

**Fuori dalla recessione dopo due anni grazie alla ripresa della domanda interna. Migliorano la posizione fiscale e quella esterna ma le agenzie di rating restano caute a causa dell'incertezza politica.**

- Nel suo complesso l'America Latina è attesa ritornare su un sentiero di crescita nel 2017 (PIL +1,0%) grazie all'uscita dalla recessione dei paesi della costa Atlantica (con l'eccezione del Venezuela) mentre quelli del Pacifico sono visti crescere nel 2017 ad un passo (2,0%) leggermente inferiore a quello visto nel 2016, per il rallentamento previsto in Messico, Cile e Perù. Quest'anno la spinta alla crescita è prevista venire dalla domanda interna, mentre quella estera è vista dare un contributo nullo a causa della ripresa delle importazioni.
- I paesi dell'Atlantico, nello specifico Brasile e Argentina, stanno raccogliendo i primi frutti delle politiche di stabilizzazione fiscale e monetaria perseguite di recente e di alcune riforme del sistema economico. Nella prima metà del 2017 la dinamica tendenziale del PIL nei paesi del Pacifico ha frenato al 2% rispetto al +2,5% nello stesso periodo del 2016. Sull'economia hanno influito negativamente eventi climatici (alluvioni, incendi dovuti a siccità in Cile e Perù) e la relativa debolezza della domanda di beni di investimento conseguente all'incertezza riguardo il ciclo delle materie prime esportate e la politica commerciale degli USA.
- Il rientro delle pressioni inflazionistiche e l'ulteriore ri-apprezzamento dei tassi di cambio hanno permesso nuovi tagli dei tassi d'interesse. Nuove abbastanza diffuse azioni distensive sono attese entro fine anno.
- La prevista graduale ripresa della crescita e il pieno dispiegarsi delle misure di consolidamento fiscale sono attese avviare, a partire dal 2017, un processo di graduale contrazione del deficit e del debito pubblico in rapporto al PIL nella maggioranza dei paesi della regione. Mentre Brasile e Messico hanno un debito in rapporto al PIL superiore ai paesi di pari rating, gli altri sono al di sotto.
- Nel 2017 è continuata la fase di riapprezzamento delle valute latino americane iniziata nel 2016 (dopo l'ampio deprezzamento registrato nel biennio 2014-15). Il recupero del cambio nominale a fronte di un tasso d'inflazione ancora relativamente alto ha determinato un generale apprezzamento dei cambi reali effettivi ed eliminato alcune delle condizioni di sottovalutazione in cui si trovavano le valute dei paesi latino americani. Solo le valute dei paesi petroliferi, vale a dire il Messico e la Colombia, restano in una condizione di sottovalutazione.
- In America Latina, nella prima metà del 2017, si è registrato un miglioramento della posizione commerciale e di quella corrente grazie soprattutto alla ripresa dei prezzi delle materie prime esportate e alla prosecuzione della fase di relativamente debole domanda di beni d'investimento ed intermedi importati.
- Da gennaio ad agosto 2017 tutti gli indici azionari hanno un segno positivo ed i CDS spread si sono ridotti. Quest'anno solo il Cile è stato oggetto di un taglio del rating da parte sia di Fitch che di S&P. Il debito di questo paese mantiene tuttavia la valutazione più alta nella Regione (A per Fitch, A+ per S&P e Aa3 per Moody's). Riguardo gli altri paesi, le agenzie hanno riconosciuto i progressi fatti da alcuni (in primis Brasile, Messico e Argentina) sulla strada delle riforme e della stabilizzazione del quadro macroeconomico ma hanno confermato la precedente valutazione a causa dell'incertezza, dovuta alle prossime scadenze elettorali, riguardo la continuità di queste politiche.

28 agosto 2017

Approfondimenti

America Latina

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

International Research  
Network

Giancarlo Frigoli  
Economista

## 1. L'Economia

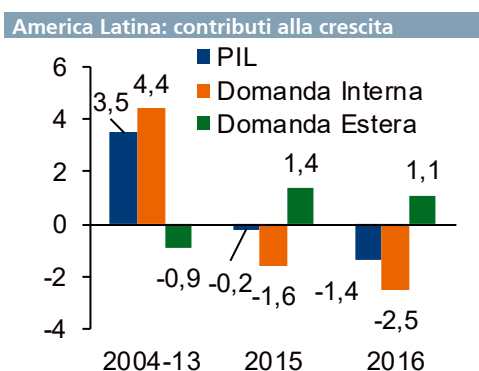
### 1.1 La crescita

Nel 2016 l'America Latina ha registrato una nuova più accentuata contrazione del PIL (-1,4% rispetto a -0,2% nel 2015 il dato medio riferito alle prime sette economie dell'America Latina). Questo risultato riflette tuttavia andamenti abbastanza divergenti tra i diversi paesi. Nello specifico, tutti i paesi della costa Atlantica hanno registrato una diminuzione dell'attività economica (Brasile PIL -3,6%, Argentina PIL -2,3% e Venezuela -18% la stima del FMI). Su questo gruppo di paesi hanno pesato soprattutto le non più rinviabili politiche di aggiustamento degli squilibri sia fiscali che esterni, che si sono accentuate a causa dalla congiuntura meno favorevole dei mercati delle materie prime esportate, e le tensioni politiche interne. Lo scorso anno i paesi del Pacifico sono rimasti su un sentiero di crescita, seppur in rallentamento (con l'unica esclusione del Perù in accelerazione) rispetto alla dinamica vista nel 2015 (Messico +2,3%; Cile +1,6%; Colombia +2,0%, Perù +3,9%). L'economia di questi paesi ha risentito dei rialzi dei tassi finalizzati a contrastare le spinte inflazionistiche determinate dal deprezzamento dei tassi di cambio e dalla congiuntura meno favorevole dei mercati delle materie prime esportate.

In America Latina, pure nel 2016 come nel 2015 il sostegno al PIL è visto esclusivamente dalla domanda estera mentre quella interna ha sottratto ampiamente (2,5pp). Nel 2016 si è registrato un nuovo ampio calo di investimenti (-5,9% da -5% nel 2015), che ha interessato sia paesi della Costa Atlantica che quelli del Pacifico. Pure i consumi delle famiglie hanno visto una contrazione (-1,6%) determinata dai paesi della Costa Atlantica, dove sono scesi del 4,7%, mentre hanno mantenuto una dinamica sostenuta (+2,8%) nei paesi del Pacifico. Infine, per quanto riguarda la domanda estera, mentre le esportazioni, favorite dal guadagno di competitività determinato dal generalizzato deprezzamento dei tassi di cambio, hanno evidenziato una modesta crescita in volume (+1,6%), le importazioni sono diminuite del 4,8%, riflettendo principalmente il calo della domanda di macchinari e impianti. Fa eccezione l'Argentina, dove le importazioni sono balzate del 6,1% dopo la rimozione dei controlli valutari.

	PIL 2016 (var. % a/a reale)					
	PIL	Consumi Famiglie	Consu Stato	Invest. FL	Exp	Imp
BR*	-3,6	-4,2	-0,6	-10,0	2,3	-9,9
MX**	2,3	2,7	1,2	0,1	1,3	1,2
AG*	-2,3	-1,4	0,4	-5,0	4,3	6,1
CO**	2,0	2,1	1,9	-4,5	-0,9	-6,1
VE*	-18,0	-20,0	-6,5	-19,0	-10,0	-25,0
CL**	1,6	2,4	5,2	-0,5	-0,1	-1,6
PE**	3,9	3,4	1,4	-4,7	9,6	-2,4
<b>Atlantico</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-10,6</b>	<b>1,4</b>	<b>-9,3</b>
<b>Pacifico</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,4</b>
<b>2016</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-5,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,8</b>
<b>2015</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>-3,0</b>

Note: (\*) Paesi della costa Atlantica. (\*\*) Paesi dell'Alleanza del Pacifico. I dati dell'Argentina si riferiscono al 1° semestre, quelli del Venezuela sono la previsione del FMI per l'intero anno. BR: Brasile; MX: Messico; AG: Argentina; CO: Colombia; VE: Venezuela; CL: Cile; PE: Perù  
Fonte: Thomson-Reuters



Fonte: FMI, EIU

## 1.2 Le prospettive

Nel suo complesso l'America Latina è attesa ritornare su un sentiero di crescita nel 2017 (PIL +1,0%) grazie all'uscita dalla recessione dei paesi della costa Atlantica (con l'eccezione del Venezuela) mentre quelli del Pacifico sono visti crescere nel 2017 ad un passo (1,9%) leggermente inferiore a quello visto nel 2016, per il rallentamento previsto in Messico, Cile e Perù. Quest'anno la spinta alla crescita è prevista venire dalla domanda interna, sostenuta dalla frenata dell'inflazione e dalla discesa dei tassi d'interesse, mentre quella estera è vista dare un contributo nullo a causa della ripresa delle importazioni.

I paesi dell'Atlantico, nello specifico Brasile e Argentina, stanno raccogliendo i primi frutti delle politiche di stabilizzazione fiscale e monetaria perseguite di recente e di alcune riforme del sistema economico. Dopo dodici trimestri in calo tendenziale il PIL del Brasile è probabilmente tornato a crescere nel 2° trimestre 2017 mentre l'Argentina è uscita dalla recessione già nel 1° trimestre 2017. Quest'area è prevista crescere dell'1% quest'anno e dell'1,8% nel 2018.

Nei paesi del Pacifico, invece, la dinamica tendenziale del PIL ha frenato al 2% nel 1° semestre 2017, rispetto al +2,5% nello stesso periodo del 2016. Sull'economia hanno influito negativamente eventi climatici (alluvioni, incendi dovuti a siccità in Cile e Perù) e la debolezza della domanda di beni di investimento conseguente all'incertezza riguardo il ciclo delle materie prime esportate e la politica commerciale degli USA. In quest'area la dinamica del PIL è vista rallentare al 2% quest'anno per poi accelerare al 2,6% nel 2018 grazie al venir meno dei citati fattori negativi e a maggiori certezze sui rapporti commerciali con gli Stati Uniti.

Crescita del PIL (var. % in termini reali)					Lat Am: Domanda (var. % in termini reali)			
	2015	2016	2017E	2018E		2015	2016	2017E
Brasile*	-3,8	-3,6	0,3	1,3	Consumi famiglie	0,1	-1,6	0,9
Messico**	2,6	2,3	1,9	2,1	Consumi Stato	1,4	0,3	0,6
Argentina*	2,6	-2,3	2,8	3,0	Investimenti Fissi lordi	-5	-5,9	1,3
Colombia**	3,1	2,0	2,0	3,0	Esportazioni	5,4	1,6	3,5
Venezuela*	-6,2	-18,0	-7,4	-4,1	Importazioni	-0,5	-4,8	3,1
Cile**	2,3	1,6	1,4	3,0	<b>PIL</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,0</b>
Perù**	3,3	3,9	2,8	4,2				
LatAm	-0,2	-1,4	1,0	1,8				
Pacifico**	2,7	2,3	2,0	2,6				
Atlantico*	-2,8	-4,7	0,2	1,2				

Note: (\*) Paesi della Costa Atlantica. (\*\*) Paesi dell'Alleanza del Pacifico  
Fonte: EIU, FMI, IIF, Thomson Reuters

## 2. La politica economica

### 2.1 Inflazione e politica monetaria

Il rientro delle pressioni inflazionistiche e l'ulteriore ri-apprezzamento dei tassi di cambio hanno permesso nuovi tagli dei tassi d'interesse nella maggioranza dei paesi

Nei paesi della costa Atlantica, lo scorso ottobre la Banca centrale del Brasile, con i tassi reali ampiamente positivi dopo i ripetuti aumenti operati tra il 2014 e il 2015 (in questo biennio il tasso Selic era passato dal 10% al 14,25%) e con l'economia in recessione, ha operato il primo taglio del tasso di riferimento dopo quattro anni. Questa azione è proseguita nei mesi finali del 2016 e nel 2017, con il tasso Selic sceso al 9,25% a fine agosto 2017. Le Autorità dell'Argentina hanno continuato a tagliare nei primi mesi del 2017, nonostante l'inflazione a due cifre, per scoraggiare gli afflussi di capitale di natura speculativa. A partire dallo scorso aprile i tassi sono tuttavia tornati a salire per contrastare le nuove pressioni al ribasso sul cambio.

Quest'anno il Messico ha continuato ad alzare i tassi per sostenere il cambio mentre negli altri paesi del Pacifico (Cile, Colombia e Perù) la discesa dell'inflazione e la maggiore stabilità valutaria hanno indotto le Autorità a iniziare una fase distensiva di politica monetaria.

Nuove abbastanza diffuse azioni distensive sono attese entro fine anno.

L'esuarirsi degli effetti dell'ampio deprezzamento dei tassi di cambio verificatosi nel biennio 2014-15 e la debolezza della domanda interna hanno determinato una significativa frenata dell'inflazione in molti paesi. Questo processo si è ormai esaurito e l'inflazione è prevista in contenuta accelerazione nei mesi finali del 2017 e nel 2018. In Argentina e Messico, dove il processo di disinflazione non è ancora iniziato a causa della più lunga fase di debolezza del cambio che in Argentina dura tuttora, è invece prevista una sostanziale frenata dell'inflazione a partire nel 2018.

	Tasso di riferimento					Inflazione			
	Dic 17E	Ago 17	Dic 16	Dic 15		Dic 17E	Dic 16	Dic 15	Obiettivo
Brasile	7,5	9,25	13,75	14,25	Brasile	3,1	6,3	10,7	4,25+/-1,5
Messico	7,0	7,0	5,75	3,25	Messico	6,3	3,4	2,1	3+/-1
Argentina	22	26,25	24,75	33	Argentina*	21,6	22	ns	12-17
Colombia	5,0	5,50	7,75	5,75	Colombia	4,0	5,7	6,8	3+/-1
Venezuela	n.d.	n.d.	24	24,0	Venezuela	nd	nd	nd	nd
Cile	2,25	2,50	3,5	3,5	Cile	2,0	2,7	4,4	3+/-1
Perù	3,25	3,75	4,25	3,75	Perù	3,0	3,2	4,4	2+/-1

Fonte: Thomson Reuters Datastream, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Nota: (\*) Il dato si riferisce alla Provincia di Buenos Aires. L'ufficio Statistico solo di recente ha ripreso la pubblicazione delle statistiche dei prezzi dopo aver rivisto i metodi di rilevazione e di calcolo, ma per il momento fornisce solo le variazioni su base mensile

Fonte: Datastream, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

### 2.2 La politica fiscale

Per compensare il calo delle entrate determinato dalla relativa debolezza della crescita dell'economia e dalla congiuntura meno favorevole del mercato delle materie prime, i Governi di diversi paesi hanno preso misure tese ad accrescere le entrate (attraverso riforme del sistema fiscale finalizzate a ridurre la tassazione dei redditi soprattutto di impresa e aumentare le imposte sui consumi e le tariffe sui servizi) e operato tagli della spesa sia corrente che di investimento. Ciononostante la quasi totalità dei paesi ha registrato nel biennio 2015-16 un peggioramento dei saldi del settore pubblico ed un aumento del debito pubblico in rapporto al PIL. La prevista graduale ripresa della crescita e il pieno dispiegarsi delle misure di consolidamento fiscale sono attese avviare a partire dal 2017 un processo di graduale contrazione del deficit e del debito pubblico in rapporto al PIL nella maggioranza dei paesi della regione. Mentre Brasile e Messico hanno un debito in rapporto al PIL superiore ai paesi di pari rating, gli altri sono al di sotto.

Deficit pubblico/PIL					Debito pubblico/PIL				
	2014	2015	2016	2017E		2014	2015	2016	2017
Brasile	-6,0	-10,3	-9,0	-9,1	Brasile	62,3	72,5	78,3	81,2
Messico	-2,0	-2,9	-2,7	-2,5	Messico	49,5	53,7	58,1	57,2
Argentina	-4,0	-5,6	-5,8	-6,1	Argentina	43,6	52,0	51,3	49,4
Colombia	-1,8	-3,5	-3,4	-2,8	Colombia	44,2	50,7	47,6	45,7
Venezuela*	-16,8	-17,6	-14,6	-14,2	Venezuela	63,5	32,1	28,2	17,3
Cile	-1,5	-2,1	-2,9	-3,2	Cile	14,9	17,4	21,2	24,8
Perù	-0,3	-2,2	-2,3	-2,4	Perù	20,7	24,0	24,8	25,9

Nota: (\*) Per il Venezuela i conti pubblici risultano poco trasparenti. Questo paese ha spesso fatto ricorso a misure non convenzionali di finanziamento del deficit e imputato una quota significativa della spesa su veicoli fuori bilancio  
Fonte: FMI

Fonte: FMI

### 2.3 Il tasso di cambio e la posizione esterna

Nel corso del 2017, le valute dell'America Latina hanno beneficiato dell'ulteriore recupero dei prezzi di minerali quali il rame, il piombo, il nickel, il ferro, la bauxite che costituiscono una quota rilevante delle esportazioni di diversi paesi (Brasile, Argentina, Cile e Perù), del manifestarsi degli effetti delle politiche di stabilizzazione fiscale e monetaria avviate negli anni scorsi e del rientro delle preoccupazioni riguardo una svolta in senso protezionista della politica commerciale degli Stati Uniti. A questi fattori positivi si è aggiunta, a partire dal mese di aprile, l'inizio di una fase di debolezza per il dollaro USA determinata da aspettative di una Fed meno aggressiva e dall'incertezza riguardo la politica economica della nuova Amministrazione USA. Questi fattori hanno favorito un ulteriore riapprezzamento (dopo l'ampio deprezzamento registrato nel biennio 2014-15) delle valute latino americane, con l'eccezione di quelle di Argentina e Venezuela.

Il peso Argentino ha continuato invece a deprezzarsi quest'anno, continuando il processo di convergenza verso quotazioni più realistiche iniziato a fine 2015 con la rimozione delle restrizioni valutarie. Nel Venezuela, in piena crisi politico-istituzionale, la quotazione del bolivar sul mercato non ufficiale ha raggiunto i 20000 VEF : 1 USD rispetto ad un cambio ufficiale pari a 10 bolivar per 1 dollaro per l'acquisto di prodotti essenziali.

Tassi di cambio vs USD					Tasso di cambio effettivo reale			
	Variazione % a/a				Lug. '17	Media 10a	Valutazione Art	
	2017E	27/08/17	8M'17**	2016			IV FMI *	
Brasile	3,30	3,17	-3,4	-17,7	84	90	Sopravalutato	
Messico	17,5	17,9	-13,0	19,3	86	100	Sottovalutato	
Argentina	16,5	17,2	9,1	22,2	72	97	n.d.	
Colombia	2950	2950	0,1	-5,0	74	94	Sottovalutato	
Venezuela*	n.d.	17950	n.s.	n.s.	Venezuela**	1920	168	n.d.
Cile	660	628	-4,2	-5,5	Cile	93	97	In linea
Perù	3,3	3,24	-3,4	-1,7	Perù	101	99	Sopravalutato

Note: (\*) Tasso di cambio sul mercato non ufficiale denominato. Il tasso di cambio fisso per i beni essenziali dopo la svalutazione del marzo 2016 scorso è stato fissato pari a 10 VEB : 1 USD . (\*\*) il segno (-) indica un apprezzamento.

Fonte: Thomson Reuters. Previsioni: Consenso Thomson Reuters e Intesa Sanpaolo

Note: (\*) Scarto tra cambio reale effettivo attuale e cambio di equilibrio calcolato dal FMI alla data tra parentesi. (\*\*) calcolato sul cambio ufficiale applicato sugli acquisti dei beni di prima necessità.

Fonte: FMI, Thomson Reuters

Il recupero del cambio nominale a fronte di un tasso d'inflazione ancora relativamente alto ha determinato un generale apprezzamento dei cambi reali effettivi ed eliminato alcune delle condizioni di sottovalutazione in cui si trovavano le valute dei paesi Latino Americani. Solo le valute dei paesi petroliferi, vale a dire il Messico e la Colombia, restano in una condizione di sottovalutazione.

In America Latina nella prima metà del 2017 si è registrato un miglioramento della posizione commerciale e di quella corrente grazie soprattutto alla ripresa dei prezzi delle materie prime

esportate e alla prosecuzione della fase di relativamente debole domanda di beni d'investimento ed intermedi importati. Fanno eccezione l'Argentina, dove le misure di liberalizzazione hanno creato un clima più favorevole agli investimenti, ed il Cile dove nei primi mesi del 2017 le esportazioni di rame sono scese a causa degli scioperi che hanno determinato interruzioni nell'attività di estrazione.

Saldo corrente (USD miliardi)				Struttura esportazioni (quote %)					
Saldo commerciale		Saldo corrente		Agricoli	Minerari	Oil	Manifatturiero		
1°sem17	1°sem16	1°sem17	1°sem16						
Brasile	36,3	23,7	0,7	-8,5	Brasile	36	22	9	42
Messico*	-2,9	-7,1	-6,9	-7,3	Messico	3	12	12	85
Argentina*	-2,6	0,7	-6,9	-4,9	Argentina	39	21	7	40
Colombia*	-5,4	-7,0	-3,2	-3,5	Colombia	10	70	65	20
Venezuela	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	Venezuela	3	94	94	3
Cile*	2,5	3,9	-2,6	-0,6	Cile	8	56	1	36
Perù*	2,2	-0,7	-1,0	-2,4	Perù	20	64	12	16
<b>LatAm</b>	<b>30,1</b>	<b>13,5</b>	<b>-19,8</b>	<b>-27,3</b>					

Nota: (\*) Il dato del saldo corrente si riferisce al 1° trimestre.

Fonte: Thomson Reuters Datastream

Nella prima metà del corrente anno i saldi finanziari con l'estero hanno visto un significativo miglioramento in Brasile e Argentina grazie agli investimenti diretti e di portafoglio. In particolare l'Argentina ha continuato a raccogliere consistenti fondi sul mercato internazionale dei capitali. Le incertezze sulle prospettive dei mercati delle materie prime e, per quanto riguarda il Messico, il timore dell'introduzione di dazi sulle importazioni da parte degli USA, hanno frenato gli investimenti diretti dall'estero negli altri paesi.

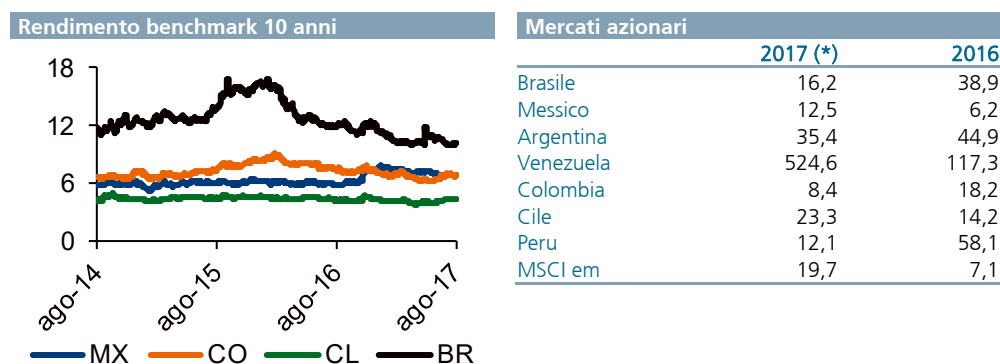
Saldo finanziario e variazione riserve valutarie (USD miliardi)				Posizione Finanziaria Internazionale Netta (USD miliardi)			
	1° sem 17	1° sem 16	6M 2017	1° trim 17	2016	2015	
Brasile	6,7	0,8	11,8	Brasile	-749	-693	-460
Messico	1,8	12,7	-3,0	Messico	-483	-461	-534
Argentina	18,1	8,3	9,0	Argentina	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela				Venezuela	n.d.	n.d.	134.
Colombia	3,0	3,8	0,5	Colombia	-149	-144	-128
Cile	-0,5	1,0	-1,7	Cile	n.d.	-41	-33
Perù	-0,9	-3,5	1,2	Perù	n.d.	-76	-66

Fonte: FMI

Fonte: FMI

### 3. Mercati finanziari e agenzie di rating

La ripresa del ciclo, la discesa dei tassi d'interesse e dell'inflazione, il miglioramento della posizione fiscale e di quella esterna e la propensione dei capitali internazionali, alla ricerca di rendimento, ad investire sulle piazze emergenti hanno spinto i mercati finanziari latino americani. Da gennaio ad agosto 2017 tutti gli indici azionari hanno un segno positivo ed i CDS spread si sono ridotti. Considerazioni a parte merita il Venezuela. La grave crisi che sta attraversando il paese ha determinato un ampio allargamento del CDs spread che ha raggiunto livelli (vicino ai 4000 punti bae) che esprimono aspettative di default. Il rialzo dell'indice azionario in valuta locale (superiore al 500%) riflette l'ampia liquidità che ha seguito il crollo del valore della moneta e operazioni di arbitraggio tra il mercato valutario ufficiale e quello non ufficiale. Coorengendo la performance dell'indice azionario con la quotazione del cambio sul mercato non ufficiale, lo stesso risulterebbe in forte ribasso.



Fonte: Thomson Reuters

	2017 (*)	2016
Brasile	16,2	38,9
Messico	12,5	6,2
Argentina	35,4	44,9
Venezuela	524,6	117,3
Colombia	8,4	18,2
Cile	23,3	14,2
Peru	12,1	58,1
MSCI em	19,7	7,1

(\*) Gennaio – 22 Agosto  
Fonte: Thomson Reuters

Quest'anno solo il Cile è stato oggetto di un taglio del rating da parte sia di Fitch che di S&P. Il debito di questo paese mantiene tuttavia la valutazione più alta nella Regione (A per Fitch, A+ per S&P e Aa3 per Moody's). Riguardo gli altri paesi, le agenzie hanno riconosciuto i progressi fatti da alcuni (in primis Brasile, Messico e Argentina) sulla strada delle riforme e della stabilizzazione del quadro macroeconomico ma hanno confermato le precedenti valutazioni a causa dell'incertezza, dovuta alle prossime scadenze elettorali che interessano tutti e tre i paesi, riguardo la continuità di queste politiche.

	Fitch		Moody's		S&P		CDS 5anni	
	rating	outlook	rating	outlook	rating	outlook	spread	var 2017
Brazil	BB	Negative	Ba2	Negative	BB	Negative	218	-74
Mexico	BBB+	Stable	A3	Negative	BBB+	Negative	116	-58
Argentina	B	Stable	B3	Positive	B	Stable	328	-65
Venezuela	CCC	-	Caa3	Negative	CCC	Negative	3960	300
Colombia	BBB	Stable	Baa2	Stable	BBB	Negative	138	-36
Cile	A	Stable	Aa3	Stable	A+	Stable	74	-11
Perù	BBB+	Stable	A3	Stable	BBB+	Positive	84	-36

Fonte: BMI

## Le prospettive dei singoli paesi

### Brasile

Previsioni macro	2015E	2016E	2017E	2018E
PIL	-3,8	-3,6	0,3	1,3
Inflazione media	9,0	8,9	3,8	4,2
Deficit Stato/PIL	-10,3	-9,0	-9,1	-7,5
Debito Stato/PIL	72,5	78,3	81,2	82,7
Saldo corrente/PIL	-3,3	-1,3	-1,3	-1,7
Debito estero/PIL	30,2	30,9	28,6	29,3
Import cover	17,6	21,6	20,7	18,9

Fonte: FMI, EIU, Banca centrale



Fonte: Banca centrale

#### Il quadro congiunturale e le prospettive

L'indice dell'attività economica della Banca centrale, considerato una buona proxy del PIL è tornato in territorio positivo a partire dallo scorso febbraio ed a giugno indicava una crescita tendenziale dello 0,7%. Da gennaio a luglio produzione e domanda di automobili sono aumentate del 22,9% e del 3,2% rispettivamente. Nei primi mesi del corrente anno la spinta al PIL è venuta principalmente dalle esportazioni. Inoltre, alcuni dei fattori che hanno frenato la domanda interna (elevata inflazione e condizioni finanziarie restrittive), si sono normalizzati o stanno ora sostenendo la domanda.

Quest'anno l'economia del Brasile è vista pertanto uscire da una lunga fase recessiva durata quattro anni. Tuttavia, la crescita del PIL è prevista modesta (+0,3% nel 2017 e +1,3% nel 2018 e +2% nel medio periodo). L'elevato indebitamento delle famiglie e le misure di aggiustamento fiscale frenano i consumi mentre l'incertezza politica, la lentezza con cui procedono le riforme e la pressione dei costi (soprattutto del lavoro) condizionano negativamente gli investimenti. La frammentazione politica e le indagini per episodi di corruzione che investono esponenti politici di primo piano, incluso il presidente Temer, ostacolano l'azione del Governo che, secondo recenti dichiarazioni del Presidente del Congresso, non avrebbe i voti per far approvare la riforma del sistema pensionistico, considerata fondamentale per riportare i conti pubblici sotto controllo. L'appuntamento delle elezioni legislative che si terranno il prossimo anno è un ulteriore fattore frenante.

#### Politica monetaria e tassi

Il processo di rientro delle pressioni inflazionistiche è proseguito quest'anno. Il tasso tendenziale d'inflazione è sceso dal 6,3% a dicembre 2016 al 2,7% a luglio 2017. Sia quest'anno che il prossimo l'inflazione è vista rimanere sotto il valore centrale (4,25%) della fascia obiettivo. La Banca centrale ha così potuto operare nuovi tagli dei tassi. Il tasso di riferimento Selic era pari al 9,25% ad agosto 2017, dal 13,75% a dicembre 2016. Nuovi tagli sono previsti nei prossimi mesi (Selic al 7,5% a fine anno secondo il consenso dell'indagine Banca centrale).

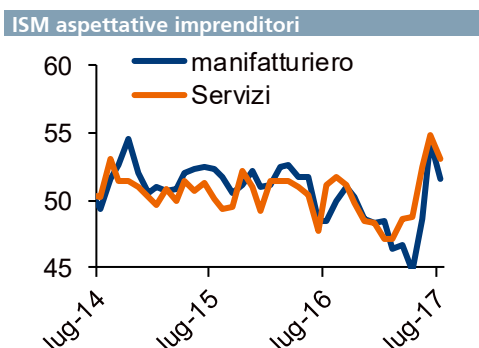
L'ulteriore ri-apprezzamento del cambio nominale (+3% verso il dollaro a 3,17 BRL : 1 USD da gennaio ad agosto) unito ad un tasso d'inflazione ancora relativamente alto, hanno determinato un apprezzamento del cambio reale effettivo rispetto al valore medio del 2016 pari a poco meno del 10%, portando lo stesso in una condizione di contenuta sopravvalutazione. Il cambio BRL/USD è previsto in graduale deprezzamento (3,25 a fine 2017 e 3,40 a fine 2018, dall'attuale 3,15).



## Messico

Previsioni macro	2015	2016	2017E	2018E
PIL	2,6	2,3	1,9	2,1
Inflazione media	2,7	2,8	5,9	5,0
Deficit Stato/PIL	-2,9	-2,7	-2,5	-2,7
Debito Stato/PIL	53,7	58,1	57,2	56,8
Saldo corrente/PIL	-2,9	-2,7	-2,5	-2,7
Debito estero/PIL	37,0	43,0	41,8	44,4
Import cover	5,0	5,1	5,0	4,9

Fonte: FMI, EIU



Fonte: Banca centrale

### Il quadro congiunturale e le prospettive

L'incertezza dovuta al futuro dei rapporti commerciali con gli Stati Uniti, di gran lunga il principale partner economico e finanziario del Messico, e alle elezioni legislative in calendario nel luglio 2018 sta frenando la domanda di beni di investimento e la crescita del settore manifatturiero, il principale motore dell'economia. Inoltre, i consumi delle famiglie stanno risentendo dei rialzi dei tassi d'interesse e dell'accelerazione dell'inflazione con un conseguente impatto negativo sulla domanda di servizi. La crescita del PIL ha rallentato al 2,3% nel 2016, dal 2,6% nel 2015, con gli investimenti sostanzialmente fermi (+0,1%). Nel 1° semestre 2017 il PIL è cresciuto del 2,3%. Nei primi tre mesi è aumentato del 2,8%, grazie al balzo delle esportazioni (+9,8%), ma ha frenato all'1,8% nel 2° trimestre a causa del rallentamento della produzione agricola, di quella manifatturiera, soprattutto quella di veicoli esportati principalmente verso gli USA, e il calo di costruzioni e estrazione di petrolio. Gli indicatori ISM manifatturiero e servizi sono tornati sopra il valore critico di 50 (51,5 e 53 rispettivamente a luglio). Questo recupero riflette anche minori preoccupazioni riguardo i rapporti con gli USA. Le richieste contenute nel documento presentato dal rappresentante commerciale degli Stati Uniti all'apertura dei negoziati per la revisione del NAFTA appaiono in gran parte accettabili per il Messico e, soprattutto, non menzionano la possibile imposizione di dazi. Le più recenti previsioni di consenso e del FMI indicano una crescita dell'1,9% nel 2017 e del 2,1% nel 2018,

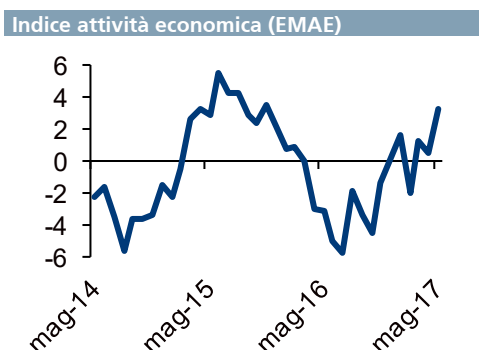
### Politica monetaria e tassi

L'accelerazione dell'inflazione (il tasso tendenziale è salito al 6,4% a luglio 2017 dal 3,4% a dicembre 2016) determinata principalmente dall'ampio deprezzamento del cambio (nel triennio 2014-16 il peso si è deprezzato di quasi il 60% sul dollaro) ha portato nel corso del 2017 a nuovi consistenti rialzi del tasso di riferimento (al 7% ad agosto, dal 5,25% a dicembre 2016 e dal 3% a dicembre 2015). La fase rialzista appare adesso vicino alla conclusione. L'inflazione è ora vista iniziare un processo di rientro sino a portarsi a fine 2018 attorno al 3% (valore centrale della fascia obiettivo). Il ritorno degli investitori finanziari (lo scorso mese di giugno l'esposizione sul peso messicano era la più alta dal giugno 2014) ha favorito un significativo ri-apprezzamento del cambio nominale verso il dollaro (+13% nel periodo gennaio-agosto 2017, a MXN 17,9 : 1 USD). Il cambio reale effettivo, pari a 85 a luglio, nonostante l'apprezzamento registrato quest'anno (+15% nei primi sette mesi) è ampiamente al di sotto della media di lungo periodo (104) e in condizione di sotto valutazione. Un sostegno al cambio nominale è atteso inoltre venire dagli elevati rendimenti offerti dai titoli messicani, anche al netto del premio per il rischio (rendimento titolo sovrano decennale 6,8%, CDS spread 116). Tuttavia, l'incertezza riguardo gli sviluppi del negoziato sul commercio con gli USA continuerà a pesare sulla valuta messicana. Le più recenti previsioni di consenso indicano un cambio pari a MXN 17,5 : 1 USD a fine 2017.

## Argentina

Previsioni macro	2015	2016E	2017E	2018E
PIL	2,6	-2,3	2,8	3,0
Inflazione media	n.d.	n.d.	23	18
Deficit Stato/PIL	-5,6	-5,8	-6,1	-5,1
Debito Stato/PIL	52,0	51,3	49,4	49,2
Saldo corrente/PIL	-2,7	-2,6	-2,9	-3,4
Debito estero/PIL	25,2	34,9	33,3	34,2
Import cover	4,0	6,2	7,6	7,7

Fonte: FMI, EIU



Fonte: Thomson Reuters

### Il quadro congiunturale e le prospettive

Nel primo trimestre 2016 l'economia dell'Argentina ha registrato una crescita tendenziale dello 0,3%, uscendo dalla breve fase recessiva (durata tre trimestri) indotta dalle misure di stabilizzazione fiscale e finanziaria prese dal nuovo governo che si è insediato nel dicembre 2015. Il rimbalzo del PIL visto nel 1° trimestre (+0,3% a/a dopo tre trimestri in calo tendenziale) è stato principalmente determinato dalla ripresa degli investimenti (+3%) ed, in misura minore, dei consumi (+0,9%). L'indice dell'attività economica EMAE, considerato una buona proxy della dinamica del PIL, è aumentato dell'1,9% a/a nel bimestre aprile-maggio, segnalando una accelerazione della dinamica del PIL nel 2° trimestre, sostenuta dalla produzione industriale (+2,5% nel 2° trimestre, auto +30%). Le più recenti previsioni di consenso indicano una crescita sostenuta sia nel 2017 (2,8%) che nel 2018 (+3%), grazie alla ripresa della domanda interna, soprattutto gli investimenti.

### Politica monetaria e tassi

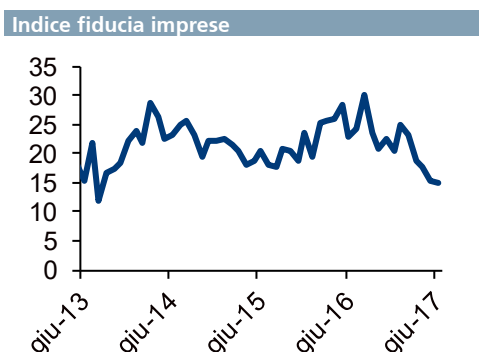
Nei primi sette mesi del 2017 il tasso tendenziale d'inflazione, pari al 21,5% lo scorso luglio, è rimasto costantemente sopra la fascia obiettivo del 13%-17%. La Banca centrale ha reagito alzando lo scorso aprile il tasso di riferimento (il tasso sui prestiti interbancari a 7 giorni) dal 24,75% al 26,25%. Nei mesi successivi il tasso di riferimento è rimasto invariato mentre l'Autorità Monetaria, per offrire un sostegno al cambio, ha alzato a più riprese il tasso sui titoli a breve (lebac) venduti alle banche per regolare la liquidità nel sistema, portandolo dal 21,75% al 26,5%.

Dopo sei mesi di relativa stabilità, a partire da fine giugno, il peso argentino è stato oggetto di spinte al deprezzamento determinate da crescenti perplessità riguardo la capacità del Governo di portare avanti il programma di riforme. La causa scatenante è stata la decisione, annunciata il 21 giugno, di MSCI di non alzare la classificazione del mercato finanziario argentino da "frontiera" a "emergente". A partire dal mese di luglio la Banca centrale è intervenuta più volte con vendite di valuta (1,5 miliardi nella prima metà di agosto) per sostenere il peso, che si è portato a ridosso di ARS 18 : 1 USD, perdendo così quasi metà del proprio valore dall'insediamento di Macri. Mentre l'iniziale deprezzamento del cambio era stato voluto, in quanto determinato dalle misure di liberalizzazione valutaria, parte del pacchetto di riforme del nuovo Governo e la recente debolezza indicano la fine della luna di miele tra l'Amministrazione Macri e gli investitori. Le elezioni di metà mandato, in calendario il prossimo mese di ottobre, costituiranno un'importante verifica del consenso di cui gode l'attuale Amministrazione, che non ha una maggioranza nel Congresso, e della capacità della stessa di continuare sulla strada delle riforme. Il predecessore di Macri, Signora Cristina Fernández de Kirchner, le cui politiche economiche erano invise ai mercati, ha annunciato la propria candidatura.

## Colombia

Previsioni macro	2015	2016	2017E	2018E
PIL	3,1	2,0	2,0	3,0
Inflazione media	5,0	7,6	4,0	3,5
Deficit Stato/PIL	-3,5	-3,4	-2,8	-2,2
Debito Stato/PIL	50,7	47,6	45,7	45,3
Saldo corrente/PIL	-6,4	-4,4	-3,6	-3,3
Debito estero/PIL	38,1	40,7	38,8	39,1
Import cover	8,6	10,2	9,8	9,8

Fonte: FMI, EIU



Fonte: Thomson Reuters Datastream

### Il quadro congiunturale e le prospettive

I fattori che hanno determinato la frenata del PIL nel 2016 (+2% da +3,1% nel 2015), nello specifico la debolezza della domanda interna (investimenti -4,5% lo scorso anno) e delle esportazioni (-0,9%), si sono confermati nella prima metà del 2017 portando di recente ad una revisione al ribasso delle stime di crescita. Nel periodo gennaio-giugno 2017 il PIL è aumentato dell'1,25% a/a in termini reali, in ulteriore frenata rispetto all'1,4% nel 2° semestre 2016. A conferma della debolezza dei consumi le vendite al dettaglio sono diminuite dell'1% nei primi sei mesi del corrente anno; nello stesso periodo, la produzione manifatturiera è scesa dell'1,8%. Sulla domanda interna, in particolare quella sui consumi, sta pesando la riforma fiscale che ha alzato di 3pp l'aliquota IVA per finanziare la riduzione del carico fiscale sulle imprese, le incerte prospettive del mercato degli idrocarburi, la principale esportazione, che frenano gli investimenti nel settore (nel decennio 2006-15 gli investimenti nel minerario avevano fortemente contribuito a far crescere il PIL ad un tasso medio del 4,6%), e la debolezza della moneta. Il Governo prevede ora che il PIL crescerà del 2% nel 2016 (contro 2,3% stima iniziale) e del 3% nel 2018 (3,5% stima iniziale). La Banca centrale è più pessimista (+1,5% nel 2017 e +3% nel 2018). Nel medio periodo gli investimenti sono visti in recupero, spinti dagli interventi previsti nel piano di sviluppo delle infrastrutture mentre le esportazioni non idrocarburi sono attese beneficiare del cambio favorevole. L'economia della Colombia è poi attesa incassare il dividendo dell'accordo di pace siglato con la guerriglia.

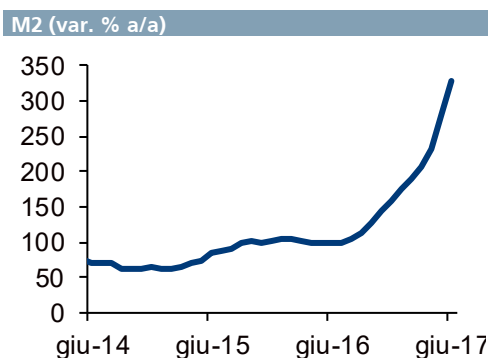
### Politica monetaria e tassi

La significativa frenata dell'inflazione (il tasso tendenziale è sceso al 3,4% a luglio 2017 dal 9% nello stesso mese del 2016) ha indotto la Banca centrale a tagliare ripetutamente i tassi nel corso di quest'anno (225pb dallo scorso dicembre, con il tasso di riferimento ora al 5,5%). L'Autorità monetaria ha tuttavia di recente sottolineato i persistenti rischi inflazionistici, derivanti principalmente dall'alimentare e la necessità di sostenere il tasso di cambio, evitando che rendimenti troppo bassi favoriscano il deflusso di capitali e, di conseguenza, pressioni sul cambio. Infatti, la spinta all'apprezzamento del peso vista nelle settimane finali del 2016 dopo l'accordo OPEC sui tagli di produzione si è esaurita rapidamente e, nel corso di quest'anno, il rapporto COP/USD ha oscillato attorno a 3000, in recupero rispetto ai massimi vicino a 3500 toccati a inizio 2016 ma in significativo deprezzamento rispetto alla quotazione di 2000 registrata nei mesi finali del 2014 prima che la congiuntura del mercato petrolifero diventasse meno favorevole. Nella prima metà del 2017 il cambio reale effettivo, pari a 77, non ha registrato variazioni significative, mantenendosi al di sotto della sua media di lungo periodo (88) e del suo valore di equilibrio (sconto pari a circa il 20%).

## Venezuela

Previsioni macro	2015	2016	2017E	2018E
PIL	-6,2	-18	-7,4	-4,1
Inflazione media	121	255	720	2068
Deficit Stato/PIL	-17,6	-14,6	-14,2	-15,7
Debito Stato/PIL	32,1	28,2	17,3	16,6
Saldo corrente/PIL	-7,8	-2,4	-3,3	-2,1
Debito estero/PIL	26,0	19,3	24,5	42,1
Import cover	3,9	4,0	2,8	0,9

Fonte: FMI, EIU



Fonte: Banca centrale

### Il quadro congiunturale e le prospettive

La caduta delle entrate petrolifere (gli idrocarburi contribuiscono alla quasi totalità delle esportazioni e degli impegni fiscali; considerando che una quota rilevante della spesa pubblica è sostenuta da veicoli fuori bilancio, nello specifico la compagnia petrolifera statale PDVSA, il Fondo per lo Sviluppo FONDEN e da un Fondo creato nel 2007 e da allora più volte ricapitalizzato con prestiti soprattutto dalla Cina sotto forma di pagamenti anticipati per forniture di petrolio) ha reso sempre meno sostenibile la politica fortemente interventista in campo economico seguita dal Governo del Venezuela prima sotto Chavez, che aveva governato il Paese dal 1999 fino al marzo 2013, poi sotto il suo successore (e presidente in carica dall'aprile 2013) Nicolas Maduro. Il paese è precipitato in una grave crisi economica.

Il PIL è diminuito per il terzo anno consecutivo nel 2016 (-18% secondo la stima del FMI) e una nuova ampia contrazione (-7,4%) è prevista nel 2017. Le restrizioni al commercio, i controlli sui prezzi e sul cambio e la monetizzazione del deficit pubblico hanno portato a carenze dal lato dell'offerta e ad un'inflazione fuori controllo (tasso medio d'inflazione indicato dal FMI pari a 255% nel 2016). La cronica carenza di valuta ha portato il cambio sul mercato non ufficiale a ridosso dei 20.000 VEF : 1 USD (da circa 1000 a fine 2016) rispetto ad un cambio ufficiale, la cui offerta è limitata all'acquisto di beni ritenuti essenziali, di 10 VEF : 1 USD.

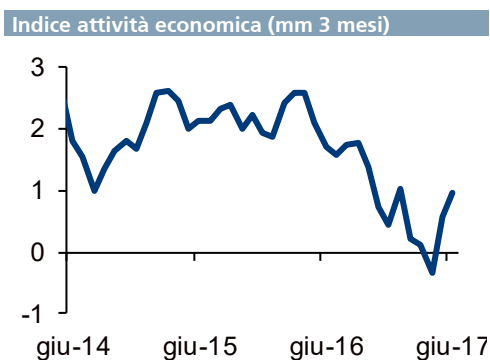
Il Governo ha risposto al peggioramento del quadro macroeconomico con ulteriori misure di stampo dirigitico quali restrizioni alla libera circolazione ed al libero scambio delle merci, nazionalizzazione delle attività ritenute strategiche e sequestri di attività private con accuse di speculazione. Inoltre si è accentuato lo scontro con le forze di opposizione che hanno la maggioranza di seggi all'Assemblea Nazionale. La stessa è stata di fatto esautorata con il recente insediamento di una Assemblea Costituente che ha il mandato di riscrivere la Costituzione.

Nonostante il deterioramento della situazione economica interna, il Governo sta facendo particolari sforzi per non venire meno ai propri impegni finanziari con l'estero e per garantirsi un vitale flusso di valuta. Le scadenze da qui a fine 2018 ammontano a circa 13 miliardi di dollari, considerando sia il debito sovrano sia quello di PDVSA. Le riserve valutarie comprensive dell'oro erano pari a 9,3 miliardi di dollari lo scorso maggio. Inoltre PDVSA detiene attività all'estero (inclusa la raffineria Citgo negli USA le cui azioni sono state però date in buona parte a garanzia di prestiti). Infine il Venezuela potrebbe ottenere aiuti finanziari da paesi stranieri in primis la Russia, con cui di recente ha intensificato i rapporti economici. Il rischio di default o di ristrutturazione del debito è comunque alto (CDS spread attorno a 4000), considerando, tra l'altro, che gli Stati Uniti, a fronte della svolta autoritaria del Governo, hanno minacciato di introdurre sanzioni contro il Venezuela.

## Cile

Previsioni Macro				
	2015E	2016E	2017E	2018E
PIL	2,3	1,6	1,4	3,0
Inflazione media	4,3	4,0	2,1	2,3
Deficit Stato/PIL	-2,1	-2,9	-3,2	-2,6
Debito Stato/PIL	17,4	21,2	24,8	27,4
Saldo corrente/PIL	-1,9	-1,4	-1,4	-1,7
Debito estero/PIL	63,1	64,0	62,3	58,5
Import cover (*)	6,5	7,1	6,4	6,6

(\*) Le riserve non includono i Fondi Sovrani  
Fonte: FMI, EIU



Fonte: Banca centrale

### Il quadro congiunturale e le prospettive

Il PIL è cresciuto di un modesto 0,5% a/a nel 1° semestre 2017 (il passo più contenuto dal 2009), proseguendo la fase di rallentamento iniziata nel 2016 (PIL +1,6%, da +2,3% nel 2015). Dal lato dell'offerta l'attività economica continua a risentire del calo dell'estrazione (-8,4%), che nei primi mesi del corrente anno è stata penalizzata da scioperi, delle costruzioni (-2,7%) e dei servizi alle imprese (-2,8%). Per quanto riguarda gli investimenti (-3,3% a/a) e le esportazioni (-3,8% a/a) entrambe le voci hanno registrato una ulteriore contrazione.

La relativa debolezza dell'economia nella prima metà dell'anno ha indotto il Governo a tagliare la previsione della crescita nel 2017 all'1,5%, dal 2,25% precedente, pur scontando il venir meno di alcuni fattori negativi (scioperi, incendi boschivi) che hanno pesato di recente sulla dinamica del PIL.

L'economia sta risentendo della domanda più contenuta di rame, la principale merce esportata, a livello mondiale e di alcune riforme, nello specifico quella fiscale, che ha accresciuto il carico di tasse per le imprese, e quella del mercato de lavoro, che ha introdotto ulteriori elementi di rigidità. A metà luglio l'agenzia S&P ha tagliato da AA- a A+ il rating del debito sovrano del Cile (la prima azione di questo tipo dagli anni '90) sottolineando l'impatto negativo sul debito pubblico della crescita debole e dell'aumento della spesa sociale. Ad agosto pure Fitch ha abbassato il rating del debito sovrano (da A+ ad A). Sulla valutazione delle agenzie ha pure pesato l'incertezza politica dovuta alle elezioni presidenziali e legislative che si terranno nel mese di novembre. I più recenti sondaggi danno come favorito il candidato dell'alleanza di centro destra Sebastian Pinera che era stato alla guida del paese prima dell'attuale Presidente Signora Bachelet (la Costituzione cilena impedisce due mandati consecutivi), sostenuta da forze di centro sinistra, ma in un quadro politico di maggiore frammentazione a causa di una nuova legge elettorale più proporzionalista.

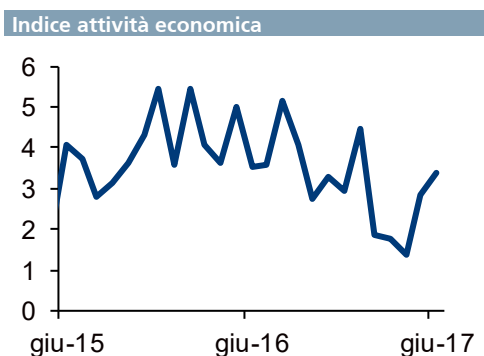
### Politica monetaria e tassi

Nel corso del 2017 l'inflazione ha frenato ulteriormente, con il tendenziale che si è portato all'1,7% a luglio, dal 4% di un anno fa. L'inflazione è ora sotto il limite inferiore della fascia obiettivo (2%-4%) della Banca centrale. L'allentamento delle pressioni inflazionistiche, unito all'ulteriore rafforzamento del cambio visto nei primi otto mesi del 2017 (in apprezzamento del 4,5% a 638 CLP : 1 USD il cambio nominale verso il dollaro USA e del 3% quello effettivo che è tornato in linea con il suo valore di equilibrio), hanno indotto l'Autorità monetaria a sostenere l'economia con ripetuti tagli dei tassi d'interesse (per un totale di 100pb nei primi otto mesi, con il tasso di riferimento sceso a 2,5%). Nuove azioni distensive sono attese entro fine anno.

## Perù

Previsioni Macro	2015	2016	2017E	2018E
PIL	3,3	3,9	2,8	3,8
Inflazione media	3,5	3,6	3,0	2,9
Deficit Stato/PIL	-2,2	-2,3	-2,4	-2,2
Debito Stato/PIL	24,0	24,8	25,9	26,6
Saldo corrente/PIL	-4,9	-2,8	-1,9	-2,0
Debito estero/PIL	35,3	37,5	35,3	35,3
Import cover (*)	34,3	34,2	32,8	32,7

(\*) Le riserve non includono le attività in valuta dei Fondi Sovrani  
Fonte: FMI, EIU



Fonte: Banca centrale

### Il quadro congiunturale e le prospettive

La crescita del PIL ha accelerato ulteriormente lo scorso anno, raggiungendo il 3,9%, dal 3,3% nel 2015, grazie alle esportazioni (+10%), spinte principalmente dall'aumento dell'estrazione di minerali ed idrocarburi (+16,7%). La domanda interna, in particolare di beni di investimento (-4,7%, quelli privati in diminuzione per il terzo anno consecutivo per effetto del completamento in anni precedenti di importanti progetti per lo sfruttamento delle risorse minerarie), è risultata particolarmente debole. La dinamica del PIL ha frenato nella prima metà del 2017 (2,1% nel 1° trimestre 2017 e +2,6% stimato nei primi sei mesi in base all'andamento dell'indice di attività economica considerato una buona proxy del PIL) a causa dei danni causati dalle alluvioni, che hanno penalizzato principalmente l'attività agricola e le costruzioni. Quest'ultimo settore ha inoltre risentito del blocco di alcune opere pubbliche che ha fatto seguito ad un'inchiesta per il pagamento di tangenti a esponenti politici da parte di una primaria società di costruzioni brasiliana per ottenere appalti. Gli effetti negativi dell'alluvione che ha colpito il paese ad inizio anno si stanno esaurendo ed a giugno il PIL è aumentato del 3,4%. L'andamento più debole delle attese nella prima metà dell'anno ha portato a revisioni al ribasso nelle stime di crescita da parte del Governo, con il PIL ora previsto aumentare del 2,8% quest'anno e del 3,8% il prossimo.

L'azione del Governo per sostenere l'economia è frenata dal quadro politico. Il Governo del presidente Kuczynski, uscito vincitore dalle elezioni tenutesi lo scorso anno, è privo di una maggioranza parlamentare e deve contare sul sostegno dell'opposizione, in particolare del partito FP della Signora Fujimori battuta dallo stesso Kuczynski alle presidenziali, per far passare il pacchetto di misure a sostegno dell'economia.

### Politica monetaria e tassi

Nel corso di quest'anno l'inflazione si è riportata entro la fascia obiettivo (2% +/-1%), con il tasso tendenziale pari al 2,9% a luglio. Nei primi otto mesi del 2017 la Banca centrale ha tagliato il tasso di riferimento in due riprese per complessivi 50pb, portandolo al 3,75%. Nuove azioni distensive sono previste nei mesi finali dell'anno a sostegno della domanda interna.

Il contenuto apprezzamento del cambio nominale (quasi 4% vs il dollaro da gennaio ad agosto a 3,24 SOL : 1 USD) ha portato il cambio reale effettivo sopra la sua media di lungo periodo ed in condizione di lieve (1%-2%) sopravvalutazione rispetto al suo valore di equilibrio.

<b>Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice</b>		
<b>Tel 02 8021 + (3) Tel 02 879 + (6)</b>		
<b>International Research Network - Responsabile</b> Gianluca Salsecci	35608	gianluca.salsecci@intesaspaolo.com
<b>Economista - America Latina, CSI e MENA</b> Giancarlo Frigoli	32287	giancarlo.frigoli@intesaspaolo.com
<b>Economista - Asia Emergenti</b> Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesaspaolo.com
<b>Economista - CEE e SEE</b> Antonio Pesce	62137	antonio.pesce@intesaspaolo.com
<b>Economista - Commercio e Industria</b> Wilma Vergi	62039	wilma.vergi@intesaspaolo.com
<b>Economista - Banche e Mercati</b> Davidia Zucchelli	32290	davidia.zucchelli@intesaspaolo.com

## **Certificazione dell'analista e altre importanti comunicazioni**

Gli analisti finanziari che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alla strategia di investimento raccomandata o proposta in questo documento.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.