

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Dicembre 2015

Indice

Il rialzo dei tassi Fed non pregiudica le prospettive di crescita 2016	2
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici	5
Materie prime: mercati laterali e volatilità	7
Petrolio: rischi al rialzo su offerta, al ribasso su domanda	11
Stati Uniti: 2016, l'anno della normalizzazione della politica monetaria	16
Area euro: la ripresa continua, i rischi sono prevalentemente politici	21
La domanda interna tira la ripresa, rischi più bilanciati	22
Inflazione: il ritorno al target si sposta oltre il 2017	26
BCE per ora in vigile attesa	28
Germania: tra minacce e spinte, crescita ancora sopra trend	30
Francia: crescita sopra l'1% nel 2016, anche se i fondamentali dell'economia rimangono fragili	36
Italia: verso una "normalizzazione" della crescita	41
Spagna: espansione economica robusta anche nel 2016	46
Paesi Bassi: solida crescita anche nel 2016	52
Grecia: l'ESM ha aperto i rubinetti	55
Portogallo: nuovamente "osservato speciale" dei mercati	57
Asia	60
Giappone: il ritorno di Abenomics	60
India: in miglioramento ma non su tutti i fronti	69
 Mercati valutari: svolta Fed - inizio della fine del trend rialzista del dollaro	73

Dicembre 2015

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

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

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Il rialzo dei tassi Fed non pregiudica le prospettive di crescita 2016

Il livello di incertezza sul ciclo economico internazionale è calato negli ultimi mesi, anche per i segnali di stabilizzazione della Cina.

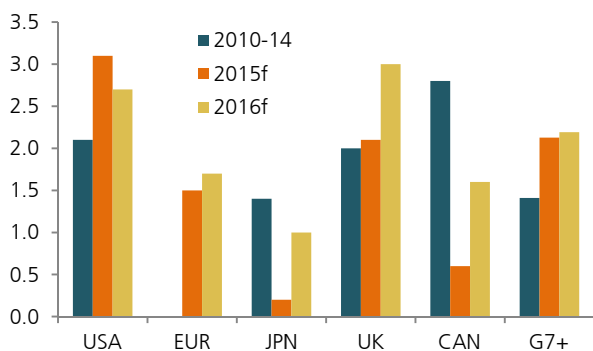
Il modesto rialzo dei tassi atteso negli Stati Uniti non può rappresentare, a nostro avviso, un rischio significativo per la crescita mondiale. La crescita dei paesi avanzati continuerà ad essere alimentata dalla domanda interna anche nel 2016. Ci attendiamo un rafforzamento della ripresa nell'Eurozona.

Il calo superiore alle attese dei prezzi petroliferi impone un nuovo taglio alle stime di inflazione nei paesi avanzati. Se le quotazioni non si riprenderanno, i benefici per i paesi avanzati potrebbero essere azzerati dal crollo dell'export verso i paesi produttori di petrolio.

Luca Mezzomo

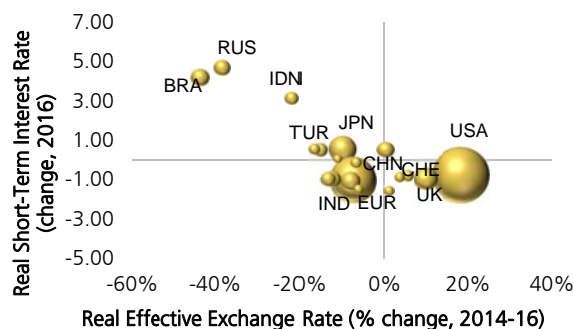
Il quadro previsionale illustrato a settembre ha trovato sostanzialmente conferma negli ultimi mesi, eccetto che per un elemento: l'andamento delle quotazioni petrolifere, che sono nuovamente crollate nel corso del quarto trimestre. Per il resto, come previsto, a dicembre la Federal Reserve ha avviato il ciclo di restrizione della politica monetaria, mentre la BCE ha accentuato la divergenza fra i tassi con una serie di nuove misure espansive. Per quanto riguarda il nodo più spinoso del 2015, cioè il rallentamento dei paesi emergenti, gli ultimi mesi hanno mostrato un quadro molto diversificato: a fronte dei segnali di stabilizzazione emersi in Cina, la situazione è rimasta preoccupante in altri paesi, come il Brasile e la Russia; nell'aggregato, probabilmente si è verificato un nuovo modesto rallentamento nel corso dell'autunno. Ciò nonostante, i dati macroeconomici dei paesi emergenti non sorprendono più sistematicamente in negativo come era avvenuto fino a ottobre. La stabilizzazione cinese è molto rilevante, in quanto può condizionare positivamente il clima di fiducia nel resto del mondo. Nel complesso, è probabile che le importazioni dei paesi emergenti tornino a crescere nel 2016 dopo il calo del 2015, anche se ciò dipenderà quasi esclusivamente dall'Asia.

Fig. 1 – Contributo della domanda interna alla crescita del PIL (%)



Nota: G7+: Stati Uniti, Giappone, Eurozona, Regno Unito, Canada; aggregazione in base al PIL nominale in dollari correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Tassi di interesse reali e andamento dei cambi nelle maggiori economie mondiali



Nota: Variazioni del cambio effettivo per tutti i paesi eccetto India, Indonesia, Arabia Saudita (cambio con USD), Polonia (cambio con EUR). Il tasso reale a b/t è calcolato sottraendo l'inflazione corrente. La dimensione delle bolle è proporzionale al PIL nominale 2015 in dollari. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo e Oxford Economics

Vi sono motivi ancora più solidi rispetto a tre mesi fa per ritenere che l'espansione dei paesi avanzati sarà sostenuta soprattutto dalla domanda interna, come illustra la fig. 1. I tassi reali di interesse risulteranno, a nostro avviso, complessivamente in calo, nonostante il modesto rialzo dei tassi ufficiali atteso negli Stati Uniti (v. fig. 2), e l'accomodamento monetario continuerà ad essere amplificato dall'espansione del bilancio delle Banche centrali nell'Eurozona e in Giappone (fig. H). Inoltre, il movimento del cambio effettivo è talora sinergico all'allentamento della politica monetaria (così, per esempio, nell'Eurozona e in Cina) o alla sua restrizione (Stati Uniti).

Soltanto fra i paesi emergenti osserviamo una drastica restrizione della politica monetaria orientata alla stabilizzazione del cambio.

Le politiche fiscali non saranno oggetto di alcuna restrizione (v. fig. D), considerando l'effetto positivo sul saldo primario che si dovrebbe verificare grazie all'espansione economica. Inoltre, la revisione delle stime sul prezzo del petrolio implica che nel 2016 potrebbe manifestarsi un'ulteriore liberazione di potere d'acquisto nel settore delle famiglie, con effetti sulla spesa finale resi più probabili dal clima di fiducia positivo che prevale negli Stati Uniti e in Europa e da una fine di autunno e un inizio inverno particolarmente miti nell'emisfero settentrionale. Tuttavia, l'effetto del ribasso petrolifero sarà decisamente meno positivo rispetto al 2015. In primo luogo, il calo della materia prima si trasmette sempre meno al prezzo finale con il procedere dei ribassi, in quanto aumenta la parte incompressibile del prezzo legata alle imposte. Secondariamente, diventa più rilevante l'impatto negativo che scaturisce dal peggioramento delle condizioni economiche nei paesi produttori, che dal quarto trimestre 2014 in poi hanno iniziato a tagliare drasticamente le loro importazioni (-16,8% a/a nel 2° trimestre 2015), e dal maggiore rischio di instabilità finanziaria e politica in tali paesi.

Una questione aperta è se la ripresa dei consumi sarà accompagnata da una significativa accelerazione degli investimenti. La crisi delle materie prime deprimerà la spesa in conto capitale nel comparto estrattivo, ma soltanto in pochi paesi tale settore può determinare le tendenze aggregate. Il contesto di moderata espansione economica, minore incertezza e condizioni finanziarie accomodanti sembra spingere per un contributo della spesa in conto capitale stabile o in aumento nel biennio 2016-17: stabile negli Stati Uniti, dove già si colloca allo 0,8% circa del PIL, e in Giappone; in aumento nell'Eurozona, dove potrebbe salire dallo 0,4 allo 0,8% nel 2016.

Nel complesso, le previsioni di crescita per il 2016 sono poco mutate rispetto a settembre e sono sostanzialmente allineate alla media del consenso. La crescita mondiale è prevista in marginale accelerazione dal 3,0 al 3,3%, risultante da un 2,2% per i paesi avanzati e un 4,2% per i paesi emergenti. Una revisione al ribasso ha interessato gli Stati Uniti (da 2,9 a 2,6%) e marginalmente il Giappone (da 1,3 a 1,2%), mentre la proiezione per l'Eurozona è invariata a 1,7%. In effetti, i dati sono stati tendenzialmente meglio delle previsioni in Europa e inferiori alle attese negli Stati Uniti.

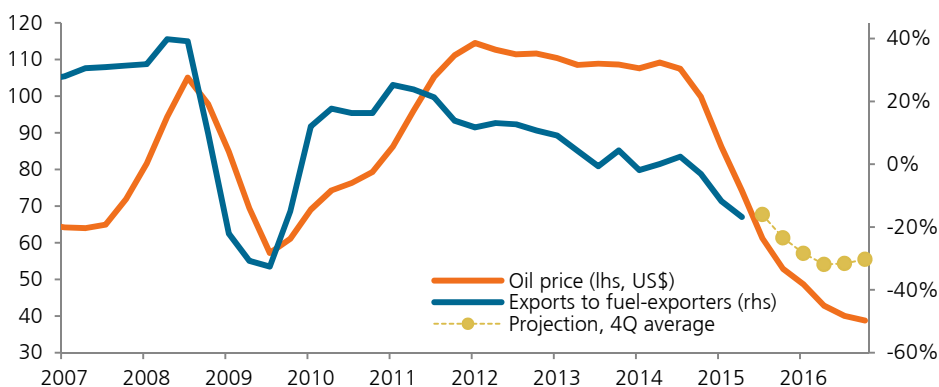
Le stime di inflazione hanno subito una limatura, effetto dell'ulteriore ridimensionamento delle previsioni sul prezzo del petrolio, ma ciò non ha inciso sulla direzione: con la stabilizzazione del prezzo del petrolio l'inflazione media dei paesi avanzati dovrebbe risalire da 0,2% a 1,0% in media annua. L'incremento dei prezzi sarà relativamente più forte negli Stati Uniti (1,7%), mentre dovrebbe restare inferiore all'1% nell'Eurozona e in Giappone.

Il rialzo dei tassi ufficiali americani di fine dicembre era da settimane incorporato con probabilità elevata nelle valutazioni dei mercati, così come un'ulteriore blanda restrizione dei tassi ufficiali nel corso del 2016 (altri 50pb circa). Anche se le aspettative arrivassero a incorporare un rialzo in più, difficilmente ciò potrebbe qualificarsi come un "rischio" significativo per lo scenario globale; d'altronde, è probabile che la Federal Reserve cerchi nei prossimi mesi di limitare le conseguenze di mercato degli interventi sui tassi ufficiali, ad esempio segnalando che le previsioni interne sull'evoluzione futura dei tassi ufficiali sono calate rispetto alle precedenti riunioni. D'altronde, gli investitori hanno ormai superato la fase del ritiro generalizzato dai mercati a rischio, e cominciano a differenziare molto di più fra paese e paese. Da settembre, i movimenti di portafoglio verso i paesi emergenti sono stati mediamente positivi, con il ritorno di ottobre soltanto in parte bilanciato dai deflussi modesti di settembre e novembre. In novembre il quadro è stato molto diversificato, con flussi netti positivi verso l'America Latina e negativi verso le altre aree. Anche sui mercati valutari, riteniamo che la parte di gran lunga prevalente dell'aggiustamento si sia già verificata fra il 2014 e il 2015.

Quali implicazioni da uno scenario di petrolio a 40 dollari?

Un rischio caratterizzato da una probabilità di realizzazione elevata è invece costituito da un andamento delle quotazioni petrolifere significativamente inferiore a quello utilizzato come riferimento. Lo scenario ipotizza che la discesa di fine 2015 sia un eccesso speculativo destinato in parte a essere riassorbito nel corso del 2016, e che i prezzi si assestano entro fine anno su livelli a metà strada fra il *plateau* del 2011-14 e la stretta gola del 2008-09. Tuttavia, non possiamo escludere che l'Arabia Saudita sia disposta a sostenere il costo di una fase prolungata di prezzi bassi come quella che ha caratterizzato quasi ininterrottamente il periodo fra il 1986 e il 2000.

Fig. 3 – Le importazioni dei paesi produttori potrebbero essere quasi dimezzate in uno scenario di petrolio stabilmente a 40 dollari al barile



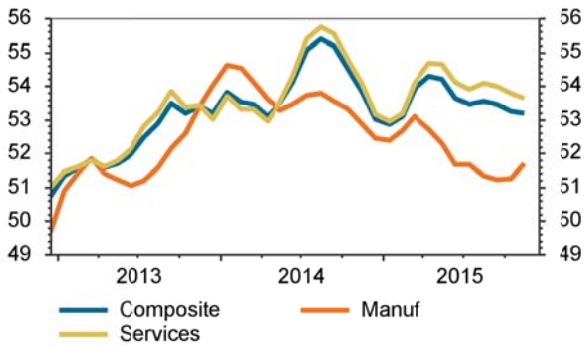
Fonte: IMF DOTS, Thomson Reuters

Al di là delle ripercussioni ambientali negative, la prosecuzione della fase di bassi prezzi potrebbe essere associata a benefici netti trascurabili per i paesi avanzati, in quanto l'ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio e l'aumento del reddito reale delle famiglie rischiano di essere compensati dal crollo delle importazioni dei paesi produttori. Sicuramente, il fenomeno accentuerebbe il ruolo della domanda interna nella generazione della crescita rispetto allo scenario di base. Stimiamo che le esportazioni verso i paesi produttori di petrolio siano calate nel 2015 del 23% circa rispetto al 2014 (nel secondo trimestre 2015 la variazione è già pari a -16,8% a/a), con una riduzione di circa 288 miliardi di dollari rispetto al 2013. Se i prezzi si collocassero in media a 40 dollari al barile nel 2016, la contrazione cumulata del flusso annuo di esportazioni verso i paesi produttori di petrolio potrebbe salire a 320-450 miliardi di dollari, con un ulteriore calo di 30-160 miliardi a seconda delle ipotesi (la stima di 30 miliardi assume un'elasticità uguale a quella osservata fino a metà 2015). Per l'Italia, nello scenario più mite ciò si traduce in un calo dell'export di circa 11,5 miliardi di dollari rispetto al 2013, di cui 1,2 nel 2016; negli scenari più estremi, l'impatto sarebbe quasi pari a quello del 2015. Di contro, nel 2016 l'ulteriore aumento del potere di acquisto delle famiglie oscillerebbe fra lo 0,3 e lo 0,5% del reddito disponibile nei maggiori paesi europei (oltre 3 miliardi per l'Italia, circa 9 miliardi in Germania e 5 miliardi in Francia).

Prezzi del petrolio bassi e persistenti avrebbero poi ripercussioni negative anche su altri fronti, come le politiche di contenimento delle emissioni di carbonio, di efficientamento energetico e di passaggio a fonti primarie rinnovabili di energia.

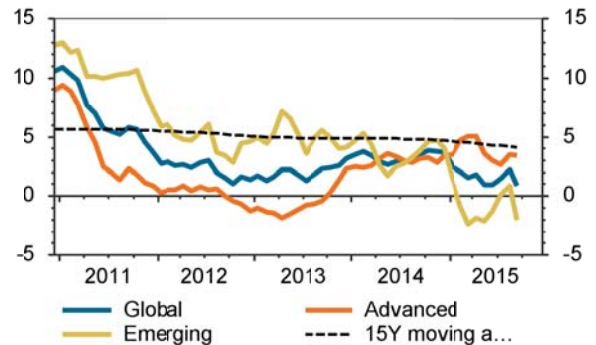
Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



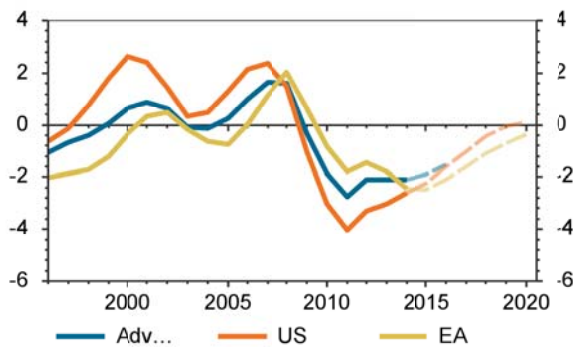
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



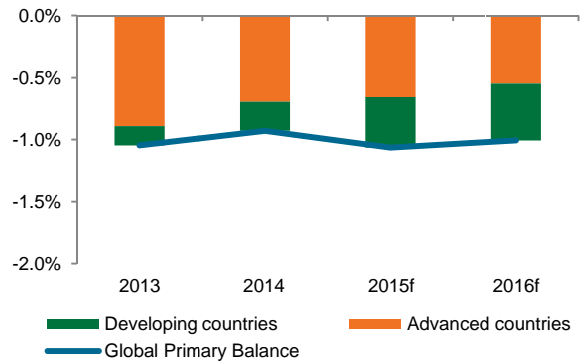
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



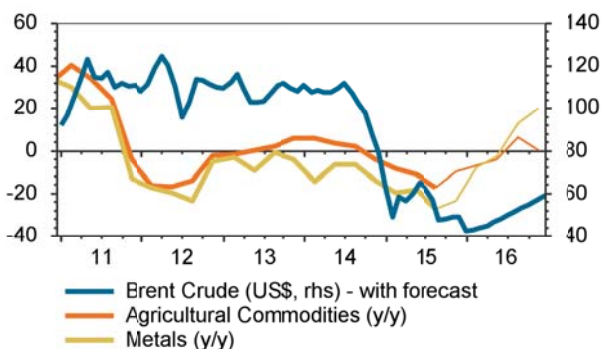
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



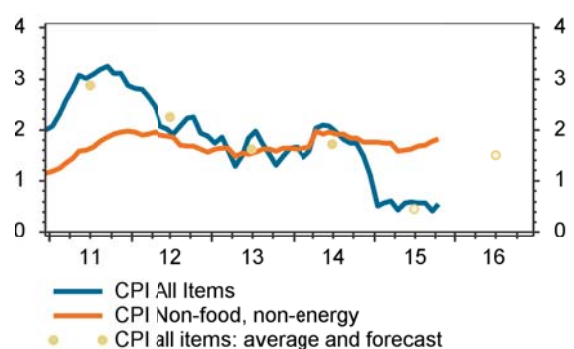
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



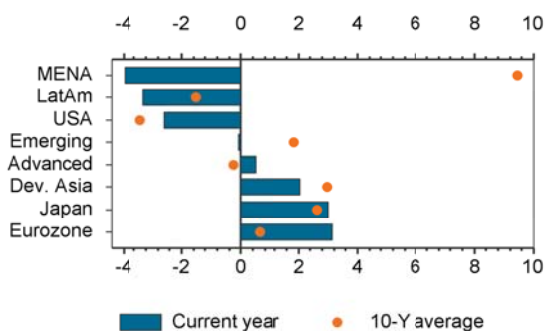
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



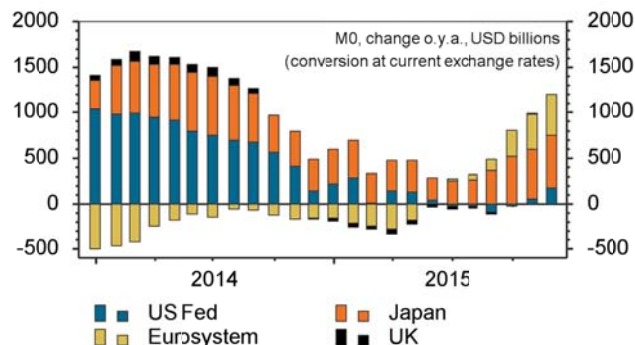
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



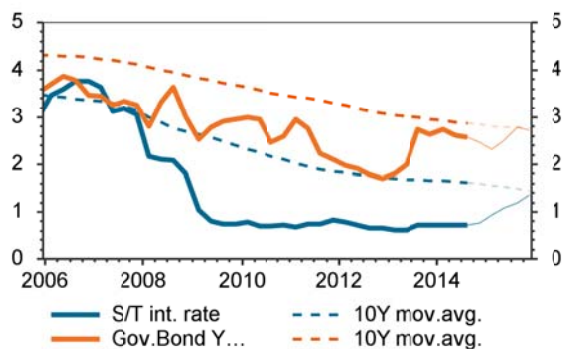
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. H – Base monetaria, G-3 (variazione, miliardi di US\$)



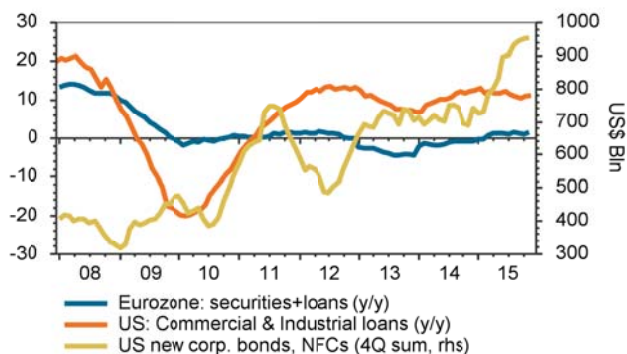
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. I – Tassi di interesse – media globale



Nota: L'aggregato include 44 paesi fra avanzati ed emergenti. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e Oxford Economics

Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, BCE, Federal Reserve

Tab. 1 – La crescita economica per area geografica

	2012	2013	2014	2015p	2016p
Stati Uniti	2.2	1.5	2.4	2.5	2.6
Giappone	1.7	1.6	-0.1	0.7	1.2
Area euro	-0.8	-0.2	0.9	1.5	1.7
Europa Orientale	2.3	1.8	1.3	-0.7	1.3
America Latina	2.6	2.5	1.0	-0.3	0.4
OPEC	5.8	2.2	2.3	1.5	1.6
Asia Orientale	6.1	6.1	6.3	6.0	6.1
Africa	3.1	3.1	4.0	3.4	3.7
Crescita mondiale	3.4	3.3	3.4	3.0	3.3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

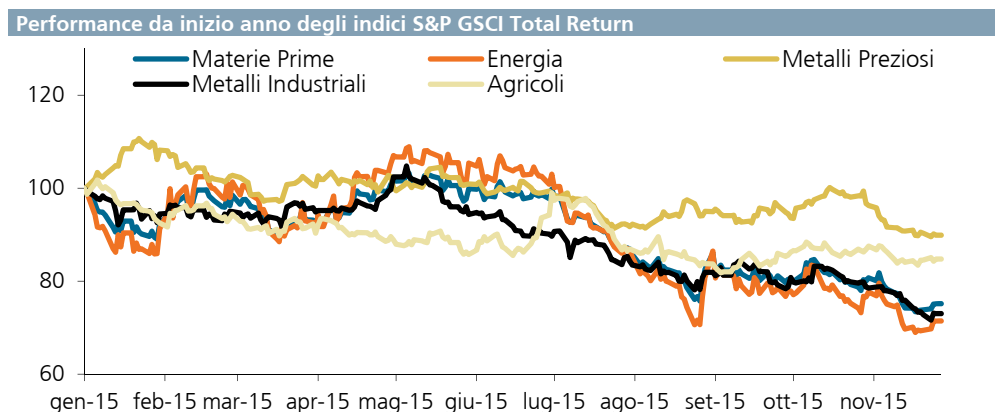
Materie prime: mercati laterali e volatilità

Sulla base del nostro scenario macroeconomico di riferimento, dei principali fattori di incertezza che gravano sul comparto delle materie prime e dei fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo per i primi mesi del 2016 mercati laterali caratterizzati da un'elevata volatilità. L'attesa di basse quotazioni del petrolio e la complessiva fragilità della domanda mondiale giustificano ancora per qualche mese la previsione di una persistente debolezza anche nei prezzi dei principali metalli ad uso industriale.

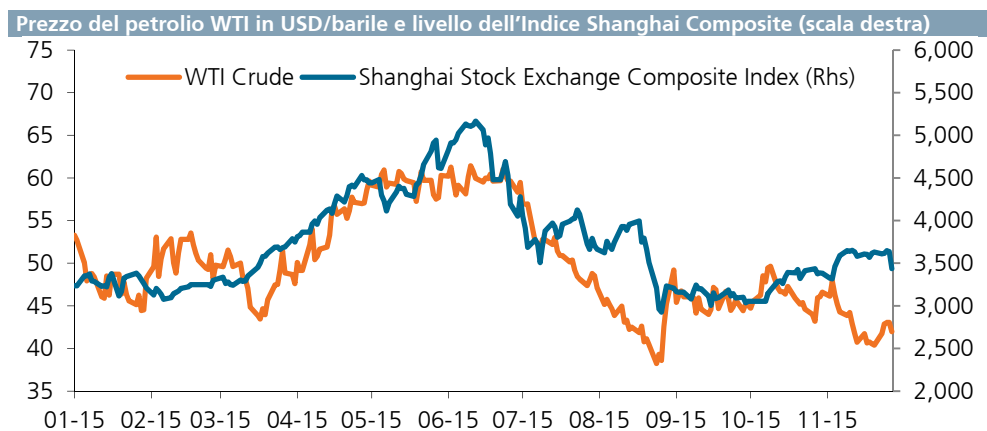
Daniela Corsini
Michele Scandroglio

Negli ultimi mesi, i comparti di energia e metalli industriali hanno affrontato ampi cali delle quotazioni a causa di deboli fondamentali e deludenti dati macroeconomici pubblicati nei principali Paesi emergenti. In particolare, preoccupa il persistente eccesso di offerta che grava su gran parte dei mercati, poiché nel 2015 l'offerta è cresciuta a ritmi sostenuti per gran parte di queste materie prime, mentre la domanda ha faticato a crescere ai ritmi eccessivamente ottimistici previsti a inizio anno.

Al contrario, le quotazioni di metalli preziosi e agricoli hanno scambiato in un ampio *trading range* negli ultimi mesi, rimanendo circa stabili rispetto ai livelli medi di agosto e settembre. Nel comparto dei preziosi, l'oro resta profondamente influenzato dall'atteso rialzo dei tassi americani e dalla forza del dollaro, mentre i fondamentali di platino e palladio sono ampiamente peggiorati dopo i recenti scandali nel settore automobilistico.



Dopo i mesi estivi, in cui il comparto è stato trascinato al ribasso dai timori di un eccessivo rallentamento dell'economia cinese e dal crollo nel mercato azionario domestico, sembra che nei mesi autunnali le materie prime siano finalmente tornate ad essere guidate dai fondamentali, comunque deboli. A nostro avviso, questa evoluzione è positiva poiché suggerisce, almeno nel breve periodo, un minore impatto di variabili puramente finanziarie e di flussi speculativi sui mercati delle commodity.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I principali driver nel 2016

Nel corso del prossimo anno, il comparto delle commodity sarà profondamente influenzato da vari fattori che alimenteranno la volatilità nel comparto:

- La politica monetaria della Federal Reserve, avviata lungo il sentiero di un lento e graduale rialzo dei tassi, dovrebbe alimentare la forza relativa del dollaro statunitense. Di conseguenza, questo fattore potrebbe alimentare pressioni al ribasso sul comparto delle materie prime, e soprattutto sui metalli preziosi. In particolare l'oro, il metallo più esposto a politiche monetarie e aspettative di inflazione, dovrebbe essere influenzato negativamente da una scarsa domanda per investimento;
- La salute dell'economia cinese e le risposte delle Autorità al rallentamento in atto saranno determinanti nel definire la domanda mondiale di materie prime e il *sentiment* di mercato verso il comparto. Di conseguenza, i principali indicatori macroeconomici saranno attentamente monitorati soprattutto nei primi mesi dell'anno, quando normalmente la domanda di materie prime accelera in vista delle festività del Nuovo Anno Lunare. Al momento, riteniamo particolarmente preoccupante la contrazione in corso nell'attività del settore manifatturiero, che in novembre ha portato l'indice PMI ufficiale rilevato dal National Bureau of Statistics, già in calo da quattro mesi, a registrare il livello più basso da tre anni. Inoltre, le risposte del settore metallurgico ai bassi prezzi domestici potrebbero avere ampie ripercussioni sulle quotazioni internazionali dei principali metalli non-ferrosi;
- Le tensioni geopolitiche continueranno ad alimentare volatilità nel comparto. In caso di nuove preoccupazioni macroeconomiche in Europa Occidentale e di un aggravamento delle tensioni in Europa Orientale, oro e argento potrebbero nuovamente beneficiare di un temporaneo rialzo della domanda di beni rifugio. Il petrolio sarà profondamente influenzato dall'evoluzione dello scenario politico in Medio Oriente. Attualmente, vediamo soprattutto rischi al ribasso sulle quotazioni degli idrocarburi, poiché il ritorno dell'offerta iraniana sui mercati internazionali dovrebbe più che compensare eventuali temporanee interruzioni dell'offerta da parte di altri produttori minori della regione. Strettamente correlata con i conflitti che lacerano la regione è la decisione riguardo il target produttivo dell'OPEC. Non ci attendiamo che nei prossimi mesi il gruppo possa rivedere al ribasso il target cumulato di produzione di 31,5 Mb/g fissato nella riunione del 4 dicembre. Infatti, la decisione è stata soprattutto motivata dall'atteso aumento dell'offerta dall'Iran e la strategia di perseguire un abbondante output è necessaria per molti Paesi, poiché le finanze pubbliche sono messe sotto pressione dalle basse quotazioni attuali. Inoltre, le forti divergenze fra Iran e Arabia Saudita rendono inaccettabile per i Sauditi sacrificare volontariamente la propria quota di mercato a vantaggio dello storico rivale;

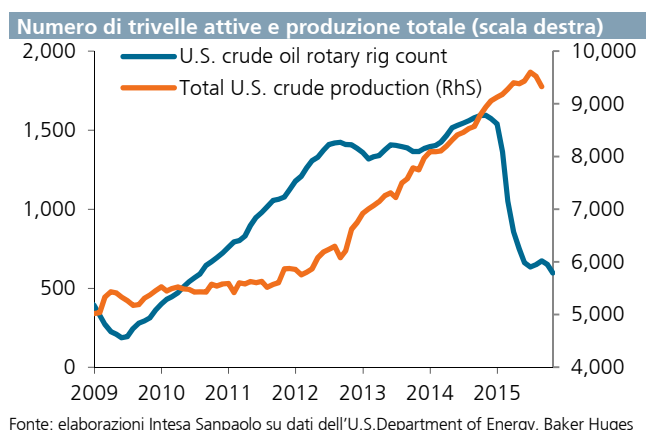
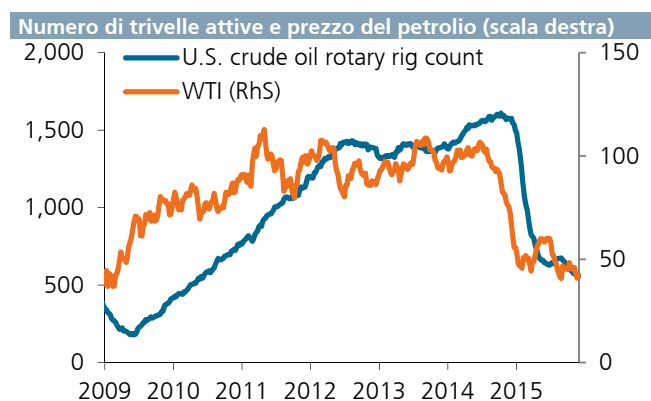
- Ricordiamo che l'evoluzione del prezzo del petrolio influirà profondamente anche sulle quotazioni delle altre commodity: per quanto riguarda i preziosi, più basse quotazioni degli idrocarburi abbassano le stime di inflazione attesa; i metalli industriali e le materie prime agricole subiscono pressioni al ribasso data l'erosione dei costi di produzione e trasporto. Inoltre, dato il peso preponderante del petrolio nei principali indici di commodity, attese di basse quotazioni del greggio alimenteranno un negativo *sentiment* di mercato e scoraggeranno gli investimenti su tutto il comparto.

Le nostre previsioni per l'universo commodity

Complessivamente, sulla base del nostro scenario macroeconomico di riferimento, dei principali fattori di incertezza che gravano sul comparto delle materie prime e dei fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo per i primi mesi del 2016 mercati laterali caratterizzati da un'elevata volatilità. L'attesa di basse quotazioni del petrolio e la complessiva fragilità della domanda mondiale giustificano ancora per qualche mese la previsione di una persistente debolezza nei prezzi dei principali metalli ad uso industriale. Successivamente, nel corso dell'anno i fondamentali di domanda e offerta dovrebbero diventare più tesi, soprattutto per alcuni metalli, e dovrebbero quindi alimentare un moderato recupero delle quotazioni.

Per quanto riguarda il petrolio, si conferma uno scenario di perdurante eccesso di offerta, dati i livelli di produzione storicamente elevati mantenuti da OPEC, Stati Uniti, Russia e l'atteso ritorno del greggio iraniano sui mercati internazionali. Prevediamo che ancora a lungo l'OPEC non potrà raggiungere un accordo per sostenere le quotazioni che sia condiviso né dai propri membri, né da produttori esterni al gruppo. Di conseguenza, le forze di mercato saranno lasciate libere di lavorare per riequilibrare domanda e offerta: bassi prezzi favoriranno lentamente la ripresa della domanda mondiale e ridurranno l'offerta da parte dei produttori con i maggiori costi marginali di produzione, portando a una progressiva erosione del surplus di offerta.

In particolare, nel corso dell'anno la produzione statunitense di petrolio dovrebbe diminuire, guidata dal calo del numero di trivelle in attività e dalle crescenti difficoltà di finanziamento di alcuni produttori di *shale oil*.



Data la lentezza di questi processi di aggiustamento dell'offerta e l'ampiezza stimata delle future esportazioni iraniane, l'intervallo di prezzo desiderato da buona parte dei membri OPEC, compreso fra i 60 e gli 80 dollari alla produzione, non dovrebbe essere stabilmente raggiunto se non fra vari trimestri. Non escludiamo che nei prossimi mesi saranno toccati nuovi minimi, soprattutto se le esportazioni di greggio dall'Iran si riveleranno più abbondanti delle attese. Tuttavia, ci attendiamo un consolidamento e successivamente un moderato recupero delle quotazioni entro fine 2016, per l'attesa che il modesto rafforzamento dei fondamentali si rifletta nei prezzi.

Scenario Macroeconomico

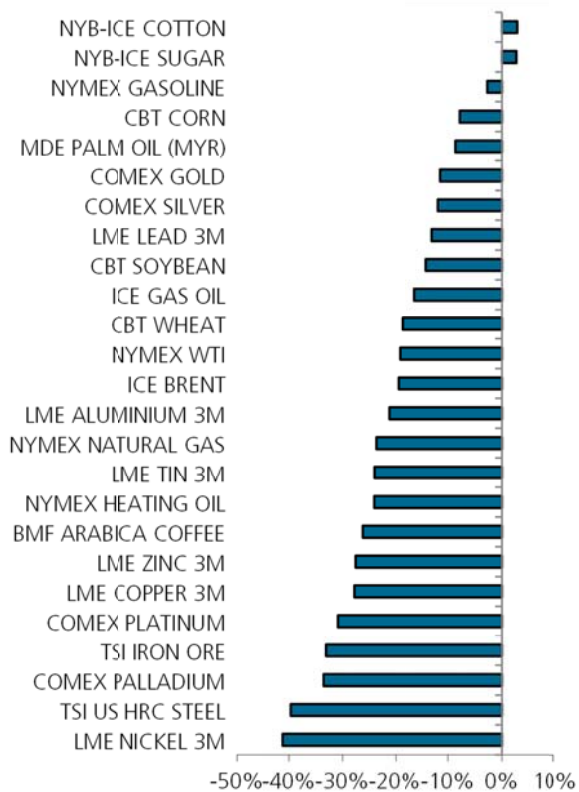
Dicembre 2015

Sulla base del nostro scenario macroeconomico di riferimento e dei fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo che i metalli preziosi continuino a scambiare su livelli depressi nei prossimi mesi e non escludiamo che possano toccare nuovi minimi, guidati dall'oro. La domanda per investimento dovrebbe essere scoraggiata da una politica monetaria più restrittiva negli Stati Uniti, dalla forza del dollaro americano e dalla debolezza delle pressioni inflazionistiche. Platino e palladio dovrebbero continuare a soffrire dei timori di una debole domanda mondiale, a seguito dei recenti scandali nel settore automobilistico.

Per quanto riguarda i principali metalli industriali, ci attendiamo mercati laterali nel 1° trimestre 2016, frenati dalle basse quotazioni petrolifere e dall'incertezza riguardo le prospettive di domanda cinese, e in recupero nel corso dell'anno, guidati da un atteso rafforzamento dei fondamentali.

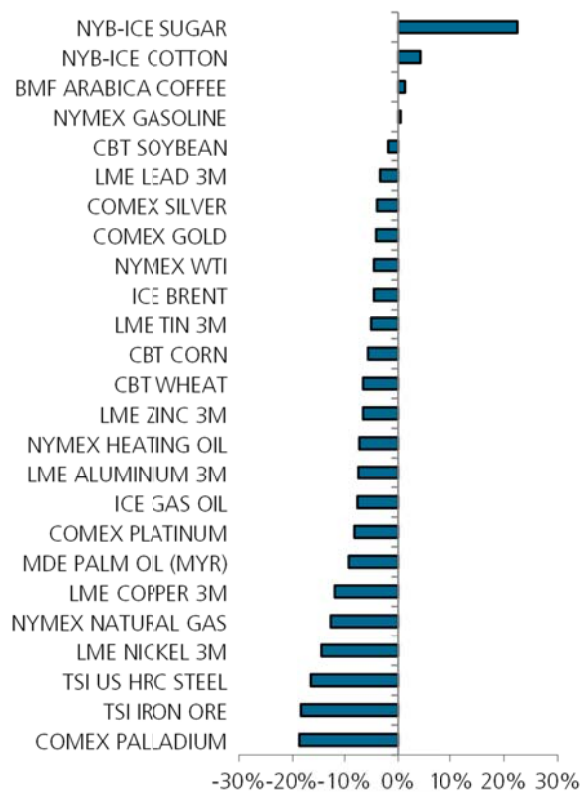
Per quanto riguarda i principali cereali, ci attendiamo un modesto rialzo delle quotazioni nel corso dei prossimi trimestri, guidato dalle stime di fondamentali di domanda e offerta marginalmente più tesi per la prossima stagione.

Performance da inizio anno, sino al 25.11.2015



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 4° trimestre 2015, sino al 25.11.2015



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio: rischi al rialzo su offerta, al ribasso su domanda

Nonostante le stime di consenso sui fondamentali di domanda e offerta siano complessivamente più ottimistiche rispetto a pochi mesi fa, sottolineiamo che il processo di miglioramento sarà probabilmente molto più lento di quanto stimato nel nostro precedente scenario trimestrale, principalmente a causa dell'accelerazione meno brillante delle attese nella domanda mondiale. Infatti, attualmente riteniamo poco probabile che il surplus di offerta sarà riassorbito prima di fine 2016. Nei prossimi mesi, i dati che saranno seguiti con maggiore attenzione saranno le stime di produzione negli Stati Uniti e nei paesi OPEC e di esportazioni dall'Iran, una volta rimosse le sanzioni internazionali.

Fondamentali di domanda e offerta

Gli ultimi dati pubblicati nei report mensili di *Organization of the Petroleum Exporting Countries* (OPEC), *International Energy Agency* (IEA) e *U.S. Energy Information Administration* (EIA) confermano uno scenario di ampio eccesso di offerta che si protrarrà per vari trimestri.

Le ultime stime formulate dai tre principali previsori indicano fondamentali di domanda e offerta per l'anno in corso leggermente migliori rispetto a quanto pubblicato a settembre, probabilmente a causa dei timori maturati nel corso dell'estate, e successivamente rivelatisi eccessivi, riguardo la crisi cinese e l'abbondante produzione OPEC e non-OPEC.

Attualmente, la "call on OPEC crude" (ovvero la quantità di petrolio che il gruppo dovrebbe fornire per bilanciare i mercati) è stimata in media pari a circa 29,6 milioni di barili al giorno (Mb/g), in aumento di 0,4 Mb/g a/a rispetto al 2014 e rivista al rialzo di 0,3 Mb/g rispetto a quanto stimato in media a settembre 2015. Tuttavia, la "call on OPEC crude" resta ben inferiore sia al target produttivo del gruppo (31,5 Mb/g), sia alla produzione effettiva dei paesi OPEC, ai massimi storici e ben superiore ai 31 Mb/g.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2015				
Stime a novembre 2015, in milioni di barili al giorno	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC crude"
OPEC	92.9	57.2	6.0	29.6
vs. 2014	1.5	0.7	0.2	0.6
IEA	94.6	58.3	6.5	29.8
vs. 2014	1.9	1.3	0.1	0.5
EIA	93.9	58.1	6.5	29.3
vs. 2014	1.4	1.2	0.2	0.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA

Anche per quanto riguarda il 2016, i tre principali previsori sono più ottimisti rispetto a quanto stimato a settembre e confermano la previsione di mercati gradualmente più tesi a fronte di un progressivo riassorbimento dell'eccesso di offerta, nonostante l'atteso ritorno sul mercato del petrolio iraniano.

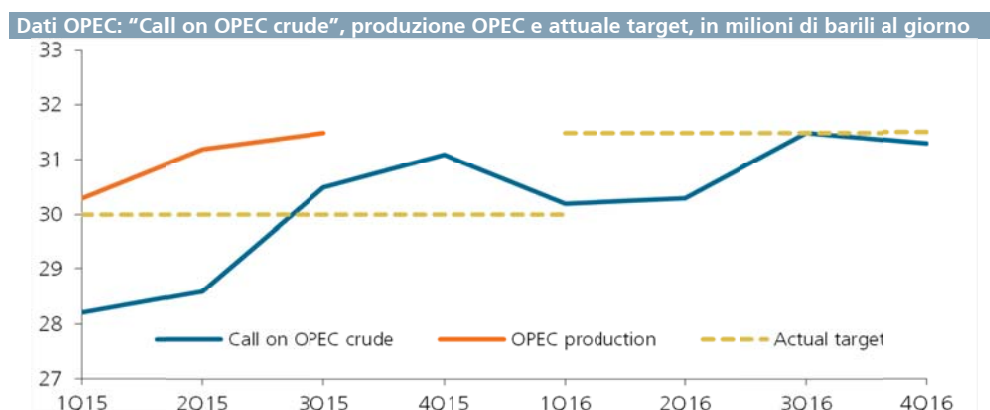
Secondo i dati pubblicati in novembre, per il prossimo anno si prevede in media una domanda globale pari a 95,1 Mb/g, in aumento di 1,3 Mb/g rispetto al 2015 e rivista al rialzo di 0,1 Mb/g rispetto alle stime di settembre. L'offerta non-OPEC è invece prevista pari a 57,5 Mb/g, in calo di 0,3 Mb/g rispetto a quest'anno e rivista al ribasso di 0,4 Mb/g rispetto alla stima media di settembre. Conseguentemente, la "call on OPEC crude" è prevista in media a 31,0 Mb/g, ovvero in aumento di 1,4 Mb/g rispetto al 2015 e rivista al rialzo di 0,5 Mb/g rispetto alla media delle stime di settembre. La "call on OPEC crude" risulterebbe pertanto circa in linea con il target cumulato di produzione (31,5 Mb/g) e con la produzione effettiva attuale.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2015

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2016				
Stime a novembre 2015, in milioni di barili al giorno	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC crude"
OPEC	94.1	57.1	6.2	30.8
vs. 2015	1.3	-0.1	0.2	1.2
IEA*	95.8	57.7	6.8	31.3
vs. 2015	1.2	-0.6	0.3	1.5
EIA	95.3	57.8	6.7	30.8
vs. 2015	1.4	-0.3	0.3	1.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da OPEC, U.S. EIA, IEA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC

Un altro indicatore che normalmente è in grado di rilevare le condizioni del mercato petrolifero è la stima della *spare capacity* (ovvero la capacità produttiva in eccesso, quasi interamente concentrata in Medio Oriente, in primis Arabia Saudita) riportata dall'EIA nello Short Term Energy Outlook.

Secondo le previsioni contenute nel report di novembre, nel 2015 la *spare capacity* dovrebbe essersi contratta a 1,5 Mb/g da 2,0 Mb/g in media nel 2014, mentre nel 2016 dovrebbe risalire a 2,0 Mb/g. Nonostante una *spare capacity* inferiore a 2,5 Mb/g indichi normalmente mercati tesi, l'attuale livello record delle scorte globali (testimoniato dal sempre maggiore ricorso ai depositi in mare a fronte dell'erosione della capacità di stoccaggio sulla terraferma) e l'atteso ritorno dell'offerta iraniana rendono questo dato poco significativo.

Rischi al rialzo sull'offerta, al ribasso sulla domanda

Nonostante i tre principali previsori siano complessivamente più ottimisti rispetto a pochi mesi fa, sottolineiamo che il processo di miglioramento dei fondamentali sarà probabilmente molto più lento di quanto stimato nel nostro precedente scenario trimestrale, principalmente a causa dell'accelerazione meno brillante delle attese nella domanda mondiale. Infatti, attualmente riteniamo poco probabile che il surplus di offerta sarà riassorbito prima di fine 2016.

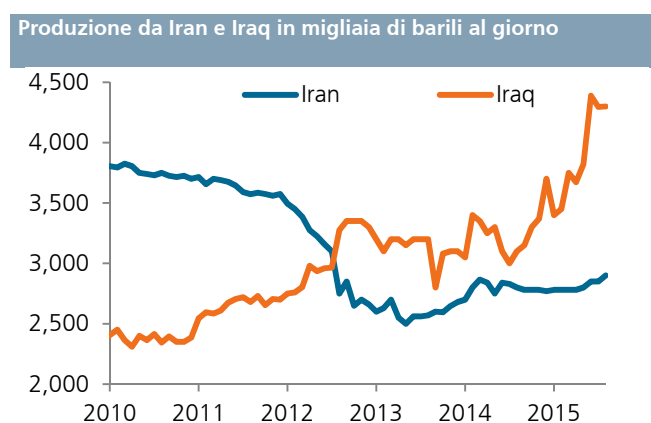
Inoltre, importanti rischi al rialzo gravano sui volumi che saranno effettivamente disponibili sul mercato fisico. Infatti, riteniamo altamente improbabile che nei prossimi sei mesi l'OPEC sia interessata a tagliare il target cumulato di produzione del gruppo per difendere i prezzi e alleviare le difficoltà dei produttori esterni al gruppo. Nel nostro scenario di base, incorporiamo l'attesa che in media l'OPEC rispetterà il nuovo target perché tutti i membri cercheranno di mantenere l'output più elevato possibile nonostante la *spare capacity* sia comunque limitata.

In particolare, Arabia Saudita, Kuwait, Qatar ed Emirati Arabi Uniti, ovvero i membri OPEC caratterizzati da maggiore solidità finanziaria e minori costi produttivi, dovrebbero continuare a

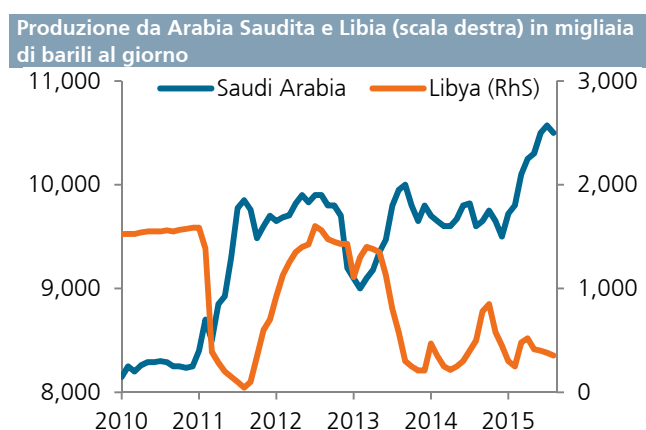
difendere l'attuale strategia di elevata produzione, essendo subottimale qualsiasi taglio dell'output che conceda quote di mercato ad altri paesi produttori. Seppur costosa, questa strategia appare al momento sostenibile a fronte di elevate riserve e recenti tagli alla spesa corrente. Tuttavia, nel lungo periodo sarà fondamentale tenere sotto osservazione le finanze pubbliche di tali paesi, poiché per ottenere il pareggio di bilancio è necessario un prezzo del greggio ben più alto dei livelli attuali.

Anche in Iraq e nel Kurdistan iracheno i Governi sono incentivati a mantenere la produzione vicino agli attuali livelli record per alimentare le finanze pubbliche messe in difficoltà da anni di combattimenti.

Sottolineiamo che nel nostro scenario di base attualmente incorporiamo stime abbastanza conservative riguardo i futuri incrementi nelle esportazioni di greggio iraniane, condizionati all'effettiva rimozione delle sanzioni internazionali. Ipotizziamo entro giugno 2016 un incremento massimo di 0,75 Mb/g rispetto ai volumi esportati in media nella prima metà del 2015, ma potremmo essere sorpresi da una ripresa delle esportazioni più veloce e ampia del previsto, a fronte dei 40 Mb stoccati in mare e dell'impegno con cui la Repubblica Islamica sta perseguendo nuovi accordi commerciali.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy

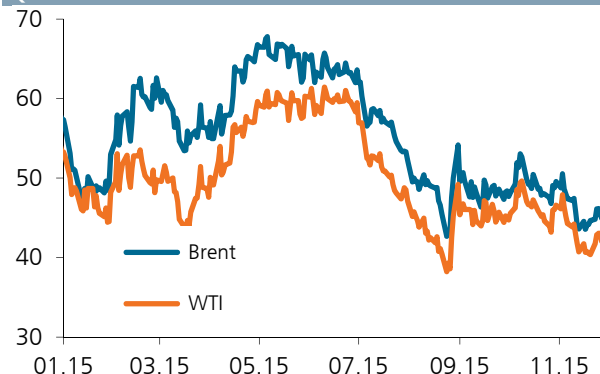
Per quanto riguarda l'offerta non-OPEC, la produzione russa è stabile sui livelli massimi registrati dalla dissoluzione dell'Unione Sovietica e al momento in cui scriviamo ogni progetto di tassazione che avrebbe comportato una diminuzione dell'attività estrattiva è stato accantonato. Attualmente, prevediamo che l'offerta russa resti elevata nel corso del 2016. Soprattutto in Europa Centro-Orientale e Occidentale, la competizione con il greggio saudita e iraniano si annuncia serrata.

A nostro avviso, i principali rischi al ribasso che gravano sull'offerta riguardano la produzione nordamericana. In particolare, se ad oggi le *shale companies* hanno mantenuto circa costante la produzione nonostante i prezzi vicini ai minimi e le scorte vicine ai massimi, ciò è stato possibile grazie a un miglioramento in efficienza e costi e alla convenienza dei contratti di copertura stipulati in passato. Nel 2016, sarà sempre più difficile trovare ulteriori spazi per tagli dei costi e ottimizzazione dei processi, diventerà sempre più stringente il problema del rifinanziamento e i nuovi contratti di copertura non saranno vantaggiosi come in passato. Di conseguenza, l'offerta americana potrebbe deludere le stime incorporate nel nostro scenario di base e nei modelli dei principali previsori.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2015

Quotazioni di Brent e WTI da inizio anno



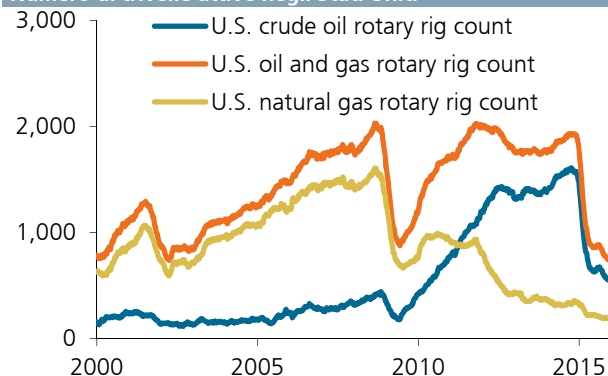
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Baker Hughes

Spread fra i prezzi di Brent e WTI



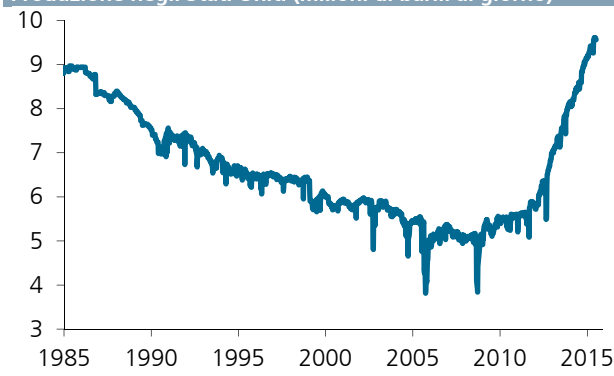
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy

Numero di trivelle attive negli Stati Uniti



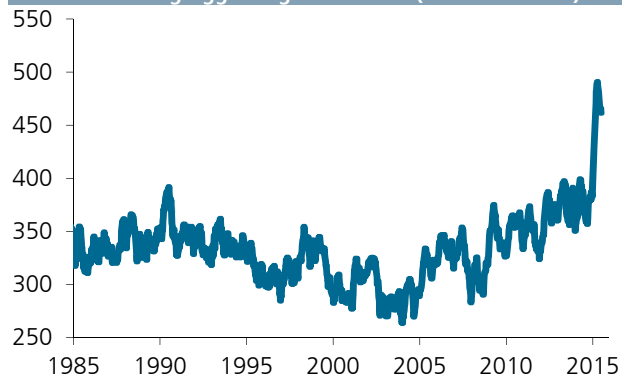
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Baker Hughes

Produzione negli Stati Uniti (milioni di barili al giorno)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy

Scorte totali di greggio negli Stati Uniti (milioni di barili)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy

Scorte a Cushing (milioni di barili)



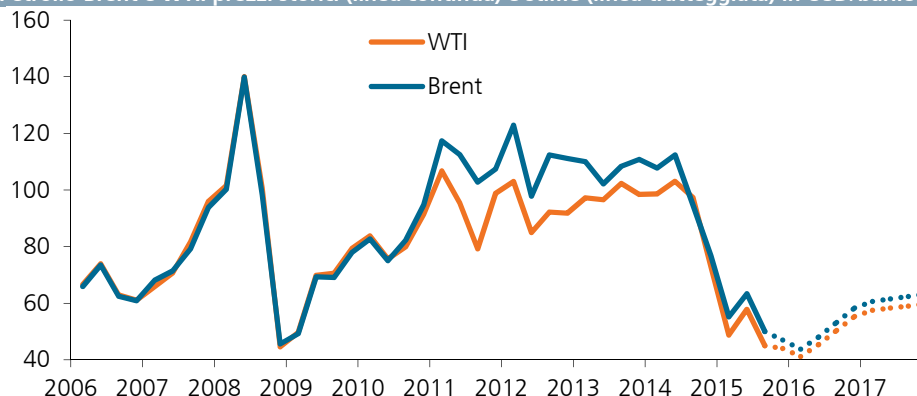
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy

Previsioni

Dati gli attuali fondamentali di domanda e offerta, prevediamo quotazioni in *trading range* nel 1° trimestre del 2016, ma elevata volatilità, poiché le decisioni dei *policy maker*, la pubblicazione dei dati di produzione e consumo e degli indicatori macroeconomici nei principali paesi sviluppati ed emergenti, nonché le fluttuazioni dei tassi di cambio, alimenteranno le oscillazioni di mercato fra fasi di eccessivo pessimismo e cauto ottimismo.

Ci attendiamo che il Brent scambierà nel 1° trimestre in media sui 44 dollari al barile e il WTI in media sui 41 dollari. Per entrambe le qualità, ci attendiamo un moderato recupero delle quotazioni nel corso del prossimo anno sino a un target di 60 dollari per il Brent e 57 dollari per il WTI per fine 2016. L'attesa di un moderato recupero è basata sulla previsione di una lenta erosione dell'attuale surplus che potrebbe portare verso un mercato circa bilanciato per fine 2016.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg; stime Intesa Sanpaolo

Stime di prezzo del petrolio Brent

al 09.12.2015	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	2016	2017	2018
Stima	47,0	44,0	48,0	53,0	58,0	50,9	62,0	70,0
Mediana Bloomberg	50,0	51,0	55,0	59,5	60,0	56,0	62,5	70,0
Contratti Forward	45,4	42,0	44,6	46,5	48,3	45,4	51,8	55,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg; stime Intesa Sanpaolo

Stime di prezzo del petrolio WTI

al 09.12.2015	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	2016	2017	2018
Stima	44,0	41,0	45,0	50,0	55,0	48,1	58,7	66,0
Mediana Bloomberg	46,0	48,0	51,0	56,0	59,0	53,0	60,0	66,0
Contratti Forward	42,6	40,5	42,6	44,1	45,5	43,2	48,3	51,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg; stime Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: 2016, l'anno della normalizzazione della politica monetaria

L'economia americana, dopo sei anni di ripresa moderata, assistita da dosi massicce di stimolo monetario, ha finalmente raggiunto il traguardo della guarigione. La Fed ne prende atto e, con la svolta dei tassi, apre il processo di normalizzazione della politica monetaria. Il sentiero sarà lungo e graduale: la Banca centrale si impegna a modulare la rimozione dello stimolo in base all'evoluzione dei dati, cercando di ridurre al minimo i rischi di atterraggio "duro".

Questa **ripresa, durata finora 73 mesi, ha già ampiamente superato la media delle riprese** del secondo dopoguerra (58,4 mesi). La crescita è stata mediamente bassa, in parte per via di una serie di shock avversi che hanno frenato negli ultimi anni la dinamica del PIL: prima la politica fiscale (2011-13), poi il dollaro (2014-15), hanno sottratto circa 1pp di crescita all'anno. La valutazione dell'economia, pur dopo sei anni di ripresa, è positiva e per ora non si rilevano rischi di inversione ciclica. Al contrario di quanto avvenuto nella fase avanzata dei due cicli precedenti, in quello attuale **non ci sono evidenti squilibri** che preludano a correzioni traumatiche. I bilanci di famiglie e imprese sono relativamente sani e senza eccessi, la grande correzione nel settore energetico proseguirà ma ha già fatto molta strada, le finanze federali e statali sono sotto controllo e dovrebbero dare un contributo moderatamente positivo alla crescita del 2016.

Nel 2015 la crescita è stata spinta dai servizi, grazie alla domanda interna, mentre il manifatturiero è rimasto un freno, per via di dollaro e petrolio: nella prima metà del 2016 questa divergenza settoriale dovrebbe prevalere ancora, ma poi ridursi, con maggiore moderazione nei servizi, espansione nelle costruzioni e tentativi di ripresa nel manifatturiero. Nel 2016, l'espansione dovrebbe **chiudere definitivamente l'output gap**, spingendo la crescita nominale e la quota del lavoro sul reddito totale. Nel 2017-20, prevediamo un graduale rallentamento del ritmo di crescita verso il 2,2-2,4%, ancora sopra il potenziale (stimato intorno al 2%).

La svolta della Fed è un evento positivo perché suggella la normalizzazione dell'economia dopo una lunga convalescenza: la rotta della politica monetaria è in acque inesplorate (bilancio della Banca centrale enorme, tassi ufficiali a zero, tasso d'interesse reale neutrale a zero), e sarà accompagnata da volatilità e difficoltà nella determinazione della *stance* appropriata.

Il nostro scenario è basato su **due ipotesi di fondo**. 1) La **politica monetaria della Fed resterà espansiva**, e tollererà moderati sforamenti degli obiettivi di massima occupazione e di inflazione nel 2016. 2) Il prezzo del **petrolio** ancora frenato da eccesso di offerta e un **dollaro** ancora forte contribuiranno a **contenere i rischi verso l'alto dell'inflazione**, pur in una fase di moderato eccesso di domanda; inoltre le **condizioni dell'economia globale restano fragili**, con molte economie emergenti in fase recessiva (Russia, Brasile) e l'Asia ancora in fase di aggiustamento. Quindi **l'eccesso di domanda e la ripresa dell'inflazione saranno contenuti da fattori esogeni, e non dovrebbero indurre restrizione monetaria aggressiva**.

Come ogni scenario da "Riccioli d'oro", anche il nostro ha **rischi**. **L'eccesso di domanda e il rialzo dell'inflazione potrebbero spingere la Fed a una riduzione di stimolo monetario più rapida** del previsto, generando un rallentamento traumatico, con conseguente possibile recessione, e ampia volatilità e instabilità sui mercati globali. Alternativamente, ulteriore correzione dei prezzi delle materie prime e apprezzamento del dollaro dovuto a debolezza del ciclo globale potrebbero determinare un ripiegamento della domanda domestica americana, contrastata in modo debole e inefficace da una politica monetaria con le armi spuntate e da una politica fiscale ingessata dagli scontri ideologici e dalla campagna elettorale presidenziale.

L'implicazione è che sia una forte accelerazione della crescita e/o dell'inflazione in USA, sia un rallentamento "importato" dall'estero potrebbero essere seguiti da una crescita più debole del previsto nel biennio 2017-18, difficile da maneggiare per via delle limitazioni della politica economica in questa fase di crescita e tassi strutturalmente bassi. La maggiore incertezza nella previsione degli "scenari di coda" riguarda le condizioni monetarie: una crescita più bassa per via di shock sul sentiero di aggiustamento può essere accompagnata da tassi più alti (in caso di

Giovanna Mossetti

Questa ripresa ha più di sei anni. Per ora, non ci sono segnali di recessione in arrivo

Output gap chiuso, mercato del lavoro al pieno impiego, inflazione *core* vicina al 2%: la svolta della politica monetaria è benvenuta

Le riprese non muoiono di vecchiaia: in passato sono state uccise tutte dalla politica monetaria, ma la Fed questa volta è particolarmente vigile

Rischi verso l'alto e verso il basso

eccesso di domanda domestica maggiore del previsto) o più bassi (in caso di debolezza più accentuata dell'economia globale).

Nel 2016, come nel 2015, la **crescita dovrebbe essere trainata dalla domanda domestica finale**. Nel 2016 i **consumi** dovrebbero restare in crescita sostenuta (2,6%), grazie ai bilanci risanati, al mercato del lavoro in equilibrio, all'aumento solido del reddito disponibile reale. Il **mercato del lavoro** è la base per le previsioni del 2016: a nostro avviso si è raggiunto il pieno impiego a fine 2015. Le retribuzioni totali dovrebbero aumentare grazie a una moderata accelerazione salariale, più che all'espansione dei posti di lavoro, che rallenterà su ritmi più sostenibili rispetto al 2% a/a del 2014-15 (pur restando positiva). Prevediamo che **gli occupati crescano di circa 120-150 mila unità** al mese nel primo semestre, portando il tasso di disoccupazione alcuni decimi sotto il 5%.

Per gli **investimenti residenziali** prevediamo un'espansione moderata: l'offerta è frenata da costi di produzione alti e la domanda subisce gli effetti negativi di elevati prezzi delle case e di condizioni dei mutui restrittive per le fasce di reddito più basse, con spostamento verso l'affitto. Il settore dovrebbe espandersi a un ritmo solido nel 2016 (prev. +7,7%, dopo +8,6% nel 2015).

Gli **investimenti fissi non residenziali** resteranno frenati dalla contrazione dell'estrattivo e dagli effetti del dollaro forte sugli utili: la crescita resterà modesta anche nel 2016 (4,3% dopo 3,2% nel 2015). La componente di edilizia commerciale dovrebbe tornare a crescere (+3,4%).

Il contributo del **canale estero** dovrebbe essere appena negativo, mentre quello della **politica fiscale** dovrebbe essere positivo (0,2pp), con aumenti di spesa federale, statale e locale.

Un elemento centrale dello scenario 2016 sarà l'andamento dell'**inflazione**. La prevista stabilizzazione del dollaro e del petrolio vicino ai livelli attuali dovrebbe portare **l'inflazione core (misurata con il deflatore) in prossimità del 2% in tempi rapidi**, e determinare un possibile sfioramento verso l'alto dell'obiettivo del 2% nella seconda parte dell'anno e nel 2017, sulla scia degli effetti dell'eccesso di domanda. La nostra valutazione è che la Fed tollererà uno sfioramento moderato, anche sulla base del fatto che il livello dei prezzi rimane al di sotto di quello che sarebbe stato prevedibile se l'obiettivo del 2% fosse stato soddisfatto negli anni scorsi. In questo quadro, la **crescita nominale dovrebbe essere fra il 4 e il 5% nel prossimo biennio**.

Consumi sostenuti dal mercato del lavoro in equilibrio e da bilanci sani

Investimenti residenziali in aumento solido anche nel 2016 ...

... investimenti non residenziali moderati ...

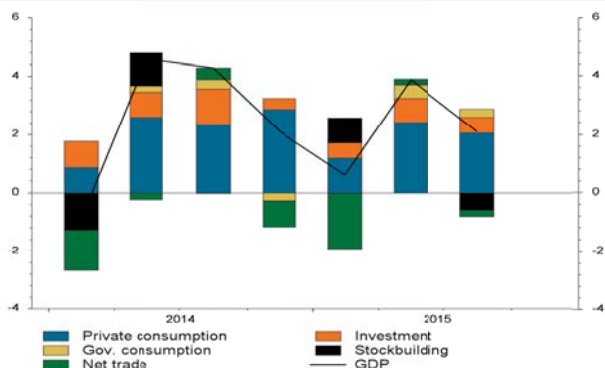
... spesa pubblica in rialzo

Occhio all'inflazione!

Previsioni	2014			2015			2016				
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996 a/a)	2.4	2.5	2.6	2.9	2.7	2.2	2.2	2.7	2.4	2.5	2.7
- trim./trim. annualizzato				0.6	3.9	2.1	2.2	2.5	2.8	2.7	2.8
Consumi privati	2.7	3.1	2.9	1.7	3.6	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7
IFL - privati non residenziali	6.2	3.1	4.3	1.6	4.1	2.4	3.1	4.5	5.7	4.8	5.8
IFL - privati residenziali	1.8	8.6	7.7	10.1	9.4	7.3	7.9	9.8	7.4	4.8	5.4
Consumi e inv. pubblici	-0.6	0.8	1.0	-0.1	2.6	1.7	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
Esportazioni	3.4	1.5	3.6	-6.0	5.1	0.9	4.0	3.2	3.5	5.0	5.1
Importazioni	3.8	5.2	4.0	7.1	3.0	2.1	3.9	4.2	4.5	4.7	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-2.5	-2.3	-2.7	-2.5	-2.5	-2.5	-2.3	-2.4	-2.4	-2.4
Deficit Federale (% PIL)	-3.9	-3.5	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	123.3	123.3	122.2								
CPI (a/a)	1.6	0.1	1.7	-0.1	0.0	0.1	0.3	1.2	1.5	1.8	2.1
Produzione Industriale (a/a)	3.7	1.4	1.8	-0.4	-2.2	1.8	0.1	2.5	2.6	3.2	3.5
Disoccupazione (%)	6.2	5.3	4.8	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.8	4.8	4.7
Federal Funds (%)	0.25	0.27	0.90	0.25	0.25	0.25	0.33	0.54	0.79	1.02	1.25
Cambio effettivo (1973=100)	78.6	91.0	93.0	89.4	89.9	91.7	92.9	95.3	93.9	92.2	90.5

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

Fig. 1 – Crescita del PIL (t/t ann.) e contributi



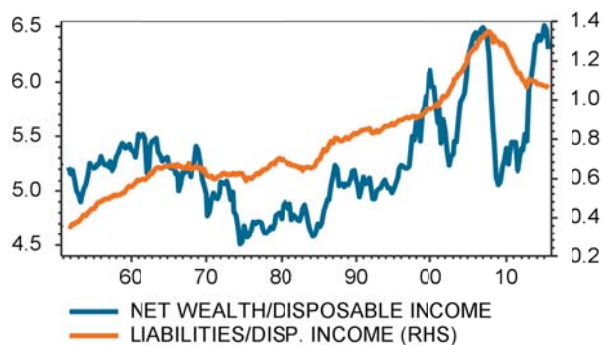
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Indici ISM: manifatturiero debole, servizi solidi



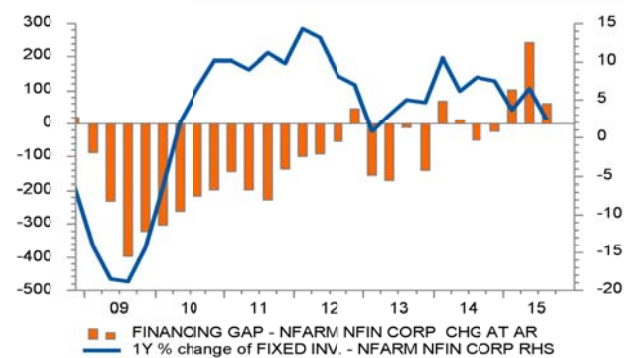
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Ricchezza netta delle famiglie in rialzo, passività in calo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Le imprese hanno fondi disponibili per finanziare nuovi investimenti, ma non li spendono



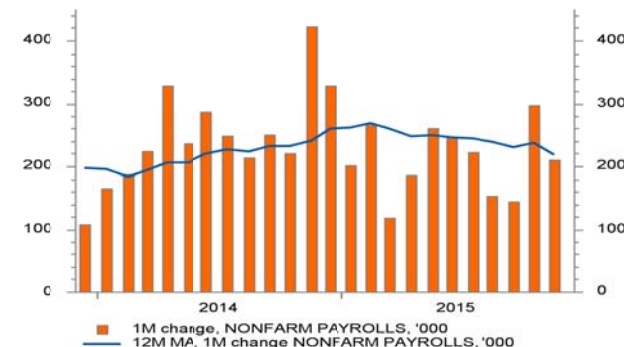
Nota: dati in mln. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Le condizioni del mercato del lavoro continuano a migliorare



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Occupati in aumento ancora sopra 200 mila al mese



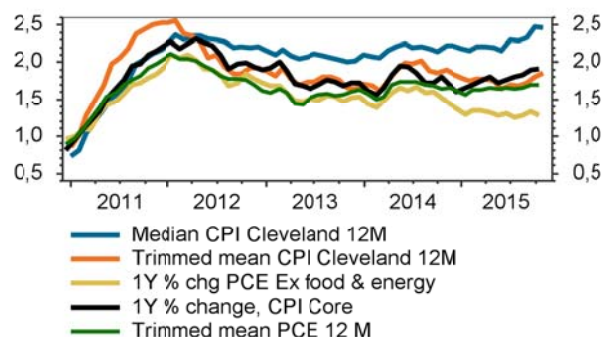
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Nuovi cantieri e fiducia dei costruttori



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Inflazione: il 2% è già qui



Fonte: Census Bureau

Politica monetaria: svolta in acque inesplorate

Alla riunione di dicembre, il FOMC ha deciso all'unanimità un rialzo dell'intervallo obiettivo per il tasso dei fed funds di 25pb, a 0,25-0,50%, e ha indicato di voler mantenere in atto la politica di reinvestimento delle scadenze del proprio portafoglio fino a quando la normalizzazione dei tassi non sarà "ben avviata". La Fed vuole rimuovere lo stimolo attraverso rialzi dei tassi, mentre determina qual è il livello desiderato del bilancio nel nuovo regime di politica monetaria. Le questioni operative riguardo all'attuazione della svolta sono descritte in una nota di implementazione separata.

Il Comitato ritiene che ci sia stato "considerevole miglioramento" nelle condizioni del mercato del lavoro quest'anno ed è "ragionevolmente fiducioso" che l'inflazione salga verso il 2% nel medio termine. La svolta avviene in seguito a una valutazione di rischi "bilanciati" e di politica monetaria accomodante anche dopo la decisione di rialzo dei tassi. Inoltre, il Comitato ritiene probabile che il tasso sui fed funds rimarrà "per un certo tempo" sotto il livello di equilibrio.

La tempistica e le dimensioni degli aggiustamenti futuri dipenderanno dalle "condizioni realizzate e attese" rispetto ai due obiettivi" del mandato della Fed. In particolare però, vista la distanza dell'inflazione dall'obiettivo, la Fed sottolinea che "monitorerà attentamente il progresso effettivo e atteso verso l'obiettivo di inflazione".

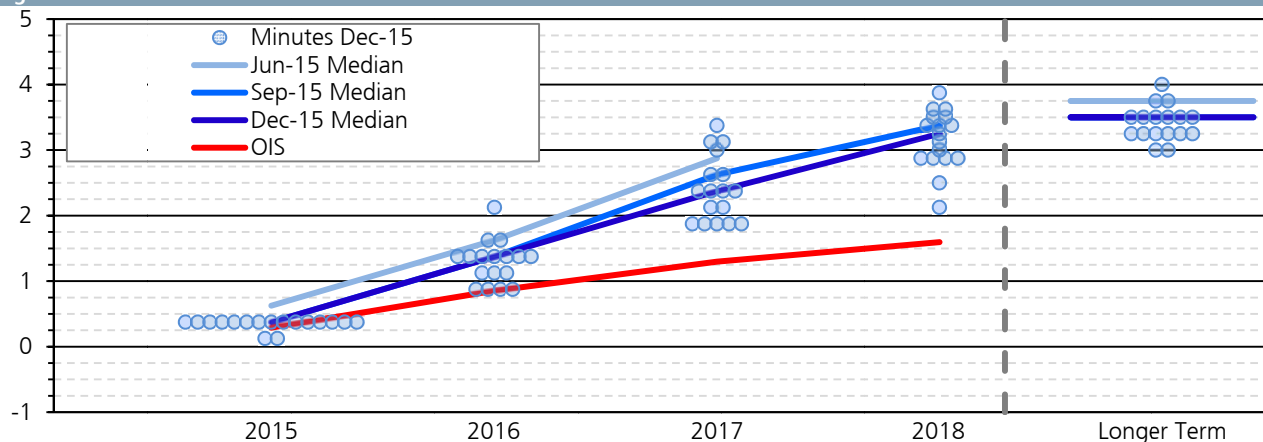
La previsione del FOMC è che le condizioni dell'economia evolveranno in modo da determinare "aumenti solo gradual" del tasso dei fed funds, che dovrebbe restare "per un certo tempo" sotto il livello di lungo termine. Tuttavia si sottolinea che "il sentiero effettivo del tasso sui fed funds dipenderà dallo scenario economico determinato dai dati in arrivo".

L'esito della riunione è in gran parte in linea con le attese: rialzi probabilmente gradual e determinati dai dati, focus sull'inflazione, mancanza di *guidance* "meccanica". Sul sentiero dei tassi indicato dal grafico a punti, però non c'è revisione verso il basso del punto di arrivo e negli anni precedenti si registra uno spostamento verso il basso nel 2017: lungo tutta la curva dei punti c'è però maggiore convergenza, con i falchi più allineati al centro.

Le proiezioni della Fed restano al di sopra di quelle del mercato: il sentiero atteso dell'inflazione e l'estensione dei reinvestimenti ci fa prevedere 4 rialzi nel 2016, in linea con le indicazioni del FOMC.

In conclusione lo scenario per la politica monetaria come atteso dipenderà in gran parte dal sentiero dell'inflazione, che dovrebbe essere in rialzo sulla scia di 1) ulteriore riduzione delle risorse inutilizzate, in un contesto di condizioni monetarie ancora accomodanti e 2) riduzione dei freni dell'ultimo anno (dollaro e petrolio). I dati saranno determinanti e la volatilità inevitabile, in assenza di *guidance*.

Fig. 1 – Proiezioni dei tassi: la Fed e i mercati vedono ancora due film diversi



Fonte: Bloomberg

Tab. 1 - Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei presidenti delle Reserve Banks – dicembre 2015

Variabile	Mediana					Tendenza centrale				
	2015	2016	2017	2018	Lungo term.	2015	2016	2017	2018	Lungo term.
PIL reale	2.1	2.4	2.2	2.0	2.0	2.1	2.3-2.5	2.0-2.3	1.8-2.2	1.8-2.2
proiezione settembre	2.1	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0-2.3	2.2-2.6	2.0-2.4	1.8-2.2	1.8-2.2
Tasso di disoccupazione	5.0	4.7	4.7	4.7	4.9	5.0	4.6-4.8	4.6-4.8	4.6-5.0	4.8-5.0
proiezione settembre	5.0	4.8	4.8	4.8	4.9	5.0-5.1	4.7-4.9	4.7-4.9	4.7-5.0	4.9-5.2
Deflatore consumi	0.4	1.6	1.9	2.0	2.0	0.4	1.2-1.7	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0
proiezione settembre	0.4	1.7	1.9	2.0	2.0	0.3-0.5	1.5-1.8	1.8-2.0	2.0	2.0
Deflatore consumi core	1.3	1.6	1.9	2.0		1.3	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	
proiezione settembre	1.4	1.7	1.9	2.0		1.3-1.4	1.5-1.8	1.8-2.0	1.9-2.0	
per memoria: Proiezioni Sentiero dei tassi appropriato										
Tasso fed funds	0.4	1.4	2.4	3.3	3.5	0.4	0.9-1.4	1.9-3.0	2.9-3.5	3.3-3.5
proiezione settembre	0.4	1.4	2.6	3.4	3.5	0.1-0.6	1.1-2.1	2.1-3.4	3.0-3.6	3.3-3.8

Fonte: Federal Reserve Board. Dati di PIL: var. % a/a nel 4° trimestre

Area euro: la ripresa continua, i rischi sono prevalentemente politici

- La zona euro crescerà dell'1,7% nel 2016-17, in lieve accelerazione rispetto all'1,5% del 2015. L'espansione al di sopra del potenziale continua ad essere sostenuta da un mix di shock esterni positivi, prezzo del petrolio e cambio più deboli, e politiche economiche accomodanti. **Anna Maria Grimaldi**
- Nel 2015, la crescita è stata spinta dall'accelerazione della periferia, *in primis* Spagna e Irlanda, dove il picco, però, dovrebbe essere alle spalle. Nel 2016, il PIL acquisterà velocità principalmente in Italia (1,2% da 0,7% del 2015). La Germania viaggerà al 2,0%, dopo l'1,7% del 2015, mentre in Francia, la ripresa stenta ancora a decollare. Sull'orizzonte di previsione, la domanda interna continuerà a spingere più del commercio estero. Dopo lo sprint dei consumi privati, il 2016 dovrebbe vedere un contributo più positivo degli investimenti.
- Rispetto a tre mesi fa, i rischi per lo scenario sono più bilanciati. Il rallentamento del commercio internazionale dovrebbe essere alle spalle e in ogni caso sarà bilanciato sia dal prezzo del petrolio più basso, sia dalle nuove misure di politica monetaria e fiscale. I principali rischi sono ora politici, per l'avanzata dei movimenti contrari all'integrazione europea. Il 2016 potrebbe essere un banco di prova per la capacità dei paesi membri di cooperare sul piano politico, in particolare sull'immigrazione e sulla gestione dei confini dell'unione.
- La politica fiscale offrirà supporto, anche se contenuto, alla crescita, in parte per effetto dell'aumento di spesa destinato all'accoglienza del flusso senza precedenti di rifugiati. Inoltre, è probabile, che nel delicato scenario geopolitico attuale, la Commissione continui ad accordare la massa flessibilità possibile nella gestione delle finanze pubbliche.
- Le continue sorprese verso il basso dal prezzo del petrolio limiteranno la risalita dell'inflazione a 0,9% nel 2016 e all'1,5% nel 2017. Il graduale aumento dei prezzi al consumo nei prossimi due anni rimane dipendente dalla risposta dei prezzi domestici alla riduzione dell'*output gap*.
- Il pacchetto annunciato dalla BCE il 3 dicembre è tutt'altro che leggero perché estende l'orientamento accomodante fino a quando l'inflazione non tornerà al target. A marzo, le prime stime di crescita e inflazione per il 2018 daranno un segnale sulla probabilità di nuove mosse nel 2016.

Previsioni	2014	2015	2016	2015				2016			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.9	1.5	1.7	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
- t/t				0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
Consumi privati	0.8	1.7	1.9	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi	1.3	2.4	3.6	1.5	0.1	0.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0
Consumi pubblici	0.8	1.6	2.6	0.5	0.3	0.6	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
Esportazioni	4.1	4.8	4.2	1.3	1.6	0.2	0.8	1.4	1.1	1.1	1.1
Importazioni	4.5	5.3	5.1	1.9	0.9	0.9	1.2	1.5	1.6	0.9	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.2	-0.4	0.1	-0.2	0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2
Partite correnti (% PIL)	3.0	3.7	3.5	3.2	3.1	3.3	3.0	3.7	3.5	3.3	3.2
Deficit pubblico (% PIL)	-2.6	-2.1	-2.0								
Debito pubblico (% PIL)	94.5	94.0	92.8								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	0.1	0.9	-0.3	0.2	0.1	0.2	0.7	0.7	0.9	1.4
Produzione industriale (a/a)	0.8	1.4	1.6	1.1	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.9	0.8	0.3
Disoccupazione (ILO, %)	11.6	11.0	10.5	11.2	11.0	10.8	10.8	10.7	10.6	10.5	10.3
Euribor 3 mesi	0.21	-0.02	-0.21	0.05	-0.01	-0.03	-0.09	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22
EUR/USD	1.33	1.11	1.09	1.13	1.10	1.11	1.09	1.06	1.07	1.10	1.12

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

La domanda interna tira la ripresa, rischi più bilanciati

La fase di ripresa dell'economia area euro al di sopra del potenziale (1,0% nelle stime più recenti della Commissione) è attesa proseguire nel 2016, quando il PIL dovrebbe crescere dell'1,7%, in lieve accelerazione rispetto all'1,5% del 2015. L'espansione è attesa proseguire allo stesso ritmo anche nel 2017. Le indagini di fiducia economica della Commissione Europea e il PMI composito, dopo il calo di agosto e settembre hanno recuperato nei mesi autunnali e indicano che la dinamica congiunturale del PIL dovrebbe ria-accelerare già da fine anno e aggirarsi intorno a 0,4% t/t, dopo il + 0,3% t/t dei mesi estivi (v. fig. 1), spiegato dalla frenata della domanda mondiale e dell'export (v. fig. 2). I dati di produzione industriale a ottobre (+0,6% m/m) suggeriscono che il peggio per l'industria è alle spalle. In ogni caso la ripresa continua a essere trainata più dai servizi che dal manifatturiero. Lo spaccato settoriale delle indagini di fiducia segnala un miglioramento degli ordini e attese per i prossimi mesi nei servizi, commercio al dettaglio e costruzioni, settori più legati alla dinamica della domanda interna (v. fig. 3). L'espansione del PIL continua a essere sostenuta da un mix di shock esterni positivi e politiche economiche accomodanti. I **fattori esogeni di supporto** alla crescita sono:

- 1) il **recupero della domanda mondiale** rivolta all'Eurozona (4,4% dopo lo stallo del 2015);
- 2) un **tasso di cambio effettivo circa stabile** nel 2016, dopo il calo del 9% del 2015. L'effetto del deprezzamento del cambio si trasmette alla dinamica dell'export con un ritardo di 12/18 mesi e dunque ci aspettiamo un **effetto residuale sulla crescita del PIL area euro di almeno +0,2%**;
- 3) un **ulteriore calo del prezzo del greggio nel 2016** dopo il -47% del 2015, che dovrebbe generare **ulteriori risparmi per almeno lo 0,1% del reddito disponibile** dopo il +0,6% del 2015. Tuttavia, dato il livello attuale dei prezzi al consumo, cali ulteriori del prezzo del petrolio si trasferiranno proporzionalmente sempre meno ai prezzi finali dal momento per la presenza di accise sono indipendenti dal prezzo.

La crescita sarà inoltre sostenuta da **politiche economiche più accomodanti**, in particolare:

- 1) la politica fiscale tornerà a essere moderatamente espansiva. L'aumento di spesa per fronteggiare il flusso di migranti senza precedenti (un milione solo in Germania) dovrebbe aggirarsi intorno allo 0,2% del PIL. In Germania, l'aumento potrebbe essere di almeno 7 miliardi all'anno (0,3% del PIL) nel 2015-17. La Commissione Europea¹ stima a +0,1% l'impatto della maggiore spesa per l'accoglienza sulla crescita del PIL. A tale impatto va sommato l'effetto sui saldi e sulla crescita delle misure moderatamente espansive previste dalle leggi di bilancio in Germania e in minor misura in Italia e Spagna. Nel complesso stimiamo che il saldo di bilancio strutturale peggiorerà di 0,35% del PIL (v. fig. 12) dopo essere rimasto invariato nel 2015. L'effetto di stimolo sulla crescita dovrebbe essere all'incirca di 0,2% e non escludiamo che *ex-post* possa essere anche più ampio. Nell'attuale contesto politico, è possibile che la Commissione continui ad accordare ai paesi membri un'elevata flessibilità nella gestione delle finanze pubbliche;
- 2) le misure di politica monetaria non convenzionali adottate dalla BCE da giugno 2014 in avanti hanno contribuito a un calo dei tassi attivi sui prestiti a imprese e famiglie (circa -80 punti base da giugno 2014; -140 punti base nella periferia), alla normalizzazione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (chiusura degli spread tra i tassi attivi sui prestiti alle imprese tra centro e periferia), a condizioni al credito e finanziarie più accomodanti. Nonostante la delusione dei mercati, pensiamo che il pacchetto di misure annunciato a dicembre scorso sia significativo. La BCE stima che le misure adottate tra giugno 2014 e dicembre 2015 spingerà la crescita del PIL area euro all'incirca dell'1,0% nel periodo 2015-17 e l'inflazione di 0,5% nel 2016 e di 0,25% nel 2017².

¹ Si veda Commissione UE Previsioni di autunno 2015, I Box 1.1 pp 48-52.

² Si veda BCE, dicembre 2015: Comunicato introduttivo, sezione domande e risposte.

Nel complesso, il mix di fattori esogeni e politiche economiche accomodanti dovrebbero spingere la crescita del PIL area euro all'1,7%, ben sopra la crescita potenziale stimata dalla Commissione Europea intorno all'1,0% il prossimo anno.

Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà ancora trainata dalla dinamica della domanda interna, mentre il commercio estero dovrebbe sottrarre lo 0,2% alla crescita. Le esportazioni sono attese in crescita del 4,2% nel 2016 dopo il 4,8% del 2015, mentre le importazioni cresceranno del 5,1%. La domanda domestica è attesa accelerare all'1,9% dall'1,5% del 2015. I **consumi delle famiglie** hanno fatto da volano alla crescita del PIL nel 2015 (+1,7% da +0,8% nel 2014), accelerando in particolare in Spagna, Germania e Francia (v. fig. 4) e nel 2016 sono attesi in crescita dell'1,9%, sostenuti ancora dal calo del prezzo del petrolio (v. fig. 5), da condizioni finanziarie e al credito più espansive, dal graduale miglioramento della dinamica occupazionale (+1,1% nel 2016 da 0,8% nel 2015) e da una crescita dei salari negoziali dell'1,8% dopo il +2,3%³ (v. fig. 6). Ma, il poter d'acquisto delle famiglie sarà in parte eroso dall'aumento dell'inflazione da 0,1% nel 2015 a 0,9% nel 2016. Il reddito da lavoro reale frenerà dal 2,2% del 2015 all'1,6% di riflesso il **tasso di risparmio è atteso calare** dal 12,9% di quest'anno al 12,5% il prossimo. Se i consumi sono stati i protagonisti della ripresa nel 2015, gli **investimenti in macchinari** rimangono ancora l'anello debole di questa ripresa: sono cresciuti di 0,7% t/t nei primi nove mesi del 2015 (3,5% in media 2015), meno che nel 2014 (0,9% t/t in media trimestrale) e, com'è noto, meno che nelle precedenti fasi di ripresa ciclica. Sull'orizzonte di previsione, il maggiore utilizzo degli impianti insieme al miglioramento dei margini di profitto (v. fig. 9) e condizioni finanziarie di ampio supporto dovrebbero stimolare gli investimenti, anche se il processo di *deleveraging* potrebbe fare da freno (v. fig. 10). Tuttavia, un'indagine della BCE sui vincoli agli investimenti in macchinari condotta presso 73 imprese di grandi dimensioni⁴ mostra che i principali impedimenti agli investimenti all'interno della zona euro (v. fig. 10) sono la carenza di domanda attuale e in prospettiva. Per le imprese che investono al di fuori della zona euro una delle principali motivazioni risulta essere l'incertezza sulle politiche economiche all'interno della zona euro e in particolare le politiche riguardanti il mercato del lavoro. È possibile, quindi, che il ciclo degli investimenti in macchinari rimanga ancora debole rispetto alle precedenti fasi di ripresa: in media 2016 ci aspettiamo una crescita del 3,3% dal 3,6% di quest'anno⁵. Gli **investimenti in costruzioni** dovrebbero tornare a crescere a un ritmo più vivace (1,2% dopo +0,7%) sostenuti da condizioni finanziarie espansive e fondamentali molto positivi in Germania e in Olanda.

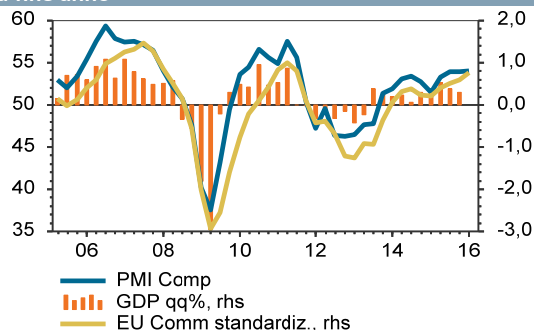
I **rischi per lo scenario appaiono più bilanciati rispetto a settembre**. Il rallentamento del commercio internazionale dovrebbe essere alle spalle. In ogni caso, un prezzo del petrolio più basso e politiche economiche più accomodanti dovrebbero contribuire al consolidamento della ripresa. I **principali rischi per lo scenario sono ora di natura politica**. Dopo la deriva verso posizioni populiste in Portogallo e in Francia, anche in Spagna la frammentazione del quadro politico è destinata a crescere con le elezioni del prossimo 20 dicembre. Le elezioni in Irlanda a inizio 2016, non dovrebbero rappresentare un grosso rischio dal momento che il partito uscente dovrebbe essere riconfermato. Inoltre, il 2016 sarà un anno di prova per la capacità dell'Unione Europea di reggere le tensioni legate ai flussi migratori.

³ Per il momento, l'accelerazione dei salari negoziali è spiegata quasi interamente dalla Germania.

⁴ Si veda il Box 2 del bollettino economico di dicembre 2015: "What is behind the low investment in the euro area? Responses from a survey of large euro area firms".

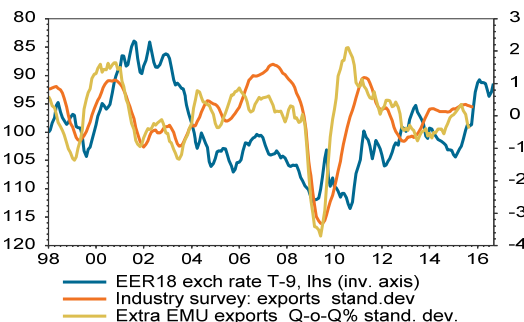
⁵ La dinamica annua è compromessa dalla debole uscita dal 2015.

Fig. 1 – Indagini di fiducia coerenti con una ri-accelerazione del PIL da fine anno



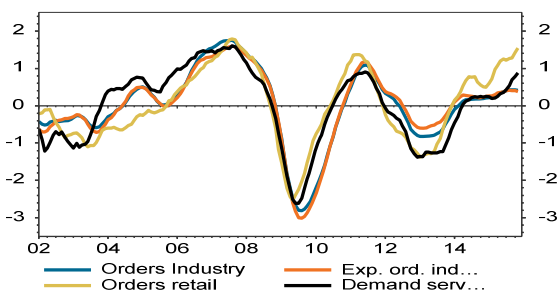
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il peggio per le esportazioni dovrebbe essere alle spalle



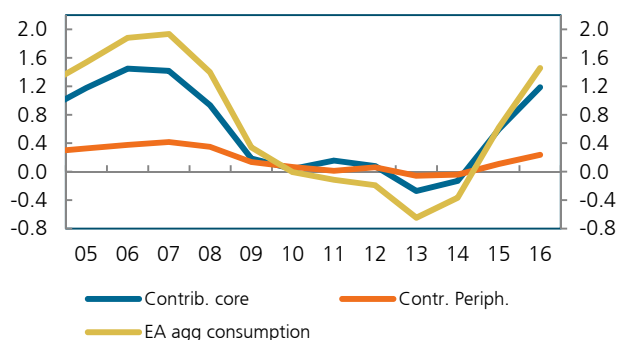
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La ripresa è trainata ancora più dai servizi e dal commercio



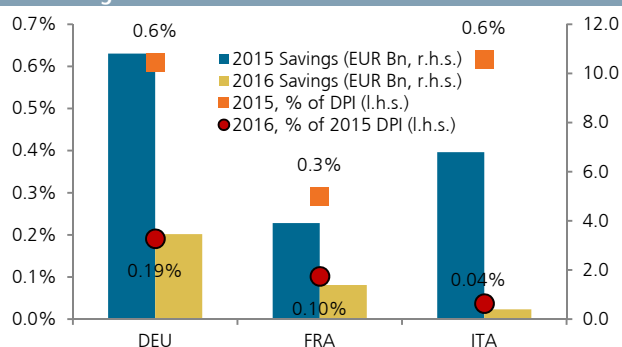
Nota: le serie sono in deviazione standard dalla MLT. Medie mobili a 6 mesi
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Consumi privati a pieni giri



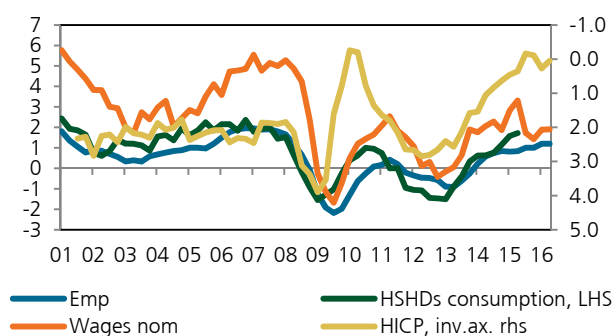
Nota: le serie sono in deviazione standard dalla MLT. Medie mobili a 6 mesi.
Fonte: Thomson Reuters Datastream-Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Ribasso del petrolio ed effetti sul reddito disponibile delle famiglie



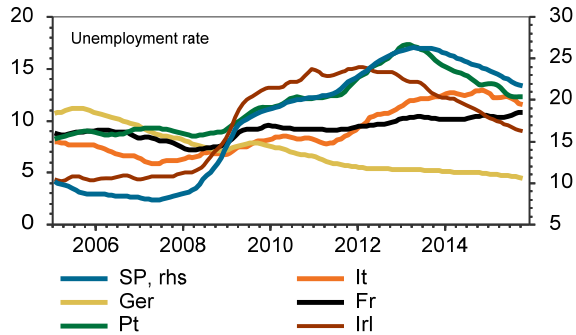
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – La dinamica di salari e occupazione sta facendo da supporto



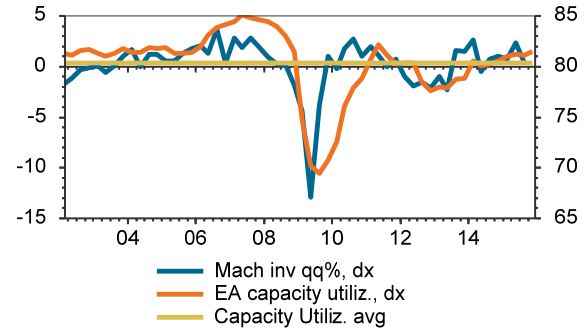
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La disoccupazione cala più o meno ovunque



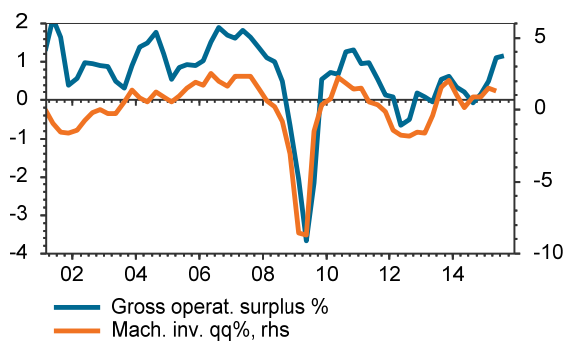
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Verso un ciclo di investimenti più vivace?



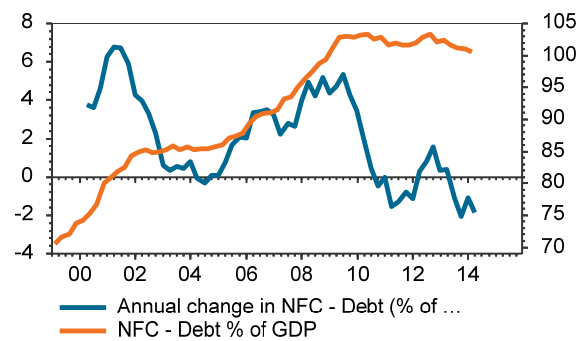
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – La dinamica dei profitti dovrebbe fare da supporto...



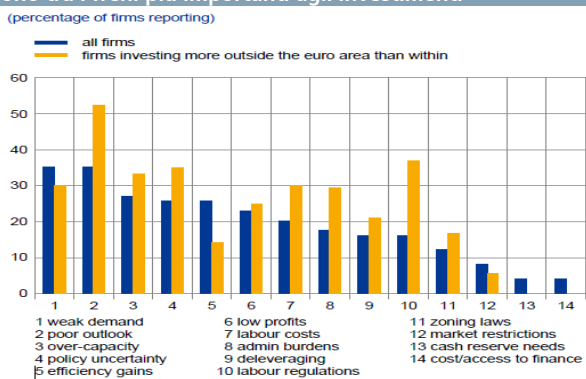
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ...ma l'elevato debito delle imprese (rispetto al periodo pre-crisi) potrebbe pesare nonostante condizioni finanziarie di supporto



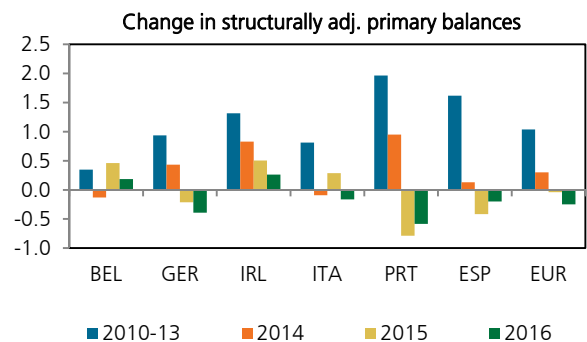
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – La carenza di domanda e l'incertezza sulle riforme sono tra i freni più importanti agli investimenti



Fonte: BCE indagine ad hoc sugli investimenti Box 2 Bollettino Economico, dicembre 2015

Fig. 12 – La politica fiscale sarà espansiva nel 2016



Fonte: Commissione UE (AMECO novembre 2015) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: il ritorno al target si sposta oltre il 2017

Rispetto a tre mesi fa, abbiamo tagliato le stime di inflazione a 0,9% (da 1,2% nel 2016) e a 1,5% da 1,6% nel 2017. Le continue revisioni al ribasso si spiegano in larga misura con il calo incessante del prezzo del petrolio, ormai sui minimi dal 2009, e con i continui adattamenti del profilo di previsione del prezzo del greggio. Nel 2016, ci aspettiamo un prezzo del petrolio di 50 dollari al barile, ancora in calo del 5% rispetto al 2015, e più basso di oltre il 10% rispetto alle previsioni di settembre scorso. Per il 2017, manteniamo una stima di risalita del prezzo del petrolio fino a 60 dollari al barile. La previsione di cambio euro/dollaro è poco variata rispetto a tre mesi fa: 1,09 in media 2016 e in aumento a 1,17 in media 2017⁶.

Il nuovo profilo del prezzo del petrolio (in euro) attenua significativamente l'effetto statistico di supporto dall'energia sull'inflazione complessiva sia a cavallo del nuovo anno che tra febbraio e giugno 2016 (v. Fig. 1). Con un contributo pressoché nullo dell'energia da marzo 2016, il focus si sposta sull'inflazione *core* (v. Fig. 2) e su quanto rapidamente i prezzi sottostanti risponderanno al passato deprezzamento del cambio e al minor eccesso di offerta nell'economia. La nostra previsione è di aumento dell'inflazione sottostante dallo 0,8% del 2015 all'1,6% nel 2017. Il deprezzamento del cambio si è già trasmesso in pieno ai prezzi all'importazione ma ci vorranno ancora sei/nove mesi perché l'effetto residuale (+0,25%)⁷ si trasferisca sui prezzi al consumo (v. Figg. 2 e 3). Il contributo del minor eccesso di offerta dovrebbe essere all'incirca di 0,3% su due anni (v. Fig. 5). Le nostre stime di crescita del PIL lasciano comunque l'*output gap* in territorio negativo a fine 2017 (-0,4% dal -1,8% stimato dalla Commissione UE per il 2015). Non si riscontrano, inoltre, pressioni dalla dinamica del costo del lavoro unitario, innanzi tutto perché la crescita dei salari negoziali rimarrà modesta. Inoltre, il PIL crescerà più dell'occupazione sull'orizzonte di previsione, il che implica aumenti di produttività e, quindi, una crescita del costo unitario del lavoro ancora contenuta (0,8% nel 2016 e 1,1% nel 2017).

Le nostre stime sono in linea con le previsioni dello staff BCE di dicembre. La riunione dell'OPEC di dicembre ha però innescato una correzione dei prezzi a termine del petrolio che, se incorporata oggi, probabilmente spingerebbe ulteriormente verso il basso le stime BCE di inflazione. Il comunicato del 3 dicembre scorso valutava le misure annunciate come adeguate a riportare l'inflazione verso il target e non faceva più esplicito riferimento ai rischi verso il basso per la dinamica inflazionistica. Draghi ha indicato che lo staff stima che le misure adottate aumenteranno l'inflazione di 0,5% nel 2016 e di 0,3% nel 2017. Riteniamo che, sebbene attenuati dalla politica monetaria, i rischi per la dinamica inflazionistica siano ancora verso il basso. La Banca Centrale non dovrebbe reagire a fluttuazioni dei prezzi innescate da variazioni più o meno transitorie delle componenti volatili. Tuttavia, vi è il rischio che, con il permanere del prezzo del petrolio su livelli bassi per un periodo esteso di tempo, le attese di inflazione devino dai livelli coerenti con la stabilità dei prezzi nel medio periodo, innescando effetti di seconda battuta. La BCE, quindi, non potrà abbassare la guardia.

Tab. 1 – Previsioni di inflazione per paese e media area euro con nuove stime di petrolio e cambio

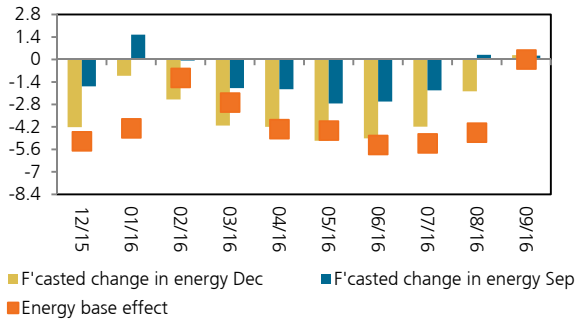
	CYP	FIN	ESP	IRL	ITA	EA	PRT	NLD	DEU	MLT	AUT	BEL
2014	-0.3	1.2	-0.2	0.3	0.2	0.4	-0.2	0.3	0.8	0.8	1.5	0.5
2015p	-1.6	-0.1	-0.6	0.0	0.1	0.1	0.5	0.2	0.2	1.2	0.8	0.6
2016p	-0.2	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7
2017p	1.0	1.0	1.7	1.8	1.7	1.5	1.5	1.8	1.8	2.1	2.0	1.5

Nota: p=previsione ISP. Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

⁶ Le elasticità standard derivabili dai modelli BCE e Commissione Europea suggeriscono che l'effetto sulla dinamica dell'inflazione *headline* di un calo del prezzo del greggio del 5% è compreso tra -0,15% e -0,3% dopo quattro trimestri.

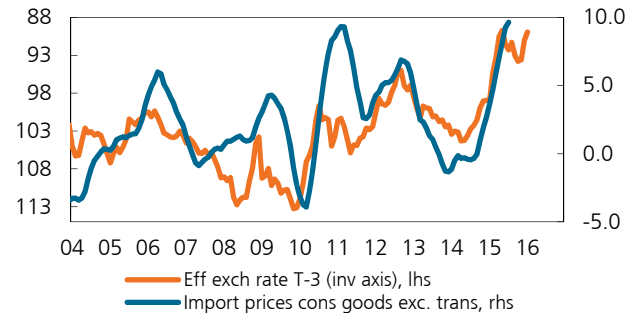
⁷ Le elasticità standard suggeriscono che un deprezzamento del cambio del 5% si traduce in un aumento della dinamica inflazionistica in media di 0,3% dopo due anni.

Fig. 1 – Con le nuove previsioni per il prezzo del petrolio l'energia continuerà a frenare l'inflazione complessiva nel 2016



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il deprezzamento del cambio si è trasferito a pieno ai prezzi all'import...



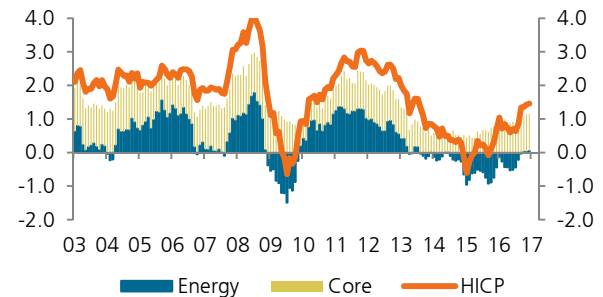
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – ... ma ci vorrà ancora qualche mese perché l'aumento dei prezzi all'import si trasmetta a pieno ai prezzi al consumo



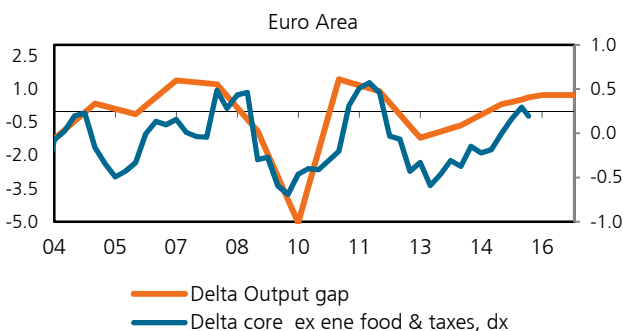
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Da aprile 2016 la risalita dell'inflazione verso l'1,5% dipende dalla dinamica dei prezzi core...



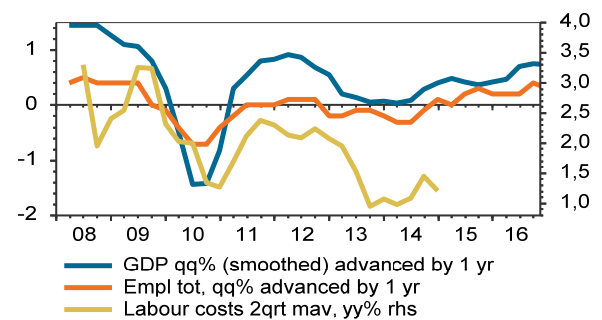
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il focus si sposta sulla risposta dei prezzi interni alla chiusura dello *slack* nell'economia



Fonte: OCSE (*output gap*), Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Limitate pressioni dal costo del lavoro unitario. La produttività continuerà a crescere sull'orizzonte di previsione



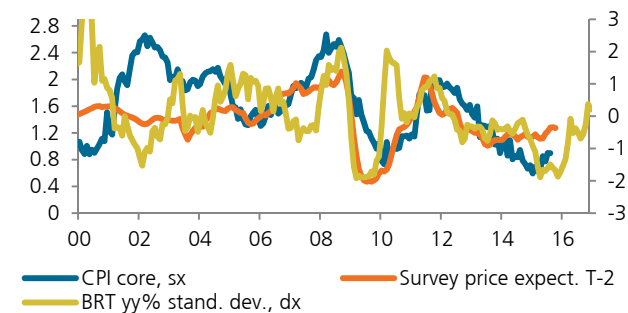
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Rischi di effetti di seconda battuta dall'energia? Dinamica dell'inflazione *core* influenzata dalle attese di prezzo ma...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ... la risalita del prezzo del greggio in prospettiva dovrebbe contribuire a limitare ulteriori pressioni al ribasso



Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

BCE per ora in vigile attesa

Alla riunione di dicembre, la BCE ha aumentato il grado di stimolo monetario al fine di favorire il ritorno dell'inflazione verso il 2% nel medio periodo. Le nuove misure BCE hanno deluso i mercati, che si aspettavano un taglio del tasso sui depositi di più di 10 punti base e un aumento del target di acquisti mensili all'estensione del programma APP fino a marzo 2017. Il pacchetto annunciato dalla BCE ha difatti innescato, almeno finora, una restrizione delle condizioni finanziarie rispetto ai giorni precedenti l'annuncio. La curva EURIBOR sconta tassi sulle scadenze 1-12 mesi più elevati di 10 punti base rispetto al giorno precedente la riunione (v. Fig. 1). Il cambio si è apprezzato del 5% e le curve governative hanno visto rialzi in media di oltre 10 punti base nel tratto 5-10 anni (v. Fig. 2). È evidente che vi è stato un errore di comunicazione, come riconosciuto da Mersch e Praet (membri del Comitato Esecutivo) lo scorso 10 dicembre. Sia Praet che Mersch hanno cercato di contenere il danno causato dalla delusione post-riunione, mettendo l'accento sulla decisione di reinvestire i titoli in scadenza, piuttosto che sul mancato aumento del target mensile. Anche Draghi, lo scorso 14 dicembre, ha riaffermato l'apertura della BCE a fare di più, se necessario, ma ha aggiunto che ritiene che il pacchetto di misure annunciato sia adeguato a riportare l'inflazione verso il target "senza indebiti ritardi".

Contrariamente ai mercati, pensiamo che il pacchetto di misure potenzi significativamente il grado di stimolo monetario e contribuirà alla normalizzazione della ripresa e dell'inflazione nel medio periodo. Anche se è stata fissata una nuova data di chiusura del programma di acquisto titoli, di fatto L'APP è *open-ended*, dal momento che rimarrà in essere "fino a quando l'inflazione non tornerà stabilmente vicino al 2%". L'estensione degli acquisti mensili per 60 miliardi al mese fino a marzo 2017, insieme alla politica di reinvestimento dei titoli in scadenza, determinerà un'espansione del bilancio molto più significativa (360 miliardi di euro solo tra ottobre 2016 e marzo 2017, a cui vanno aggiunti i riacquisti) rispetto all'aumento del target mensile per 10-15 miliardi euro. Inoltre, l'estensione dell'allocazione piena fino a fine 2017 sulle operazioni ordinarie di rifinanziamento implica che il tasso guida di mercato è il tasso sui depositi e in linea di principio suggerisce che i tassi rimarranno bassi per un periodo "molto, molto lungo", come indicato da Draghi. Inoltre, non c'è nulla nel comunicato letto da Draghi e nelle sue risposte che induca ad escludere la possibilità di nuove misure espansive in futuro, se la situazione lo richiederà.

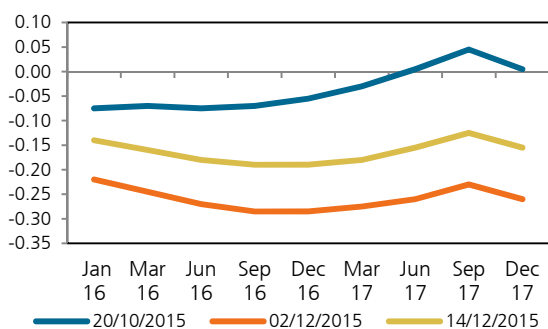
Pensiamo che, dopo gli interventi di dicembre, la BCE rimarrà vigile per un periodo esteso di tempo. Attendiamo, però, le previsioni di marzo su crescita e inflazione nel 2018 per indicazioni più complete sull'effetto delle misure nel medio periodo e su possibili indizi di nuove mosse nel corso del 2016. Un ulteriore aumento del grado di stimolo della politica monetaria rimane comunque condizionato a una stima di inflazione di medio periodo lontana dall'obiettivo del 2%. Ad oggi le nostre previsioni incorporano una stima di inflazione all'1,7% a fine 2018. Le

mosse BCE dipenderanno anche dall'evoluzione delle condizioni finanziarie e del cambio dopo l'annuncio sui tassi Fed.

Se la BCE dovesse decidere di intervenire potrebbe ancora tagliare il tasso sui depositi per guidare i tassi di mercato a più breve termine. Mersch, lo scorso 10 dicembre, ha chiarito che "la BCE non ha deciso che è stato raggiunto il limite inferiore sui tassi di interesse", mentre Draghi non si era pronunciato a riguardo durante la conferenza stampa. I mercati scontano un ulteriore taglio del tasso sui depositi con una probabilità vicina al 50% per fine 2016. Ci sembra ragionevole che se pure la BCE dovesse intervenire sul tasso sui depositi difficilmente lo farebbe a breve termine, dal momento che vorrà verificare la reazione dell'euro all'inizio del ciclo di rialzi della Fed.

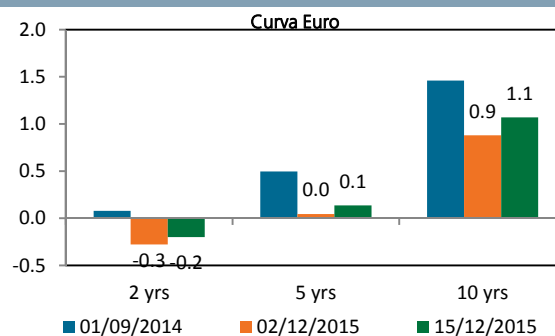
Riteniamo che ritocchi al volume mensile di acquisti siano poco probabili, data l'enfasi posta sull'importanza della politica di reinvestimento e sui possibili vincoli dal lato dell'offerta di titoli disponibili all'acquisto.

Fig. 1 – Spostamento dei tassi impliciti nei future Euribor



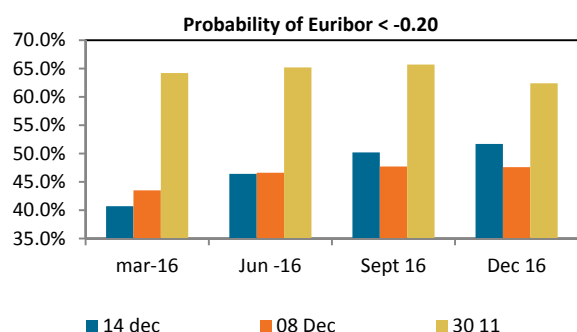
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Movimenti dei rendimenti sui titoli di stato



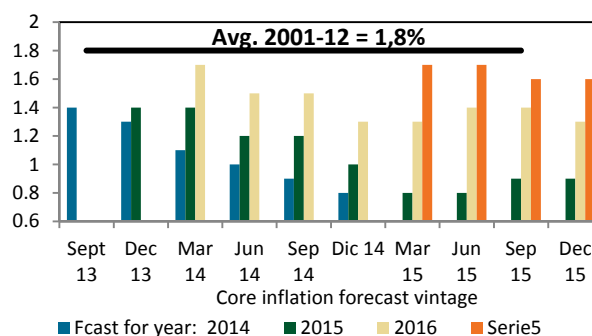
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – I mercati per ora non scontano ulteriori interventi sul tasso sui depositi



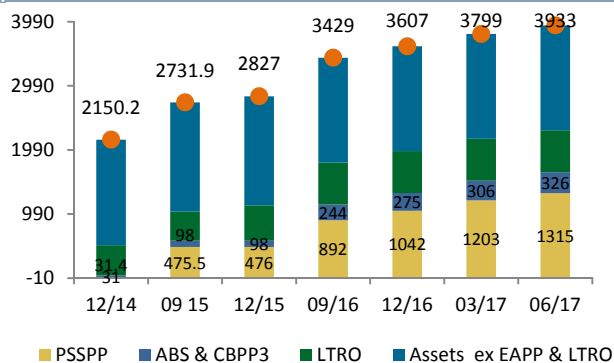
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Previsioni BCE di inflazione di medio periodo



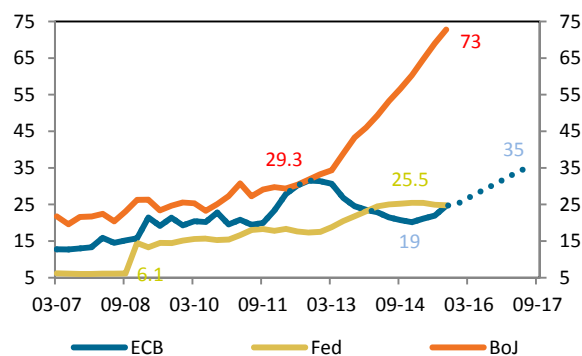
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Dimensione del bilancio BCE: andamento storico e proiezioni



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Attività delle banche centrali in rapporto al PIL (%)



Fonte: Banche centrali nazionali e stime Intesa Sanpaolo

Germania: tra minacce e spinte, crescita ancora sopra trend

Dall'estate non sono mancate le preoccupazioni per l'impatto sull'economia tedesca, prima del rallentamento del commercio internazionale, poi del flusso senza precedenti di rifugiati e quindi per lo scandalo Volkswagen. Tuttavia, pensiamo che la fase di espansione al di sopra del potenziale (1,3% nelle stime più recenti della Bundesbank⁸) possa proseguire anche nel 2016 per il 3° anno consecutivo, su spinta della domanda interna e in particolare dei consumi, da un ciclo più vivace degli investimenti in macchinari, se le esportazioni torneranno a crescere a ritmi più sostenuti. Inoltre, l'aumento di spesa pubblica (0,75% del PIL in termini cumulati nel 2015-17, secondo le stime della Bundesbank) destinata all'accoglienza di almeno 2,4 milioni di rifugiati nel 2015-17, dovrebbe contribuire per +0,2% alla crescita del PIL nel 2016 e per 0,1% nel 2017. Rispetto a tre mesi fa, confermiamo la stima di crescita dell'1,5% nel 2015, ma abbiamo rivisto al rialzo di un decimo le stime 2016-17 all'1,9%. Al netto degli effetti di calendario, la crescita è attesa all'1,7% nel 2015 al 2,0% nel 2016 e all'1,7% nel 2017. I rischi per lo scenario sono circa bilanciati dal momento che la politica fiscale più espansiva dovrebbe in parte controbilanciare il potenziale effetto sulla domanda interna dell'elevato grado di incertezza geopolitica e di una domanda internazionale che potrebbe crescere meno del previsto.

Prospettive di breve termine. Le indagini congiunturali IFO e PMI dopo l'affondo dei mesi estivi sono tornati su livelli (rispettivamente 108,6 da 108,3 e 54,7 da 54,2 nel 3° trimestre), coerenti con una crescita del PIL a fine anno di 0,4% t/t, dopo il +0,3% t/t del 3° trimestre. Il rimbalzo degli indici di fiducia è spiegato da un maggior ottimismo per il futuro in tutti i settori. Le indagini mostrano un andamento sostenuto del libro ordini nei servizi, nel commercio e costruzioni, settori più legati alla dinamica della domanda interna, mentre nell'industria il miglioramento del clima è solo prospettico dal momento che gli indicatori di domanda sono ancora poco variati rispetto alla norma storica. I dati sugli ordini di beni manifatturieri sono cresciuti a ottobre (+1,8% m/m), ma si tratta di un primo recupero dopo il calo del 2,7% t/t nei mesi estivi. La produzione manifatturiera è cresciuta di 0,7% m/m a ottobre, ma la dinamica del trimestre resta compromessa per effetto dei cali di agosto e settembre associati al rallentamento del commercio internazionale e fattori di calendario inusuali⁹. Fino a ottobre, **lo scandalo**

⁸ A dicembre, la Bundesbank ha rivisto verso l'alto di un decimo la stima di crescita del PIL potenziale, per effetto del forte afflusso di rifugiati sulla dinamica della forza lavoro e indirettamente sulla crescita della produttività e formazione di capitale fisso. Il differenziale tra domanda e offerta aggregata, già positivo nel 2015, dovrebbe continuare ad ampliarsi. L'utilizzo della capacità produttiva dovrebbe aumentare ulteriormente rispetto alla media di lungo termine facendo da stimolo agli investimenti aziendali.

⁹ Sui dati di produzione industriale ad agosto ha pesato il minor numero di giorni lavorativi rispetto all'usuale, legato al calendario scolastico.

Anna Maria Grimaldi

Il 2016 sarà il 3° anno di crescita sopra trend. Oltre a petrolio, cambio e condizioni finanziarie più che espansive si è aggiunta la spinta dalla politica fiscale

Dopo il rallentamento estivo, il PIL dovrebbe ri-accelerare, già da fine anno

Volkswagen ha avuto un effetto limitato sulla produzione del settore auto, che su base mensile cresceva del 3,5% m/m (dopo la discesa del 4,0% m/m nei due mesi precedenti) anche le immatricolazioni auto hanno tenuto a ottobre. Inoltre, le indicazioni per il comparto dall'indagine IFO sono positive con l'indice sintetico ampiamente al di sopra della media di lungo termine. Un crollo ipotetico del 5% della produzione di auto VW (che conta per il 4,6% della produzione manifatturiera) potrebbe sottrarre 0,1% alla dinamica del valore aggiunto. Se si considera il peso dell'indotto dell'auto (5,5% del valore aggiunto per la sola parte di distribuzione), l'effetto salirebbe a 0,2%. (Per maggiori dettagli si veda il *Weekly Economic Monitor* del 02/10/2015). L'attività manifatturiera dovrebbe essere sostenuta da una graduale riaccelerazione dell'export per effetto del deprezzamento del cambio e del recupero della domanda internazionale rivolta alla Germania (4,6% nel 2016-17, dal 2,2% del 2015).

Nel complesso, il **commercio estero dovrebbe tornare a pesare sulla crescita del PIL** nel 2016 (-0,1% dopo il +0,2% del 2015) dal momento che le importazioni sono attese crescere più delle esportazioni, dato l'elevato contenuto all'import delle esportazioni, di consumi e investimenti. Di riflesso, il **surplus commerciale dovrebbe rimanere su livelli elevati** sull'orizzonte di previsione 8,3% nel 2016 dall'8,5% stimato per il 2015.

La **domanda interna continuerà a spingere più del commercio estero e nel 2016 ci aspettiamo un'accelerazione al 2,4%**, dall'1,9% di quest'anno. Dopo lo sprint dei consumi privati di quest'anno (+1,9% dopo il +1,05 del 2014), il prossimo ci aspettiamo un contributo più significativo degli **investimenti in macchinari** (3,6% dopo +3,2%). Nei mesi estivi, gli investimenti aziendali sono stati frenati dal rallentamento di ordini dall'estero e produzione industriale, ma dato l'elevato livello di utilizzo degli impianti e la posizione finanziariamente più che solida delle imprese, è ragionevole attendersi una ri-accelerazione nel corso del 2016. Tuttavia, l'incertezza geopolitica rimane un rischio per le decisioni di ampliamento degli impianti. La debolezza dei mesi centrali del 2015 delle **costruzioni residenziali** dovrebbe essere stata solo una pausa. I fondamentali rimangono ampiamente di supporto: la fiducia è sui massimi dal 1991 e ordini e permessi sono schizzati a inizio autunno su livelli coerenti con una crescita di almeno +1,0% t/t al trimestre, nei prossimi sei mesi. Secondo la Bundesbank, il forte afflusso di rifugiati avrà un impatto sulla domanda di unità abitative nel medio periodo, dal momento che nel breve periodo i nuovi entranti saranno accolti in strutture pubbliche dedicate. Ulteriore supporto alla crescita del PIL verrà dall'accelerazione dei **consumi pubblici** (al 3,2% in media 2016-17), associata all'aumento di spesa per rifugiati e migranti. I **consumi delle famiglie** dovrebbero crescere del 2,1% nel 2016 (dal +1,9% di quest'anno) un ritmo, che non si vedeva da fine anni '90, spiegato dal calo del prezzo del petrolio (-46% nel 2015, -5% nel 2016), da condizioni finanziarie ampiamente espansive, dalla riduzione del carico fiscale e dalla tenuta del reddito da lavoro reale (1,8% nel 2016 dal + 2,6% nel 2015). Le retribuzioni complessive sono viste in crescita intorno al 2,8% nel 2016-17 su di un *wage drift* positivo¹⁰. L'**occupazione** dovrebbe crescere poco al di sotto dell'1,0% almeno nei primi sei mesi del 2016, sostenuta dall'aumento di domanda in particolare nei servizi, come da indicazioni dalle indagini di clima e indice BA-X dell'agenzia federale per il lavoro¹¹. Il potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe essere in parte eroso dalla risalita dell'**inflazione all'1,3% nel 2016 dal +0,2% stimato per l'anno in corso**. Il tasso di **disoccupazione** resterà intorno al 6,3%, livello di equilibrio di lungo termine, eventuali cali al di

Crescita ancora trainata dalla
domanda interna

Investimenti in macchinari
verso un ciclo più vivace?

Costruzioni residenziali
prospettive positive intatte

Consumi pubblici forte
accelerazione in arrivo.
Consumi privati ancora pieni
giri

¹⁰ Le retribuzioni complessive sono cresciute del 2,9% nel 2015 più dei salari negoziali al 2,4%, per effetto di un *wage drift* positivo legato all'introduzione del salario minimo a gennaio scorso. L'effetto sui salari dell'introduzione del salario minimo dovrebbe venir meno nel 2016, ma il *wage drift* dovrebbe rimanere ancora positivo dal momento che il mercato del lavoro è al pieno impiego e data la carenza di forza lavoro qualificata.

¹¹ L'elevata domanda di lavoro qualificata è stata nel periodo più recente soddisfatta tramite l'afflusso continuo di mano d'opera qualificata da altri paesi dell'unione europea, evitando frizioni ed un eccessivo surriscaldamento del mercato del lavoro. Secondo l'agenzia federale, carenze di offerta qualificata sono ora concentrate nei servizi sanitario-infermieristici.

sotto di tale soglia dipendono da quanto rapidamente l'afflusso di popolazione immigrata si tradurrà in un aumento della forza lavoro. (v. focus a seguire).

La **politica fiscale** dovrebbe divenire progressivamente più espansiva sull'orizzonte di previsione. Il surplus di bilancio verrà in parte eroso da 0,9% del 2015 a + 0,3% nel 2017. Al netto degli effetti ciclici il saldo di bilancio è visto in calo a +0,3% nel 2017, dall'1,1% del 2015. Le misure dal lato delle entrate¹² avranno un effetto contenuto sui saldi. La spesa primaria, invece, è vista in crescita in eccesso del PIL nominale per effetto dell'aumento della spesa previdenziale e sanitaria, con l'entrata in vigore della seconda fase della riforma previdenziale, della spesa per istruzione e *childcare*. Ma l'impatto principale sui saldi verrà dall'aumento dei trasferimenti sociali per l'accoglienza dei rifugiati e migranti in cerca di protezione umanitaria che secondo la Bundesbank dovrebbe aggirarsi intorno ai 7 miliardi all'anno tra il 2015-17. Il rapporto debito PIL è visto in calo al 66% del PIL nel 2017 dal 71,4% del 2015, nonostante l'orientamento più espansivo della politica fiscale dato il calo della spesa per interessi e la prospettiva di accelerazione della crescita nominale.

Politica fiscale finalmente espansiva

Flussi migratori senza precedenti un'opportunità ma anche un'enorme sfida

Il flusso di rifugiati, richiedenti asilo, e individui in cerca di protezione umanitaria e migranti verso l'Unione Europea e in particolare verso la Germania nel corso del 2015 è stato senza precedenti dai tempi della seconda guerra mondiale. I dati ufficiali dell'agenzia per l'immigrazione BAFM (*Bundesamt für Migration und Flüchtlinge*) stimavano a 758 mila le nuove richieste di asilo a fine ottobre. La Bundesbank nel bollettino di dicembre stima che le richieste di asilo possano arrivare almeno fino a 900 mila quest'anno e mantenersi intorno alle 900 mila unità anche nel 2016 per poi calare a 600 mila nel 2017 e che i flussi migratori netti di richiedenti asilo possano superare il milione e seicentomila persone nel periodo 2016-17, dalle 580 mila (337 mila da paesi al di fuori dell'UE) del 2014. La Bundesbank assume che il tasso di accettazione delle richieste sarà superiore al 50% nel 2015 e che possa arrivare al 90% nel 2016-17. In linea di principio i forti flussi migratori netti in entrata rappresentano un'opportunità per il Paese data la prospettiva di rapido invecchiamento della popolazione, ma molto dipenderà dalle politiche di integrazione dei nuovi entranti e da quanto rapidamente i richiedenti asilo entreranno nella forza lavoro. Le pressioni associate all'impennata dei flussi in entrata a partire da inizio settembre (quando la Merkel intimò di spalancare le porte al flusso di siriani in marcia dall'Ungheria) hanno eroso la popolarità della Merkel a favore dell'alleato più conservativo Seehofer, premier bavarese. Anche se lo scorso 14 dicembre, dopo un discorso a sostegno delle politiche di apertura delle frontiere, la Merkel è stata acclamata dalla CDU. Il partito della Cancelliera, CDU, ha perso consensi negli ultimi mesi a favore del movimento di protesta AfD¹³. Il dibattito su come gestire i flussi futuri rimarrà molto probabilmente assai animato nei prossimi mesi. Al summit del prossimo 17 dicembre la Merkel spingere perché altri paesi membri accolgano rifugiati siriani ammassati in campi profughi al confine turco. Tuttavia, è difficile che la Cancelliera faccia passi indietro sull'apertura delle frontiere.

Nel valutare l'**impatto sulla forza lavoro e prospettive di crescita economica del Paese** dei flussi migratori recenti va tenuto conto dei tempi di accettazione (e quindi di entrata nelle statistiche ufficiali sulle forze lavoro) dei richiedenti asilo, della struttura per età e delle qualificazioni dei nuovi entranti. Il BAFM indica che nel 2014 il tempo medio di valutazione e accettazione delle

¹² L'innalzamento della soglia minima esente, aumento della decontribuzione per i figli, dovrebbe essere in parte controbilanciato dall'aumento dei contributi per le prestazioni sanitarie.

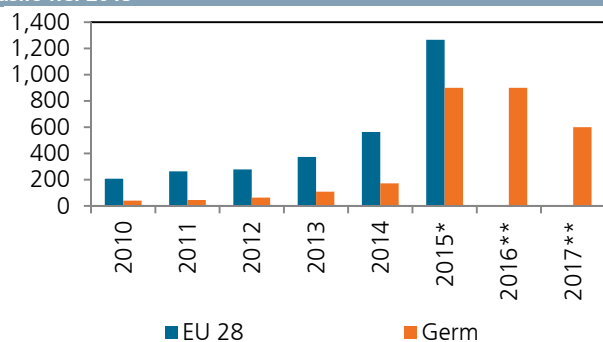
¹³ Secondo Pollytix, il partito AfD ha visto un aumento dei consensi di 5 punti tra settembre e il 9 dicembre fino all'8,8%.

richieste è stato di 11,3 mesi. Dunque, prima che il flusso di rifugiati si traduca in un aumento significativo della forza lavoro e potenzialmente in un calo del tasso di disoccupazione ci vorrà all'incirca un anno. Il primo scoglio sarà il superamento della barriera linguistica. Inoltre la giovane età dei migranti (secondo il BAFM oltre il 55% dei nuovi entranti ha un'età compresa tra i 15 e i 35 anni) implica che il livello di qualifiche ottenute nel Paese di provenienza è probabilmente inferiore alla media dei lavoratori tedeschi o degli immigrati da altri paesi dell'est Europa, il che pone sfide non da poco per il sistema di istruzione e per le scuole di formazione. La Bundesbank stima che **la forza lavoro possa crescere per effetto dei flussi migratori netti di 120 mila unità nel 2015 e di oltre 400 mila unità tra il 2016-2017**. Si tratterebbe di un aumento irrisorio se rapportato al calo di oltre 5 milioni di persone prospettato nel periodo 2015 - 2025 dalle previsioni Eurostat sulle forze lavoro. Le stime della Bundesbank assumono inizialmente un tasso di occupazione dei nuovi entranti di solo il 15% nel 1° anno (e del 50% per fine 2017), date la differenza di istruzione e qualifiche rispetto alla popolazione in età da lavoro¹⁴. Il tasso di disoccupazione potrebbe essere più elevato di mezzo punto a fine periodo di previsione.

La Bundesbank valuta che **i flussi migratori possano spingere la crescita potenziale di un decimo all'1,3% per la fine del 2016 e fino all'1,5% per fine 2017**. Va tenuto conto che i flussi migratori in entrata dall'Est Europa hanno toccato un massimo negli anni scorsi. L'effetto positivo sulla crescita potenziale sarà in parte attenuato da un calo della produttività date le minori qualifiche professionali dei nuovi partecipanti alla forza lavoro.

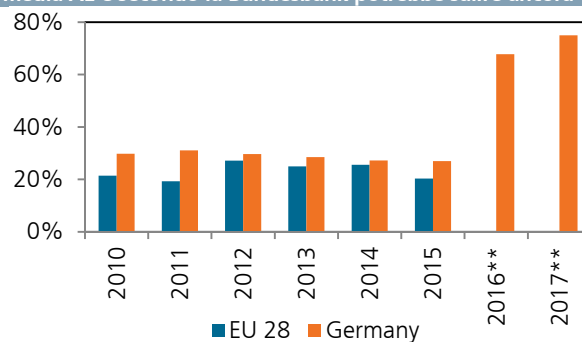
I flussi migratori avranno impatto sulla crescita del PIL tramite l'aumento di spesa pubblica e trasferimenti, che è stimato nell'ordine di 7 miliardi all'anno nel periodo 2015-2017, con un effetto sul livello del PIL di 0,25% nel 2015 che dovrebbe salire, secondo la Bundesbank allo 0,7% del PIL nel 2017. L'impatto sulla crescita del PIL sarà quindi di 0,25% tra metà 2015 e metà 2016 e poi di 0,1%. L'effetto dei flussi migratori sulla crescita dovrebbe esaurirsi una volta che la maggiore spesa verrà meno o sarà bilanciata da altre misure di politica fiscale.

La Germania ha ricevuto quasi il 90% delle nuove domande di asilo nel 2015



Nota: * Dati BAM, ** stime Bundesbank sulle richieste d'asilo nel 2016-17
Fonte: Eurostat, BAFM e Bundesbank.

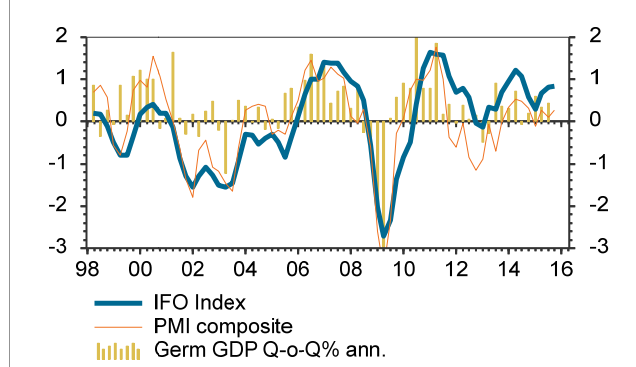
Il tasso di accettazione in Germania è stato più alto che nella media AE e secondo la Bundesbank potrebbe salire ancora



** stime Bundesbank sul tasso di accettazione delle nuove richieste di asilo nel 2016-17
Fonte: Eurostat

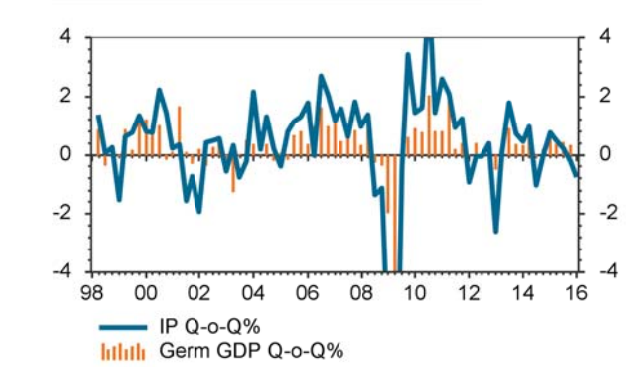
¹⁴ Si noti che l'entrata in vigore del salario minimo orario di 8,5 euro all'ora rischia di limitare l'assorbimento nel mercato del lavoro dei richiedenti asilo. Molto probabilmente i richiedenti asilo saranno occupati con salari bassi date le qualifiche limitate. La letteratura disponibile indica che i richiedenti asilo ottengono salari mediamente più bassi di altre categorie di migranti.

Fig. 1 – Il recupero di IFO e PMI suggerisce una crescita di 0,4% t/t a fine anno dopo il +0,3% t/t dei mesi estivi



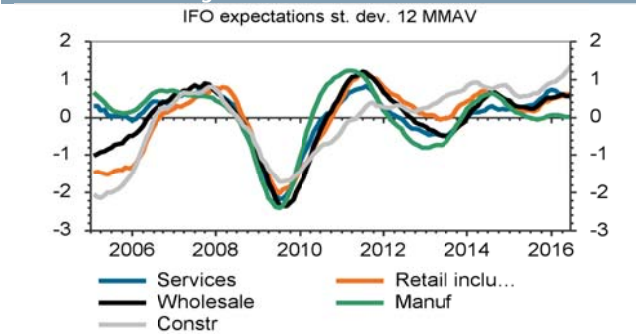
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 2 – L'andamento della produzione industriale rimane debole



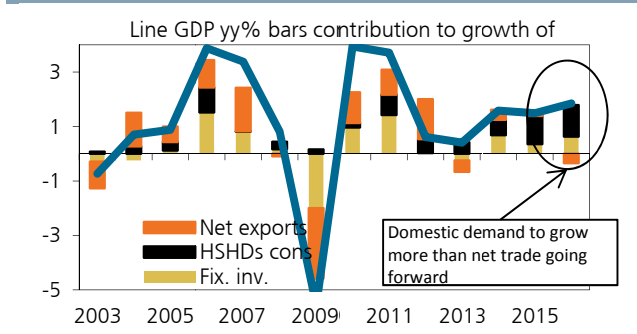
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 3 – L'IFO segnala che la crescita sarà sostenuta da servizi, commercio al dettaglio e costruzioni



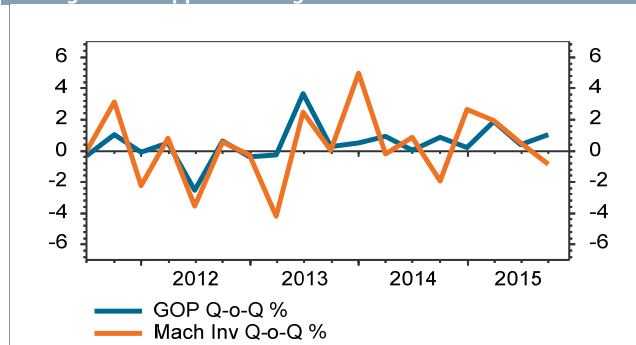
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Sull'orizzonte di previsione crescita spinta dalla dinamica delle domanda interna



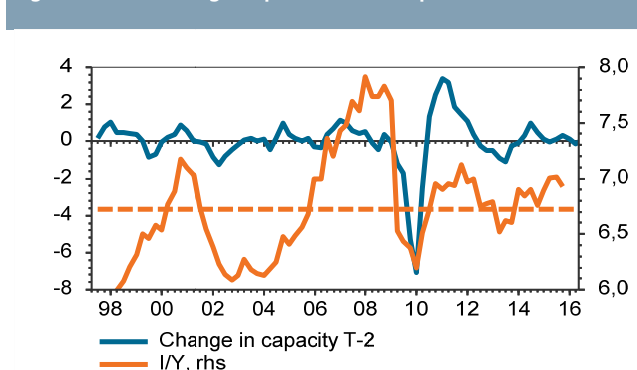
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e previsioni ISP

Fig. 5 – I fondamentali per gli investimenti in macchinari rimangono di supporto: margini ancora in crescita



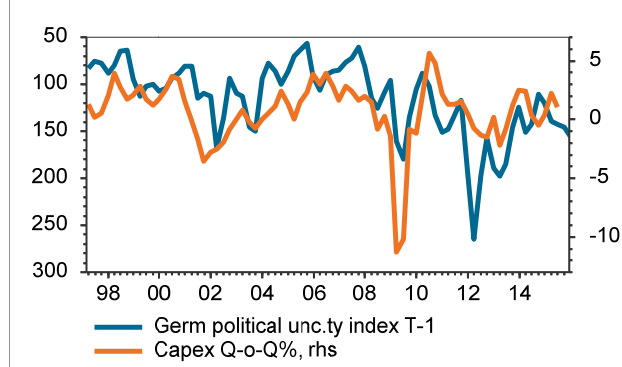
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 6 – L'utilizzo degli impianti è al di sopra della media storica



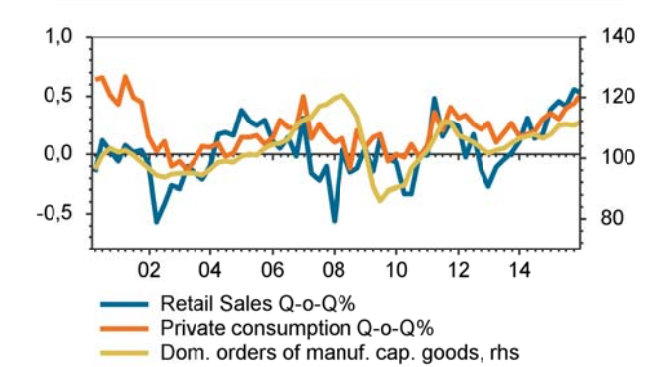
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 7 – L'aumento dell'incertezza potrebbe indurre le imprese a rimandare i piani di spesa



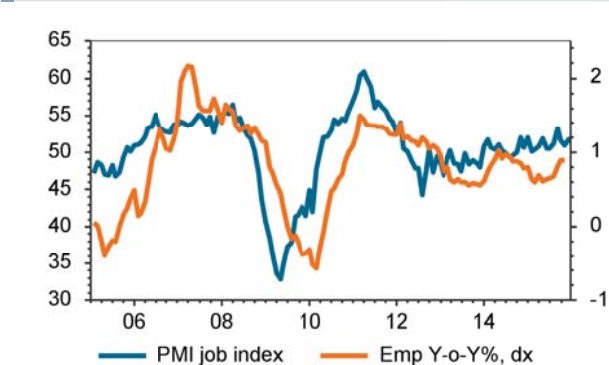
Fonte: FSO e Datastream

Fig. 8 – Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autoveicoli in accelerazione



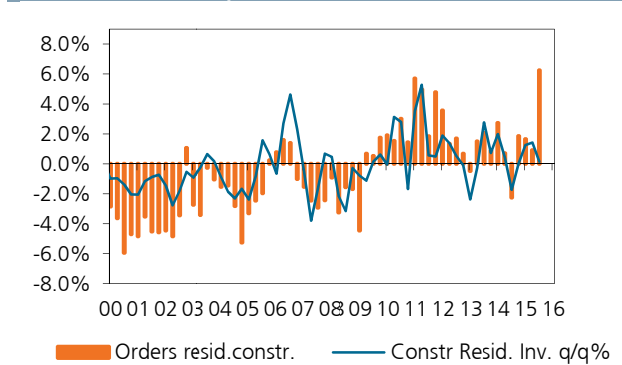
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 9 – Mercato del lavoro: crescita dell'occupazione più robusta nei prossimi mesi



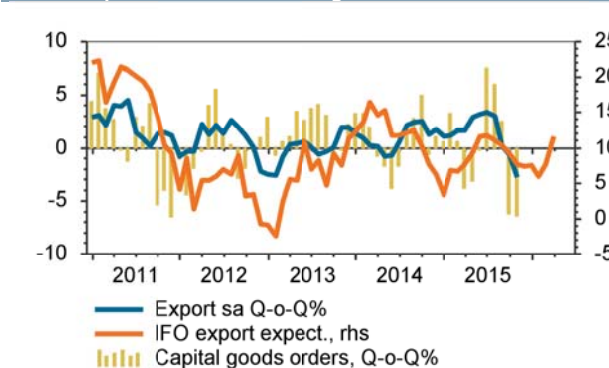
Fonte: FSO e Datastream

Fig. 10 – Investimenti in costruzioni residenziali sostenuti dalla dinamica recente dei permessi e ordini



Fonte: FSO via Datastream

Fig. 11 – I Timidi segnali di recupero dell'export dall'IFO. Ordini di beni capitali dall'estero rimangono fiacchi



Fonte: IFO, FSO via Datastream

Fig. 12 – Il deprezzamento del cambio effettivo dovrebbe offrire supporto alle esportazioni nei prossimi mesi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2015

Previsioni											
	2014	2015	2016	2015				2016			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.6	1.5	1.9	1.1	1.6	1.7	1.5	1.8	1.8	1.9	1.9
t/t				0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
Consumi privati	1.0	1.9	2.1	0.3	0.1	0.6	0.4	0.6	0.7	0.5	0.5
Investimenti fissi lordi	3.5	1.8	3.2	1.7	-0.3	-0.3	1.3	1.1	0.8	1.1	0.9
Consumi pubblici	1.7	2.7	4.3	0.4	0.7	1.3	1.3	1.1	1.0	0.8	0.8
Esportazioni	3.9	5.0	4.7	1.5	1.8	0.2	0.4	1.6	1.4	1.5	1.4
Importazioni	3.7	5.5	6.3	2.1	0.5	1.1	1.0	2.0	2.4	1.1	1.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.6	-0.4	-0.1	-0.4	0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.4	-0.2
Partite correnti (% PIL)	7.8	8.4	8.3	8.2	8.4	8.4	8.1	8.2	7.8	7.8	7.6
Deficit (% PIL)	0.3	0.9	0.4								
Debito (% PIL)	74.9	68.2	66.0								
CPI (a/a)	0.9	0.3	1.3	0.0	0.5	0.1	0.5	1.2	1.0	1.4	1.6
Produzione Industriale	1.5	0.7	1.3	0.5	0.2	-0.2	-0.6	0.3	1.1	1.2	0.3
Disoccupazione (%)	6.7	6.4	6.2	6.5	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2
Tasso a 10 anni (%)	1.24	0.51	0.78	0.33	0.53	0.68	0.52	0.62	0.80	0.83	0.87
Cambio effett. (2005=100)	99.8	94.8	94.4	95.3	94.4	94.9	94.6	94.0	94.1	94.5	94.9

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

Francia: crescita sopra l'1% nel 2016, anche se i fondamentali dell'economia rimangono fragili

L'ultima parte dell'anno potrebbe sperimentare un rallentamento dei consumi, ma nel complesso lo scenario di una crescita dell'1,2% a/a nel 2015 e di 1,3% nel 2016 è confermato. I consumi sono destinati a rimanere il principale contributore del PIL fino alla prima metà 2016, quando potrebbe aggiungersi un maggiore contributo degli investimenti delle aziende. Le scarsissime pressioni inflative e le politiche governative dovrebbero sostenere, seppur poco, il potere d'acquisto delle famiglie anche nel 2016.

Guido Valerio Ceoloni

Il terzo trimestre si è chiuso con un aumento del PIL di 0,3% t/t dopo il ristagno primaverile, in linea con le stime di Banque de France e di consenso. Il vettore principale è rimasto la domanda interna, mentre scorte ed esportazioni nette hanno avuto andamenti speculari, di fatto azzerando il loro contributo alla formazione del PIL. Per l'ultimo trimestre 2015 Banque de France ha una prima stima di 0,4% t/t, ma riteniamo più probabile che non si andrà oltre lo 0,3% t/t. In ogni caso, **a livello congiunturale il PIL rimarrebbe confermato in entrambi gli scenari a 1,2%**, due decimi meglio rispetto alle stime di inizio anno. Confermiamo anche **la stima di 1,3% per il 2016**, dove i rischi alla previsione sono verso l'alto nel caso di un'accelerazione dalla seconda metà 2016 della componente investimenti sia dei privati sia, in particolare, delle aziende una volta recuperato un adeguato margine sui profitti. Banque de France ha recentemente rivisto al ribasso di un decimo le sue stime per il 2016 a 1,4% a/a da 1,5% a/a.

Confermato il PIL 2015 a 1,2% e 2016 a 1,3%

Anche senza considerare in questa fase l'impatto degli attacchi terroristici¹⁵, i primi dati in uscita per il trimestre in corso hanno evidenziato un rallentamento dei **consumi delle famiglie** a ottobre molto più forte (-0,7% m/m) del previsto, e c'è il rischio che possa compromettere la performance del trimestre esattamente come il forte calo a marzo aveva ridotto il contributo dei consumi nel secondo trimestre. La **fiducia dei consumatori** tra ottobre e novembre era rimasta stabile a 96, al di sotto della media di lungo periodo e crediamo che in dicembre si registrerà

Consumi a rischio stagnazione in chiusura d'anno, mentre gli investimenti delle aziende sono previsti in recupero, specie dal 2016

¹⁵ Sulla base di una prima stima si ritiene prudente considerare l'impatto degli attacchi sul settore turistico in al più 0,1% PIL distribuito tra il 4° trim. 2015 e il 1° trim. 2016. Il Ministero del Tesoro francese al momento stima l'impatto in 0,1% PIL nel solo 4° trim. 2015, senza però fornire i dettagli del calcolo.

l'impatto degli attacchi terroristici sul morale dei consumatori. Nel terzo trimestre il tasso di disoccupazione è salito più delle attese, riportando l'indice a 10,2% per la Francia metropolitana, ai massimi dal 1997. Il tasso di occupazione, comunque, è rimasto stabile al 64,2%. Le indagini presso le imprese e gli indici PMI per il trimestre in corso indicano un nuovo regresso dei livelli occupazionali, ma ci sono accenni di miglioramento nei servizi. È pertanto realistico stimare **solo un leggero recupero dei consumi nel quarto trimestre** da +0,7% t/t, a meno di un forte rimbalzo del consumo di energia spinto dalle temperature inferiori alla media stagionale (eventualità non esclusa alla luce delle temperature medie del mese di ottobre, più fredda rispetto alla media stagionale). Le vendite auto sono cresciute di 0,1% m/m (dest.) a novembre, e potrebbero recuperare nell'ultimo bimestre parte del brutto risultato di ottobre. In ogni caso, se non ci saranno nuovi episodi gravi di terrorismo, ci aspettiamo un recupero dei consumi già nel primo quarto del 2016, sostenuto dall'aumento dei redditi, che sta continuando, e dall'incremento del potere d'acquisto sulla scia della bassa inflazione.

Gli **investimenti in conto capitale delle famiglie** sono calati in modo più accentuato nel secondo trimestre (-1,1% t/t), meno nel terzo (-0,5% t/t) e probabilmente anche nel quarto, per poi virare in territorio positivo nel corso del 2016. Gli **investimenti delle imprese** continuano a mostrare segnali di ripresa e sono previsti positivi anche nel quarto trimestre. La CICE (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*) sta dando effettivamente un po' di ossigeno ai margini di profitto delle aziende, così come il continuo miglioramento delle condizioni al credito per le aziende francesi sta mantenendo il costo dell'indebitamento stabile. Inoltre, il sovrammortamento del 140% dovrebbe portare ad un anticipo di spesa per beneficiare dello sconto fiscale. Nel complesso, gli investimenti fissi dovrebbero salire di +0,5% t/t nell'ultimo trimestre dopo 0,6% t/t.

La **produzione industriale** è avanzata di 0,4% t/t nel terzo trimestre, recuperando quasi tutto il calo visto nel secondo. Gli indicatori di fiducia nazionali partono da un livello più alto rispetto ai PMI ma entrambi gli indicatori sono concordi nel mostrare un rallentamento dell'attività nel manifatturiero: il PMI manifatturiero è fermo a 50,6 per il terzo mese consecutivo a novembre con i nuovi ordini appena sopra la soglia di 50 (50,1), passando da un livello medio di 49,5 dell'estate all'attuale media di 50,6 (rilevazioni di ottobre e novembre) mentre il livello dei nuovi ordini è stato solo leggermente più incoraggiante (50,1 da 48,2). Riteniamo quindi che il contributo della produzione industriale potrebbe essere residuale anche nell'ultimo trimestre (inferiore a un decimo di PIL). Potrebbe materializzarsi un'accelerazione del comparto dall'inizio del prossimo anno. Per quanto riguarda le **costruzioni**, gli indicatori di fiducia elaborati dall'INSEE nella prima metà dell'anno sono rimasti stagnanti attorno a 89, per poi avanzare lievemente nel secondo semestre (90,6 a novembre), ma rimanendo ben sotto la media storica (100,2): **le prospettive rimangono deboli**. Il settore dei **servizi** rimane solido, con gli indicatori di fiducia che sono saliti a 101 (novembre) da un livello medio di 97,3 del terzo, e una dinamica simile viene dagli indicatori PMI. L'attività nei servizi conferma quindi uno scenario di ripresa più matura rispetto agli altri due settori.

Il **canale estero** dovrebbe dare un marginale contributo positivo nell'ultimo trimestre, che però potrebbe essere annullato dal decumulo delle scorte, ripetendo (a parti invertite) la dinamica vista nel terzo trimestre. Le importazioni sono attese in rallentamento dopo il +1,7% t/t del terzo trimestre sulla scia di una nuova debolezza dei consumi, mentre le esportazioni dovrebbero rimbalzare dopo il calo di -0,6% t/t. Nel complesso il contributo delle esportazioni nette alla formazione del PIL è atteso attorno a +0,2% da -0,7%, deludendo in parte le aspettative che vedevano per il 2015 il canale estero spinto dalla debolezza dell'euro: di fatto questo effetto si era esaurito già nel secondo trimestre. Nel quarto trimestre il **saldo di parte corrente** è atteso migliorare, portando il saldo annuo 2015 a +0,1% PIL (e a 0,3% nel 2016) da -0,9% del 2014, in positivo per la prima volta dal 2004. Il deficit (strutturale) francese della bilancia commerciale

Produzione industriale residuale nel 4° trim., costruzioni ancora deboli. Dai servizi arrivano segnali positivi

Il canale estero non costituisce più un vettore di crescita dalla seconda metà 2015

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2015

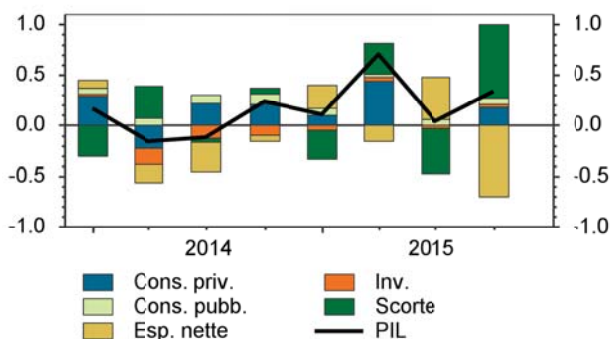
dovrebbe migliorare attorno a -7,7% PIL nel 2015 da -10,8% del 2014 e rimanere stabile poi nel 2016 (-7,6% PIL).

Il sentiero dei **prezzi al consumo** non dovrebbe discostarsi rispetto alla precedente nota trimestrale. L'inflazione dovrebbe attestarsi a 0,1% a/a nel 2015 e risalire a 0,9% a/a nel 2016. Il contributo negativo della componente energetica fino a tutta la prima metà 2016 è atteso essere più che compensato dalla risalita dei prezzi *core*: la componente sottostante è attesa attorno a 0,4% a/a nel 2015 da 0,8% del 2014 e ritornare a 0,8% nel 2016.

Sul fronte dei **conti pubblici**, il Governo ha riproposto il suo scenario macroeconomico che vede il deficit 2015 confermato a -3,8% da -3,9% del 2014. Il saldo strutturale dovrebbe di conseguenza evolvere a -2,7% da -2,8%. Per il 2016 le cose sono leggermente cambiate dato che gli attentati terroristici di novembre sono occorsi dopo l'approvazione del budget 2016 che avrebbe confermato il deficit 2016 a -3,4% e il saldo strutturale a -2,4% (su un'assunzione di crescita dell'1,5%). Il governo ha già ricevuto da Bruxelles l'avallo allo sfioramento degli obiettivi per il prossimo biennio, pertanto diamo per scontato il non rispetto degli obiettivi precedenti. Sulla base degli ultimi annunci, la programmata riduzione degli organici dell'esercito verrà annullata e il settore della pubblica sicurezza vedrà l'assunzione di 8500 nuove unità di personale. Il nuovo sentiero del deficit dovrebbe vedere il 2016 a -3,5% e il 2017 a -3,4%, con il deficit strutturale a -2,5% e -2,7%, rimandando di almeno un altro anno il raggiungimento del 3%. Il debito pubblico aumenterà anche quest'anno, arrivando al 96,9% del PIL da 95,6% del 2014. Per il 2016, il livello del debito pubblico potrebbe salire ulteriormente al 97,5%.

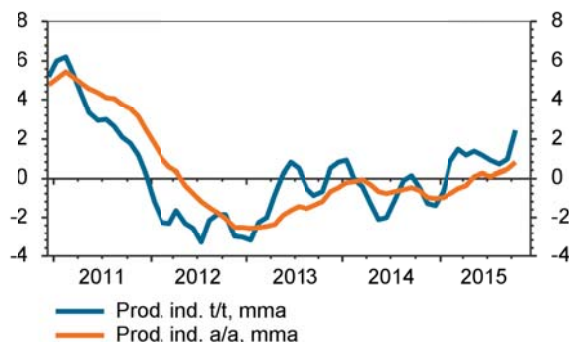
Nel 2015 gli impegni presi con Bruxelles saranno rispettati. Il 2016 vedrà nuovi sforamenti per l'aumento delle spese legate alla Difesa

Contributi alla formazione del PIL



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

Produzione industriale



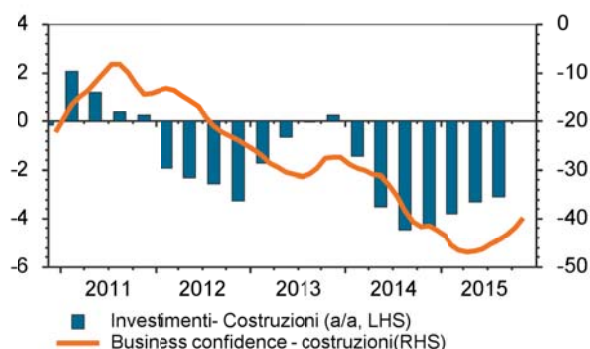
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costruzione di nuove case e fiducia del settore edile



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

Investimenti e fiducia nel settore edile



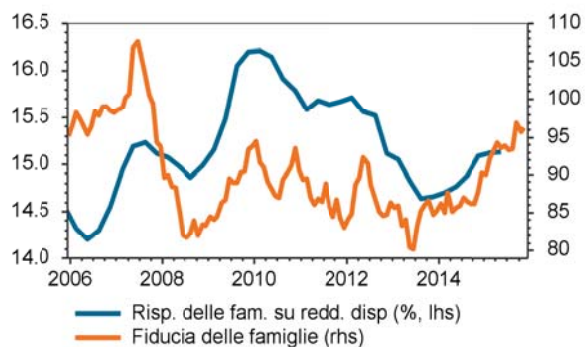
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Valore aggiunto nei servizi e andamento della fiducia



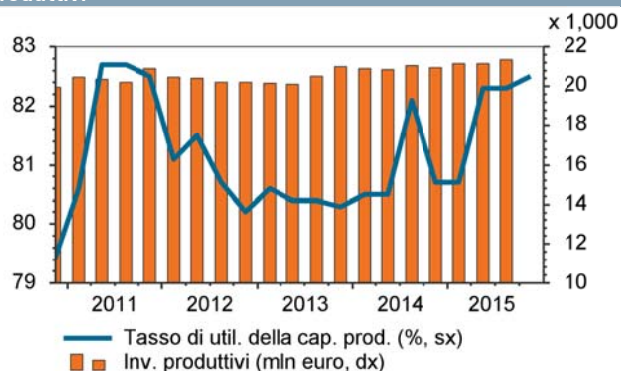
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi di risparmio e fiducia delle famiglie



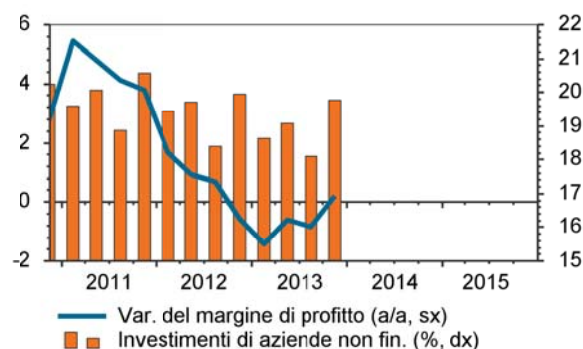
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e investimenti produttivi



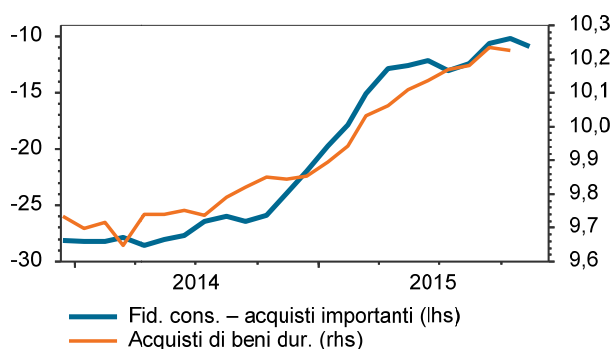
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Variazione del margine di profitto, aziende non finanziarie



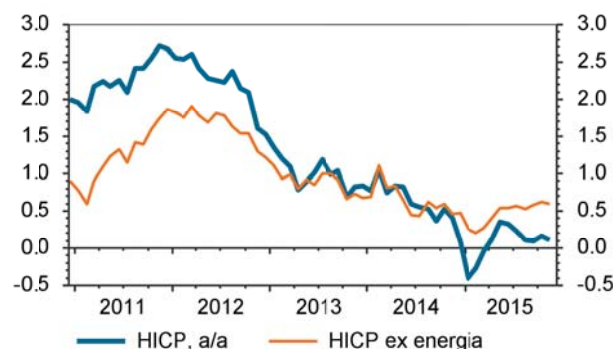
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fiducia dei consumatori e acquisti di beni durevoli



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

CPI ex energia Francia

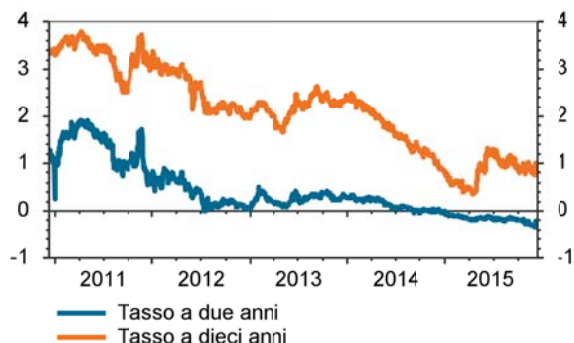


Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Scenario Macroeconomico

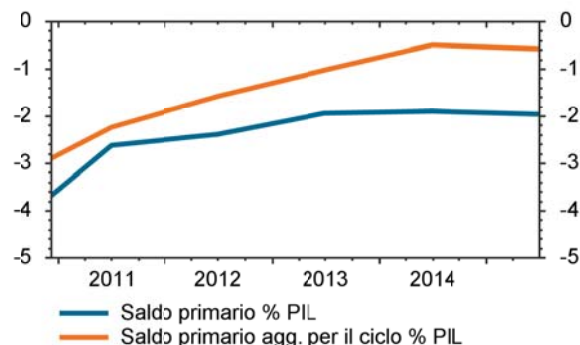
Dicembre 2015

Tassi governativi a due e a dieci anni



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

Saldo primario del settore pubblico



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

Previsioni

	2014	2015	2016	2015				2016			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.2	1.2	1.3	0.9	1.1	1.2	1.4	1.0	1.3	1.4	1.5
t/t				0.7	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	0.7	1.5	1.3	0.8	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi lordi	-1.2	-0.3	1.5	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.5	0.5	0.6	0.7
Consumi pubblici	1.5	1.6	0.8	0.3	0.3	0.4	0.4	0.1	0.0	0.1	0.2
Esportazioni	2.4	5.6	2.9	1.5	1.9	-0.6	1.1	0.7	0.7	0.8	0.8
Importazioni	3.9	5.5	2.5	1.9	0.5	1.7	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	0.0	0.3	-0.4	0.7	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.9	0.0	0.5	-0.4	0.3	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
Deficit (% PIL)	-3.9	-3.8	-3.5								
Debito (% PIL)	95.6	96.9	97.5								
CPI (a/a)	0.5	0.0	0.7	-0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.8	1.2
Produzione Industriale	-1.0	1.6	2.4	1.8	-0.4	0.5	1.3	0.4	0.6	0.7	0.5
Disoccupazione (%)	9.9	10.1	10.2	10.0	10.0	10.2	10.2	10.2	10.2	10.1	10.1
Cambio effett. (1990=100)	99.7	95.2	95.3	95.5	94.8	95.3	95.1	94.5	95.0	95.6	96.0

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

Italia: verso una “normalizzazione” della crescita

Paolo Mameli

- In Italia, come atteso un anno fa, **il 2015 è stato l'anno di svolta del ciclo**. Dopo una recessione durata tre anni e mezzo, l'attività economica è tornata a crescere a partire dal primo trimestre dell'anno, sulla spinta dei “venti favorevoli” derivanti dagli shock sui mercati finanziari (su tassi di interesse, tasso di cambio, prezzo del petrolio), nonché dagli effetti del *Quantitative Easing* della BCE.
- Tuttavia, **la ripresa ha perso “slancio” nel corso del 2015**, in quanto il rimbalzo d'inizio anno degli investimenti (in mezzi di trasporto e in costruzioni) si è rivelato effimero, e a partire dall'estate si è verificato un significativo ripiegamento del commercio estero; l'accelerazione dei consumi delle famiglie è stata in grado di compensare solo in parte tali dinamiche avverse.
- Ciò ha fatto sì che il ritmo di crescita del PIL, superiore al previsto a inizio anno (0,4% t/t nel 1° trimestre e 0,3% t/t nel 2°) si affievolisse a 0,2% t/t, deludendo le attese, nel trimestre estivo. Di conseguenza, **la crescita media annua nel 2015 dovrebbe attestarsi a 0,7%**, al di sopra della stima di un anno fa (0,4%) ma un decimo al di sotto della nostra previsione più recente (0,8%, che era comunque tra le più caute di consenso). D'altra parte il PIL annuo non corretto per i giorni lavorativi (tre in più rispetto allo scorso anno), che tra l'altro rileva ai fini del computo dei rapporti di finanza pubblica, dovrebbe invece centrare lo 0,8%.
- Come altrove in Europa, al momento **la ripresa è trainata dai consumi**, visto che ex post gli shock sulla domanda interna da energia e tassi di interesse sembrano essersi rivelati più efficaci (diversamente da quanto prevedibile ex ante sulla base dei modelli econometrici) di quello sull'export dal tasso di cambio, anche perché quest'ultimo è stato compensato dal minor vigore della domanda mondiale (in particolare dai Paesi emergenti). A sostenere i consumi si sono aggiunti gli effetti sul reddito disponibile del bonus Irpef entrato in vigore a pieno dal 3° trimestre 2014 (che, secondo l'indagine della Banca d'Italia¹⁶, è stato speso al 90%), nonché del recupero occupazionale che si è avviato già dallo scorso anno e si è rafforzato nel 2015 (su cui, sempre secondo le indagini della Banca d'Italia¹⁷, hanno influito positivamente gli incentivi governativi). Anche i bassi tassi di interesse (e il miglioramento delle condizioni di credito) sembrano aver inciso, come visibile dalla robusta crescita (di circa il 7% a/a) dei consumi di beni durevoli.
- Come accaduto negli ultimi anni, ancora una volta **i segnali dalle indagini di fiducia hanno dimostrato di sovrastimare l'entità della crescita**. In base ai dati Istat, nel mese di novembre la fiducia dei consumatori ha raggiunto un massimo storico (almeno negli ultimi vent'anni) e il morale delle imprese ha toccato un record negli ultimi otto anni; tuttavia, questo maggior ottimismo degli operatori economici si è riflesso solo in parte sui dati reali relativi alla spesa delle famiglie e soprattutto delle imprese. Probabilmente una crisi così profonda come quella degli ultimi anni ha talmente depresso le attese degli operatori economici da far sì che anche un miglioramento marginale sia percepito come assai significativo; è anche possibile che una parte della spiegazione stia nella polarizzazione della situazione economica di famiglie e imprese (ampie code negative nella distribuzione) nonché negli effetti dei fallimenti societari sul campione di imprese utilizzato nelle indagini. Ciò suggerisce una nota di cautela nel trarre dall'evoluzione delle *survey* indicazioni troppo ottimistiche sulla crescita.
- In prospettiva, dopo un 2015 in crescita di 0,7%, **manteniamo la nostra più recente previsione di una accelerazione a 1,2% nel 2016**. La stima è coerente con un tasso di crescita congiunturale del PIL ancora in area 0,3% t/t per tutto il 2016, in linea con quello medio visto nel 2015 (in altre parole, non vi sarebbe una sostanziale accelerazione dell'attività economica).

¹⁶ Da “Relazione annuale sul 2014”

¹⁷ Una stima preliminare condotta sul Veneto (unica regione che fornisce informazioni tempestive sull'eleggibilità dei lavoratori per lo sgravio contributivo) suggerisce che circa un quarto dell'aumento delle posizioni regolari di lavoro dipendente e parasubordinato del settore privato non agricolo sia attribuibile a sgravi contributivi e nuova disciplina dei licenziamenti (il primo fattore sembra aver contato per i due terzi), in “L'andamento delle assunzioni e gli effetti delle misure sul mercato del lavoro in base ai dati amministrativi”, Bollettino Economico 4/2015.

- I **consumi**, dopo essere cresciuti più del PIL nel 2015 (0,9%), dovrebbero accelerare a 1,2% nel 2016. In effetti, il rimbalzo del reddito disponibile reale delle famiglie visto nel 2015 (per la prima volta dopo 7 anni consecutivi di contrazione) è atteso rafforzarsi nel corso del prossimo anno (a 1,5% da 0,9%, nelle nostre stime). Dietro il recupero di potere d'acquisto sta soprattutto la crescita dell'**occupazione**: stimiamo un aumento degli occupati dello 0,8% nel 2016 come nel 2015 (il tasso di disoccupazione potrebbe nelle nostre stime avvicinarsi all'11% nella media del 2016).
- Nel 2016 il testimone della ripresa potrebbe passare dai consumi agli **investimenti**, che dopo una crescita modesta nel 2015 (0,6%) dovrebbero accelerare a 1,6% nel 2016. Se gli investimenti in **mezzi di trasporto** sono ripartiti già quest'anno (+35% nelle nostre stime, dovuto però a un anomalo balzo a inizio anno), la novità del 2016 dovrebbe essere la ripartenza degli investimenti in **macchinari e attrezzature**, che vediamo in crescita del 2,8% nel 2016 dopo la flessione a sorpresa di -0,8% (per il quinto anno consecutivo e il settimo degli ultimi otto) vista nel 2015. Le imprese dovrebbero tornare a investire grazie al permanere di condizioni finanziarie ultra-espansive e al fatto che la domanda finale è già ripartita (ciò dovrebbe almeno ridurre la cautela nelle decisioni sulla spesa in conto capitale delle aziende). Governeranno anche le misure espansive contenute nella Legge di Stabilità e in particolare la possibilità di effettuare un maxi-ammortamento (al 140%) sui nuovi investimenti realizzati dal 15 ottobre 2015 al 31 dicembre 2016.
- Un discorso a parte meritano le **costruzioni**. In questo caso l'ulteriore contrazione (per il nono anno consecutivo) del 2015 (-1%, nelle nostre stime) non è stata una sorpresa. Il comparto è stato il più colpito dalla crisi, ed è l'ultimo che sta lentamente uscendo dalla recessione. Solo negli ultimi mesi i segnali di ripresa delle transazioni sul mercato secondario, la ripresa degli *affordability ratio* e della domanda di mutui da parte degli acquirenti e il deciso rimbalzo della fiducia dei costruttori sono diventati coerenti con un punto di svolta del settore. Tuttavia, per il 2016 ci aspettiamo poco più che una stabilizzazione (+0,3%), in attesa di una ripresa più consistente negli anni successivi.
- La **spesa pubblica** è rimbalzata a sorpresa (+0,3%) nel 2015 (dopo quattro anni consecutivi di calo), ma dovrebbe tornare a contrarsi nel corso del 2016 (-0,1%) sulla scia dei tagli previsti dalle ultime Leggi di Stabilità. Anche nel 2016 non è certo dalla domanda pubblica che è lecito attendersi un traino al ciclo.
- Il **commercio con l'estero** potrebbe, anche nel corso del 2016, dare un contributo negativo alla crescita. Ci aspettiamo un rallentamento di entrambi i flussi commerciali, ma l'incremento dell'import dovrebbe, come nel 2015, risultare superiore a quello dell'export (3,9% contro 3,2%). Il rallentamento delle esportazioni (dal 3,9% del 2015) si spiega con un minor impatto aggiuntivo dello shock sul tasso di cambio. Continueranno ad essere premianti le vendite verso gli Stati Uniti e altri Paesi europei (Regno Unito, Spagna, alcuni Paesi dell'Est Europa) mentre un freno verrà dai mercati emergenti (Russia, Cina, America Latina, Paesi OPEC); peraltro, in base agli indicatori anticipatori, anche per la domanda dai Paesi emergenti il punto di minimo potrebbe essere stato toccato nella tarda estate del 2015 e potrebbe vedersi una timida ripresa nel corso del 2016.
- Nel 2016, come nel 2015, ci aspettiamo un impatto positivo sul ciclo, anche se probabilmente non decisivo (di qualche decimo di punto), dalle **politiche economiche**:
 1. il **Quantitative Easing** intrapreso dalla BCE nel 2015 è stato efficace nello "sbloccare" il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, in quanto il deciso calo dei rendimenti sui titoli governativi si è trasferito in un allentamento delle condizioni del credito e in un deciso calo dei tassi di interesse applicati dalle banche a imprese e famiglie (oggi entrambi sono in Italia mediamente più favorevoli che nel resto dell'Eurozona); in tal senso, l'estensione oltre settembre 2016 del programma di acquisto di titoli, decisa dalla BCE lo scorso 3 dicembre (assieme all'ulteriore taglio del tasso sui depositi) possono avere un ulteriore impatto positivo sulla crescita, che però non riteniamo decisivo visto che tale decisione non ha favorito un ulteriore calo dei tassi di interesse o deprezzamento del tasso di cambio dell'euro (che anzi si sono mossi in senso contrario); nel complesso, stimiamo

che il programma di *Quantitative Easing* possa avere (attraverso le variazioni provocate su tassi di interesse e tasso di cambio) un impatto di circa lo 0,7% sul PIL italiano nel biennio 2015-16 (di cui 0,1-0,4% nel 2016);

2. nel 2016 la politica fiscale, così come già nel 2014-15, sarà lievemente espansiva, grazie alle misure inserite nella Legge di Stabilità (variazione del saldo primario corretto per il ciclo: almeno -0,4% l'anno prossimo come quest'anno); il budget 2016 in effetti è sì espansivo, ma rispetto a uno scenario a legislazione vigente che incorporava l'entrata in vigore delle clausole di salvaguardia con aumento delle imposte indirette; in generale, stimiamo un impatto "teorico" della politica fiscale sul PIL nel 2016 di uno-due decimi.

- In sintesi, dopo la svolta del 2015, il 2016 potrebbe essere l'anno di una "normalizzazione" della crescita, che dovrebbe tornare circa in linea col potenziale (ma ci vorranno anni per colmare l'*output gap* creatosi a partire dal 2007). L'inflazione invece ancora non è vista "normalizzarsi": dopo due anni di stagnazione dei prezzi (0,2% nel 2014 e 0,1% nel 2015), il CPI è visto risalire solo lievemente nel 2016, stimiamo a 0,8%, dunque ben al di sotto di livelli "normali" (il nostro scenario vede poi anche nel 2017 un'inflazione sotto il target BCE, all'1,6%). I rischi sullo scenario di inflazione restano comunque verso il basso. Il livello così compreso dell'inflazione pesa su fatturato e margini aziendali ma almeno sinora non si sta rivelando un freno alle decisioni di spesa delle famiglie, anzi sembra permanere l'usuale correlazione negativa tra inflazione percepita/attesa e intenzioni di spesa dei consumatori: la bassa inflazione almeno per ora appare più un sostegno al reddito disponibile delle famiglie che non un freno al ciclo.
- Sul fronte politico, vediamo rischi limitati di caduta del Governo o ritorno alle urne nel 2016. Dopo che nel 2015 il focus dell'attività dell'Esecutivo è stato sulla riforma del mercato del lavoro e dell'istruzione, l'agenda governativa nel corso del 2016 dovrebbe concentrarsi su tre fronti: il completamento della riforma della giustizia, l'emanazione dei decreti previsti dalla legge delega sulla Pubblica Amministrazione e la riforma del sistema tributario. Il principale test per la tenuta del Governo sarà, oltre alla tornata di elezioni amministrative in primavera (si voterà tra l'altro nei comuni di Roma, Milano, Torino, Bologna, Napoli), il completamento della riforma costituzionale con la probabile indizione di un referendum popolare (verosimilmente nell'autunno 2016). Appare inoltre sfidante l'obiettivo di effettuare gli ulteriori significativi tagli fiscali promessi per il 2017-18, in quanto occorrerà anche coprire la restante parte delle clausole di salvaguardia ed effettuare la correzione richiesta per raggiungere gli obiettivi europei su saldo strutturale e debito; gioveranno, ma non saranno sufficienti, i significativi risparmi dalla spesa per interessi.

Previsioni	2014	2015	2016	2015				2016			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.4	0.7	1.2	0.1	0.6	0.8	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2
t/t				0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.4	0.9	1.2	0.1	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	-3.4	0.6	1.5	1.2	-0.1	-0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
Consumi collettivi	-0.7	0.3	-0.1	0.0	-0.4	0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Esportazioni	2.8	3.9	3.2	1.0	1.3	-0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
Importazioni	2.7	5.5	3.9	2.5	1.6	0.5	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	0.3	0.5	0.2	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.2	2.4	0.3	1.7	2.9	4.0	0.0	1.7	3.1	4.7
Deficit (% PIL)	-3.0	-2.6	-2.5								
Debito (% PIL)	132.2	133.3	132.8								
CPI (a/a)	0.2	0.1	0.8	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.5	0.6	0.8	1.3
Produzione Industriale	-0.5	1.1	1.8	0.6	0.6	0.4	0.7	0.3	0.7	0.2	-0.2
Disoccupazione (%)	12.7	11.9	11.0	12.2	12.3	11.7	11.4	11.2	11.1	10.9	10.7
Tasso a 10 anni	2.89	1.70	1.70	1.53	1.80	1.91	1.56	1.60	1.74	1.73	1.73
Cambio effett. (2010=100)	99.8	95.8	95.5	96.2	95.5	95.9	95.7	95.2	95.3	95.6	95.9

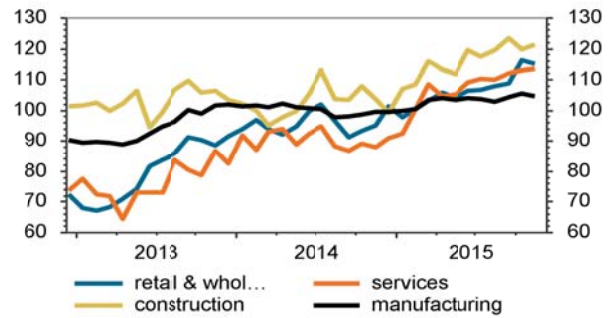
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La fiducia dei consumatori è ai massimi storici, quella delle imprese a un record da circa 8 anni



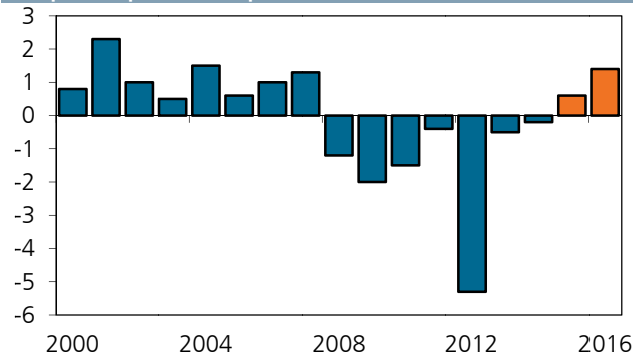
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Il morale delle imprese è in netto miglioramento in tutti i settori



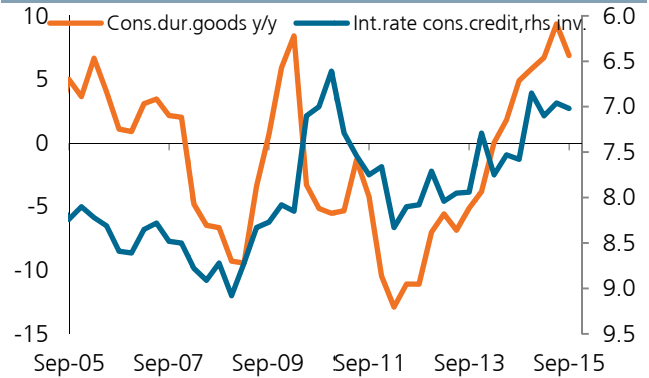
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – A spingere la fiducia e la spesa dei consumatori è il recupero di potere d'acquisto, atteso rafforzarsi nel 2016



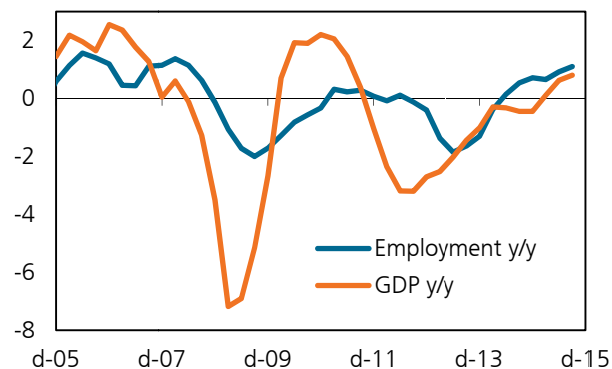
Fonte: Istat, elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Sembra aver avuto un ruolo anche il calo dei tassi di interesse, visto il boom dei consumi di beni durevoli



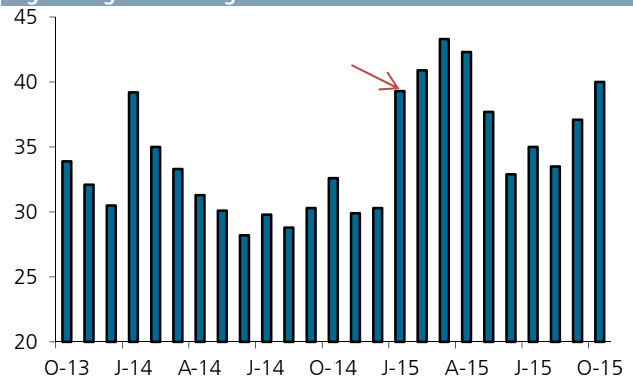
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – I consumi sono anche stati sostenuti dal recupero dell'occupazione, superiore a quello del PIL...



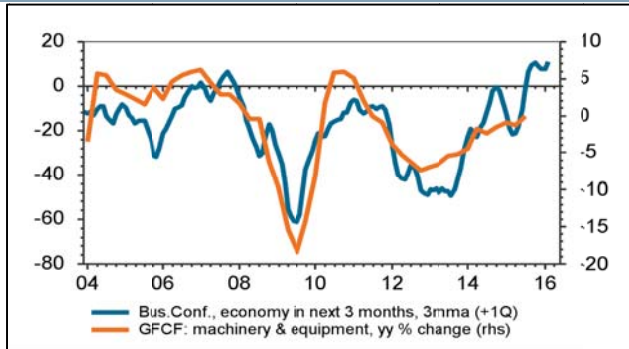
Fonte: Istat, elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ... e in particolare della quota di occupazione permanente, aumentata a partire da inizio 2015 con l'entrata in vigore degli incentivi governativi



Fonte: Istat, elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La novità del 2016 dovrebbe essere la ripresa degli investimenti in macchinari e attrezzature, che potrebbero essere favoriti dal maggiore ottimismo delle imprese sulla domanda...



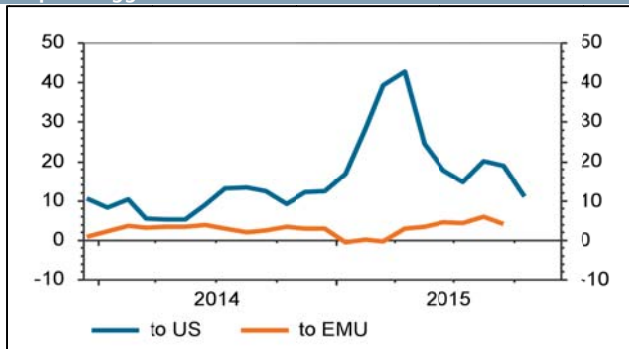
Fonte: Istat, elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ... nonché dall'ulteriore allentamento delle condizioni finanziarie (su ritmi mai visti nell'ultimo decennio)



Fonte: Istat, elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – L'export ha beneficiato dello shock sul tasso di cambio, come visibile dal boom delle vendite verso gli Usa. Tuttavia l'impatto aggiuntivo sta diminuendo...



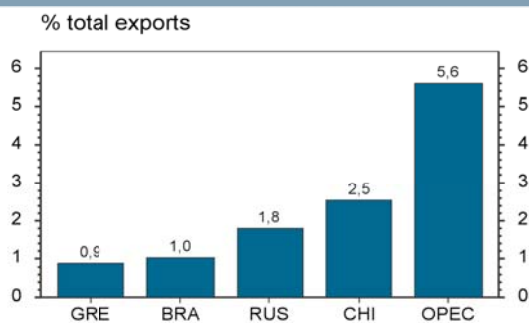
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – ...e negli ultimi mesi ha risentito del rallentamento della domanda dai Paesi emergenti



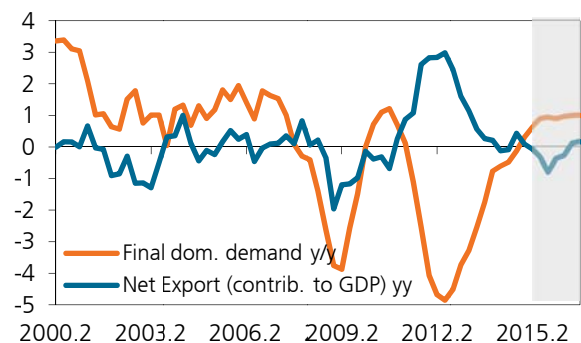
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – In ogni caso, il peso delle vendite verso i Paesi "a maggior rischio" è tutto sommato limitato...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – ...e la ripresa della domanda domestica dovrebbe essere in grado nel 2016, ancor più che nel 2015, di compensare il contributo negativo dal commercio con l'estero



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Spagna: espansione economica robusta anche nel 2016

L'economia spagnola è tornata a crescere ben al di sopra del potenziale da inizio 2014 (vicino a zero nelle stime più recenti della Commissione Europea). Nel 2015, la crescita chiuderà al +3,2%¹⁸ dal +1,4% dello scorso anno, oltre un punto al di sopra delle stime di consenso di un anno fa. Già quest'anno il PIL potrebbe risalire sul livello del 2007 e se il prossimo anno la crescita si attesterà al 2,6%, come stimiamo, gli effetti della crisi sul livello del prodotto interno saranno rientrati del tutto. Il ritorno a tassi di crescita così sostenuti è da ricondursi in parte all'intenso processo di riforme messo in atto negli anni di crisi e in parte a politiche economiche più favorevoli. Ai mercati piace la crescita e la stabilità politica, la seconda è prerequisito per la prima. C'è da chiedersi, quindi, se la crescita continuerà a fare da supporto e quanto serio è il rischio che le prossime elezioni generali destabilizzino il quadro politico spagnolo.

Dopo la sorprendente performance di crescita del 2015, è ragionevole aspettarsi tassi di crescita più moderati già nel 2016 (2,7%), anche se ancora ampiamente al di sopra del potenziale (stimato dalla Commissione UE in autunno a +0,4% nel 2016) e della media area euro. Le indicazioni più recenti indicano che il picco è ormai alle spalle. I PMI (56 da 58) e l'indice di fiducia economica della Commissione (108,9 da 109,5) si sono aggirati a ottobre e novembre su livelli coerenti con una crescita del PIL di 0,7% t/t, dopo lo +0,8% t/t (3,1% a/a) precedente (v. Fig. 1). La produzione industriale è entrata nel trimestre invernale a un ritmo piuttosto blando (0,2% m/m), ma la dinamica congiunturale beneficia ancora dell'uscita forte dai mesi estivi. Il PMI manifatturiero a novembre era ancora coerente con una discreta tenuta del comparto anche a fine anno, ma se anche la produzione dovesse rallentare, la **crescita continuerà ad essere sostenuta dai servizi e dalla domanda interna**, che è tornata a crescere a ritmi pre-crisi nel 2015 (3,3% a/a). Le esportazioni spagnole sono cresciute più rapidamente di quelle dell'area euro da metà 2009 (v. Fig. 2), in parte grazie ai recuperi di competitività in termini relativi rispetto agli altri principali paesi dell'Eurozona (v. Fig. 3), messi a segno tramite il processo di svalutazione fiscale in particolare tra il 2012 e il 2013. Nel contempo, le imprese spagnole hanno progressivamente diversificato i mercati di sbocco al di fuori della zona euro (v. Fig. 4). Tale trasformazione è stata positiva negli anni in cui la zona euro non cresceva ma rende ora la Spagna più vulnerabile al ciclo internazionale, anche se i paesi della zona euro rimangono ancora i principali partner commerciali del Paese. Le indicazioni dagli ordini PMI dall'estero rimangono moderatamente positive per le esportazioni nei prossimi mesi; tuttavia, è difficile che le esportazioni possano ancora crescere ai ritmi recenti sia nel breve che nel medio periodo. I guadagni di competitività di costo sono stati piuttosto importanti negli ultimi anni ed è difficile che il Paese possa ancora spingere significativamente su questo fronte. Il rischio del ritorno a una crescita trainata dalla domanda interna è che si interrompa il ribilanciamento della posizione finanziaria negativa con l'estero, che rimane molto elevata al 90% (-55% se si escludono effetti di valutazione legati a variazioni del conto finanziario) del PIL e che potrebbe tornare a rappresentare un rilevante fattore di fragilità nel futuro.

Pensiamo che nel 2016, **la domanda interna continuerà a crescere a un ritmo sostenuto (2,3%) ma meno che nel 2015 (3,3%)**. I consumi delle famiglie sono visti in crescita del 2,5% dal 3,0% stimato per quest'anno. Il reddito da lavoro reale potrebbe rallentare rispetto alla crescita dell'1,4% del 2015, penalizzato dalla risalita dell'inflazione in territorio positivo (+0,8% da -0,6% quest'anno), da una dinamica dei salari circa stabile sui ritmi di quest'anno (0,7% a/a) e da una crescita dell'occupazione più vicina al 2,5% che non al 3,0% come nei primi nove mesi del 2015 (v. Figg. 5 & 6). La **dinamica degli investimenti aziendali** è stata in linea con l'aumento della capacità produttiva (v. Fig. 9). La spesa delle imprese dovrebbe essere ancora sostenuta dal calo della spesa per interessi in rapporto al PIL e dal miglioramento dei margini operativi.

Anna Maria Grimaldi

Lieve rallentamento in vista

L'export spagnolo ha fatto meglio della media area euro dal 2009, ma lo spazio per ulteriori miglioramenti sembra limitato

Investimenti in macchinari e costruzioni residenziali verso una crescita più sostenibile

¹⁸ La crescita acquisita per il 2015 è la crescita che si verificherebbe nel caso in cui il PIL non crescesse a fine anno, a fine 3° trimestre la crescita acquisita era del 3,0%. Ci aspettiamo, però, che il PIL continui a crescere a ritmi sostenuti (+0,7% t/t a fine 2015), garantendo una crescita media annua del 3,2%.

Tuttavia, è difficile che si ripetano i tassi di crescita dei mesi centrali di quest'anno; ci aspettiamo pertanto una dinamica congiunturale più vicina all'1,0% e un rallentamento della spesa al 5,5% nel 2016 dal 9,5% del 2015. Si tratta in ogni caso di un ciclo di capex ben più vivace di quello osservato negli altri paesi della zona euro e più sostenuto rispetto alle riprese precedenti. Il comparto delle **costruzioni residenziali** ha chiaramente svoltato¹⁹, ma dopo il balzo dei mesi primaverili (+2,2% t/t) la dinamica congiunturale è tornata su ritmi più normali (+0,6% t/t). Vi sono segnali di recupero dei prezzi di vendita che nel 2015 sono tornati a crescere in termini reali dell'1,4% per la prima volta in otto anni. Tuttavia, sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo e auspichiamo che la crescita degli investimenti residenziali sia più vicina a quella dei mesi estivi che non ai tassi di crescita della prima metà di quest'anno. Lo stock di case invendute rimane assai elevato (v. Fig. 10) e potrebbe limitare la crescita di nuovi investimenti al 2,0% dal 5,9% stimato per il 2015. L'**occupazione** ha fatto meglio delle indicazioni dalle indagini presso le imprese nel 2015 crescendo circa allo stesso ritmo del PIL (3,0% dopo il +1,2% del 2014). Tuttavia, nel 2016 la creazione di posti di lavoro potrebbe rallentare verso il 2,2% a/a, in linea con la moderazione dell'attività economica. I dati settoriali suggeriscono che la creazione di posti di lavoro è già rallentata nelle costruzioni e nei servizi nei mesi estivi. Il **tasso di disoccupazione** è sceso più rapidamente di quello che ci aspettavamo fino al 21,6% a settembre 2015 dal picco del 26,3% a marzo 2013. Il calo è in parte dovuto alla discesa del tasso di partecipazione fino al 59,5% dal 60,5%, per effetto di un aumento degli inattivi. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo un calo contenuto della disoccupazione fino al 19,1% a fine 2016, ancora al di sopra dei livelli pre-crisi. Ma quel che più preoccupa, per la coesione sociale, è che la disoccupazione non è lontano dal tasso strutturale, (19,1% secondo le stime OCSE) tra i più elevati dei paesi avanzati. Non a caso i temi più dibattuti dai leader dei principali partiti in lizza per le elezioni del 20 dicembre sono la creazione di posti di lavoro e la riforma del welfare.

Il tasso di crescita del PIL del periodo 2015-16 sarà difficilmente ripetibile negli anni a venire. Lo scenario internazionale rappresenta un rischio verso il basso per la crescita spagnola e dell'area euro. La crescita della domanda interna non potrà proseguire ai ritmi del 2015, che ricordiamo hanno beneficiato di tagli fiscali e condizioni finanziarie ed esogene eccezionali. Inoltre, gli squilibri che hanno generato la profonda correzione del 2008-11 non sono stati riassorbiti del tutto. La posizione finanziaria netta verso l'estero rimane ancora in rosso ed è peggiorata dal 2013, anche volendo tenere conto di effetti di rivalutazione legati alla variazione del saldo finanziario. Il processo di *deleveraging* deve proseguire senza compromettere la crescita economica e soprattutto dell'occupazione. Il debito del settore privato ha fatto la sua parte e non è ormai molto più elevato che nella media area euro (in particolare per le famiglie), le imprese potranno continuare a ridurre il debito sfruttando il contesto di bassi tassi di interesse, ma dal 2016 anche il Governo dovrà fare la sua parte.

Ci aspettiamo che il **deficit pubblico** ritorni sotto la soglia del 3,0% il prossimo anno, in larga misura per effetto dell'accelerazione ciclica e del calo della spesa per interessi, ma il debito continuerà a salire fino al 101,3% del PIL nel 2016 dal 99,3% nel 2014. Il Budget 2016 prevede un saldo di bilancio strutturale in peggioramento di un decimo al -2,6% del PIL, e chiaramente insoddisfacente rispetto all'obiettivo del -1,2% delle raccomandazioni della Commissione del 2013. La Commissione non ha bocciato del tutto la Legge di stabilità probabilmente in vista delle elezioni di fine anno. Tuttavia, la Commissione, nell'opinione sul Budget, ha sottolineato che la Spagna è a rischio di non rispettare il Patto di Stabilità e chiedeva che venissero dettagliate nuove misure nel 2016, in particolare per i governi regionali. Il nuovo governo dovrà, quindi, programmare una correzione fiscale per gli anni a venire che consenta di riportare la dinamica del saldo strutturale in linea con l'obiettivo di saldo strutturale in pareggio dal -2,6% nelle stime d'autunno della Commissione per il 2016 e il debito su di un sentiero discendente. Mantenere ritmi di crescita solidi faciliterebbe il processo di riequilibrio delle finanze pubbliche.

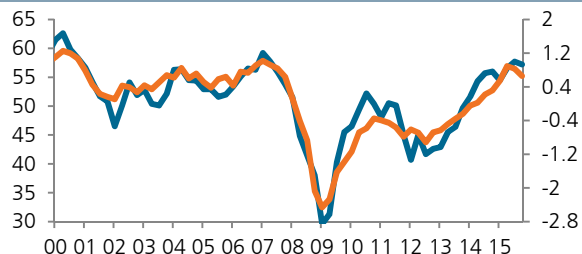
Anche per l'occupazione il picco dovrebbe essere alle spalle

Il debito del settore privato è tornato circa in linea con la media dell'Eurozona ora tocca al Governo

La correzione fiscale che deve ancora venire

¹⁹ La quota delle costruzioni residenziali in rapporto al PIL è tornata al 5,4% nel 2015 da un picco dell'11% nel 2007 ed è ora circa in linea con la media area euro.

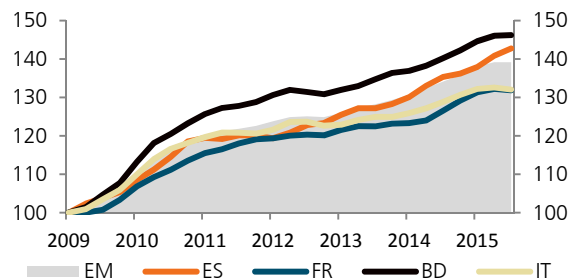
Fig. 1 – Il picco è già alle spalle



— PMI manuf + serv — EU Comm ECI std. Dev. From LTA, rhs

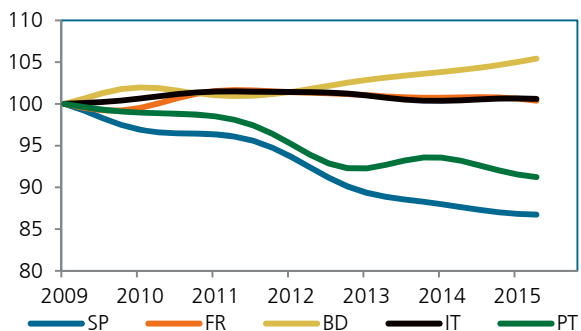
Fonte: PMI Markit, Commissione UE e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La dinamica dell'export sarà confermata nei prossimi mesi?



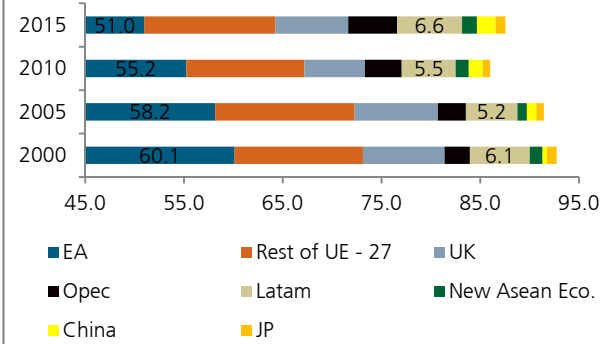
Nota: export di beni e servizi a prezzi costanti = 100 nel 2° trimestre 2009.
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Ma può ancora contare sugli ampi recuperi di competitività degli ultimi anni



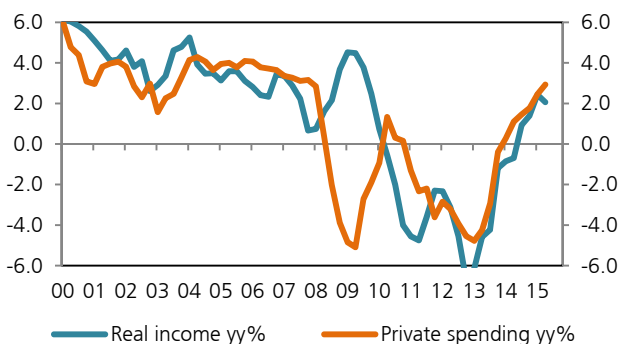
Nota: export di beni e servizi a prezzi costanti = 100 nel 2° trimestre 2009.
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – L'export spagnolo è ora più sensibile al ciclo internazionale



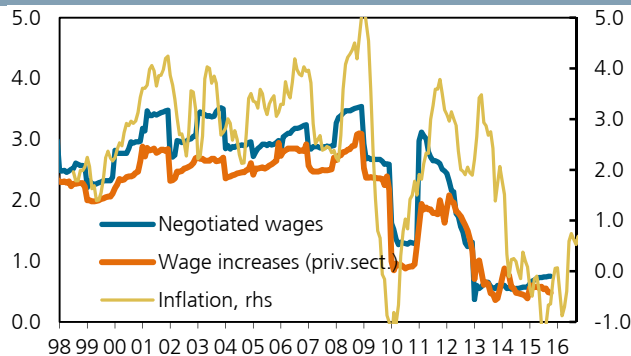
Fonte: INE (*Instituto Nacional de Estadística*), Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il reddito disponibile potrebbe cominciare a rallentare



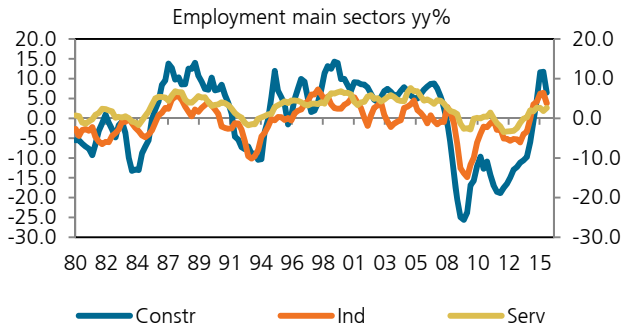
Fonte: Commissione UE (indici settoriali sulle intenzioni ad assumere in deviazioni standard alla media di lungo termine), Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – In parte per effetto del recupero dell'inflazione a fronte di salari negoziati che difficilmente potranno vedere ampi incrementi nel 2016



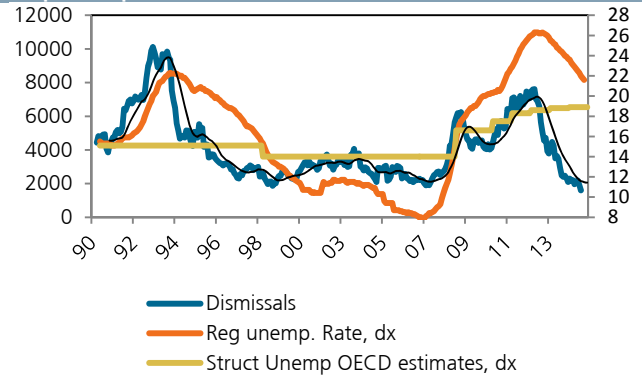
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – La crescita degli occupati potrebbe moderare rispetto alla dinamica più recente



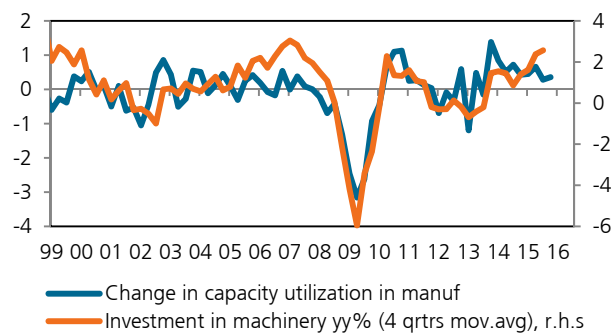
Fonte: Commissione UE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – La disoccupazione cala ma rimane su livelli elevati. Quel che preoccupa è che non è lontana dal tasso strutturale



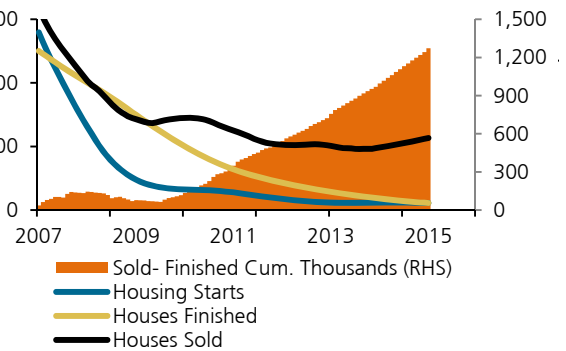
Fonte: INE, OCSE (tasso di disoccupazione strutturale) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Dinamica degli investimenti in linea con l'aumento di utilizzo della capacità produttiva, ora alla norma storica



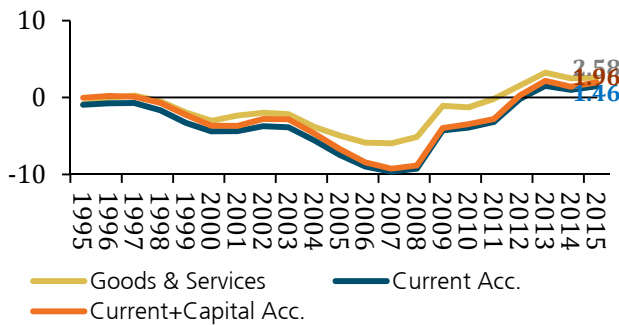
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Ci aspettiamo una crescita solo marginalmente positiva delle costruzioni, dato l'elevato stock di case invendute



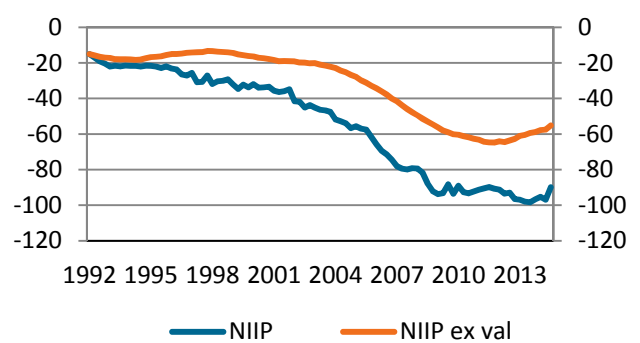
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Il surplus di parte corrente va preservato



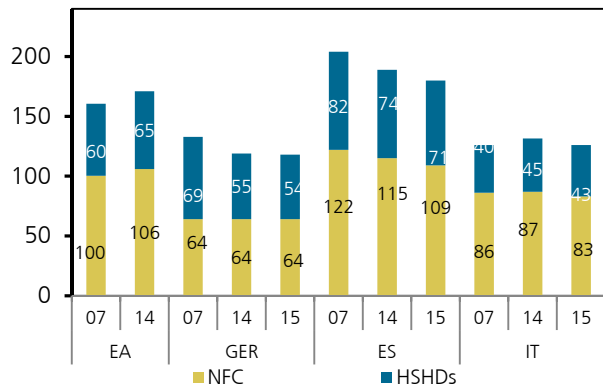
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Data l'elevata posizione debitoria sull'estero in % del PIL



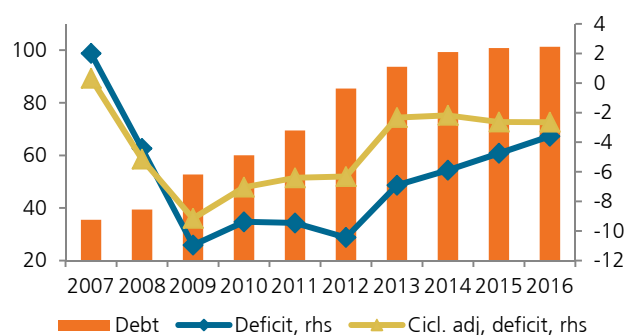
Fonte: Banca di Spagna ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Le famiglie e soprattutto le imprese hanno ridotto il debito, che è ormai quasi in linea con la media



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig.14 – Il deleveraging si sposta ora sul settore pubblico



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni	2014			2015			2016				
	1	2	3	1	2	3	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.4	3.2	2.7	2.7	3.2	3.4	3.4	3.3	2.8	2.5	2.2
t/t	0.9	1.0	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
Consumi delle famiglie	2.2	3.1	2.7	0.7	0.9	1.0	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi lordi	1.7	4.7	2.5	0.8	1.4	0.9	0.4	0.4	0.8	0.5	0.5
Deficit (% PIL)	-5.9	-4.6	-3.0								
Debito (% PIL)	98.7	100.4	101.3								
CPI (a/a)	-0.2	-0.5	0.8	-1.0	-0.3	-0.4	-0.2	0.4	0.4	0.7	1.7
Disoccupazione (%)	23.7	20.9	19.5	23.1	22.5	21.2	20.9	20.7	20.2	20.0	19.5
Cambio effett. (2005=100)	99.4	96.2	95.8	96.6	96.0	96.2	96.1	95.7	95.7	95.9	96.2

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

Le elezioni 2015 apriranno a intese trasversali

Le elezioni politiche del prossimo 20 dicembre sono le prime dopo il programma di austerità e di correzione degli squilibri cui il Paese si è sottoposto dal 2011 per risanare il settore finanziario e correggere in parte l'elevato deficit pubblico (-10,4% nel 2012). L'esperienza del Portogallo insegna che le prime elezioni politiche post programma di austerità possono riservare sorprese inattese, ma nel caso della Spagna lo scenario politico è meno polarizzato. Il panorama politico è oltretutto cambiato significativamente nell'ultimo anno. Tra i partiti tradizionali moderati PP e PSOE e la sinistra radicale (IU e ERC sinistra repubblicana di Catalogna) e i populistici di *Podemos*, vi sono i social-liberali di UPD (*Unión Progreso y Democracia*), che però non ha sfondato, e più di recente il movimento liberista anti establishment *Ciudadanos*.

Dalle elezioni quasi certamente emergerà un governo di coalizione, il primo nella storia post-franchista. Lo scenario più probabile, e più positivo per il processo di riforme e i mercati, è che i popolari ottengano la maggioranza relativa e formino un'alleanza di governo con il movimento riformista e liberista *Ciudadanos*, che potrebbe però limitarsi a un appoggio esterno. Tuttavia, i sondaggi di opinione non consentono di escludere del tutto né uno scenario alla portoghese (con il partito di maggioranza relativa estromesso da una ampia coalizione di sinistra), né una coalizione fra i due partiti tradizionali (PP e PSOE). Già le elezioni regionali della scorsa primavera hanno aperto a scenari di questo tipo, con la capitale Madrid che da maggio è guidata da una coalizione tra PSOE e *Podemos*.

La capacità di governo di un esecutivo di coalizione dipende dalle priorità dei partiti che entrano nella coalizione. Nel caso della Spagna, nessuno dei partiti tradizionali né *Ciudadanos* hanno fatto esplicitamente riferimento a possibili coalizioni, che però rappresentano un esito inevitabile. *Ciudadanos* sarebbe nettamente contrario alla conferma di Rajoy come primo ministro. L'altro aspetto nella formazione di possibili alleanze è la possibile condivisione di obiettivi elettorali. Quasi tutti i candidati hanno posto l'enfasi sul consolidamento della ripresa e la riforma del welfare, con spinte più o meno riformiste del settore pubblico (*Ciudadanos*).

Tabella 1 – Elezioni spagnole: il manifesto dei primi quattro partiti in pillole

Partito	Leader	Polls	Temî della campagna elettorale	Autonomie	Probabile effetto sulle riforme
PP	Mariano Rajoy	27%	Riduzione del carico fiscale su famiglie e imprese Creazione di nuovi posti di lavoro permanenti Preservare l'unità nazionale Consolidare la ripresa	A favore del mantenimento dell'odierna unità nazionale	+
PSOE	Pedro Sanchez	22%	Riforma del sistema fiscale verso una maggiore progressività Estensione del sistema di welfare a tutti i cittadini Consolidare la ripresa	A favore del federalismo fiscale	+ (limitati progressi sul fronte del consolidamento fiscale)
C's	Alberto Rivera	21%	Riduzione del carico fiscale su famiglie e maggiori incentivi alla imprese Semplificazione burocratica: abolizione delle Province Riforma su base contributiva del sistema previdenziale Taglio degli stipendi pubblici	Consorzio tra l'amministrazione tributaria centrale e le comunità autonome	+ (limitati progressi sul fronte del consolidamento fiscale)
Podemos	Pablo Iglesias	15%	Introduzione del reddito di cittadinanza Lotta all'evasione fiscale Ridefinizione della sovranità tramite revisione del Trattato di Lisbona e alleggerimento delle politiche di austerità Rafforzamento del controllo statale su banche e transazioni finanziarie Abolizione sgravi fiscali su fondi pensione	Posizione neutrale ma favorevole a un referendum che rimetta la decisione in mano ai cittadini	-

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: solida crescita anche nel 2016

Con i consumi delle famiglie in rafforzamento e gli investimenti fissi in forte aumento, la crescita olandese è tra le più solide dell'Eurozona, malgrado il calo dell'estrazione di gas naturale e il rallentamento del 3° trimestre. L'annunciata manovra di alleggerimento fiscale del Governo per il prossimo anno ha peggiorato, ma solo relativamente, il sentiero dei conti pubblici, ma in compenso darà un'ulteriore spinta all'economia.

Come anticipato, nel terzo trimestre il PIL ha deluso le attese crescendo solo dello 0,1% t/t. La stima per il trimestre in corso è stata alzata a 0,3% t/t sulla scia di indicazioni di un contributo più forte dei consumi. **La stima della media annua 2015 rimane a +1,9% a/a. Rimane confermata anche la previsione 2016 a +2,0% a/a.** Rispetto alla prima metà dell'anno, dove i vettori di crescita erano stati gli investimenti e il canale estero, nella seconda metà la crescita riteniamo sarà spiegata maggiormente dalla componente dei consumi. **Per il 2016, i rischi alla previsione sono orientati verso l'alto**, ma rimane come al solito l'alea della volatilità del canale estero, su cui l'economia olandese è più esposta di altre.

I **consumi privati** saranno il principale contributore del PIL nell'ultimo trimestre, dopo la stagnazione di quello estivo. L'occupazione è cresciuta anche nel terzo trimestre (+1,0%) e le *vacancy survey* trimestrali rimangono positive. Il morale delle famiglie è andato ininterrottamente migliorando da inizio anno e ora è sui massimi dal 2007. La spesa per consumi, già robusta nel secondo semestre, potrebbe accelerare ulteriormente nel 2016 (1,8% a/a), anche per ragioni fiscali. Il Governo ha annunciato un taglio delle tasse stimato attorno allo 0,7% del PIL (5 mld di euro). Le condizioni finanziarie accomodanti e le politiche del Governo per gli **investimenti residenziali** hanno dato un grande impulso agli **investimenti fissi**: si è visto un fisiologico rallentamento nel terzo trimestre rispetto alla forte espansione dei primi due (+2,8% t/t in media) e riteniamo che il trimestre in corso potrebbe ripetere la dinamica del precedente (+0,3% t/t); tuttavia, sull'anno la componente degli investimenti fissi è prevista segnare una crescita del 9,1% a/a, il miglior dato dal 2006. Per il 2016 ci aspettiamo un (relativo) rallentamento (+6,6% a/a), con però una ricomposizione più a favore degli investimenti produttivi.

Il **canale estero**, dopo il forte contributo del primo trimestre, ha risentito delle turbolenze del commercio mondiale e della ripresa dei consumi interni. Ci aspettiamo quindi un contributo nullo delle esportazioni nette in chiusura d'anno. Per il 2016 l'andamento dell'import dovrebbe continuare a essere più forte (+4,6% a/a) di quello dell'export (+3,6% a/a). Ciò nonostante, il **saldo di parte corrente** è atteso allargarsi da 10,6% del 2014 a 11,9% del PIL quest'anno e a 12,1% del PIL nel 2016. La bilancia commerciale, a nostro avviso, continuerà a migliorare: era stata circa in surplus di 51 mld a fine 2014, a settembre si attestava a 36,5 mld e dovrebbe chiudere l'anno attorno ai 48 mld di surplus. Il peso sul PIL dovrebbe calare leggermente da 7,7% del 2014 a 7,4% del 2015 a 5,8% atteso per il 2016.

Sul **comparto industriale**, che rimane in territorio espansivo come indicato dagli indici PMI, pesa la decisione di limitare fortemente (-28% a/a) l'estrazione di gas dall'impianto di Groningen. La produzione di energia perciò è calata nettamente nel corso del 2015; per il 2016 una decisione sarà presa entro metà dicembre ma pare che il tetto estrattivo sarà ulteriormente ridotto a 25 mln di metri cubi dai 30 del 2015 (già ridotti dai 33 iniziali). Sull'anno, la produzione industriale è stata pressoché stagnante dopo il -2,8% del 2014 ma dovrebbe tornare a espandersi l'anno prossimo (+3,0% in media annua). Comunque, il tasso di utilizzazione della capacità produttiva nel manifatturiero è in aumento ed è già tornato ai livelli pre-crisi (82%), cosa che fa prevedere un irrobustimento degli investimenti in macchinari industriali nel 2016. Il settore delle **costruzioni** rimane orientato positivamente con gli indicatori di fiducia che rimangono ai massimi, nonostante la fisiologica correzione avvenuta dopo l'estate, e i prezzi delle case in aumento del 5,1% rispetto al 4° trimestre del 2013, subito dopo la fine dei due anni di crisi dell'immobiliare.

Guido Valerio Ceoloni

Un quarto trimestre rivisto al rialzo di un decimo non cambia la media annua 2015 a 1,9%

Un anno d'oro per gli investimenti privati. Anche i consumi sono in buona salute

Il contributo del canale estero rimarrà variabile nel 2016 con l'import che sarà sostenuto dai consumi

Tuttavia, il forte livello di indebitamento delle famiglie rimane il limite principale alla ripresa del comparto.

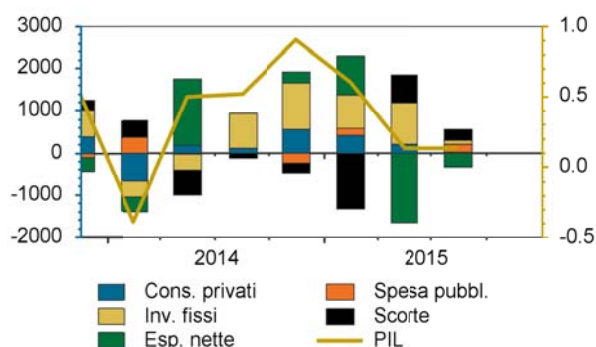
Il percorso dell'**inflazione** dovrebbe mantenersi attorno allo 0,5% a/a nell'ultimo trimestre da 0,8% a/a del terzo. In media annua, l'inflazione dovrebbe fermarsi a 0,6% quest'anno (0,3% sull'indice armonizzato): il contributo negativo della componente energia ha più che compensato il rialzo dell'indice *core* (spinto dall'aumento dei prezzi dei servizi). Invece è confermata la stima 2016 a 1,2% in media annua.

Inflazione sopra l'1% dal 2016

Lo scenario **dei conti pubblici** si conferma positivo, anche se il governo ha allentato la politica fiscale e ha subito l'impatto delle minori entrate fiscali legate all'estrazione di gas. Il deficit è atteso migliorare a -2,1% del PIL (deficit strutturale: -1,1%) quest'anno dal -2,4% del PIL (strutturale: -0,6%) del 2014, e a -1,5% nel 2016 (strutturale: -1,5%). Nel 2016, le entrate saranno ulteriormente ridotte dal taglio fiscale, a fronte del quale la riduzione delle spese sanitarie per circa il 3% del PIL dovrebbe garantire il rispetto degli obiettivi. A ciò andrà aggiunto l'effetto positivo (ma non ancora quantificabile) del ritorno in quotazione dal 20 novembre della partecipata statale ABN Amro, che dovrebbe fruttare circa 1,3 mld (0,2%). Il debito pubblico si prevede aumenterà quest'anno da 68,2% a 68,9%, per calare al 68% nel 2016. I principali rischi sui numeri di finanza pubblica sono l'impatto del crollo dell'estrazione di gas (effetto ampliato dal calo del prezzo del gas europeo di circa il -22% da inizio anno) e dalle spese legate alla crisi.

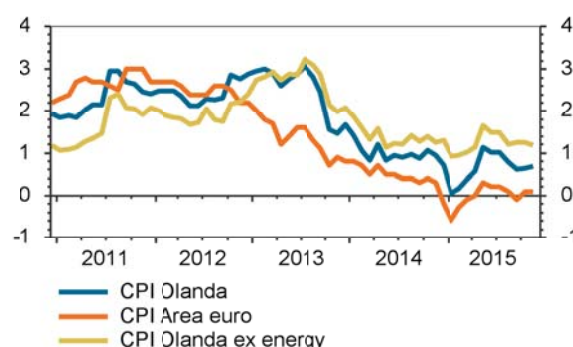
I tagli alle entrate peggioreranno il percorso del saldo strutturale

Contributi alla formazione del PIL



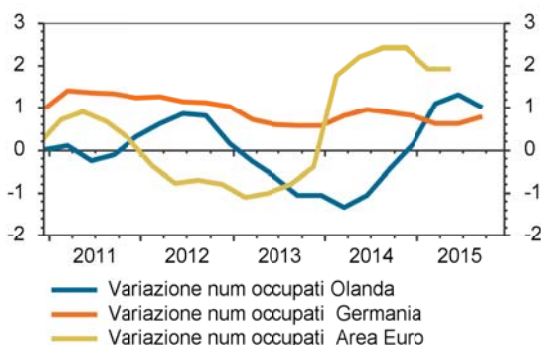
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Inflazione (prezzi al consumo)



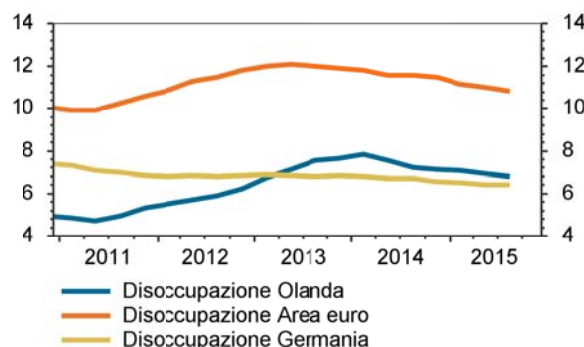
Fonte: elaborazione Intesa Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Occupazione di nuovo in crescita



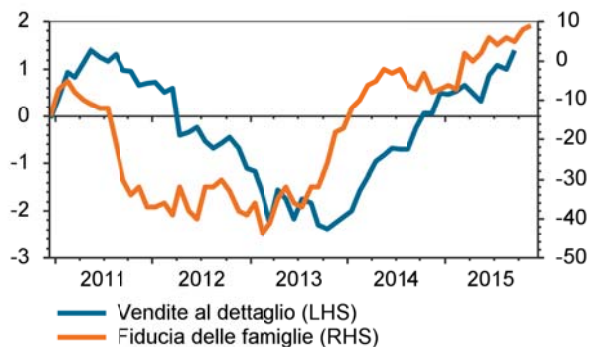
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione bassa e in lento calo



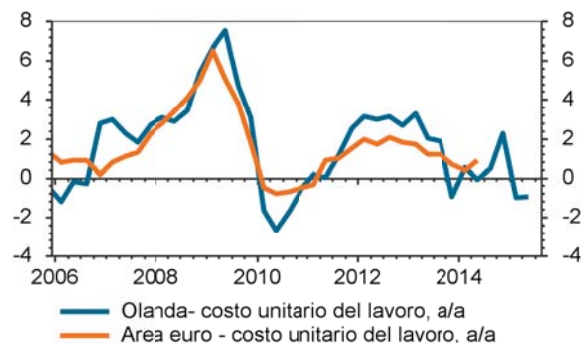
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



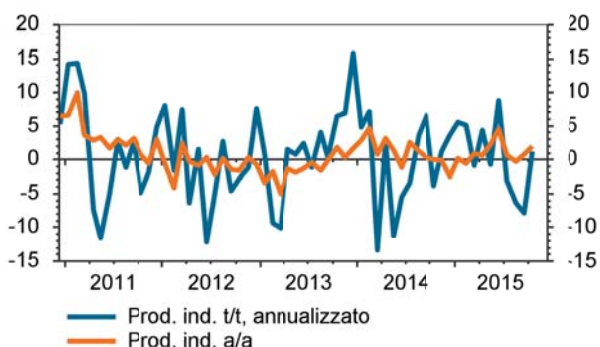
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro (a/a)



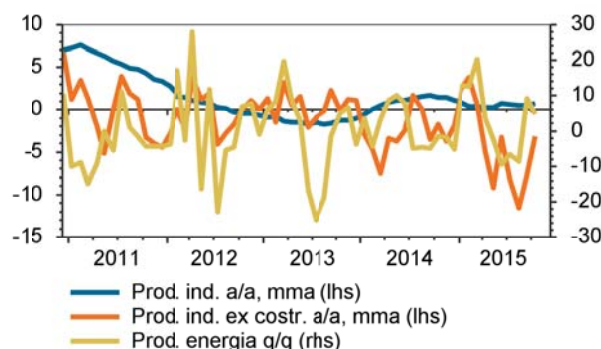
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale (manfatturiero)



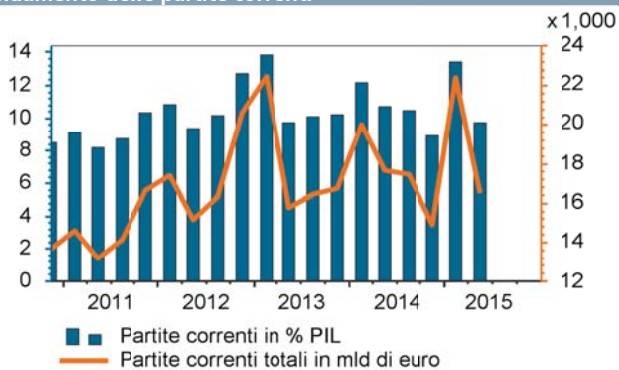
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale e comparto energetico



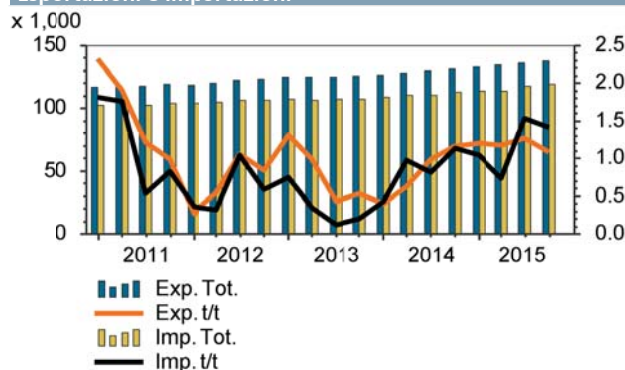
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



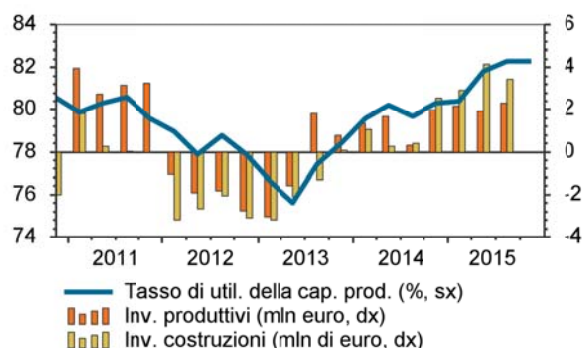
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni e importazioni



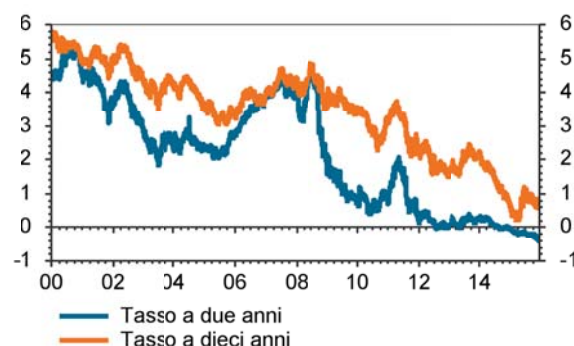
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tasso di utilizzazione della capacità produttiva e investimenti



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

Tassi governativi a due e a dieci anni



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

Previsioni

	2014	2015	2016	2015				2016			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	1.9	2.0	2.6	2.2	1.8	1.2	1.2	1.6	2.4	2.9
t/t				0.6	0.1	0.1	0.3	0.6	0.6	0.9	0.8
Consumi delle famiglie	0.0	1.7	1.8	0.6	0.3	0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7
Investimenti fissi lordi	3.5	9.1	4.9	2.5	3.0	0.3	0.3	1.8	1.1	1.4	1.4
Deficit (% PIL)	-2.3	-2.1	-1.5								
Debito (% PIL)	68.2	68.6	68.0								
CPI (a/a)	1.0	0.6	1.1	0.2	0.9	0.8	0.4	0.8	1.1	0.9	1.6
Disoccupazione (%)	7.4	6.9	6.7	8.9	8.9	8.5	8.7	8.7	8.6	8.6	8.6
Cambio effett. (2005=100)	112.1	107.6	107.0	108.2	107.3	107.7	107.3	106.6	106.7	107.1	107.6

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

Grecia: l'ESM ha aperto i rubinetti

Il programma di risanamento del settore finanziario sta procedendo a pieno regime e in un contesto meno drammatico delle previsioni iniziali. A livello congiunturale, anche l'economia dovrebbe contrarsi meno delle attese (-0,4% a/a nel 2015, -1,6% a/a nel 2016). Rimangono però rilevanti rischi politici, visto che la maggioranza parlamentare è risicata ed eterogenea e che dall'anno prossimo gli obiettivi da raggiungere per il terzo programma saranno esigenti.

Guido Valerio Ceoloni

Il completamento della prima review è avvenuto in ritardo, ma senza particolari sorprese²⁰ e questo ha sbloccato l'erogazione a fine novembre della seconda parte della sub-tranche A di circa 2 mld che sarà prevalentemente assorbita dal servizio del debito e dagli arretrati del Governo (la prima parte da 13 mld era stata già sbloccata il 20 agosto scorso, all'indomani della partenza del terzo piano di aiuti). Il miliardo residuo dei 16 della sub-tranche A sarà erogato a completamento della seconda review, prevista per l'inizio della primavera. Ora, stando ai termini degli accordi estivi, se Atene volesse, potrebbero iniziare i colloqui per discutere l'alleggerimento del debito, cosa che consentirebbe al FMI di partecipare al programma, riducendo così il carico sull'ESM. Inoltre, sempre l'ESM a dicembre ha sbloccato 2,71 mld per la ricapitalizzazione della Banca Nazionale di Grecia (NBG) e altri 2,72 mld per Pireus Bank, che andranno quindi detratti ai 10 inizialmente stimati per il secondo piano di salvataggio del settore. La restante parte dei 4,6

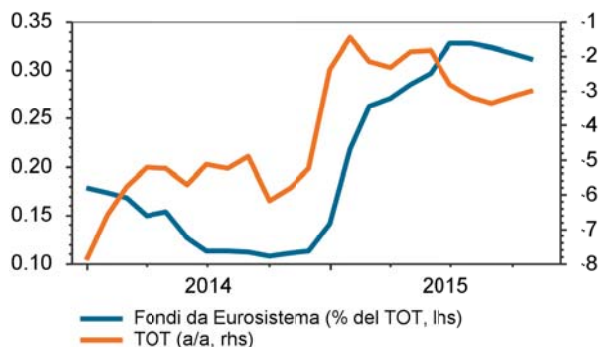
²⁰ Dei 49 punti oggetto della revisione periodica, solo uno è rimasto da smarcare e riguarda gli schemi contributivi per alcuni fondi pensione. Anche questo punto dovrebbe essere smarcato entro fine anno.

mld necessari alla ricapitalizzazione di NBG e dei 4,93 per Pireus Bank sono stati raccolti sul mercato dalle due istituzioni stesse. Sulla base del calendario attuale, la seconda sub-tranche per le banche dovrebbe essere erogata (in tutto 4,6 mld) entro la fine di gennaio, ma probabilmente verrà stanziata solo in parte: dopo il completamento degli stress test sul settore finanziario era emerso un quadro migliore delle attese. Ricordiamo che la ricapitalizzazione del sistema bancario era stata valutata in "soli" 14,4 mld; la stima preliminare della Commissione valutava un buco di 25 mld di euro.

Le previsioni sul PIL sono state oggetto di ampie revisioni nel corso del 2015: il principale contributore positivo rimarrà nel biennio 2015-16 il canale estero, mentre la domanda interna continuerà a presentare una dinamica depressa (la fiducia delle famiglie rilevata dalla Commissione quest'anno si è aggirata in media a -49,7 in Grecia contro una media Eurozona di -6,1 e l'indice generale di fiducia economica, sempre della Commissione, a 88,8 contro una media Eurozona di 104,1). La crescita acquisita alla fine del terzo trimestre è di -0,1% a/a e, a meno di revisioni al ribasso dei dati del terzo trimestre, riteniamo che **nel 2015 l'economia sia in rotta per una contrazione di -0,4% a/a** da +0,7% a/a (il consenso vede un -1,1% a/a e la Commissione stimava a novembre -1,4% a/a). Il peggioramento del livello di attività nel terzo trimestre, dopo che nel secondo cominciavano a emergere segnali di ripresa, è stato meno negativo delle attese. Il quarto trimestre dovrebbe chiudersi con un -0,5% t/t da -0,9% t/t. **Per il 2016 prevediamo una contrazione di -1,6% a/a**, meno ampia della stima media di Consenso (-1,8% a/a) ma non di quella della Commissione (-1,3% a/a), che però scontava un profilo peggiore per l'anno in corso.

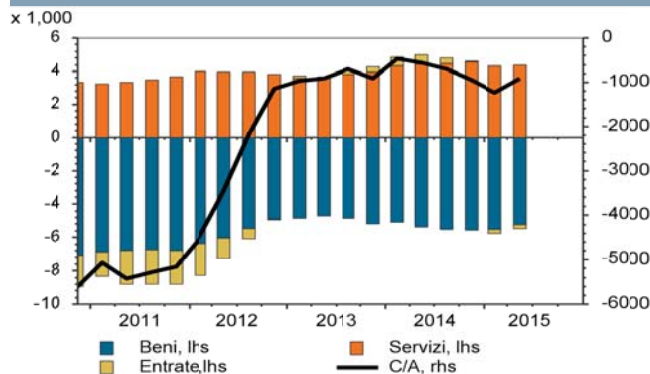
Passando alla posizione debitoria del Paese, ricordiamo che per ora Atene sta solo pagando interessi, in quanto la finestra di **restituzione in conto capitale inizierà nel 2020 e si concluderà nel 2054** per quanto riguarda la Greek Loan Facility (circa 53 mld), il primo piano di aiuti (circa 25 mld), il secondo piano di aiuti (circa 48 mld), il primo pacchetto di ricapitalizzazione bancaria (circa 12 mld) e il debito negoziabile (circa 46 mld), per un totale di 184 mld. La finestra di **restituzione in conto capitale al FMI è iniziata quest'anno e si concluderà nel 2024** (circa 25 mld). A questo calendario non sono ancora stati aggiunti i nuovi 86 mld e il possibile nuovo intervento del FMI. Risulta evidente pertanto che la **sostenibilità di un debito così elevato** come quello greco potrà essere garantita soltanto da combinazioni molto favorevoli del livello degli interessi e da una congrua diluizione del piano di ammortamento: in base alle ultime proiezioni di Commissione Europea e di FMI, il rapporto debito/PIL nella migliore delle ipotesi oscillerà tra il 138% e il 165% del PIL nel 2020, anche se con un costo medio molto basso. Per ora, comunque, il risanamento delle finanze pubbliche sta procedendo meglio del previsto, con l'**avanzo primario** a ottobre che era in miglioramento a 4,5 mld da 3,1 mld di settembre: superiore di circa 2,4 mld rispetto ai 2,1 previsti dal budget. Il fabbisogno a ottobre era pari a 0,8 mld di euro, in calo da 1,9 di settembre. In questo scenario, oltre alla mole del debito, il **principale rischio negativo per l'orizzonte di previsione rimane quello politico**: il consenso continua a ritenere alte le probabilità di un'uscita della Grecia dall'Eurozona, anche se ora le valuta attorno al 45%. Non bisogna dimenticare che la maggioranza di governo rimane ristretta (158 seggi su 300) e politicamente eterogenea e che il programma prevede per l'anno prossimo correzioni strutturali rilevanti con uno spazio di manovra decisamente ristretto. Non escludiamo pertanto nuove tensioni nel corso del prossimo anno nel caso il programma dovesse subire battute d'arresto. Rischi positivi per lo scenario e per la crescita a cavallo d'anno, invece, potrebbero essere il completo assorbimento dei fondi strutturali europei e il pagamento in corso da parte dell'amministrazione statale dei crediti arretrati verso il settore privato.

Esposizione del sistema finanziario: a fine ottobre le passività del settore erano pari a 382 mld, il 31% delle quali verso l'Eurosistema



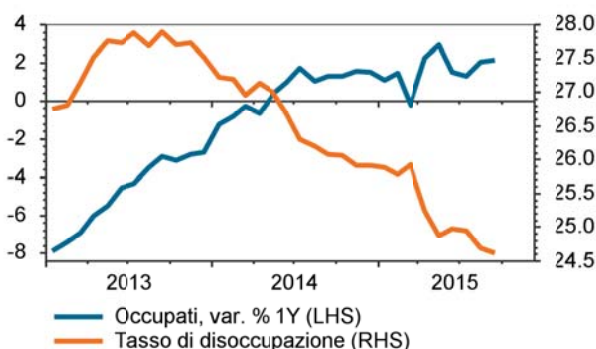
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti (dati destagionalizzati)



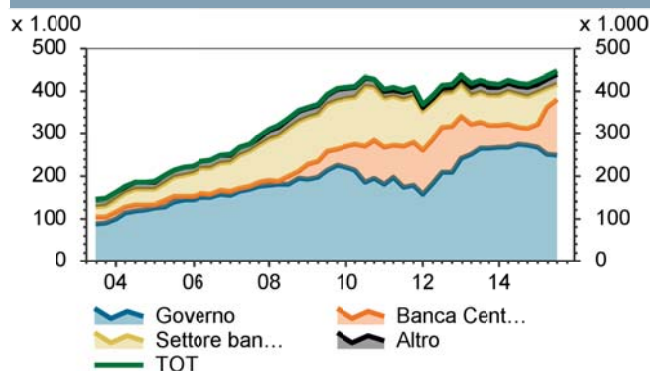
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

La disoccupazione sta scendendo dai massimi del 2013 ma rimane a livelli altissimi



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

Debito estero



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

Portogallo: nuovamente "osservato speciale" dei mercati

Dopo le elezioni dello scorso ottobre i partiti della sinistra capitanati da Costa hanno stretto un patto di legislatura, facendo cadere il Governo in carica e poi ottenendo dal Presidente Silva l'incarico di formare il governo. Il budget 2016 vedrà un rispetto sostanziale degli impegni presi con Bruxelles, ma al contempo cercherà di allentare le scadenze del consolidamento fiscale. La crescita 2015 è attesa all'1,5% e all'1,7% nel 2016.

Guido Valerio Ceoloni

Dopo aver ricevuto dal Presidente della Repubblica uscente l'incarico di formare il nuovo Governo, il leader del Partito Socialista Costa si troverà di fronte alla prima sfida per la tenuta della coalizione: la definizione della manovra 2016, che al momento è ancora in corso. L'alleanza politica tra partito socialista e comunisti è inedita in Portogallo: sicuramente, **la distanza ideologica fra i socialisti e la sinistra radicale rappresenta un'ipoteca sulla nuova maggioranza**. Di contro, per le sinistre radicali questa è la migliore occasione della loro storia di influire sul programma di un governo in carica. Sia i comunisti sia il Bloco de Esquerda stanno mostrando un atteggiamento responsabile in questa fase e le condizioni ottenute per l'appoggio al governo sono soltanto tre: fine delle privatizzazioni, salvaguardia dello stato sociale e difesa di salari e diritti dei lavoratori (capitolo che comprende anche la revoca dei tagli salariali al pubblico impiego e il ripristino dell'indicizzazione delle pensioni). Se queste vengono rispettate sarà garantito l'appoggio parlamentare esterno. La ristrutturazione del debito non è stata posta tra le condizioni per il sostegno al governo. Pertanto, **il budget 2016 rappresenterà un test della**

capacità della coalizione di conciliare l'equilibrio di bilancio con le istanze della sinistra radicale.

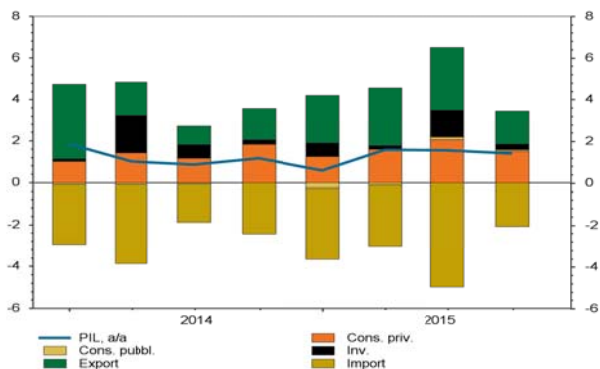
Se il compromesso avesse come prezzo soltanto un rallentamento del processo di consolidamento fiscale, la situazione dovrebbe rimanere gestibile: al momento riteniamo sia questo lo scenario più probabile. Tutt'altro panorama si aprirebbe, invece, nel caso venisse rimesso in discussione il percorso di consolidamento finanziario. Tuttavia, **il Partito Socialista**, che ha una tradizione moderata ed esperienza di governo, **non ignora che il Paese deve fare i conti con le forti necessità di finanziamento**: le emissioni lorde realizzate nel 2015, pari a circa 20 miliardi, unitamente ad emissioni di bond *retail* per 3,8 miliardi dovrebbero permettere all'IGCP di chiudere l'anno con una disponibilità di cassa di circa 8 miliardi. **Nel 2016 il fabbisogno finanziario è stimato in ben 20,2 miliardi**, di cui 7 per scadenze di titoli e 10 per rimborsi anticipati al FMI, che dovevano essere coperte con le privatizzazioni per 2,7 miliardi e con **emissioni di debito per 18 miliardi** (di cui 15 miliardi di OT). Il mercato per ora crede alla tenuta del governo, con le principali agenzie di rating che non hanno modificato il rating portoghese. Rimane cruciale il ruolo dell'agenzia di rating DBRS, che a novembre ha confermato alla carta portoghese il livello *investment grade*, permettendo ai titoli portoghesi di rimanere idonei per il QE della BCE.

Lo scenario macroeconomico non desta particolari preoccupazioni. Nonostante un terzo trimestre di stagnazione, la crescita acquisita è comunque dell'1,4% a/a e l'ultima parte dell'anno dovrebbe vedere un nuovo aumento di 0,3% t/t, portando così la media annua **2015 a 1,5%**. Nel **2016** ci aspettiamo un'accelerazione all'**1,7%**, in linea con le stime di consenso. **La domanda interna sarà il principale vettore della crescita** grazie a consumi e investimenti. Invece, **il canale estero rimarrà orientato negativamente**; questo è un problema per un paese che necessiterebbe di un robusto avanzo di partite correnti per migliorare la posizione finanziaria netta, mentre il saldo delle **partite correnti** è atteso rimanere stabile nel 2015-17 su livelli di poco superiori allo zero. Il mercato del lavoro è sulla via del recupero, con la **disoccupazione** attesa in discesa quest'anno al 12,6% dal 14,1% del 2014. Un ulteriore miglioramento si vedrà nel 2016.

Tra i rischi alla previsione va menzionato che il risvolto positivo di un percorso di correzione dei conti pubblici meno serrato è di fatto **uno stimolo fiscale inatteso per l'anno prossimo** che potrebbe rappresentare quindi un rischio verso l'alto alle previsioni di crescita. Tra i rischi verso il basso alla previsione invece va menzionato l'alto livello di indebitamento del settore privato e in particolare delle aziende, che nonostante sia calato negli ultimi due anni, rimane ugualmente molto elevato (circa il 130% del PIL). Nel complesso, l'indebitamento totale (pubblico+privato) del Paese è tra i più alti d'Europa, stimato attorno al 370% del PIL.

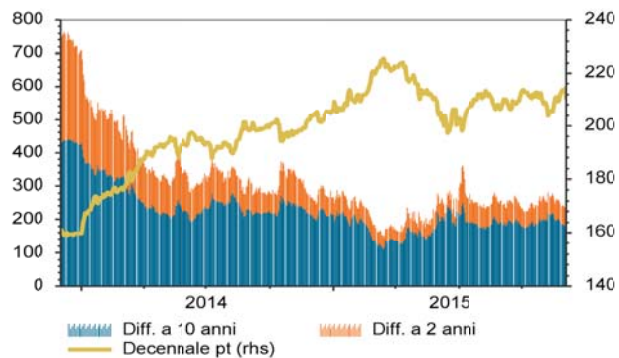
Quest'anno il **deficit del settore pubblico dovrebbe calare al 2,9-3,0% del PIL**, creando così le condizioni per l'uscita dalla procedura comunitaria per i deficit eccessivi. Secondo le stime autunnali della Commissione Europea, inoltre, a legislazione invariata il deficit del prossimo anno dovrebbe collocarsi al 2,9% del PIL, pari a 5,1 miliardi di euro. In assenza di decisi interventi di risanamento dei conti pubblici, il **deficit strutturale** dovrebbe allargarsi di mezzo punto nel 2016 a -2,3% da -1,8% e rimanere circa stabile nel 2017 (a -2,4%). Infine, il **debito pubblico** complessivo dovrebbe calare già quest'anno al 128% da 130% del 2014 e mantenere un percorso in discesa nel 2016 (125%) e nel 2017 (121%). La dimensione relativa del debito portoghese e il livello piuttosto basso di crescita nominale del PIL lasciano comunque la dinamica del debito ancora vulnerabile ed esposta a rischi.

PIL sostenuto dalla domanda interna e dal rimbalzo degli investimenti



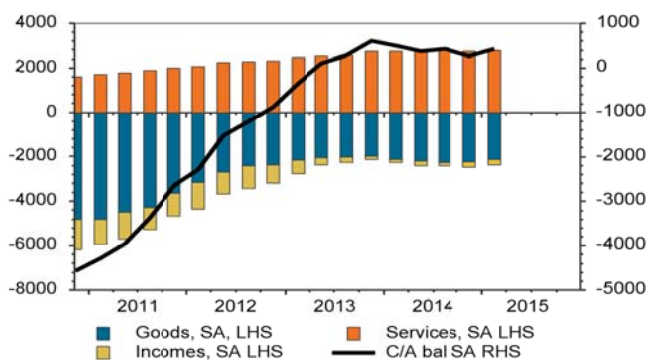
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'andamento del decennale non ha risentito più di tanto delle turbolenze politiche, per ora



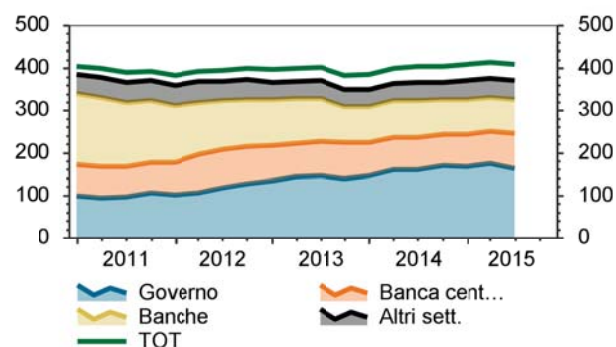
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Debito estero



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Asia

Giappone: il ritorno di Abenomics

Lo scenario per l'economia giapponese è moderatamente positivo nel breve termine. Le previsioni per il 2016 includono una ripresa crescita della domanda privata domestica, sostenuta anche dalla politica fiscale. L'economia è al pieno impiego e l'efficacia della politica monetaria è limitata. Il budget per l'a.f. 2016 dovrebbe introdurre riforme per spingere la crescita potenziale nel medio termine (mercato del lavoro, liberalizzazioni, snellimento della burocrazia), oltre a misure di breve termine. Lo scenario relativamente benevolo del 2016 (PIL: +1,2%) dovrebbe essere seguito da un 2017 in netto rallentamento per via dell'atteso rialzo dell'imposta sui consumi. Successivamente, la crescita dovrebbe assestarsi più vicino al potenziale (stima BoJ: 0,5%), a meno che le riforme di Abenomics riescano a modificare il sentiero di medio termine.

L'economia giapponese è tornata su un sentiero di moderata crescita dopo la contrazione del 2° trimestre. Nel 3° trimestre il PIL è cresciuto di 0,3% t/t, grazie alla domanda domestica privata, in espansione di 0,3% t/t (1,6% a/a). Il PIL, nonostante la contrazione primaverile, continua a crescere al di sopra del potenziale, stimato intorno a 0,5% dalla BoJ: l'output gap dovrebbe essere chiuso entro l'inizio del prossimo anno.

Nel 2016, il focus sarà sulla politica fiscale. Il governo ha annunciato l'apertura di un programma di "Abenomics 2.0", con tre "freccie" mirate ad attuare riforme strutturali per sostenere la crescita potenziale. A queste verranno aggiunte misure di stimolo di breve termine con un budget supplementare per l'attuale anno fiscale. Il budget avrà quindi più peso per lo scenario, dopo un anno di relativa neutralità fiscale. La politica monetaria per ora è in stand-by. Il continuo spostamento in avanti delle previsioni di raggiungimento dell'obiettivo di inflazione al 2% da parte della BoJ portano però a non escludere ulteriori interventi

Una caratteristica dello scenario dell'ultimo biennio è l'aumento del risparmio aggregato, nonostante tassi reali negativi: famiglie che si preparano alla restrizione fiscale, imprese caute per via dell'incertezza della domanda finale, settore pubblico che mira a ridurre il disavanzo per stabilizzare il debito. Questo trend dovrebbe proseguire nel 2016, rallentando l'aggiustamento verso l'alto dell'inflazione, ma essere mitigato dagli interventi di politica fiscale.

Consumi. La contrazione del 2° trimestre, in parte dovuta al clima, è stata seguita da una moderata ripresa. Le previsioni sui consumi sono influenzate da due elementi di segno opposto, uno positivo collegato al reddito da lavoro, l'altro negativo, collegato al reddito permanente. Sul **reddito da lavoro**, si registra finalmente un moderato rialzo della dinamica salariale (v. fig. 5), che dovrebbe essere rinforzato dall'aumento del salario minimo deciso recentemente dal governo. D'altra parte, però, dopo il rialzo dell'imposta sui consumi del 2014, le famiglie hanno ridotto significativamente la **propensione al consumo** (v. fig. 6). Questo cambiamento è almeno in parte strutturale, dato che nel 2017 il governo intende attuare il secondo rialzo dell'imposta sui consumi da 8 a 10%. I consumi dovrebbero aumentare a un ritmo moderato nel 2016, spinto dal mercato del lavoro e dal bonus energetico, ma frenato dall'aspettativa di un nuovo shock fiscale negativo nel 2017. La previsione per il 2016 è una **crescita dei consumi di 1,6%, dopo -0,8% atteso nel 2015.**

Investimenti non residenziali. Da fine 2013, l'ampio deprezzamento del cambio si è trasformato in significativo rimbalzo degli utili delle imprese (v. fig. 3). L'aspettativa di trasferimento di parte della crescita dei profitti in aumenti di salari e investimenti è stata ampiamente disattesa. Solo recentemente si è registrata una modesta accelerazione dei salari (in seguito anche a forti pressioni da parte del governo). Per quanto riguarda gli investimenti, si registra una moderata ripresa della fiducia delle imprese (v. fig. 2), confermata da miglioramenti di ordini e produzione in autunno. La spesa in conto capitale dovrebbe riaccelerare nel 4° trimestre e nel 2016, sostenuta anche da aspettative di misure fiscali espansive, ma il ritmo resterà debole (+0,8%).

Giovanna Mossetti

Crescita ancora sopra il potenziale nel 2016

Politica fiscale: arriva Abenomics 2.0

Politica monetaria in stand-by

Consumi in aumento moderato prima del nuovo giro di restrizione fiscale del 2017

Investimenti non residenziali ancora deboli, anche se in modesta

Canale estero. Il cambio non basta a spingere l'export: in questo ciclo l'elasticità delle esportazioni al cambio è stata anormalmente bassa. Da fine 2012, il cambio effettivo reale si è deprezzato di circa il 35%: il FMI stima che le esportazioni a metà 2015 siano del 20% inferiori a quanto sarebbe stato previsto in presenza del deprezzamento degli ultimi 3 anni. I prezzi all'export sono rimasti circa stabili, con un forte aumento degli utili degli esportatori. Il trasferimento dell'effetto cambio sui prezzi all'export è sceso da circa 85% degli anni '80, a circa 50% in questo ciclo. Inoltre, il diffondersi di "catene di valore globale", con un crescente contenuto di importazioni nei beni prodotti a livello domestico, riduce ulteriormente l'elasticità dei prezzi dell'export al cambio. A questi fattori strutturali si è aggiunto il rallentamento dell'Asia emergente. Finora le esportazioni verso gli USA hanno compensato in gran parte la debolezza di quelle cinesi (v. figg. 7-8); la stabilizzazione della crescita nell'Asia emergente dovrebbe permettere un recupero dell'export complessivo, previsto in aumento di 4,7%. Le importazioni sono previste in crescita di 3,8%.

Esportazioni nette circa neutrali

Politica fiscale. Dopo il raggiungimento dell'obiettivo di Abenomics (eliminare la deflazione), il governo ha annunciato "Abenomics 2.0", con tre "freccie": **crescita del PIL** (a 600 tln di Yen da 500 tln del 2015); **crescita demografica** (tasso di natalità a 1,8, dall'attuale 1,5) attraverso servizi per l'infanzia; **partecipazione alla forza lavoro** attraverso politiche di assistenza per gli anziani. A questi obiettivi, il governo aggiungerà interventi per contrastare gli effetti restrittivi dell'approvazione dell'accordo Trans Pacific Partnership, spostando l'obiettivo per il contenimento della spesa sui sussidi agli enti locali (circa 15 tln di yen su un totale di spesa di 99 tln di yen), sulla previdenza e sulla sanità. Il budget supplementare dovrebbe aggiungere sostegno per circa 3 tln di Yen, 0,6% del PIL.

In arrivo misure per l'aumento della partecipazione alla forza lavoro e il sostegno dell'industria

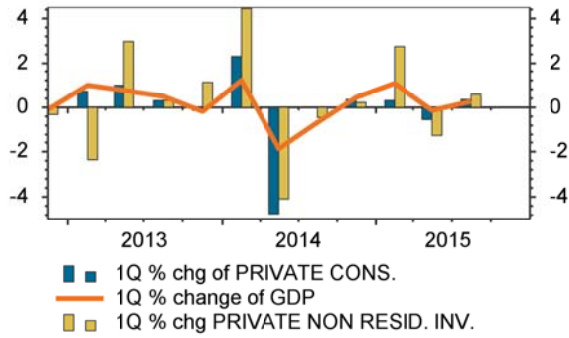
Politica monetaria. L'obiettivo del 2% di inflazione resta lontano. La BoJ ha spostato il focus sull'inflazione al netto di alimentari ed energia (0,7% a/a a ottobre), e seguirà le trattative salariali in primavera, riconoscendo pressioni verso il basso sui prezzi. La Banca centrale a dicembre ha mantenuto **invariato l'obiettivo per la base monetaria** (+80 tln all'anno), **ma ha modificato la composizione e marginalmente alzato la dimensione degli acquisti**: JGB più lunghi e più ETF. Inoltre ha esteso di 1 anno il programma di supporto ai prestiti e ampliato la gamma di attività accettate come collaterale. La riunione di dicembre conferma che la politica monetaria non ha più molto spazio, dato che la scarsità di JGB frena la dimensione del QQE.

Obiettivo di inflazione difficilmente raggiungibile nel 2016: la BoJ ha poco margine di manovra

Previsioni	2014	2015	2016	2015				2016			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.1	0.7	1.2	-1.0	0.7	1.7	1.4	0.7	1.2	1.3	1.6
- trim/trim annualizzato				4.4	-0.5	1.0	0.8	1.6	1.3	1.7	1.8
Consumi privati	-1.0	-0.7	1.6	1.2	-2.1	1.5	2.4	1.6	1.2	2.3	2.4
IFL - priv. non residenziali	2.8	1.0	0.8	11.4	-4.9	2.3	1.3	1.1	0.8	0.2	1.9
IFL - priv. residenziali	-5.0	-2.3	2.9	8.0	10.4	8.1	0.1	0.5	0.6	4.2	8.4
Investim. pubblici	0.2	-0.8	-2.8	-7.8	13.7	-5.8	-3.6	-3.6	-3.7	-3.3	-3.3
Consumi pubblici	0.1	1.0	0.2	0.9	1.7	1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	8.3	3.4	4.7	8.0	-16.0	11.1	7.0	5.3	4.9	4.9	4.9
Importazioni	7.2	0.9	3.8	7.1	-10.1	7.0	5.2	3.7	3.7	5.1	5.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.4	-0.1	0.5	0.4	-0.3	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	0.5	3.1	2.8	3.2	3.4	2.9	3.1	3.0	2.9	2.8	2.5
Deficit (% PIL)	-7.7	-7.1	-6.4								
Debito/PIL (% PIL)	226.1	228.3	231.6								
CPI (a/a)	2.7	0.7	0.3	2.3	0.5	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.9
Produzione Industriale	2.1	-1.0	1.1	6.4	-5.6	-4.8	1.6	2.5	2.8	3.3	3.7
Disoccupazione (%)	3.6	3.4	3.3	3.5	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4
Dollaro/Yen (Yen)	105.9	121.1	126.7	119.2	121.4	122.2	121.8	126.1	127.6	127.1	125.8
Cambio effettivo (1990=100)	134.0	125.8	121.1	127.1	125.3	124.7	126.0	123.3	120.8	120.1	120.3

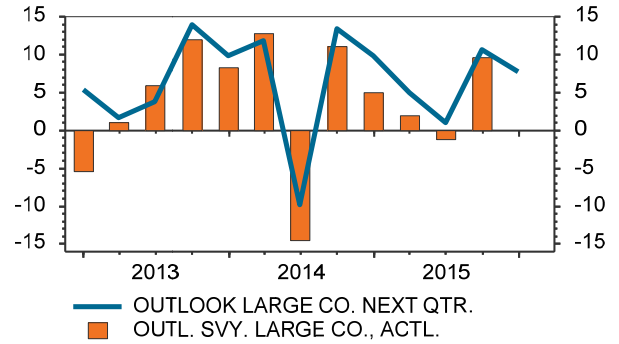
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita riprende in estate



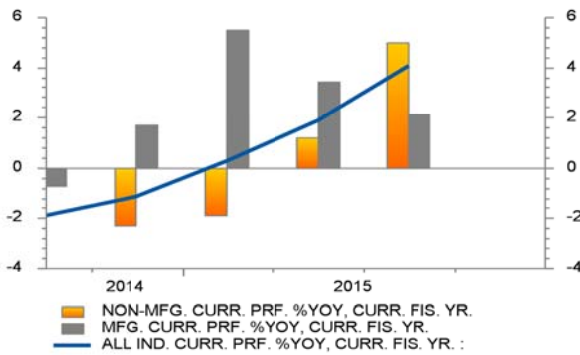
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Le imprese vedono miglioramento



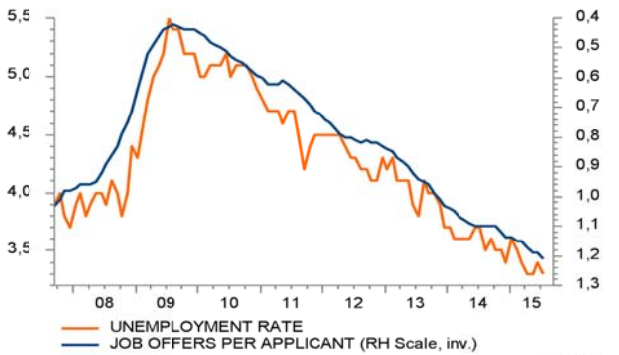
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, indagini Ministry of Finance.

Fig. 3 – Profitti delle imprese in rialzo



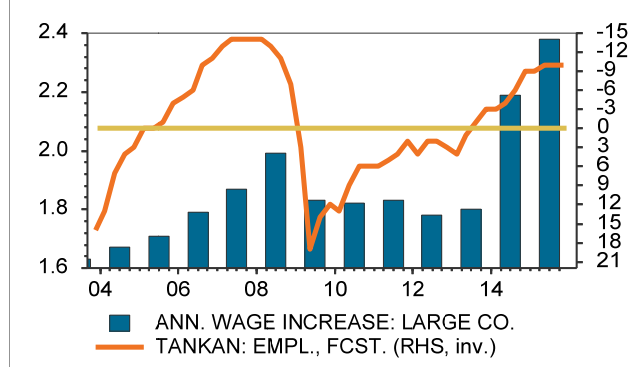
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La disoccupazione cala



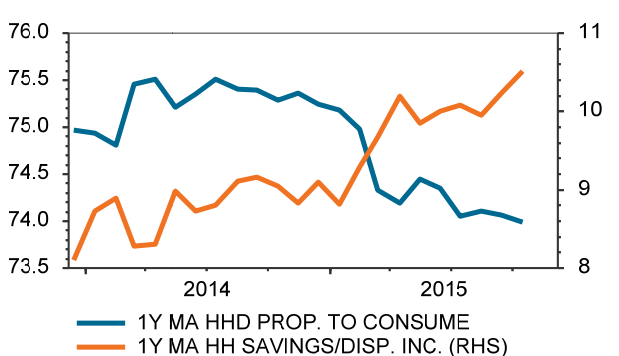
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – La dinamica salariale accelera...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ...ma la propensione al risparmio cresce



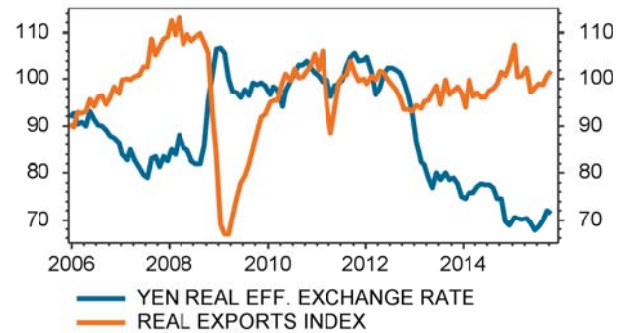
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cabinet Office

Fig. 7 – L'export verso gli USA non compensa più la debolezza cinese



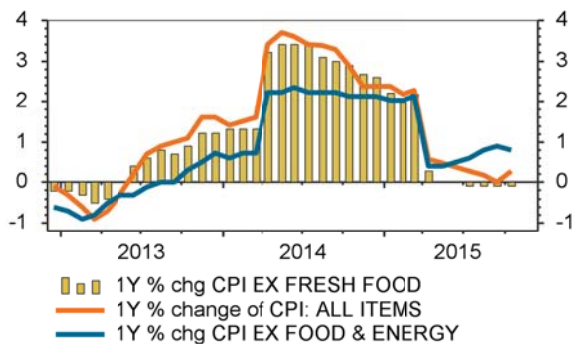
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Scarsa reazione dell'export al deprezzamento del cambio



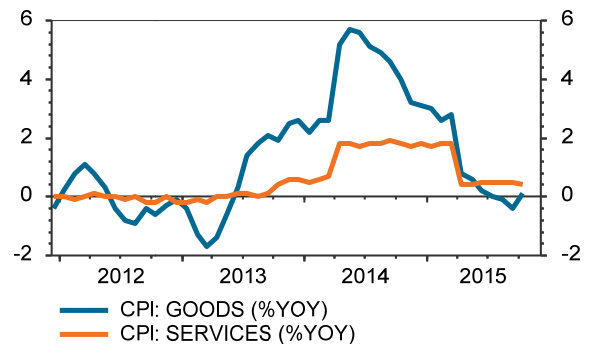
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione core poco sotto l'1% a/a



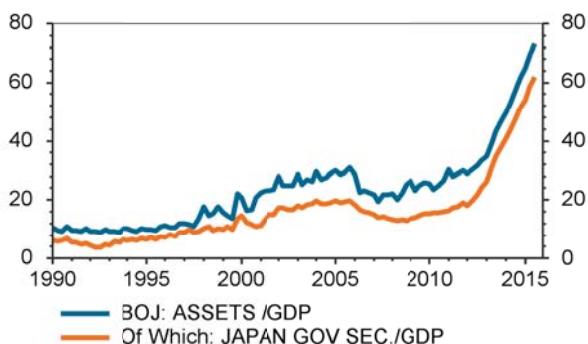
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – La deflazione è finita, ma il 2% è ancora lontano..



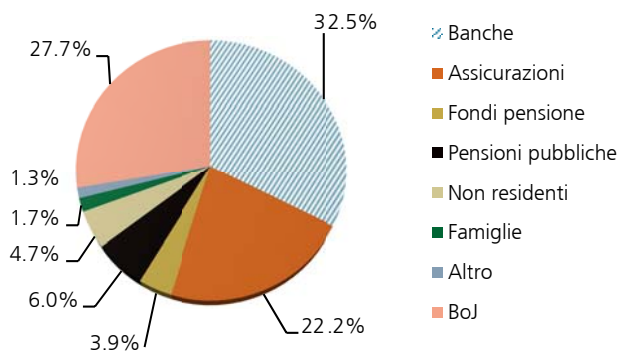
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 – Intanto la BoJ compra JGB...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – ... e libera i bilanci delle banche



Dati a fine giugno 2015; totale JGB: 885.3 tln di yen
 Fonte: Ministry of Finance

Cina: segnali di apparente stabilizzazione

Silvia Guizzo

- Nel terzo trimestre il **PIL** è salito del 6,9% a/a rispetto al 7% dei due trimestri precedenti, con una crescita trimestrale stabile rispetto al 2° trimestre dell'1,8% t/t. I dati evidenziano un marginale rallentamento del settore industriale compensato dalla tenuta di quello dei servizi. Anche la dinamica degli indici PMI, nonostante il rallentamento nel corso dell'anno, è rimasta migliore per il settore dei servizi rispetto a quello manifatturiero ed ha registrato un marginale aumento tra ottobre e novembre rispetto ai minimi di settembre. Mentre i profitti delle imprese industriali hanno registrato il nono calo tendenziale consecutivo (-2% a/a in ottobre) ed è in costante aumento il numero delle imprese in perdita, lo spaccato per industria evidenzia, da un lato, la forte sofferenza dell'industria pesante ma, dall'altro, profitti in crescita a due cifre in settori ai cui le Autorità si riferiscono anche come "nuovi settori" (ad es. farmaceutica, prodotti biologici, meccanica ed elettronica specializzata). Anche gli indici di attività reale mensili redatti da Bloomberg segnalano che, mentre l'industria tradizionale (metallurgica, energetica e in particolare di Stato, costruzioni) ha continuato a rallentare, la nuova industria legata alla tecnologia informatica, alle energie rinnovabili e ai beni di consumo ha mostrato una moderata accelerazione rispetto ai minimi dell'estate (fig. 2).
- In termini cumulati la crescita della **produzione industriale** è rimasta stabile a 6,1% cum a/a in ottobre e novembre ed è migliorata in termini di variazioni m/m negli ultimi tre mesi. Dopo il minimo di ottobre (5,6% a/a) è salita del 6,2% a/a in novembre tornando sui ritmi di crescita di agosto (6,1% a/a) grazie a un sensibile effetto base e al balzo della produzione delle imprese statali (fig.1). Nonostante questo miglioramento permangono però dei segnali di fragilità. I nuovi **ordini** totali sono scesi in entrambe le rilevazioni PMI del settore manifatturiero e lo spaccato del PMI dell'Ufficio Statistico (NBS) conferma la sensibile difficoltà delle piccole e medie imprese, per le quali l'indice è al di sotto di 50 da agosto ed è sceso ai minimi dal 2012 in novembre, rispetto alle imprese di grandi dimensioni, per le quali l'indice è migliorato e rimasto in area 51. L'indice di **fiducia degli imprenditori** redatto dal NBS è sceso nel 3° trimestre al di sotto dei minimi di fine 2014, così come quello dell'indagine sulle imprese industriali condotta dalla PBOC (al di sotto di 50 e dei minimi del 2008).
- Le **esportazioni** restano deboli e ancora in calo tendenziale (-5,8% 3m a/a a novembre), trainate al ribasso soprattutto dal calo verso area euro e Giappone, paesi verso cui il cambio si è apprezzato di più, ma anche dal più recente rallentamento dell'export verso gli USA e i paesi ASEAN. Il miglioramento degli ordini dall'estero segnalato dal PMI Markit, salito sopra 50 da ottobre, non si è riflesso nel PMI dell'ufficio statistico. Gli ordini dall'estero restano comunque deboli e in contrazione in tutta l'area asiatica ad eccezione di Giappone e Singapore. La domanda interna ha dato qualche segnale di stabilizzazione. Il calo delle **importazioni** (-16,3% 3m a/a) continua ad essere influenzato dalla dinamica dei prezzi delle materie prime (fig. 3) ma il quadro è meno negativo se si guarda ai volumi. Anche se rimangono sostanzialmente piatte rispetto all'anno scorso le importazioni di metalli e minerali, così come quelle di petrolio e derivati, sono in lieve miglioramento dai minimi dell'estate (fig. 4) e sono in sensibile aumento quelle di cereali e soia. Restano in calo le importazioni di macchinari mentre la dinamica della loro produzione è rimasta stabile.
- La dinamica dei nuovi investimenti, in aumento rispetto ai minimi registrati a settembre, indica che gli **investimenti** fissi totali sono accelerati in termini tendenziali anche se il tasso di crescita cumulato è rimasto invariato tra ottobre e novembre (10,2% cum a/a). Gli investimenti in infrastrutture di trasporto e stoccaggio sono decelerati a causa del netto rallentamento degli investimenti nella rete ferroviaria ma il Consiglio di Stato in autunno ha approvato altri progetti per la costruzione di ferrovie e strade e nei settori dell'energia e della conservazione dell'acqua. Sono invece saliti gli investimenti nel settore agricolo e, in misura minore, nel settore industriale grazie alla moderata risalita di quelli del settore costruzioni. Gli investimenti nel manifatturiero accelerano marginalmente (+8,4% cum a/a vs 8,3% in settembre e ottobre) dopo mesi di rallentamento verosimilmente comunque guidati dal settore statale. Si mantiene invariato il trend di rallentamento degli investimenti in **sviluppo immobiliare** e in

edilizia residenziale nonostante il miglioramento delle compravendite soprattutto nelle città di prima e seconda fascia. La superficie in cui si sono avviati lavori di costruzione resta comunque in calo così come l'acquisto di terreni. Alla conferenza annuale sull'economia (*China Economic Work Conference*) il Governo ha annunciato che nel 2016 ci saranno nuove misure a sostegno del mercato immobiliare volte alla riduzione dello stock di invenduto di edilizia sia residenziale sia commerciale e alla trasformazione dell'edilizia di mercato in edilizia popolare. Queste misure saranno utili ad evitare un nuovo calo delle compravendite riteniamo, tuttavia, che il livello delle scorte di invenduto sia ancora elevato rispetto alla domanda del mercato e lasci le prospettive del settore ancora deboli. Manteniamo quindi invariata la nostra previsione di ulteriore rallentamento degli investimenti nel settore immobiliare nel corso del 2016.

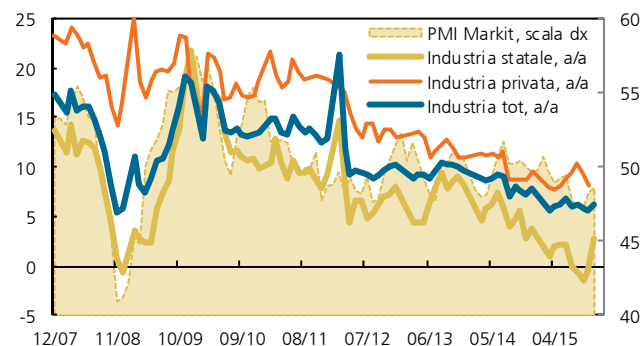
- Il nuovo **credito aggregato** (finanza sociale) resta in calo dell'8,8% cum a/a a novembre, principalmente a causa del calo dei prestiti in valuta estera, di quelli tra imprese e di quelli fiduciari (trust). Il nuovo credito bancario rallenta lievemente dai picchi di luglio ma rimane in accelerazione rispetto alla prima parte dell'anno. In termini di stock la crescita dell'aggregato della finanza sociale rimane sostanzialmente stabile rispetto a giugno (11,5% a/a in novembre vs 11,6%) mentre quella del **credito bancario** sale (a 14,9% vs 13,4%). Su ciò ha influito la concessione di prestiti ai broker per sostenere la borsa in estate, gli *oversea loans* e il credito alle famiglie perché i prestiti alle imprese risultano in marginale rallentamento. Le **condizioni monetarie** hanno continuato a migliorare nel corso del terzo e del quarto trimestre grazie ad altri due tagli dei tassi e della riserva obbligatoria (agosto e ottobre), alla stabilità dei tassi reali, al calo dei tassi a lungo termine (30pb ca sul decennale governativo da fine settembre) e al marginale deprezzamento del cambio effettivo. A questi fattori si sono aggiunti recentemente il taglio dei tassi nelle operazioni della *Pledged Supplementary Lending Facility* e del tasso repo a 7 giorni di 10pb con un aumento degli importi della finestra supplementare e delle operazioni di rifinanziamento (*relending*) dei crediti alle piccole e medie imprese e all'agricoltura attraverso l'estensione da metà ottobre del programma pilota a nuove province e municipalità. L'indagine di clima della PBOC presso le istituzioni finanziarie mostra infatti un netto miglioramento dell'indice che valuta la politica monetaria (*Monetary Policy Sentiment index*). Nonostante ciò l'indice che valuta la **domanda di prestiti** da parte della clientela (*Loan Demand Index*) è in drastico calo ed è sceso oltre i minimi del 2009 e del 2012 (fig. 6). Resta in atto il trend di aumento dei crediti deteriorati (+55% a/a nel 3° trimestre in livello, pari a 1,59% del totale).
- L'**inflazione** dei prezzi al consumo, dopo il picco del 2% in agosto è scesa a un minimo dell'1,3% in ottobre per il rallentamento dei prezzi degli alimentari e il calo dei prezzi dei trasporti, per risalire a 1,5% in novembre guidata dal rimbalzo dei prezzi delle verdure e della spesa sanitaria. I prezzi alla produzione restano in calo per il 45° mese consecutivo (-5,9% a/a) trainati al ribasso dal calo delle materie prime. I prezzi settimanali delle verdure così come la dinamica degli stock di maiali continuano a segnalare pressioni al rialzo per il comparto degli alimentari a cui si aggiungeranno a inizio anno gli aumenti stagionali legati al capodanno cinese (7-13 febbraio). Il rallentamento dei prezzi delle materie prime e dei trasporti compenserà in parte questi fattori a cui si aggiungeranno gli aumenti dei prezzi amministrati in seguito alla liberalizzazione dei prezzi su diverse categorie di prodotti annunciata all'inizio di novembre. Prevediamo un moderato aumento dell'inflazione nel 2016, in particolare nella seconda parte dell'anno, per arrivare in media annua a 1,8% da 1,4% nel 2015.
- I **consumi privati** mantengono una dinamica positiva. Le vendite al dettaglio sono salite dell'11% a/a in termini reali a novembre in accelerazione dal minimo del 10,4% a/a in agosto anche grazie al balzo delle vendite di automobili sostenute dalla riduzione della tassa di acquisto da 10% a 5% per le auto di piccola cilindrata da ottobre. Le vendite online continuano a crescere a tassi sostenuti del 33% (nominali). La fiducia dei consumatori si è stabilizzata dopo i minimi di agosto. Gli indicatori del mercato del lavoro rimangono buoni ma in marginale calo, i salari crescono ancora a tassi elevati ma in rallentamento da tre trimestri (9,1% a/a nel 3° trimestre) dopo anni di aumenti a due cifre. I dati sul traffico di merci e passeggeri segnalano un sensibile aumento del traffico ferroviario di passeggeri ma un netto rallentamento del traffico merci segnalato anche dai dati sul traffico dei maggiori porti.

- Il 30 novembre il FMI ha approvato l'**entrata del renminbi nel paniere degli SDR** a partire dal 1° ottobre 2016 con un peso del 10,92% con riduzione dei pesi soprattutto di euro e sterlina. Dato il marginale utilizzo degli SDR come riserva ufficiale riteniamo che l'entrata nel paniere non porterà un significativo aumento della domanda di CNY ma spingerà le Autorità a proseguire con le riforme di liberalizzazione del mercato finanziario e con un'ulteriore graduale apertura del conto dei capitali. La riforma del cambio di agosto e la completa liberalizzazione dei tassi di prestito anche sulla parte brevissima della curva da ottobre vanno in questo senso, così come l'aumento delle emissioni di titoli a tre mesi per creare un tasso benchmark ora necessario per il calcolo degli interessi sulla quota del paniere. La Banca centrale ha inoltre ribadito di voler sviluppare un corridoio di tassi nella parte a breve della curva (tasso repo e tasso della SLF da un lato e tassi della MLF, PSL e delle operazioni di *relending* dall'altro) per ridurre la volatilità dei tassi di mercato monetario e ridurre il costo delle operazioni di mercato e altresì utile alla miglior trasmissione della politica monetaria. Più recentemente, inoltre, la PBOC ha annunciato la pubblicazione di un indice di **cambio effettivo** basato su un paniere di valute in linea con la pratica internazionale delle altre banche centrali per fornire una migliore indicazione ai mercati rispetto al cambio CNY/USD. Nonostante il deprezzamento del 5% vs dollaro negli ultimi due anni (di cui il 3% tra fine luglio e fine novembre) il renminbi si è infatti apprezzato in termini di cambio effettivo di ca l'11%. Ci aspettiamo quindi ancora un marginale deprezzamento nei confronti del dollaro per limitare un ulteriore apprezzamento del cambio effettivo.
- Le Autorità continueranno ad implementare le **riforme strutturali** delineate nel 2013 dal Terzo Plenum e ribadite recentemente nelle linee guida per la redazione del XIII° Piano quinquennale (2016-20) pubblicate in autunno secondo le quali l'azione di sostegno della politica monetaria e fiscale continuerà ad essere volta verso i "nuovi settori" e i consumi permettendo una crescita più bassa ma sostenibile che non dovrebbe scendere al di sotto del 6,5% per permettere di raggiungere l'obiettivo di raddoppiare il PIL nel 2020 rispetto al 2010 (maggiori dettagli quantitativi saranno resi noti in primavera). Riteniamo comunque che nel prossimo biennio l'aumento dei **crediti deteriorati** continuerà a limitare la dinamica del credito nonostante l'ulteriore allentamento della politica monetaria che ci attendiamo nel prossimo anno. Il **rallentamento** degli investimenti nel settore immobiliare e delle costruzioni, ma anche nel settore industriale, **proseguirà nel 2016**, finendo per avere un impatto sul mercato del lavoro e da ultimo sui consumi. Gli investimenti in infrastrutture, inoltre, difficilmente potranno sostenere i ritmi del 2015 se non comportando un crollo più brusco nel medio termine. **Manteniamo pertanto le nostre previsioni di crescita invariate a 6,8% nel 2015 e a 6,3% nel 2016** con una marginale decelerazione **a 6,1% nel 2017**. I rischi sullo scenario di medio e lungo termine restano al ribasso.

Previsioni	2011	2012	2013	2014	2015S	2016P	2017P
PIL (prezzi costanti)	9.5	7.7	7.7	7.3	6.8	6.3	6.1
Consumi privati	11.6	9.7	7.9	8.4	7.2	6.9	6.8
Consumi pubblici	11.7	3.6	4.1	3.4	4.2	6.1	6.3
Investimenti fissi	8.1	8.8	9	6.9	5.2	4.5	4.4
Esportazioni	13.9	6.3	9	5.8	-2.6	3	5.9
Importazioni	17.3	6.9	11.6	6.6	1.2	4.1	4.6
Produzione industriale	10.6	8.2	7.9	7.3	5.9	4.8	4.5
Inflazione (CPI)	5.4	2.6	2.6	2	1.4	1.8	2.2
Tasso di disoccupazione (%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Salari medi	16.8	14.4	11.8	9.8	8.1	7.1	6.8
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	5.3	4.6	5	5.1	4.1	3.1	3.1
Cambio USD/CNY (media)	6.46	6.31	6.15	6.16	6.29	6.55	6.45
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	874	1360	912	1358	2083	1683	1316.89
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	1.8	2.5	1.6	2.1	3.1	2.3	1.6
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-1.7	-2.7	-3.8	-3.8	-4.1	-4.5	-4.2

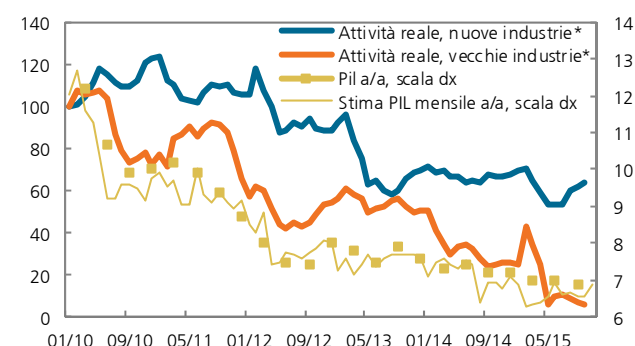
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; *Stime IMF Article IV 2015 Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La produzione industriale si stabilizza



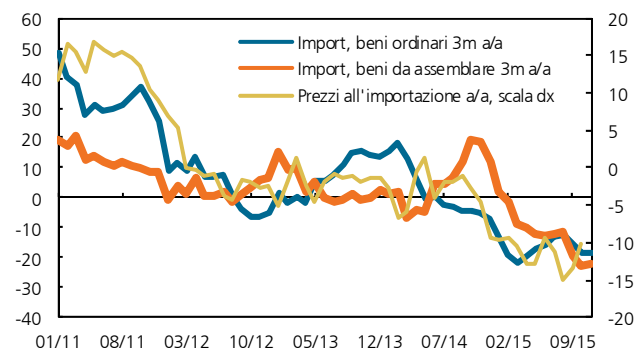
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - La nuova industria mitiga il rallentamento



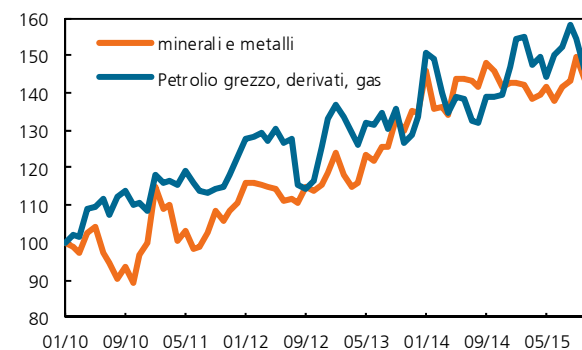
*Indici ribasati a 01/2010=100. Fonte: Bloomberg

Fig. 3 - Importazioni influenzate dal calo dei prezzi



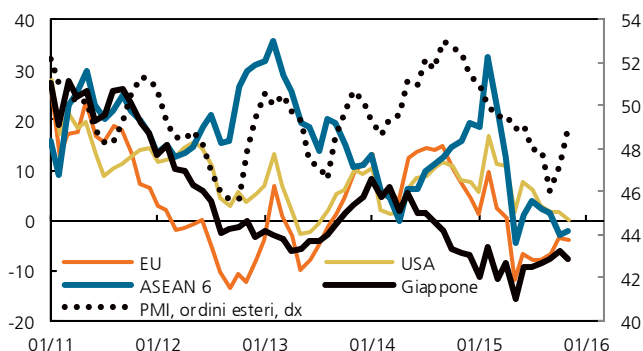
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - Importazioni di materie prime in quantità stabili



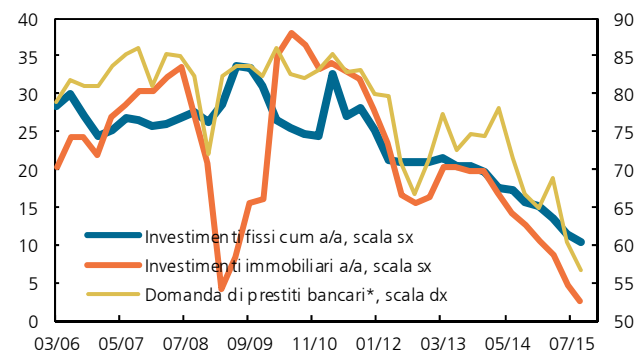
Nota: importazioni in tonnellate, media mobile a tre mesi, ribasate a 01/01/2010= 100. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Le esportazioni restano deboli



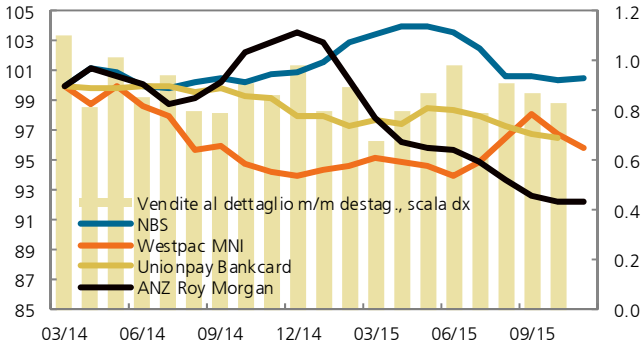
N.B. var % 3m a/a, PMI Markit in media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg

Fig. 6 - Investimenti e domanda di credito in rallentamento



* Dall'indagine di clima del settore bancario della PBOC. Fonte: CEIC

Fig. 7 - La fiducia dei consumatori si stabilizza



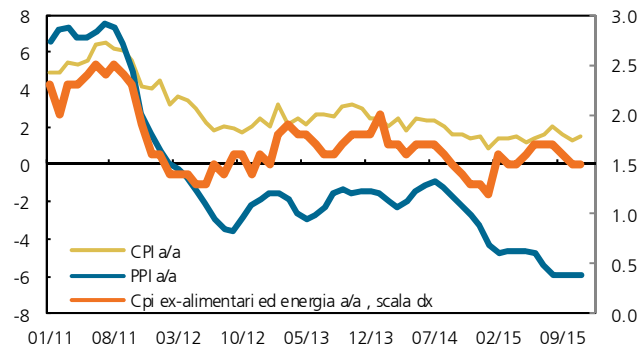
N.B. Indici di fiducia in media mobile a 3 mesi ribasati a marzo 2014=100. Fonte: CEIC

Fig. 8 - Segnali di miglioramento nel mercato immobiliare



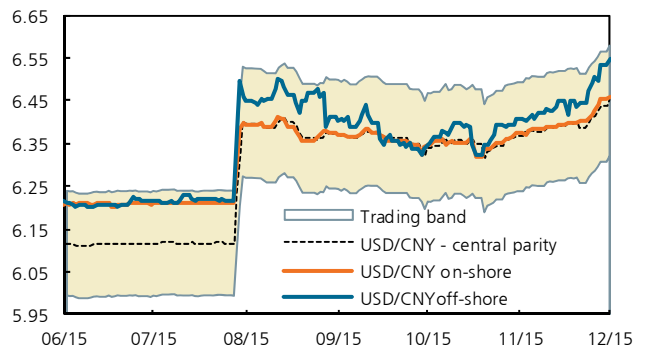
Nota: medie delle variazioni % di prezzo m/m. Immobili residenziali di nuova costruzione. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Inflazione



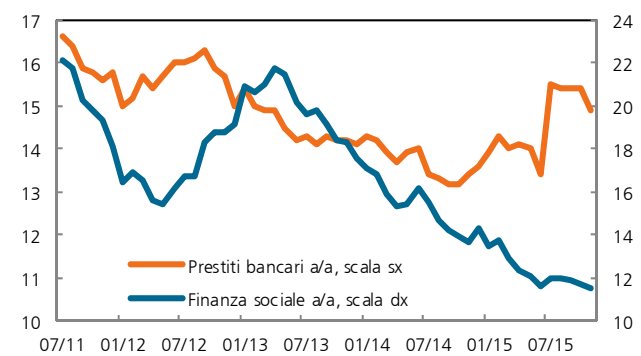
Fonte: CEIC, Bloomberg

Fig. 10 - Il cambio torna a deprezzarsi soprattutto off-shore



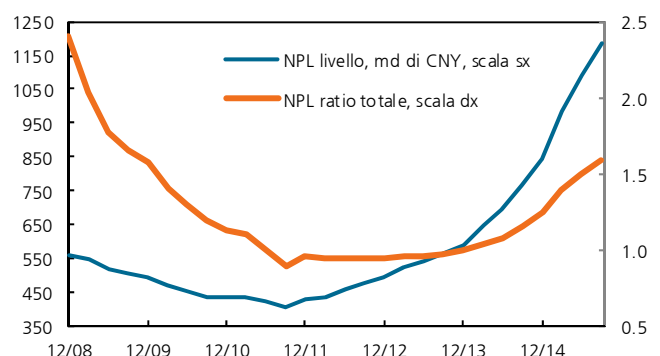
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 - Il credito bancario riaccelera



Nota: stock, dati mensili, variazioni % a/a. Fonte: CEIC e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - I crediti incagliati continuano a salire



Nota: Non Performing Loan (NPL) delle banche commerciali. Fonte: CEIC

India: in miglioramento ma non su tutti i fronti

- Nel 3° trimestre il PIL è salito del 7,4% rispetto al 7,0% del 2° trimestre grazie all'accelerazione degli investimenti (+6,8% a/a vs 4,9%) e dei consumi pubblici che ha compensato la decelerazione dei consumi privati e il contributo negativo del canale estero. Dal lato dell'offerta l'accelerazione è stata guidata dal settore agricolo e da quello industriale.
- Il **commercio estero** di beni resta debole (fig. 5) con le esportazioni e importazioni in marcata discesa sia in totale (-22,3% 3m a/a e -25,8% rispettivamente in novembre) sia, in misura minore, al netto del petrolio (export -12,5% 3m a/a in ottobre), in linea con il peggioramento degli ordini dall'estero. Le importazioni al netto del petrolio risentono di un forte effetto base negativo ma, dopo un miglioramento nel trimestre agosto-ottobre seguito a tre trimestri di cali, sono tornate a peggiorare (-15,5% 3m a/a in novembre.) Il netto rallentamento delle importazioni di macchinari è causato da un forte effetto base sfavorevole ma la dinamica è rimasta poco inferiore ai mesi estivi. L'andamento del traffico domestico sia cargo sia passeggeri resta migliore rispetto a quello internazionale. La media trimestrale del PMI **servizi** è migliorata rispetto ai minimi di luglio ed è risalita sopra 50 nonostante il peggioramento registrato a novembre. Le aspettative continuano però a scendere segnalando che la sensibile riaccelerazione del commercio estero di servizi potrebbe essere vicina all'inversione (fig. 7 e 8).
- Le **aspettative degli imprenditori** per il 4° trimestre sono salite lievemente rispetto al 3° trimestre. E' aumentato l'ottimismo riguardo all'andamento delle scorte ma è moderatamente salito il pessimismo riguardo all'andamento degli ordini, delle esportazioni e dell'utilizzo della capacità produttiva. L'indice PMI manifatturiero dopo il picco di luglio a 52,7 è progressivamente sceso per attestarsi poco sopra 50 a novembre guidato da 5 mesi di cali della componente ordini sia domestici sia esteri. Al contrario la dinamica della produzione industriale ha continuato ad accelerare (+9,8% a/a in ottobre) per il rimbalzo della produzione manifatturiera, in particolare dei beni capitali e dei beni di consumo durevoli, a cui si è aggiunta l'accelerazione della produzione del settore minerario.
- I progetti di investimento presentati al Ministero dell'Industria per l'approvazione, pur in netto miglioramento rispetto all'anno scorso, continuano a registrare un rallentamento rispetto alla primavera, non tanto nel numero di progetti, quanto nell'importo di investimento. L'allentamento della regolamentazione degli investimenti stranieri in 15 settori (tra cui la difesa, le costruzioni, il commercio elettronico e il settore bancario) annunciato a novembre dovrebbe contribuire a un miglioramento del clima imprenditoriale e degli FDI. La continua accelerazione della spesa fiscale in conto capitale fa ritenere che il miglioramento della dinamica degli **investimenti** sia per ora originato soprattutto dagli investimenti pubblici. La crescita del credito rimane stabile (+8,1 a/a in ottobre vs 8,2% a/a in luglio) anche se sui minimi dal 2007 (fig. 10) e la dinamica dei crediti deteriorati, ancora elevata nonostante il programma di ricapitalizzazione delle banche pubbliche, continuerà a frenarla nel breve-medio periodo. Resta sostenuta la crescita dei prestiti personali (+16,9% a/a in ottobre) in particolare per l'acquisto dell'abitazione. Un raccolto autunnale (kharif) moderatamente superiore alle attese grazie anche alle misure di sostegno del Governo per contrastare gli effetti della minore piovosità del monzone estivo hanno permesso la modesta riaccelerazione del settore agricolo nel 3° trimestre. Il miglioramento della piovosità a fine trimestre non è però proseguito ad ottobre e le prospettive per la produzione agricola nei prossimi trimestri rimangono incerte.
- La **fiducia dei consumatori** è scesa nuovamente nel 3° trimestre sia nella valutazione della situazione corrente sia nelle aspettative ma potrebbe essere stata negativamente influenzata dallo stallo politico nella sessione estiva del Parlamento. Le vendite di automobili continuano ad accelerare (+14,0% 3m a/a in novembre) così come quelle di veicoli commerciali; restano ancora deboli ma in miglioramento rispetto all'estate le vendite di veicoli a tre ruote. Rallentano invece gli arrivi di turisti e i ricavi ad essi associati. L'**inflazione** dei prezzi al consumo è risalita da un minimo di 3,7% a/a in agosto a 5,4% a/a in novembre a causa dello scemare dell'effetto base favorevole e degli aumenti di alcuni alimentari (legumi in particolare), ma anche del comparto dell'abitazione, dei servizi sanitari, ricreativi e

Silvia Guizzo

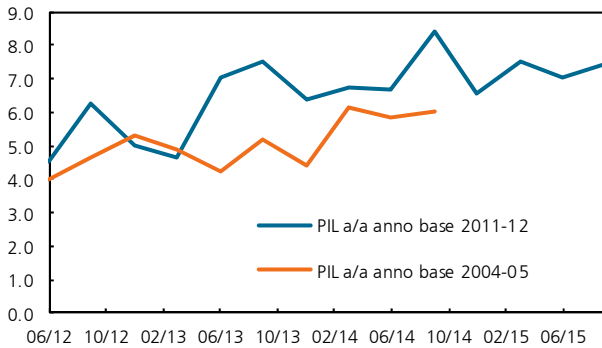
dell'istruzione. L'inflazione dei prezzi al consumo al netto degli alimentari e carburanti è risalita nello stesso periodo da 4,1% a 4,6% e quella dei prezzi all'ingrosso è tornata in territorio positivo negli ultimi tre mesi dopo quasi un anno di cali. Ci aspettiamo che gli aumenti del prezzo del petrolio siano contenuti nel prossimo anno e che la gestione statale delle scorte di cereali mantenga limitati gli aumenti dei prezzi degli alimentari. Sulla base di queste ipotesi e di un effetto base ancora favorevole per gran parte dell'anno prevediamo l'inflazione in moderato aumento da 4,9% nel 2015 a 5,1% nel 2016 e a 5,6% nel 2017. I rischi restano lievemente al rialzo per gli aumenti superiori alle attese dei prezzi dei prodotti agricoli e per l'implementazione delle raccomandazioni della Settima Commissione sui salari per un aumento dei salari dei dipendenti pubblici pari allo 0,5% del PIL nell'AF 2016-17.

- L'accelerazione della dinamica delle entrate fiscali dovrebbe permettere di raggiungere l'obiettivo di **deficit/PIL** al 3,9% nell'AF 2015-16 mentre gli aumenti sui salari citati sopra e la possibilità che non entri in vigore l'imposta sui beni e i servizi (Good and Service Tax, GST) potrebbero mettere a rischio l'obiettivo del 3,5% per l'AF 2016-17. La legge sull'introduzione dell'imposta, che comporta una modifica costituzionale, è al riesame nella sessione invernale di riunione del Parlamento (26 novembre – 23 dicembre) alla camera alta (Rajya Saba) insieme agli emendamenti sulla legge per l'acquisizione dei terreni.
- Contrariamente alle nostre aspettative la RBI ha anticipato l'attesa riduzione dei tassi con un taglio di 50pb a fine settembre, portando il tasso repo a 6,75%. La riduzione dei tassi ufficiali di 125pb da inizio anno è stata solo parzialmente trasmessa dagli istituti finanziari alla clientela finale: il tasso medio di prestito (*base rate*) è sceso infatti di soli 60pb. Alla riunione di dicembre la Banca centrale ha indicato che continuerà a implementare misure per facilitare la trasmissione della **politica monetaria** e per favorire la gestione dei crediti incagliati. Ha inoltre conservato una *stance* accomodante e segnalato che utilizzerà lo spazio disponibile per un'ulteriore riduzione dei tassi, se le condizioni lo permetteranno. La RBI ha mantenuto la previsione d'inflazione al 6% per marzo 2016 e al 5% per marzo 2017 sottolineando che l'aumento dell'inflazione al netto di alimentari e carburante necessita di particolare vigilanza. Riteniamo che la RBI possa ridurre ulteriormente il tasso repo tra i 50 e i 75pb complessivi nella prima metà del 2016 se non si materializzeranno i rischi al rialzo sul profilo d'inflazione e sulla volatilità del cambio. L'impegno del Governo a ridurre i lacci burocratici e a sostenere gli investimenti e l'orientamento della Banca centrale in direzione di una politica monetaria ancora accomodante dovrebbero continuare a favorire il consolidamento della crescita nel medio periodo, tuttavia il miglioramento del clima imprenditoriale rischia di essere più lento rispetto alle aspettative iniziali. **Manteniamo pertanto invariate le nostre previsioni di crescita al 7,4% nel 2015 con una moderata accelerazione a 7,6% nel 2016 e nel 2017.**

Previsioni	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL (prezzi costanti)	7.9	5.3	6.4	7.1	7.4	7.6	7.6
Consumi privati	7.3	7.2	5.2	6.1	7.6	7.4	7.7
Consumi pubblici	7.9	5.5	8.5	6.5	3.8	6.8	1.8
Investimenti fissi	6.2	-1.3	5.2	3.1	5.4	7	7.9
Esportazioni	18.3	11.2	2.9	4.9	-6.1	5.7	7.1
Importazioni	18.4	11.8	-6.7	-1.8	-9.3	6.2	8
Produzione industriale	4.8	0.7	0.6	1.8	5	6.8	6.3
Inflazione (CPI)	9.6	9.7	10.7	6.6	4.9	5.1	5.6
Tasso di disoccupazione (%)	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.3	5.2
Salari medi	15.2	18.4	11.2	10.7	10.4	9.8	9.4
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.5	9.3	9.1	8	7.3	7.3
Cambio USD/INR (media)	46.69	53.47	58.57	61.04	64.18	66.62	63.37
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-2945.1	-4893.2	-2779.6	-1669.9	-1860.2	-2269.9	-1093.6
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-3.4	-5.1	-2.5	-1.4	-1.4	-1.4	-0.6
Saldo di bilancio (% del PIL)	-6.8	-5.5	-5.5	-4.2	-3.7	-4.1	-3.5

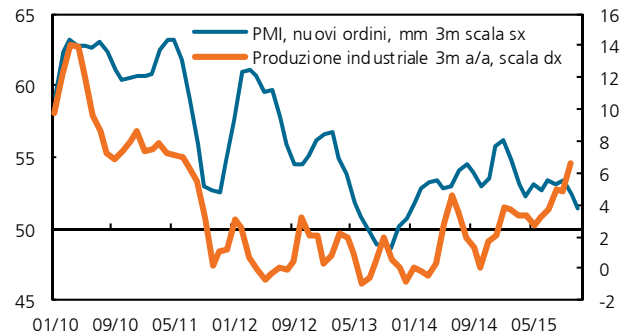
Nota: variazioni % sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La revisione della serie del PIL porta una crescita più alta



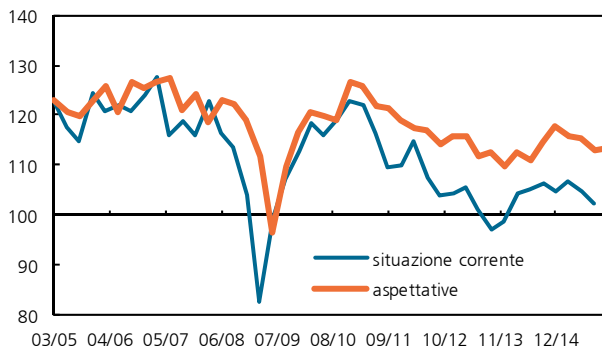
Fonte: CEIC

Fig. 2 - Gli ordini restano sopra 50 ma rallentano



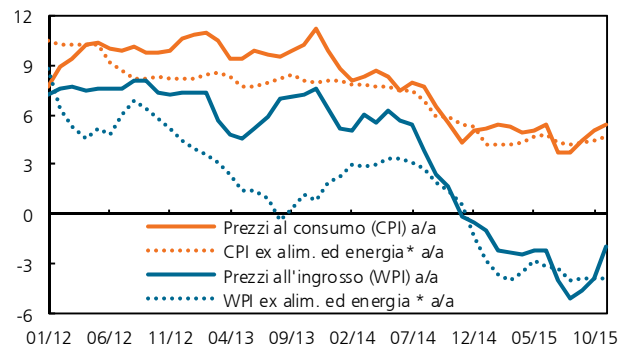
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 - Aspettative delle imprese



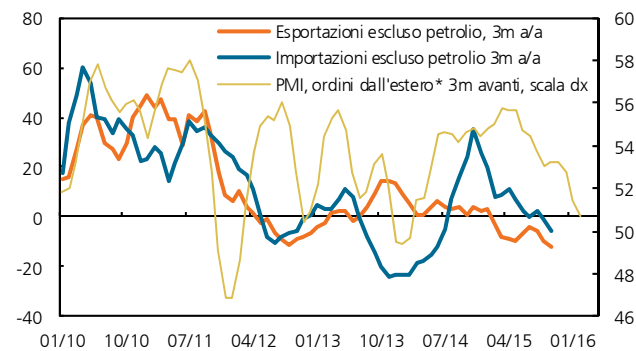
*Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 - L'inflazione sale lievemente



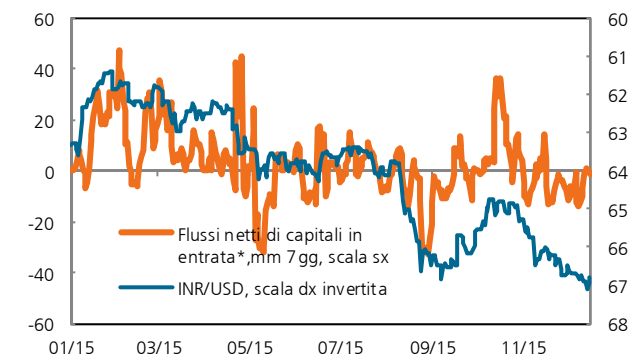
*Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 - Il commercio estero resta debole



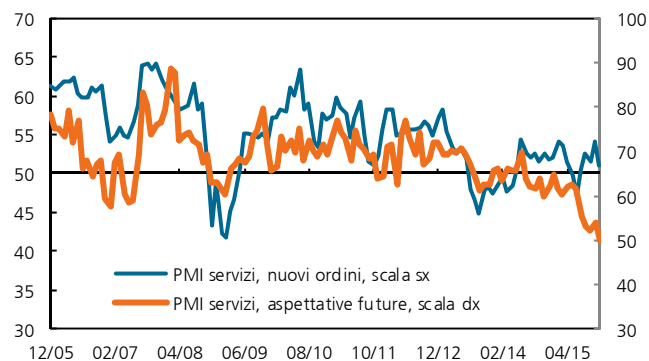
*media mobile a 3 mesi. Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - La rupia resta sotto pressione



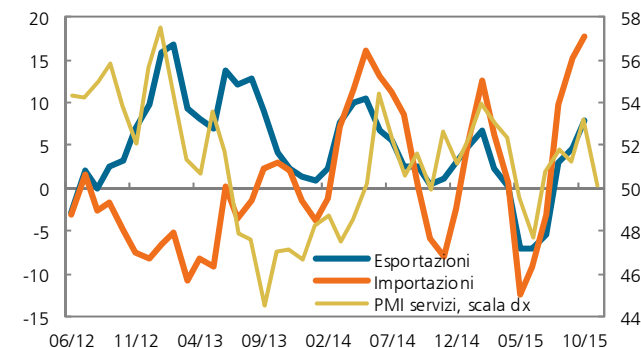
Fonte: CEIC

Fig. 7 – Servizi: continuano a calare le aspettative



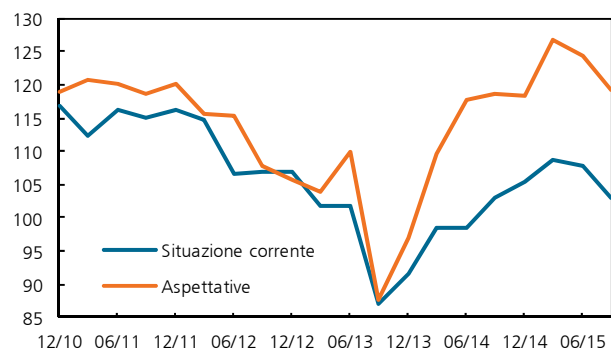
Fonte: Markit

Fig. 8 – Commercio di servizi



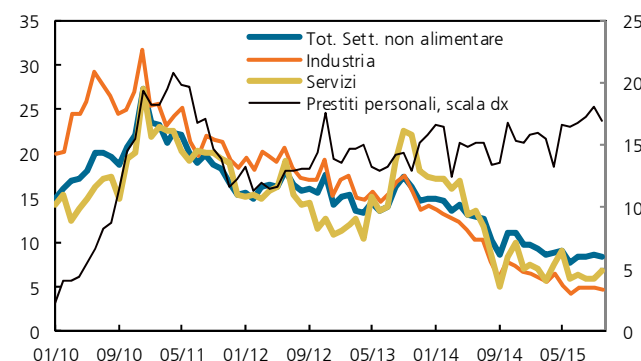
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 9 – Fiducia dei consumatori



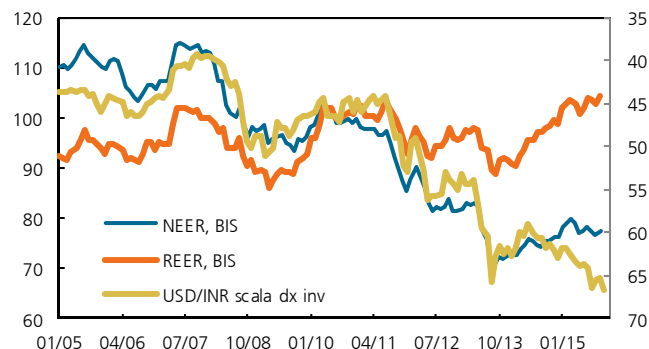
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Fig. 10 - Il credito si stabilizza (var. % a/a)



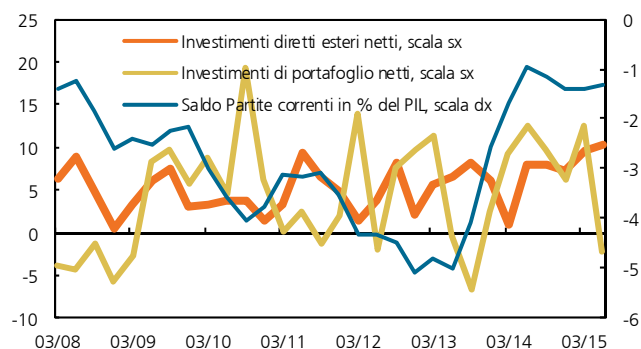
Fonte: CEIC

Fig. 11 - Cambio effettivo e cambio vs dollaro



Fonte: CEIC, Bloomberg

Fig. 12 - Partite correnti



N.B. scala sinistra in miliardi di USD. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercati valutari: svolta Fed - inizio della fine del trend rialzista del dollaro

Il 2015 è stato l'anno della lungamente attesa svolta Fed e il dollaro ne ha beneficiato apprezzandosi ulteriormente. La portata di tale apprezzamento è stata inoltre amplificata dall'aumento della divergenza tra la politica monetaria della Fed e quella delle altre principali banche centrali. Il momento di massima divergenza dovrebbe però essere rimasto alle spalle con il mese di dicembre, che ha visto simultaneamente la Fed attuare il primo rialzo dei tassi e la BCE – all'opposto – tagliarli ancora ed estendere il QE.

Asmara Jamaleh

Nel 2016 il grado di divergenza rispetto alla Fed dovrebbe iniziare a ridursi. Seppure, infatti la Fed procederà con i rialzi, in generale le altre banche centrali (eccezion fatta forse per la BoJ) non dovrebbero allentare ulteriormente la politica monetaria, a meno di un nuovo importante deterioramento del quadro globale e/o domestico. Dal canto proprio la Bank of England inizierà invece ad alzare i tassi, iniziando per prima una convergenza rispetto alla Fed.

Il macro-trend rialzista del dollaro potrebbe quindi essere in via di esaurimento. Questo non implica però una brusca inversione ribassista, quanto piuttosto una fase di sostanziale stabilizzazione e solo successivamente, verso l'orizzonte a un anno, un inizio di moderato e graduale arretramento. I rischi dello scenario, in particolare nel breve, sono leggermente verso l'alto per il biglietto verde. Infatti, nella fase iniziale di un nuovo ciclo di politica monetaria la *sensitivity* ai tassi d'interesse è generalmente più elevata.

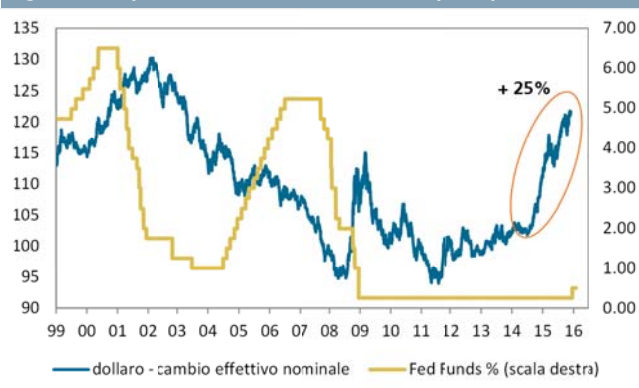
DOLLARO

Macro-trend rialzista in via di esaurimento con l'avvio del ciclo di rialzi Fed.

Nel 2015 il dollaro ha proseguito l'ampio apprezzamento avviato a metà 2014, salendo in poco più di un anno del 25% in termini di cambio effettivo nominale (Fig. 1), specificatamente 34% contro euro, 25% contro yen e 18% contro sterlina.

Il *driver* è stato la graduale dismissione da parte della Fed delle misure straordinarie di stimolo monetario introdotte dopo la crisi economico-finanziaria del 2008, in particolare le crescenti aspettative di avvio del ciclo di rialzi dei tassi.

Fig. 1 – L'ampia salita del dollaro: +25% in poco più di un anno



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Dollaro vs tassi USA: rialzi Fed perlopiù scontati



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Dopo lunga attesa e vari rinvii, il primo rialzo dei tassi Fed è "finalmente" arrivato, al FOMC del 16 dicembre. Questo tuttavia non implica automaticamente che l'ascesa del biglietto verde debba proseguire con le stesse modalità dell'ultimo anno. Anzi, proprio l'avvio effettivo del ciclo

di rialzi potrebbe marcare l'inizio della fine del macro-trend di apprezzamento del dollaro, per almeno quattro ragioni:

- l'ampiezza e le modalità dell'apprezzamento osservato nel 2014-2015 suggeriscono che **una parte rilevante del ciclo di rialzi Fed potrebbe essere già stata scontata** dal mercato valutario. La valuta statunitense, infatti, è salita molto più di quanto abbiano fatto i tassi/rendimenti USA che a tratti, anzi, sono scesi (Fig. 2);
- la Fed ha già avvisato che i **rialzi saranno** decisamente più **graduali** rispetto ai cicli passati e l'ampiezza complessiva sarà inferiore;
- nel 2016 **anche le altre principali banche centrali dovrebbero iniziare a rimuovere lo stimolo monetario**, aprendo la strada all'avvio dei rispettivi cicli di rialzo dei tassi (eccezion fatta per BCE e BoJ) tra il 2016 e il 2017. Nel 2015 invece hanno quasi tutte allentato la politica monetaria, in molti casi tagliando ancora i tassi, e questo ha aumentato ulteriormente la divergenza di *policy* rispetto alla Fed, a completo vantaggio del dollaro;
- l'apprezzamento registrato tra il 2014 e il 2015 ha riportato il **dollaro in prossimità dei suoi massimi storici** (Fig. 1). Questo dovrebbe generare resistenza all'ulteriore ascesa del biglietto verde, a meno di sorprese particolarmente favorevoli dall'economia USA.

Nel corso del 2016 si potrebbero pertanto osservare due fasi:

- **inizialmente, una fase di sostanziale stabilizzazione** del dollaro su livelli elevati, intorno ai massimi recenti. Non è da escludersi un eventuale superamento di tali valori, in caso di ampie sorprese positive dagli USA o di un nuovo deterioramento dello scenario nell'area euro, ma dovrebbe trattarsi di movimenti contenuti sia nella dimensione sia nella durata;
- **successivamente, una fase di modesto arretramento**, perché il quadro di crescita e inflazione inizierà a migliorare anche al di fuori degli Stati Uniti, con conseguente annullamento delle divergenze cicliche. L'arretramento dovrebbe tuttavia essere graduale. Infatti, anche se la fase di divergenza massima tra la Fed e le altre banche centrali sarà già alle spalle, il margine di vantaggio dei tassi USA per un po' resterà ancora elevato.

Nel complesso, **la strategia massimamente gradualista della Fed può portare ad aumentare l'ampiezza delle oscillazioni** intorno al trend: in uno scenario centrale che contempla un rialzo di 25pb a trimestre, un solo rialzo in più o in meno può avere un impatto di mercato rilevante. L'anno prossimo dunque verrà ripristinata una **maggior correlazione tra la dinamica del dollaro e l'evoluzione dei dati USA**, coerentemente con il ritorno della politica monetaria a condizioni di normalità.

I **rischi dello scenario** dovrebbero quindi essere **pressoché simmetrici**, in relazione sia agli sviluppi del quadro USA sia a quelli dello scenario globale. Nel breve invece i rischi potrebbero essere leggermente sbilanciati verso l'alto, in ragione della maggiore *sensitivity* dei tassi di cambio ai tassi d'interesse che caratterizza le fasi iniziali di un nuovo ciclo di politica monetaria.

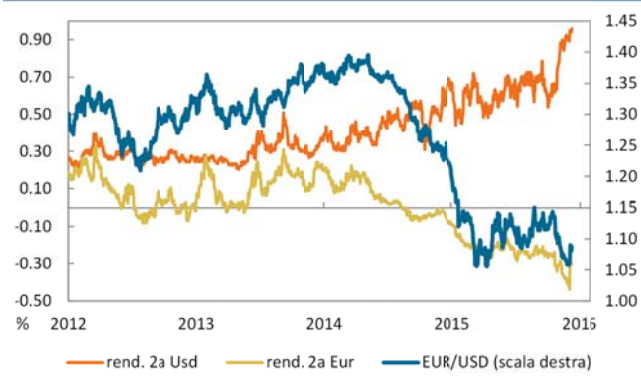
EURO

Divergenza massima tra BCE e Fed esaurita nel 2015.

Il 2015 è stato l'anno della **divergenza massima** (Fig. 3) **tra la BCE e la Fed**, e l'euro ne ha risentito pienamente, portando a compimento la svolta ribassista già avviata nel 2014: **da 1,20 EUR/USD si è deprezzato fino a 1,04 EUR/USD, minimo abbandonato 12 anni prima, nel 2003** (Fig. 4).

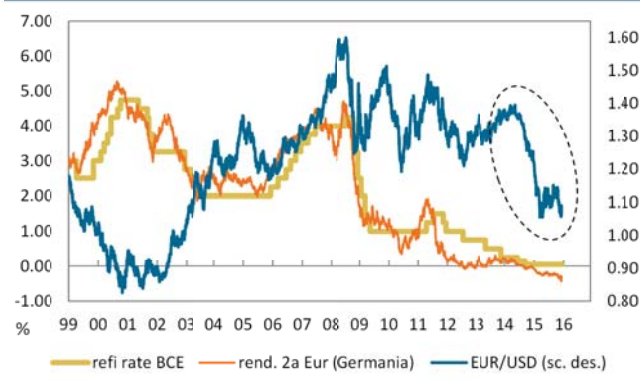
La correzione si è concentrata tutta tra gennaio e marzo, perché è qui che mentre negli USA aumentavano le aspettative di avvio del ciclo di rialzi Fed nell'area euro al contrario la BCE si è trovata a dover espandere ulteriormente la politica monetaria, inaugurando, ben sette anni dopo la Fed, il suo primo QE.

Fig. 3 – Divergenza massima tra tassi area euro e tassi USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Euro: la grande correzione del 2014-2015



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Nei mesi successivi l'euro si è poi ripreso risalendo tra 1,10 e 1,15 EUR/USD, perché la Fed ha dovuto posticipare il *timing* del primo rialzo dei tassi, ma tra ottobre e dicembre ha corretto di nuovo tornando a rivedere i minimi di marzo (1,05). Il quadro di crescita e soprattutto di inflazione dell'area euro si è infatti deteriorato ulteriormente e la BCE si è trovata a dovere aumentare di nuovo lo stimolo monetario a dicembre. Il tasso refi è rimasto invariato a 0,05%, ma quello sui depositi – già negativo – è stato ridotto da -0,20 a -0,30%, e il programma di acquisti – originariamente in scadenza a settembre 2016 – è stato prorogato fino a marzo 2017 (almeno).

Quindi, mentre nel 2016 i tassi Fed continueranno a salire, i tassi BCE resteranno a zero per un periodo ancora più lungo e, soprattutto, mentre la Fed continuerà la normalizzazione della politica monetaria la BCE invece starà ancora mantenendo attive le misure di *policy* straordinarie. Questo farebbe pensare che l'euro l'anno prossimo debba automaticamente continuare a deprezzarsi andando a inaugurare nuovi minimi verso la parità o poco sotto. **Vi sono tuttavia principalmente due ragioni per cui il cambio potrebbe evitare di re-immettersi su un nuovo trend ribassista** nonostante tassi BCE a zero e tassi Fed in salita:

- il punto di massima divergenza tra BCE e Fed è stato raggiunto a dicembre e dovrebbe quindi essere alle spalle. Inoltre, dal lato Fed lo scenario di prossimi rialzi è perlopiù scontato e il sentiero sarà comunque molto graduale;
- l'ulteriore stimolo monetario elargito dalla BCE aumenta le probabilità di miglioramento dello scenario di inflazione e crescita dell'area euro nel biennio 2016-2017. Infatti, nelle nuove proiezioni macro pubblicate a dicembre, la BCE ha ritoccato marginalmente al ribasso l'inflazione, ma ha rivisto leggermente al rialzo la crescita. L'inflazione, dallo 0,1% stimato per quest'anno è attesa risalire a 1,0% nel 2016 e 1,6% nel 2017. La crescita dall'1,5% di quest'anno è attesa in accelerazione a 1,7% il prossimo e a 1,9% nel 2017. Se i dati area euro dei prossimi mesi confermeranno queste ipotesi di scenario, soprattutto per quanto riguarda il sentiero di rientro dell'inflazione a target, le pressioni sui tassi di mercato inizieranno a essere al rialzo.

Al di là del breve quindi, più avanti nel corso del 2016 l'euro dovrebbe assestarsi e poi iniziare moderatamente a salire, passando gradualmente dal range 1,05-1,10 al range 1,10-1,15 EUR/USD.

Nel breve invece il cambio dovrebbe mantenersi in prossimità dei livelli correnti, nella parte medio-bassa del range 1,05-1,10 EUR/USD, ma i rischi potrebbero essere ancora leggermente sbilanciati verso il basso, nel range 1,05-1,00 EUR/USD. Infatti:

- la BCE ha appena aumentato lo stimolo monetario e ha avvertito che nei prossimi mesi monitorerà con particolare attenzione gli sviluppi del quadro macro per valutare se le nuove misure possano essere sufficienti o meno;
- la Fed al contrario ha appena attuato il primo rialzo dei tassi, e la *sensitivity* del cambio ai tassi è maggiore nella fase iniziale di un nuovo ciclo di politica monetaria.

Lo scenario qui delineato per il cambio è fondamentalmente uno scenario di range, simile a quello che si è osservato nel corso del 2015. Per il ripristino di una direzionalità più marcata è probabilmente necessario che anche la BCE, come la Fed, inizi il processo di normalizzazione della politica monetaria, ipotesi che non si configura prima del 2017.

I rischi dello scenario potrebbero essere quindi leggermente verso l'alto tra fine 2016 e inizio 2017. Appaiono invece pressoché bilanciati nel corso del 2016, ma dovrebbero provenire più dall'area euro che dagli Stati Uniti. **Nel nuovo assetto delle banche centrali, le azioni della Fed guideranno probabilmente le oscillazioni del cambio intorno al trend, ma a determinare il trend (o il non-trend) saranno le decisioni della BCE.**

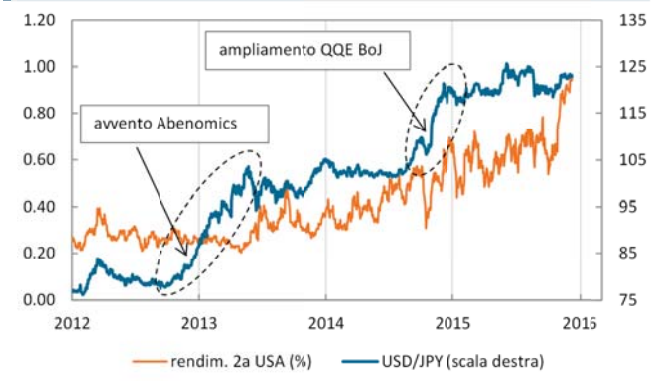
YEN

La divergenza tra BoJ e Fed non è aumentata nel 2015: possibile rinvio al 2016.

Nel 2015 lo yen è sceso ancora contro dollaro, ma meno di quanto aveva fatto nel 2014. La maggior forza relativa della valuta nipponica quest'anno è da ascrivere a un mancato aumento della divergenza tra BoJ e Fed, tutto dovuto all'azione (o mancata azione) della BoJ.

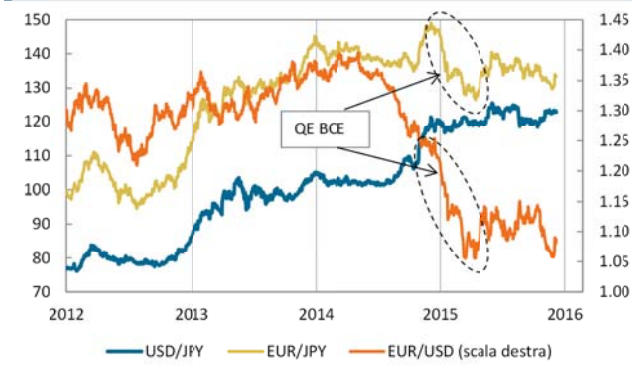
Nel 2014, infatti, alla fine di ottobre, la BoJ aveva ampliato il QQE, e lo yen aveva reagito con un ampio deprezzamento, quasi del 15%, passando da 105 a 121 USD/JPY in poco meno di due mesi. Nel 2015 l'inflazione è risultata più bassa del previsto, allontanandosi ulteriormente dal target, il che avrebbe legittimato un altro ampliamento del QQE a un anno di distanza dal precedente, ma questa volta la BoJ non si è mossa. Lo yen si è indebolito ugualmente contro dollaro, perché la Fed nel frattempo ha iniziato ad alzare i tassi, ma molto meno di quanto avesse fatto dopo l'ampliamento del QQE BoJ l'anno scorso, raggiungendo un nuovo minimo a 125 USD/JPY, solo il 3% sotto il precedente minimo del 2014 a 121 USD/JPY. Questo conferma l'evidenza, già emersa negli anni precedenti, che il cambio dello yen presenta una maggiore *sensitivity* alle misure di politica economica domestiche che all'azione della Fed (Fig. 5).

Fig. 5 – Yen: l'azione della BoJ domina su quella della Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Yen: stessa direzione contro euro e contro dollaro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La mancata azione della BoJ quest'anno è imputabile sia alla prospettiva di avvio del ciclo di rialzi Fed sia al varo di un nuovo pacchetto straordinario di **stimolo fiscale** da parte del Governo giapponese. **Se** questo tuttavia **non dovesse rivelarsi sufficientemente efficace** nel rilanciare la crescita, aiutando conseguentemente l'inflazione a risalire, **la BoJ potrebbe predisporre un nuovo ampliamento del QQE nel 2016**. In tal caso, il momento di massima divergenza tra BoJ e Fed si avrebbe l'anno prossimo, ragion per cui collochiamo nel 2016 il punto di minimo atteso dello yen contro dollaro all'interno del range 125-130 USD/JPY. A tali livelli lo yen si troverebbe vicinissimo al proprio minimo storico di 135 USD/JPY, registrato a inizio 2002. Lo **spazio di ulteriore calo** della valuta nipponica appare dunque **limitato**, anche grazie alla migliore combinazione attesa di crescita e inflazione risultante dal mix espansivo di politica fiscale e monetaria. I rischi dello scenario sono leggermente verso il basso per lo yen, ma tendenzialmente non oltre i minimi storici a 135 USD/JPY.

Nei confronti dell'euro lo yen dovrebbe indebolirsi spostandosi verso il range 140-145 EUR/JPY. L'apprezzamento registrato nel 2015 è stato tutto determinato dal calo dell'euro in funzione dell'allentamento monetario attuato dalla BCE. Venendo a mancare le spinte rialziste da questo fronte, lo yen dovrebbe tornare a muoversi nella stessa direzione contro euro e contro dollaro (Fig. 6).

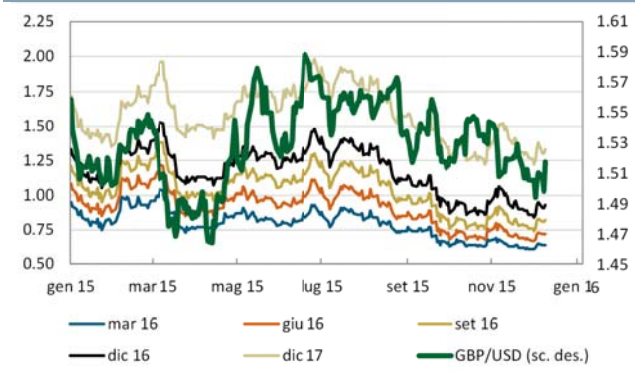
STERLINA

Nel 2016 inizia la convergenza tra BoE e Fed.

La prima Banca centrale ad alzare i tassi dopo la Fed sarà la Bank of England, che dovrebbe avviare il ciclo di rialzi tra il 2° e il 3° trimestre dell'anno prossimo. **Questo rappresenta il principale fattore di forza attesa della sterlina** perché, diversamente dalle altre banche centrali, c'è convergenza tra il sentiero di politica monetaria della BoE e quello della Fed.

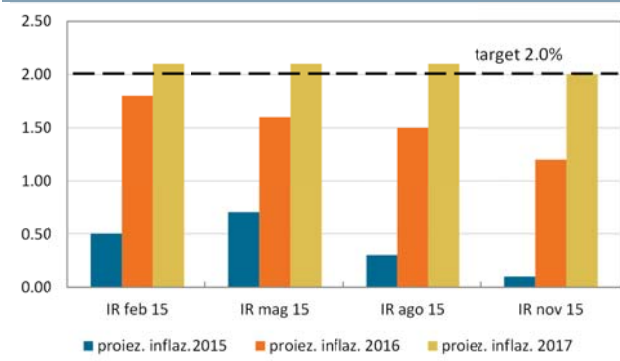
Nel corso del 2015 la sterlina era inizialmente risalita da 1,45 a quasi 1,60 (massimo a 1,5930 GBP/USD) su attese che la BoE iniziasse ad alzare i tassi quest'anno, ma da qui è poi scesa gradualmente fino a poco sotto 1,50 (minimo a 1,4895 GBP/USD) perché il *timing* del primo rialzo è stato spostato all'anno prossimo (Fig. 7). Il *bank rate* attuale è 0,50%.

Fig. 7 – Bank rate BoE: tassi impliciti futures



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – BoE: proiezioni di inflazione riviste al ribasso



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Il rinvio è da imputarsi alla dinamica dell’inflazione che si è rivelata più bassa del previsto, principalmente a causa del calo delle quotazioni petrolifere. **La BoE ha, infatti, dovuto rivedere al ribasso, di trimestre in trimestre, le proiezioni di inflazione** (Fig. 8). Nell’Inflation Report di novembre ha abbassato l’inflazione da 0,3% a 0,1% per fine 2015, da 1,5% a 1,2% per fine 2016 e da 2,1% a 2,0% per fine 2017, ipotizzando una salita a 2,2% (ovvero poco sopra target) per fine 2018. Sarà la dinamica dell’inflazione a indirizzare le decisioni della BoE l’anno prossimo. **Il nuovo, recente, calo dei prezzi del petrolio rappresenta la prima fonte di rischi verso il basso.** Alla riunione di dicembre la BoE ha rilevato espressamente che questo aumenta la probabilità che l’inflazione rimanga bassa nei mesi a venire. **L’altra variabile cui la Banca centrale guarda con grande attenzione è la crescita dei salari.** Questi hanno accelerato in corso d’anno, ma negli ultimi mesi la crescita si è stabilizzata, e la BoE ha sottolineato che probabilmente è necessario che si porti sopra i livelli attuali per consentire un rientro dell’inflazione a *target* sull’orizzonte a due anni.

Anche le proiezioni di crescita sono state riviste al ribasso, ma in misura del tutto marginale. Attualmente la BoE stima una crescita a 2,7% quest’anno, a 2,5% il prossimo, a 2,6% nel 2017 e a 2,5% nel 2018. Vi è dunque un rallentamento rispetto al 2,9% del 2014, ma il ritmo di crescita - a 2,5% o poco sopra - rimane robusto.

È principalmente in ragione della robustezza della crescita domestica che **l’indebolimento in atto della sterlina contro dollaro dovrebbe essere contenuto** nella parte medio/alta del *range* 1,50-1,45 GBP/USD. **Dopo un eventuale calo nel breve, in ragione dell’avvio del ciclo di rialzi dei tassi USA, la valuta britannica dovrebbe riprendere a salire,** tornando verso 1,58-1,60 GBP/USD all’avvicinarsi del primo rialzo BoE.

Nei confronti dell’euro la sterlina si è apprezzata abbondantemente (+10%) all’inizio del 2015, passando da 0,78 a 0,70 EUR/GBP tra gennaio e marzo. Buona parte di tale rafforzamento è da attribuirsi all’ampio calo dell’EUR/USD in funzione del nuovo QE BCE. In prospettiva dell’avvio del ciclo di rialzi BoE, la sterlina **dovrebbe riuscire a rafforzarsi** ancora nei confronti dell’euro portandosi all’interno del range 0,70-0,65 EUR/GBP. L’arretramento recente della valuta britannica a 0,72 EUR/GBP dovrebbe pertanto essere temporaneo con *downside* contenuto entro quota 0,75 EUR/GBP.

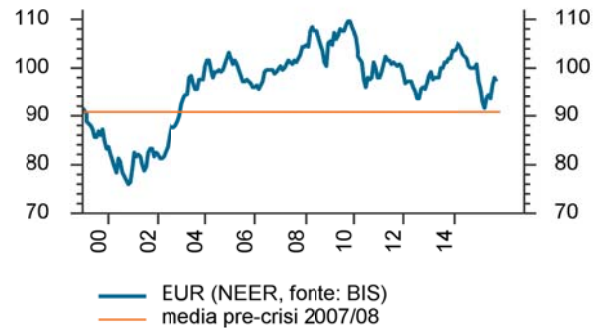
Complessivamente i rischi dello scenario sono comunque verso il basso per la sterlina, sia contro dollaro sia contro euro. **Nel breve** dovrebbero essere perlopiù dipendenti da variabili economiche domestiche (**dati deludenti** di inflazione e/o di crescita). **Più avanti** un nuovo fattore di vulnerabilità potrebbe invece derivare dall’**incertezza in merito al referendum sull’uscita** del Regno Unito **dall’UE** programmato entro la fine del 2017.

Fig. 1 – Dollaro, cambio effettivo nominale



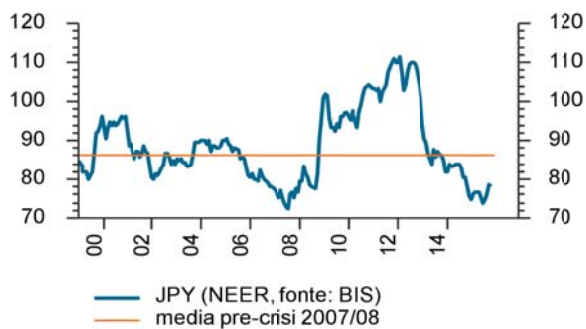
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Euro, cambio effettivo nominale



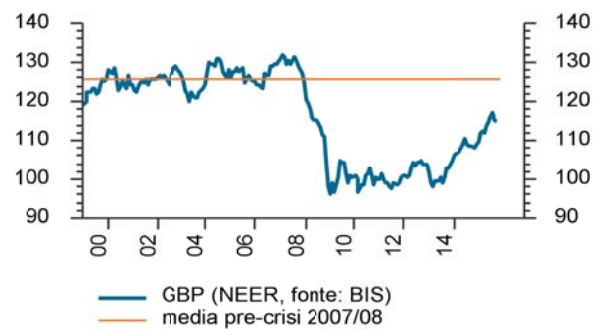
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Yen, cambio effettivo nominale



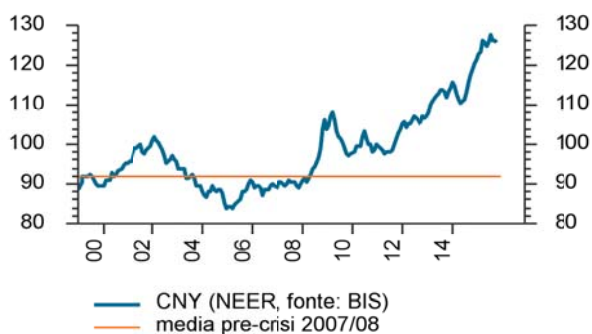
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Sterlina, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



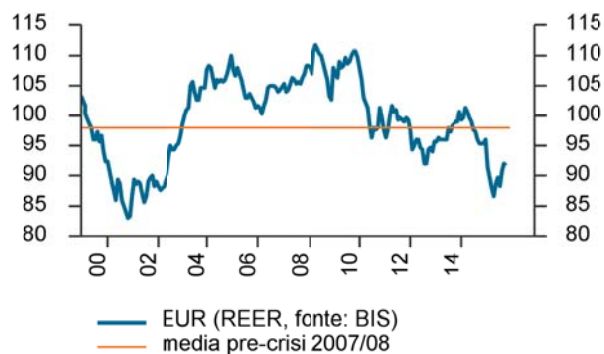
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Dollaro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Yen, cambio effettivo reale



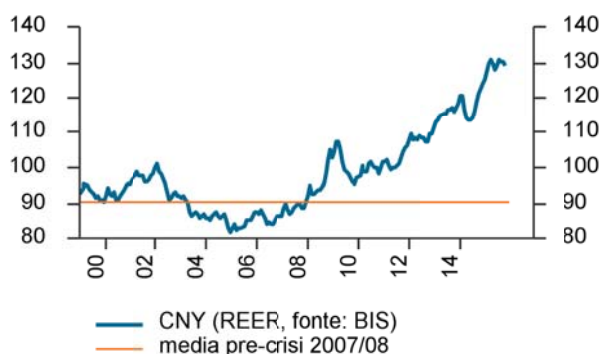
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Sterlina, cambio effettivo reale



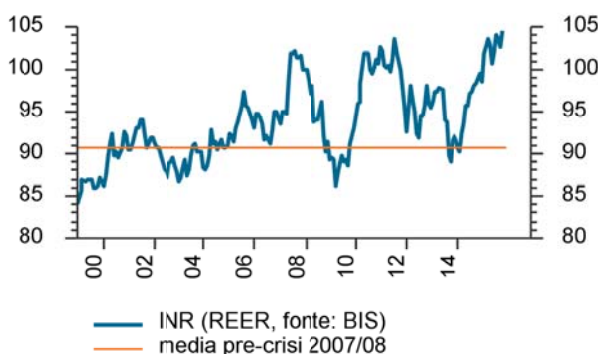
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Giulia Fioravanti	62149	giulia.fioravanti@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
Michele Scandroglio	62513	michele.scandroglio@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ad Investitori Istituzionali Qualificati negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente ad investitori istituzionali come definiti nell'art. 31 del Regolamento Consob no. 11522 del 01.07.1998 in formato elettronico e/o cartaceo.

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

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

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.