata nel recupero di reddito disponibile, che è dipeso in gran parte dall'occupazione. Tuttavia, vi sono segnali di possibile inversione di tale trend



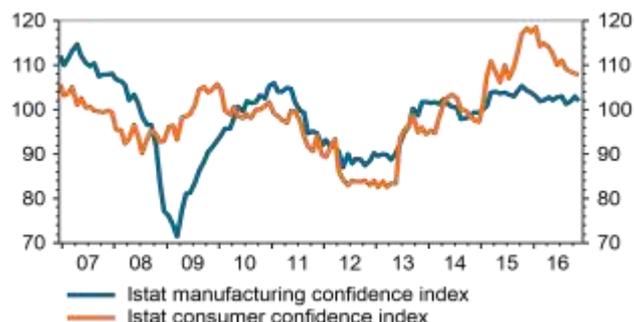
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – In particolare, sono già evidenti i segnali di rallentamento dei consumi di beni durevoli



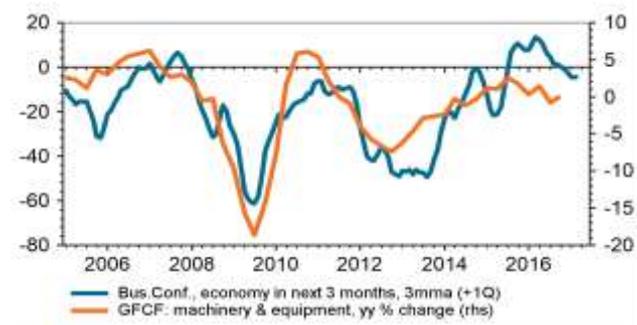
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – La fiducia dei consumatori è su un chiaro trend di calo mentre quella delle imprese si è mossa lateralmente nell'ultimo anno. Ciò è coerente con la nostra idea di un passaggio del testimone della ripresa dai consumi agli investimenti



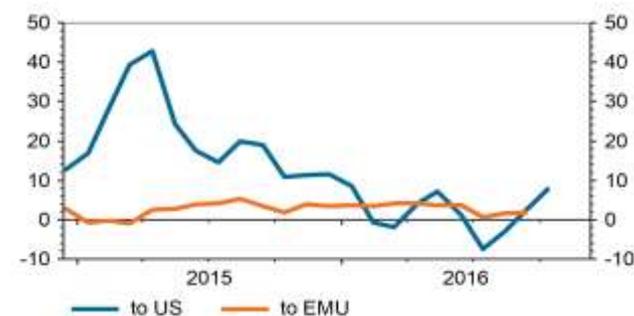
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – In particolare, gli investimenti in macchinari e attrezzature sono finora rimasti pressoché stagnanti, ma sembrano avere spazi di recupero alla luce di aspettative sulla domanda comunque espansive (anche se in frenata nel 2016)



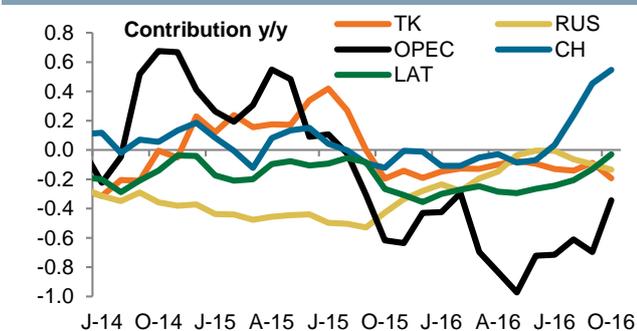
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – L'export dovrebbe beneficiare della ripresa delle vendite già in corso verso gli Stati Uniti (a fronte di vendite circa stabili verso l'Eurozona)...



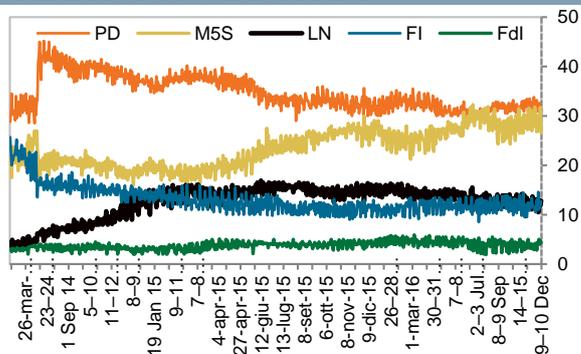
Nota: variazione % annua delle esportazioni italiane verso Stati Uniti ed Eurozona (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – ...nonché del venir meno del contributo negativo da diversi Paesi emergenti



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

Fig. 10 – L'evoluzione dello scenario politico italiano rimarrà sotto osservazione nei prossimi mesi all'approssimarsi delle elezioni politiche. Le intenzioni di voto ad oggi mostrano un testa a testa tra PD e Movimento 5 Stelle



Fonte: CISE, Datamedia, Demopolis, Demos&Pi, EMG, EP Election, Epoké, Euromedia, IPR, Ipsos, Ixé, Lorian, Piepoli, Quorum, ScenariPolitici, SWG, Tecne