

# Scenario Macroeconomico

**Direzione Studi e Ricerche**  
Marzo 2016

## Indice

### Meglio di quello che appare?

Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

### Petrolio: scorte mondiali in espansione

### Stati Uniti: "R" sta sempre per ripresa, non recessione

### Area euro: si cresce ma non si accelera

La domanda interna sostiene la ripresa

Inflazione: un bersaglio mobile

BCE: si fermerà il bazooka?

Germania: tra tensioni politiche e incertezza la crescita prosegue

Francia: nel 2016 la ripresa continuerà, ma lentamente

Paesi Bassi: il rallentamento dei consumi peserà sul PIL nel 2016

Italia: la ripresa della domanda interna continua. Ma restano rischi

Regno Unito: quali conseguenze dal referendum sull'UE?

### Asia

Giappone: non c'è pace sul Pacifico - crescita e inflazione schiacciati dall'eccesso di risparmio

Cina: segnali misti dai dati, sostegno dalla politica economica

India: la ripresa degli investimenti non è ancora consolidata

### Mercati valutari: incertezza batte divergenza

	<b>Marzo 2016</b>
2	<b>Nota trimestrale</b>
5	Direzione Studi e Ricerche
7	Macroeconomic and Fixed Income Research
10	Macroeconomic Research Team
14	<b>Luca Mezzomo</b> Responsabile
15	<b>Daniela Corsini</b> Economista - Materie Prime
19	<b>Anna Maria Grimaldi</b> Economista - Area Euro
21	<b>Asmara Jamaleh</b> Economista - Mercati Valutari
25	<b>Paolo Mameli</b> Economista - Area Euro
31	<b>Guido Valerio Ceoloni</b> Economista - Area Euro
35	<b>Giovanna Mossetti</b> Economista - USA e Giappone
39	<b>International Economics</b>
47	<b>Silvia Guizzo</b> Economista - Asia Emergenti
52	
52	
56	
62	
69	

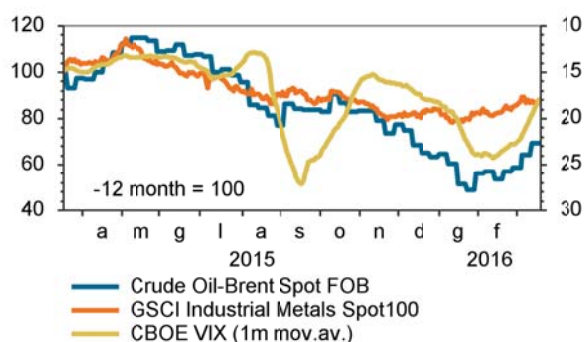
## Meglio di quello che appare?

Il flusso dei dati macroeconomici e l'andamento dei mercati sono migliorati dopo un brutto inizio d'anno. Nei paesi avanzati, le politiche economiche e l'andamento positivo dell'occupazione appaiono perfettamente in grado di ammortizzare il calo della domanda da parte dei paesi emergenti. Tuttavia, la crescita globale rimarrà modesta, e l'impostazione delle politiche monetarie sarà più accomodante del previsto.

Luca Mezzomo

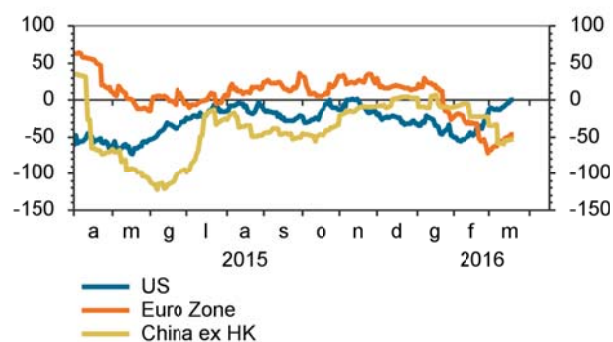
A giudicare dall'andamento dei mercati, il primo trimestre 2016 ha presentato un andamento diviso nettamente in due: fino all'inizio di febbraio ha prevalso una valutazione pessimistica dell'andamento complessivo dell'economia mondiale, riflessasi in ulteriori deprezzamenti delle materie prime e in un ritorno della volatilità sui mercati azionari ai livelli che avevano caratterizzato l'estate 2015. Il violento movimento dei mercati a inizio 2016 è stato molto probabilmente accentuato da un assestamento dei portafogli dei fondi sovrani dei paesi esportatori di materie prime; inoltre, potrebbe essere stato amplificato da fattori idiosincrasici (per esempio relativi al settore bancario europeo), ma è certo che l'incertezza sull'andamento dell'economia mondiale abbia giocato un ruolo cruciale, creando un clima sfavorevole all'assorbimento della pressione di vendita da parte delle altre categorie di investitori. In effetti, l'andamento dei dati macroeconomici ha prevalentemente deluso le attese in Europa, Stati Uniti e Cina. Da febbraio, però, si è osservato un graduale ma netto miglioramento su diversi fronti: corsi delle materie prime, indici e volatilità azionaria, flussi di capitale verso i paesi emergenti. Come le turbolenze di inizio anno erano state accompagnate da dati deludenti, così la successiva ripresa è associata a un bilancio dei dati economici americani più positivo. Tuttavia, il miglioramento non si è esteso ai dati europei e cinesi che nel corso del mese di marzo.

Fig. 1 – Da febbraio è migliorato il clima sui mercati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il flusso di dati economici è stato meno negativo negli Stati Uniti, ma ha continuato a deludere in Europa, Cina



Fonte: Thomson Datastream Charting, CESI indexes

Il clima più positivo che ha caratterizzato i mercati nel mese di marzo è più in sintonia con le nostre valutazioni sullo scenario macroeconomico complessivo. La nostra tesi era, e rimane, che la crescita della domanda interna nei paesi avanzati rende quest'ultimi più resilienti di fronte al rallentamento delle esportazioni verso le economie emergenti. In effetti, è indubbio che la debolezza della domanda espressa dalle economie emergenti abbia frenato significativamente la crescita delle economie avanzate nel 2015. Fra il 2001 e il 2015, la crescita annua dell'export verso i maggiori paesi emergenti ha rappresentato in media lo 0,2% del PIL nominale negli Stati Uniti e lo 0,5% in Germania; nel quarto trimestre 2015, il contributo è diventato negativo, e pari rispettivamente a -0,4% e -0,3% del PIL nominale su base annua. Poiché la dinamica è andata peggiorando nel corso dell'anno scorso, è probabile che nel 2016 il contributo sia mediamente più sfavorevole rispetto al 2015. D'altronde, la recessione si sta rivelando più grave del previsto in Brasile, i flussi commerciali verso la Cina faticano a riprendersi e i paesi produttori di petrolio non possono contare su serie prospettive di ripresa dei prezzi. Il ritorno dell'Iran sulla scena

**Sta trovando conferma la tesi che la crescita della domanda interna sarebbe bastata ad ammortizzare il calo dell'export verso i paesi emergenti**

economica non è sufficiente nell'immediato a compensare tali fattori negativi.

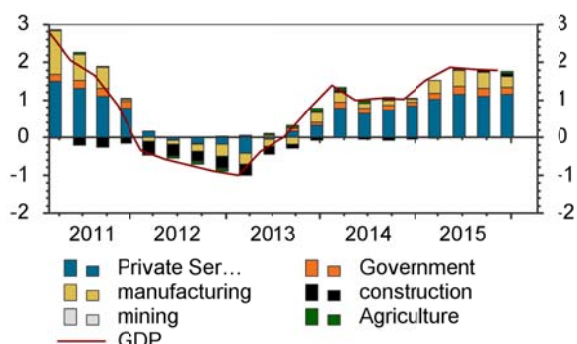
Tuttavia, l'andamento della domanda interna nelle economie avanzate continua a beneficiare di una combinazione favorevole di condizioni monetarie molto accomodanti, politiche fiscali neutrali o leggermente espansive e crescita occupazionale. Quest'ultima, in particolare, garantisce all'economia una certa inerzia anche di fronte a shock negativi. Lo scenario più probabile è che la crescita dei consumi e delle costruzioni consenta di ammortizzare lo shock derivante dall'assestamento delle importazioni dei paesi emergenti a nuovi e più bassi livelli, che dovrebbe completarsi nei prossimi mesi, fornendo poi la base per una futura riaccelerazione.

Peraltro, la turbolenza finanziaria di inizio 2016 ha indotto le Banche centrali in un caso a rinviare un rialzo dei tassi già atteso (Federal Reserve) e in altri casi ad annunciare nuove misure di stimolo monetario (BCE, Banca del Giappone), portando a condizioni monetarie ovunque più accomodanti del previsto. I tassi a lungo termine sono attualmente più bassi rispetto ai livelli di fine 2015 sia in Europa, sia negli Stati Uniti.

**La politica monetaria è più accomodante del previsto – anche se cresce lo scetticismo sulla sua efficacia**

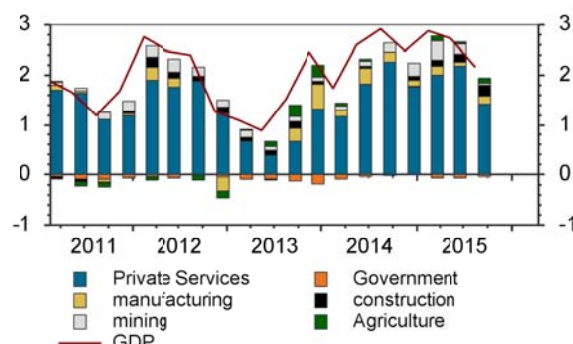
Le ultime misure espansive di politica monetaria si scontrano con un clima sempre più scettico riguardo alla loro efficacia nel produrre effetti sulla domanda aggregata. La percezione negativa è stata accentuata dal rafforzamento che hanno subito euro e yen sulla scia delle misure di allentamento della Banca del Giappone e della BCE e in generale dalla convinzione che il canale di trasmissione che passa attraverso il deprezzamento del cambio sia ormai precluso. Inoltre, le statistiche monetarie hanno ampiamente dimostrato che l'espansione della base monetaria viene in larga misura sterilizzata da una variazione compensativa dei moltiplicatori monetari, che ne preclude anche la trasmissione agli aggregati creditizi. Tuttavia, il taglio dei tassi a livelli negativi e gli acquisti di attività finanziarie hanno comunque effetti positivi sul servizio del debito di operatori non finanziari privati e pubblici, migliorando la solidità finanziaria e la redditività dei primi e consentendo ai secondi di adottare politiche fiscali più accomodanti. Inoltre, se gli investimenti delle imprese hanno avuto quasi ovunque un andamento deludente nel 2015, alcune componenti della domanda aggregata sensibili ai tassi di interesse stanno però rispondendo alle condizioni finanziarie favorevoli (costruzioni, consumi di beni durevoli). La dinamica degli investimenti potrebbe migliorare quest'anno nell'Eurozona, sia per le condizioni finanziarie eccezionalmente favorevoli, sia per gli incentivi fiscali adottati da alcuni paesi. Lo spostamento permanente di quote rilevanti di debito pubblico dai bilanci degli investitori privati a quelli delle banche centrali potrebbe anche essere utile in futuro per facilitare l'adozione di soluzioni strutturali alla riduzione del debito – sebbene questa strada sia quasi impossibile nel contesto istituzionale dell'Eurozona.

Fig.3 – Eurozona: crescita del valore aggiunto per settore



Fonte: Thomson Reuters, Datastream Charting

Fig. 4 - Stati Uniti: crescita del valore aggiunto per settore



Fonte: Thomson Reuters, Datastream Charting

La percezione di una ripresa debole dipende anche dal fatto che l'attuale fase di crescita continua a poggiare soprattutto sul terziario, che nel 2015 ha fornito un contributo superiore alla media storica nell'Eurozona e negli Stati Uniti e che tipicamente è meno coperto dall'informazione statistica rispetto al manifatturiero. Negli Stati Uniti il fenomeno è più marcato che in Europa, anche per la perdita di competitività che l'industria ha subito per il rafforzamento del cambio. D'altronde, a prezzi costanti il 57% della crescita dei consumi delle famiglie americane ha riguardato i servizi – percentuale che sale a oltre il 90% a prezzi correnti – e per il 24% i beni durevoli. A parità di altri fattori, l'ulteriore spostamento della domanda finale sui servizi implica una minore attivazione di produzione totale e un minore assorbimento di importazioni. Anche questo potrebbe contribuire a spiegare la contrazione del commercio internazionale nel 2015 (-1877 miliardi di dollari nominali secondo i dati WTO). Un altro fattore importante è costituito dal minor valore dei flussi di petrolio greggio, che da solo spiega circa un quinto del calo osservato lo scorso anno.

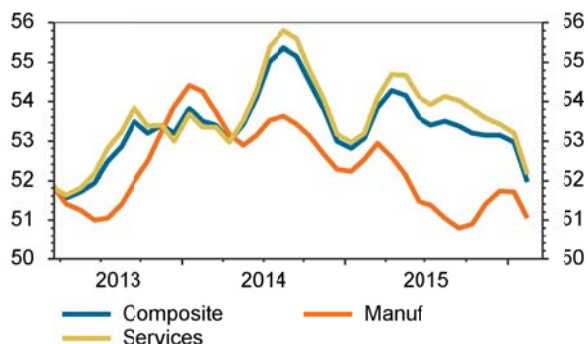
**Questa è una fase dove la crescita poggia più che in passato sul contributo del terziario**

È probabile che nei prossimi mesi si parli sempre di più di rischio politico per i paesi avanzati. Nell'Unione Europea si intrecciano la consultazione referendaria britannica, prevista il 23 giugno, e il rinnovo di molti parlamenti nazionali fra il 2016 e il 2017, fra i quali quello tedesco. In Europa, i governi che hanno gestito la crisi del debito uno dopo l'altro vengono puniti dagli elettori, che però in questa fase storica risultano troppo divisi per concentrarsi su un'alternativa di governo. Perciò, si moltiplicano i casi di ingovernabilità (Spagna) e di esecutivi o privi di maggioranza parlamentare stabile (Irlanda), o legati a maggioranze risicate (Portogallo, Grecia). L'area di instabilità potrebbe allargarsi nel 2017 alla Germania, considerando la crescente frammentazione del quadro politico tedesco. Questa deriva, che si associa a una focalizzazione sempre più domestica dell'attività dei governi, renderà improbabile qualsiasi programma di riforma di ampia portata, a livello nazionale e soprattutto a livello di Unione Europea, e indebolirà la capacità di risposta dell'Unione agli shock esterni, come l'ondata migratoria. Tuttavia, la paralisi sul fronte del rinnovamento non ha necessariamente ripercussioni negative sull'andamento corrente dell'economia europea. Al contrario, un voto a favore dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea presenta un potenziale destabilizzante per i mercati, anche se occorreranno molti anni prima che possa tradursi in pratica.

Inoltre, questo è anche un anno di elezioni presidenziali negli Stati Uniti, e l'inatteso successo che Trump riscuote in campo repubblicano sta creando una crescente preoccupazione dentro e fuori il paese per il rischio (forse basso, ma a priori non irrilevante) che la politica estera statunitense possa tornare a essere un fattore destabilizzante, come all'epoca della seconda guerra del Golfo.

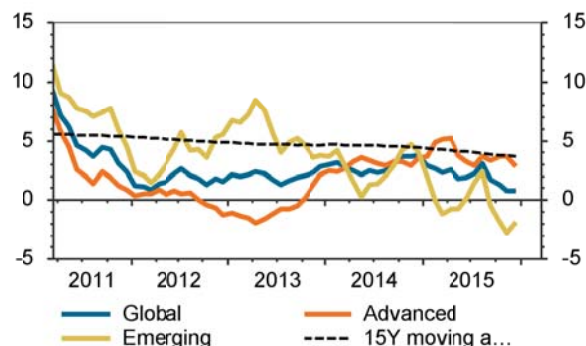
## Le tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



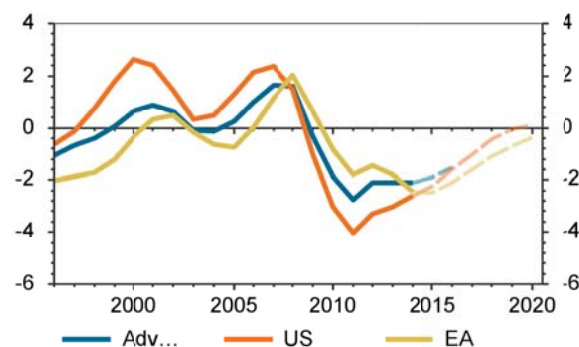
Fonte: Markit Economics, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



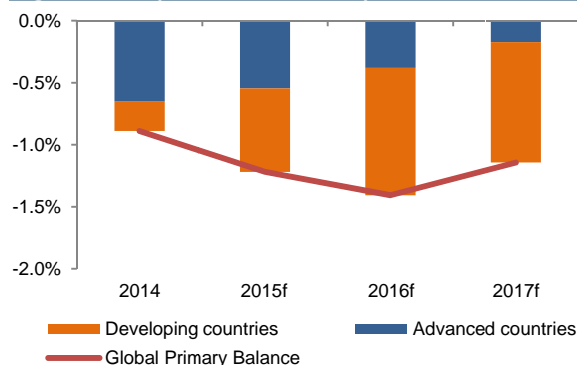
Fonte: CPB World Trade Monitor, Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. C – Output gap (stima FMI)



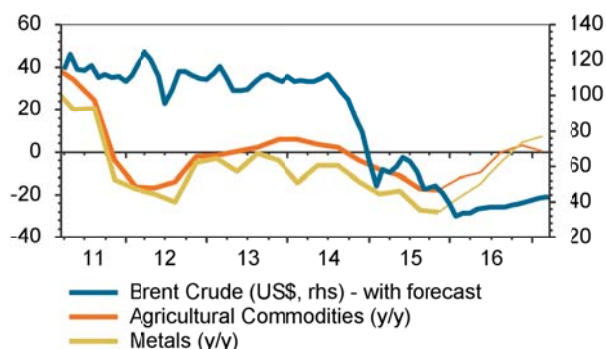
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e FMI

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



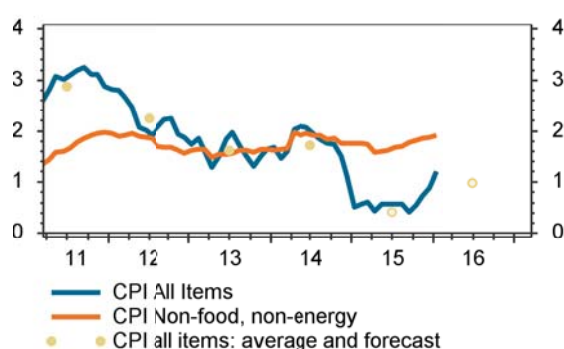
Nota: basato sugli 11 maggiori paesi avanzati e gli 8 maggiori paesi emergenti. Aggregazione a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. E – Prezzi delle materie prime



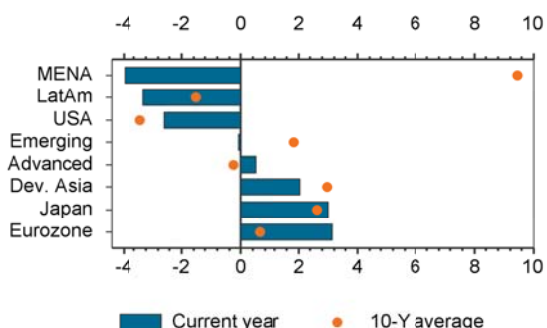
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

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



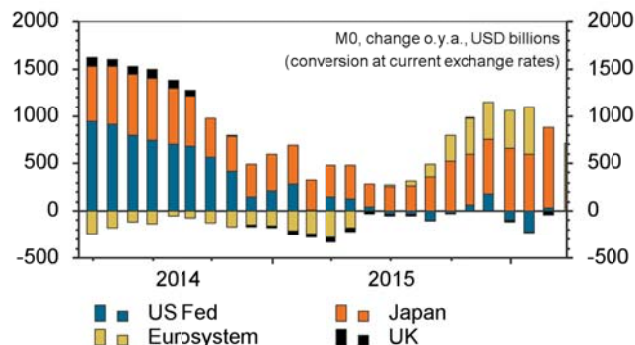
Fonte: OCSE, Thomson Reuters-Datastream Charting

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



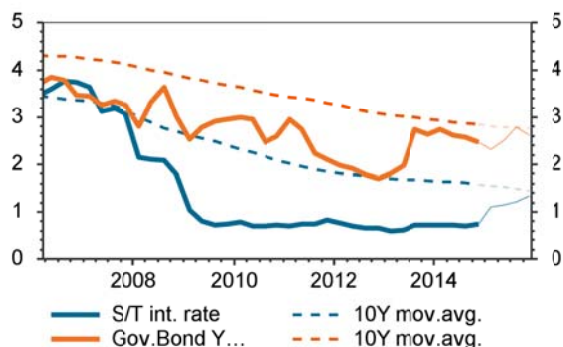
Fonte: dati e stime del FMI, via Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. H – Base monetaria, G-3 (variazione, miliardi di USD)



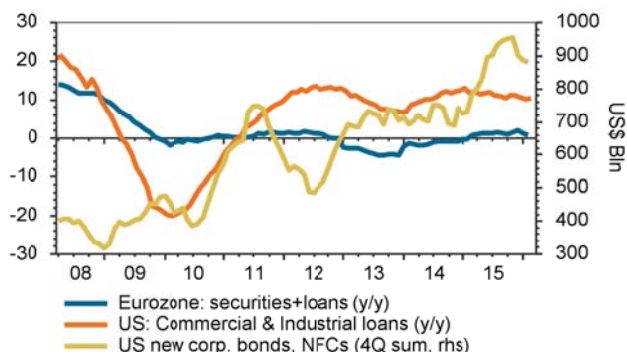
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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

	2013	2014	2015	2016	2017
Stati Uniti	1.5	2.4	2.4	2.2	2.3
Giappone	1.4	-0.1	0.5	0.5	0.8
Area euro	-0.2	0.9	1.5	1.5	1.6
Europa Orientale	1.8	1.3	-0.6	0.8	2.1
America Latina	2.5	1.0	-0.6	-0.8	1.7
OPEC	2.3	2.6	1.5	1.6	3.1
Asia Orientale	6.1	6.3	6.0	5.8	6.0
Africa	3.1	4.1	3.3	3.2	4.0
Crescita mondiale	3.3	3.4	3.1	3.1	3.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Petrolio: scorte mondiali in espansione

Gli ultimi dati pubblicati suggeriscono fondamentali di domanda e offerta ancora molto deboli, con scorte in rialzo. Nel nostro scenario di base escludiamo le ipotesi di un taglio coordinato della produzione da parte dei membri OPEC e di un accordo con altri produttori esterni al gruppo per ridurre l'offerta mondiale. Di conseguenza, prevediamo che i prezzi del greggio rimarranno bassi ancora a lungo: condizione necessaria per riequilibrare il mercato.

Daniela Corsini

### Fondamentali di domanda e offerta ancora molto deboli

Gli ultimi dati disponibili a inizio marzo e 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 persistente eccesso di offerta, caratterizzato da scorte in aumento ancora per vari trimestri a causa della lentezza del processo di ribilanciamento in atto sul mercato mondiale del petrolio.

Le ultime stime formulate dai tre principali previsori indicano fondamentali di domanda e offerta ancora molto deboli a causa di vari fattori, fra cui la resilienza della produzione mondiale ai bassi prezzi e il ritorno sul mercato del petrolio iraniano. Inoltre, anche i dati poco brillanti registrati nei mesi scorsi negli Stati Uniti e in Cina hanno portato a rivedere al ribasso le stime di consumo mondiale. In particolare, l'attuale surplus di offerta dovrebbe rimanere in media superiore a 1,5 mb/d nella prima metà dell'anno, per poi ridursi significativamente attorno a 0,2 mb/d nel secondo semestre. Tuttavia, per parlare di mercati bilanciati sarà necessario attendere almeno metà 2017.

Attualmente, per i prossimi due anni si prevede una domanda globale in espansione, ma ad un ritmo ben inferiore rispetto a quanto registrato nel 2015. In media i tre principali previsori prevedono che i consumi possano attestarsi a 94,9 mb/g per il 2016, in aumento di 1,2 mb/g rispetto al 2015, e l'EIA, unica agenzia a pubblicare stime per il 2017, ritiene che la domanda possa crescere di ulteriori 1,2 mb/g a 96,0 mb/g.

A partire dal 2016, per la prima volta dal 2008, l'offerta non-OPEC è attesa in calo. La produzione è stimata in media a 56,8 mb/g per il 2016, in calo di 0,6 mb/g rispetto al 2015, e secondo l'EIA dovrebbe diminuire di 0,5 mb/g sino a 56,7 mb/g nel 2017. In entrambi gli anni, il calo più ampio dovrebbe essere registrato dall'offerta di greggio statunitense. Infatti, la produzione di shale oil è caratterizzata da tassi di rendimento in veloce declino dopo il primo anno di vita del pozzo e di conseguenza gli orizzonti di investimento in questi depositi sono molto più brevi rispetto ai giacimenti convenzionali. Al di fuori degli Stati Uniti, i risultati dei tagli agli investimenti in offerta non-OPEC dovrebbero diventare evidenti solo dopo il 2017, data la minore flessibilità di sviluppo dei progetti di estrazione nel breve periodo.

Data l'attesa di domanda mondiale in aumento e offerta non-OPEC in calo, nel 2016 e 2017 la *call on OPEC crude*, ovvero la quantità di petrolio che i membri del gruppo dovrebbero fornire per bilanciare i mercati, è prevista in media a 31,4 mb/g nel 2016, in crescita di 1,5 mb/g rispetto al 2015, e secondo l'EIA dovrebbe raggiungere 32,1 mb/g nel 2017, in ulteriore crescita di 1,4 mb/g. A fine 2017 la *call on OPEC crude* risulterebbe quindi complessivamente superiore all'attuale target cumulato di produzione (31,5 mb/g) e circa in linea con la produzione effettiva attuale.

Le scorte mondiali di greggio e prodotti derivati dovrebbero continuare a crescere: +1,6 mb/g nel 2016 e +0,6 mb/g nel 2017 secondo stime EIA. Questo dato potrebbe diventare ancora più preoccupante nell'ipotesi di una crescita economica mondiale meno brillante delle attese. In particolare, sono da monitorare con attenzione le condizioni macroeconomiche nei paesi non-



## Scenario Macroeconomico

Marzo 2016

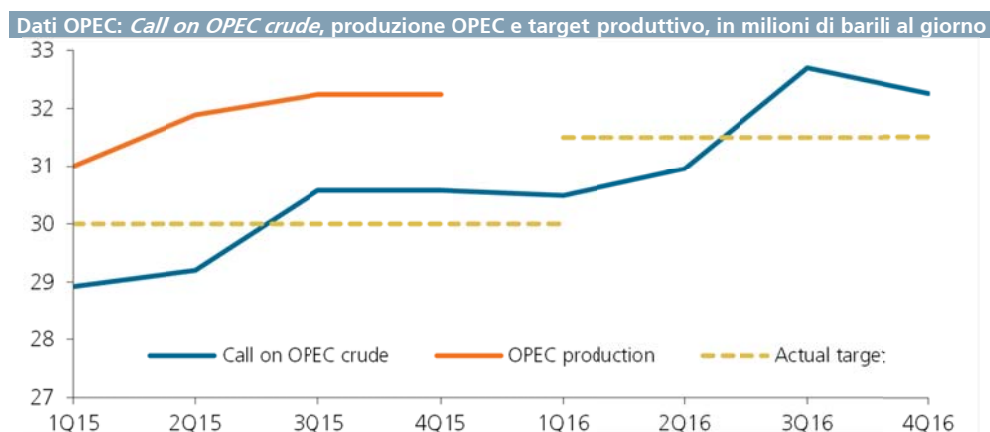
OCSE, che assorbiranno la quasi totalità dei volumi aggiuntivi richiesti sul mercato per la crescita attesa dei consumi domestici di idrocarburi.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2016				
Stime pubblicate all'11 marzo 2016, in milioni di barili al giorno	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC crude"
OPEC	94.2	56.3	6.3	31.6
vs. 2015	1.3	-0.7	0.2	1.8
IEA	95.6	57.0	6.8	31.8
vs. 2015	1.2	-0.7	0.2	1.6
EIA	94.8	57.2	6.9	30.7
vs. 2015	1.1	-0.4	0.3	1.2

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

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'EIA per l'anno 2017				
Stime pubblicate all'11 marzo 2016, in milioni di barili al giorno	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	Call on OPEC crude
EIA	96.0	56.7	7.2	32.1
vs. 2016	1.2	-0.5	0.3	1.4

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



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati OPEC

Alla luce di queste stime di domanda, offerta e scorte mondiali, escludiamo le ipotesi di un taglio coordinato della produzione da parte dei membri OPEC e di un accordo con altri produttori esterni al gruppo per ridurre l'offerta mondiale. Infatti, di simili interventi beneficerebbero principalmente i produttori esterni al gruppo, che recupererebbero velocemente quote di mercato. Inoltre, anche da un punto di vista meramente politico, la coordinazione interna all'OPEC resta difficilissima, data la volontà iraniana di aumentare i volumi esportati e recuperare la propria quota di mercato dopo anni di dure sanzioni e il deterioramento dei conti pubblici innescato dal crollo delle quotazioni che ha colpito tutti i produttori.

Di conseguenza, i prezzi del greggio rimarranno bassi ancora a lungo: condizione dolorosa (per i produttori), ma necessaria per riequilibrare il mercato. Le basse quotazioni dovrebbero favorire la crescita di domanda mondiale, anche rallentando i processi di sostituzione e risparmio energetico in corso, e ridurrebbero l'offerta da parte dei produttori con i maggiori costi marginali di produzione, portando ad una lenta, ma progressiva erosione del surplus di offerta.

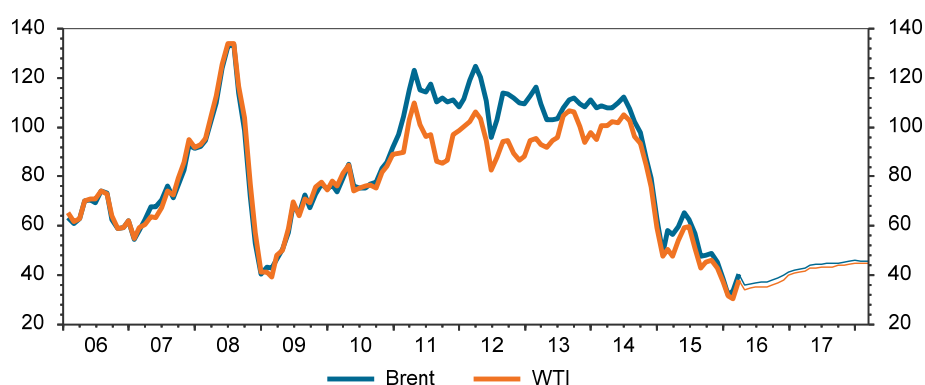
## Previsioni

Le nostre previsioni di prezzo sono state formulate sulla base del nostro scenario macroeconomico di riferimento e delle stime dei fondamentali di domanda e offerta, su cui pesano le incognite legate alla lentezza del processo di aggiustamento e all'ampiezza delle future esportazioni iraniane. Attualmente, ci attendiamo che i prossimi mesi saranno caratterizzati da un'elevata volatilità. La complessiva fragilità dei fondamentali giustifica ancora la previsione di una persistente debolezza nei prezzi, che si protrarrà ancora più a lungo di quanto stimato in precedenza a causa della dinamica dell'offerta, oltre che del deludente ritmo di crescita della domanda mondiale.

Nel corso dei prossimi due anni i fondamentali di domanda e offerta dovrebbero diventare più tesi, alimentando quindi un moderato recupero delle quotazioni, ma riteniamo che solo nella seconda metà del 2017 si potrà parlare di mercati bilanciati.

Ci attendiamo che il Brent scambierà nel 2° trimestre in media sui 36,5 dollari al barile e il WTI in media sui 34,7 dollari. Per entrambe le qualità, ci attendiamo un moderato recupero delle quotazioni nel corso dell'anno sino ad una media di circa 40 dollari per il Brent e di circa 38 dollari per il WTI nell'ultimo trimestre del 2016.

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



Fonte: stime formulate da Intesa Sanpaolo. Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio Brent							
All'11.03.2016	1T16	2T16	3T16	4T16	2016	2017	2018
Stima	33,2	36,5	37,5	40,0	36,8	44,3	49,2
Mediana Bloomberg	34,0	37,5	43,0	45,5	36,7	53,5	62,0
Contratti Forward	35,4	42,6	43,9	45,0	41,8	47,1	49,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI							
All'11.03.2016	1T16	2T16	3T16	4T16	2016	2017	2018
Stima	31,4	34,7	35,6	38,3	35,0	43,1	48,2
Mediana Bloomberg	33,0	36,0	42,0	45,5	39,5	52,3	60,0
Contratti Forward	33,9	42,5	43,9	44,6	41,3	46,0	47,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Stati Uniti: "R" sta sempre per ripresa, non recessione

Giovanna Mossetti

A inizio 2016, **dati macroeconomici** deboli e aumento della **restrizione finanziaria** avevano indotto il mercato a temere che la ripresa americana fosse in procinto di deragliare. La nostra valutazione dei fondamentali macroeconomici è sempre rimasta positiva, con uno scenario centrale di crescita moderatamente al di sopra del potenziale (2,2% nel 2016). Il modesto rallentamento previsto rispetto al 2,4% del 2015 è dovuto in gran parte al trascinamento debole dalla fine dello scorso anno, oltre che dalla debolezza del commercio internazionale. L'espansione guidata dalla domanda domestica rimane intatta e, a nostro avviso, solida.

Sulla base dei **dati e dei fondamentali macro**, la **valutazione della ripresa resta positiva**, con uno scenario centrale di crescita moderatamente al di sopra del potenziale, sempre trainata dalla domanda domestica, in particolare consumi e investimenti residenziali. **I maggiori rischi per il 2016 provengono dall'economia e dai mercati globali**. La natura esogena e finanziaria dei rischi per il ciclo USA ha però un lato positivo: la Fed ha spazio per rallentare il sentiero dei rialzi e contrastare attivamente la restrizione delle condizioni finanziarie. Resta vero che le riprese non muoiono di vecchiaia e la Fed è in grado di reagire a eventi avversi, in assenza di squilibri dell'economia reale. Pertanto, l'evoluzione dei rischi potrebbe modificare ancora il sentiero della politica monetaria, ma molto più difficilmente invertire il sentiero della ripresa economica.

**1. Condizioni finanziarie.** Gli shock allo scenario da inizio 2016 sono stati violenti: calo del prezzo del **petrolio** (-29% tra 31/12 e 15/2), apprezzamento del **dollaro** (cambio effettivo, +2,7% dal 31/12 a 20/1), correzione dei **mercati azionari** americani (-10,5% fra 31/12 e 15/2) ampio, anche se più contenuto che altrove. Questi shock ora sono in gran parte rientrati (v. figg. 1-3): il cambio effettivo del dollaro è calato di -1,3% rispetto al 31/12, il WTI è sui livelli di fine 2015 (intorno a 37\$/bl), i mercati azionari sono risaliti (-1,3% rispetto al 31/12) gli azionari. Questi movimenti sono riassunti dall'andamento dell'indice di stress finanziario stimato dalla Cleveland Fed: da gennaio il trend è stato di rapido aumento dell'indice, fino a oltre 1,8 a metà febbraio, seguito da una svolta e un rientro verso 1,5 a metà marzo (v. fig. 1).

Le condizioni finanziarie rimarranno nel mirino del FOMC nei prossimi mesi, mentre valuta i tempi del prossimo rialzo. Un calo del **prezzo del petrolio** ha un effetto netto modestamente positivo sulla crescita americana, anche tenendo conto del freno esercitato sul settore estrattivo, e rallenta il rialzo dell'inflazione. L'apprezzamento del **dollaro** invece esercita un effetto di freno "netto" attraverso il canale estero e gli utili delle imprese, anche se può contribuire a ritardare i rialzi Fed con un meccanismo di "autocorrezione". Una correzione del **mercato azionario** esercita un freno alla crescita attraverso il calo della ricchezza finanziaria delle famiglie (come nell'estate 2015). **Significative variazioni di queste variabili potrebbero tornare a influenzare le decisioni della Fed**: la flessibilità della *guidance* permette al FOMC di rispondere a variabili esogene, salvaguardando la ripresa.

**2. Scenario macroeconomico.** Il periodo fra fine 2015 e inizio 2016 è stato contrassegnato da dati deludenti (v. fig. 1), con un rallentamento della **crescita del PIL** a 1% t/t ann. nel 4° trimestre. I dati non sono stati però omogeneamente deboli: il **mercato del lavoro** ha continuato a registrare una performance straordinariamente solida, sostenendo consumi e costruzioni residenziali. I dati macro da febbraio in poi hanno invece sorpreso verso l'alto (v. fig. 3), dando informazioni **in linea con una crescita moderata**, al di sopra del potenziale, guidata dalla domanda domestica.

**Consumi.** La spesa delle famiglie è sostenuta da molte forze positive: mercato del lavoro al pieno impiego, crescita dell'occupazione, ricchezza netta solida, calo del prezzo della benzina. Il risparmio delle famiglie si sta stabilizzando al di sopra del 5% e la fiducia è su livelli elevati. La previsione è di crescita dei consumi del 2,7% nel 2016 e del 2,5% nel 2017.

**Investimenti residenziali.** La spesa nel settore ha dato un contributo di 0,3pp alla crescita nel 2015 e dovrebbe contribuire in misura analoga nel 2016 (v. fig. 7). Cantieri, spesa in costruzioni e vendite di unità nuove ed esistenti si mantengono su trend moderatamente positivi. Gli investimenti nel settore dovrebbero crescere dell'8,5% nel 2016 e del 7,1% nel 2017.

**Investimenti fissi non residenziali.** Il settore ha segnato una contrazione a fine 2015, con una correzione dei macchinari che si è aggiunta al costante calo del comparto strutture, sempre schiacciato dal settore estrattivo. I dati di inizio 2016 sono modestamente positivi, con una ripresa di ordini e consegne e miglioramento delle aspettative a 6 mesi delle indagini del manifatturiero. La dinamica annua dovrebbe restare contenuta (**2% nel 2016, 4,4% nel 2017**) mentre si esaurisce il freno del settore energetico.

**Scorte.** Le scorte hanno sottratto in media -0,6pp nel 2° semestre 2015 e dovrebbero dare un modesto contributo negativo nel 2016. I primi dati del 2016 mostrano maggiore adeguatezza dei magazzini agli obiettivi delle imprese e limitano i rischi collegati a questa voce.

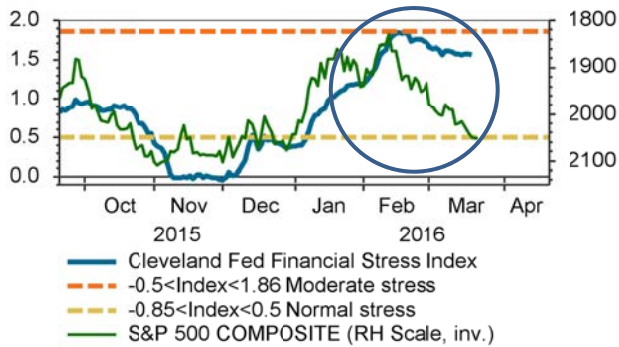
**Canale estero.** La debolezza del commercio internazionale prosegue: le esportazioni nette dovrebbero essere un freno alla crescita nel 2016 (-0,3pp), meno ampio che nel 2015 (-0,6pp), con una graduale ripresa dei flussi di importazioni ed esportazioni, soprattutto nel 2017.

**3. Politica monetaria. I tassi sono in pausa temporanea, ma restano su un sentiero di gradual rialzi**, modulati in base all'evoluzione di dati e condizioni finanziarie. La Fed ha confermato che **la politica monetaria è dipendente dai dati** e che la *guidance* in questa fase del ciclo può essere solo indicativa, perché lo scenario è intrinsecamente incerto: le proiezioni del grafico a punti sono le migliori previsioni possibili, ma non sono "un piano predeterminato, un impegno o una promessa". La **pausa dei tassi a marzo** è avvenuta senza un giudizio esplicito dei rischi anche se il comunicato afferma che "gli sviluppi economici e finanziari globali continuano a porre rischi". Lo **scenario centrale rimane positivo**, con crescita vicina al potenziale, disoccupazione in calo e inflazione in graduale rialzo. Pertanto il sentiero dei tassi rimane verso l'alto, con una proiezione mediana di 2 rialzi nel 2016, 4 nel 2017 e 5 nel 2018. La gestione della politica monetaria nel 2016 conferma che la Fed farà da ammortizzatore in questo ciclo, adeguandosi all'evoluzione dei dati e sostenendo la ripresa, anche a rischio di avere inflazione sopra il target ed eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

Previsioni	2015	2016	2017	2015			2016			2017	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (US\$ 1996,a/a)	2.4	2.2	2.3	2.7	2.1	1.9	2.3	1.9	2.0	2.4	2.4
- trim./trim. annualizzato				3.9	2.0	1.0	2.4	2.3	2.2	2.4	2.4
Consumi privati	3.1	2.6	2.5	3.6	3.0	2.0	2.7	2.7	2.3	2.7	2.6
IFL - privati non residenziali	2.9	2.0	4.4	4.1	2.6	-1.9	1.2	3.5	4.5	4.5	4.7
IFL - privati residenziali	8.7	8.5	7.1	9.4	8.2	7.9	8.6	9.8	8.2	6.2	6.2
Consumi e inv. pubblici	0.7	0.7	0.5	2.6	1.8	-0.1	0.4	0.7	0.7	0.7	0.3
Esportazioni	1.1	1.5	3.8	5.1	0.7	-2.7	2.5	2.6	2.8	3.0	4.5
Importazioni	4.9	2.9	3.8	3.0	2.3	-0.6	4.2	4.1	3.8	4.0	3.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.7	-2.5	-2.3	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
Deficit Federale (% PIL)	-3.5	-3.3	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	124.7	124.6	123.3								
CPI (a/a)	0.1	1.2	2.4	0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.3	1.5	1.9
Produzione Industriale (a/a)	1.3	0.8	3.1	-2.1	2.5	-3.2	0.4	3.1	2.4	3.8	3.4
Disoccupazione (%)	5.3	4.8	4.7	5.4	5.2	5.0	4.9	4.8	4.8	4.7	4.8
Federal Funds (%)	0.26	0.66	1.38	0.25	0.25	0.29	0.50	0.54	0.75	0.83	1.00
Cambio effettivo (1973=100)	91.1	93.8	89.0	89.9	91.7	93.1	93.3	94.6	94.7	92.6	90.6

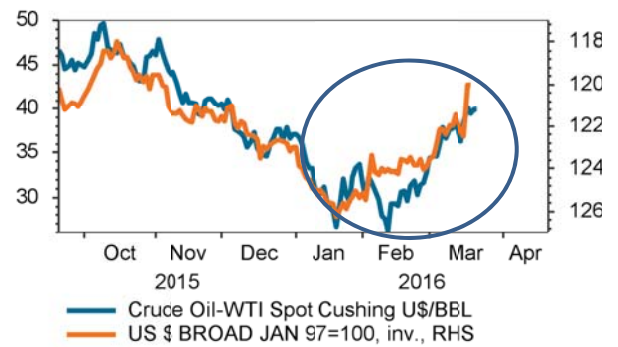
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Condizioni finanziarie: il peggio è passato?



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 2 – Dollaro stabile e petrolio in rialzo: risale la probabilità di raggiungere il 2% di inflazione



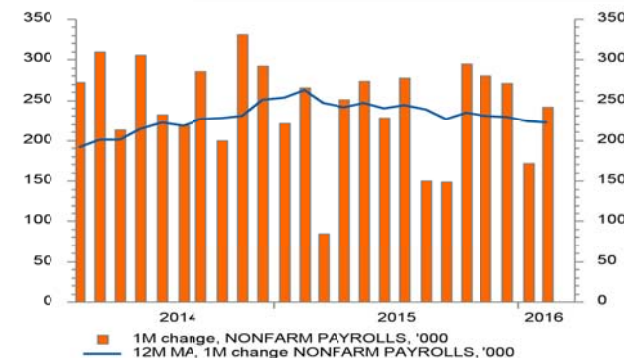
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 3 – Anche le sorprese non sono più a senso unico



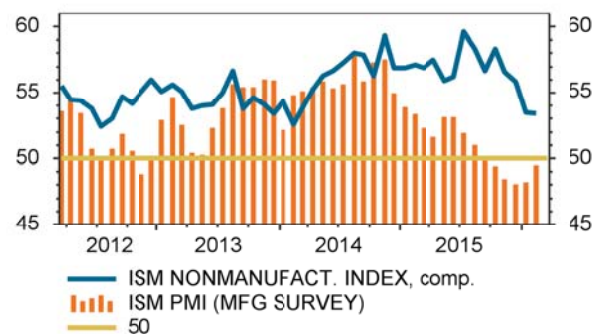
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 – Occupati non agricoli ancora in forte crescita



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 5 – I servizi continuano a espandersi, il manifatturiero ha smesso di contrarsi



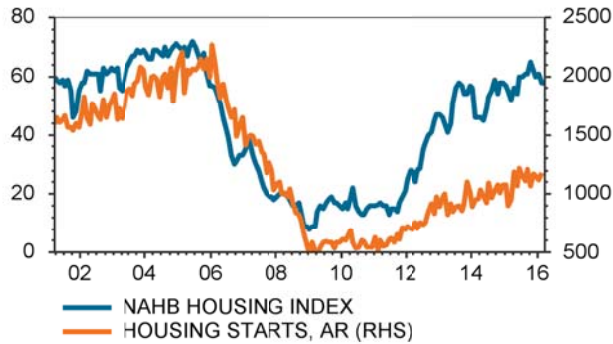
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Le famiglie restano ottimiste



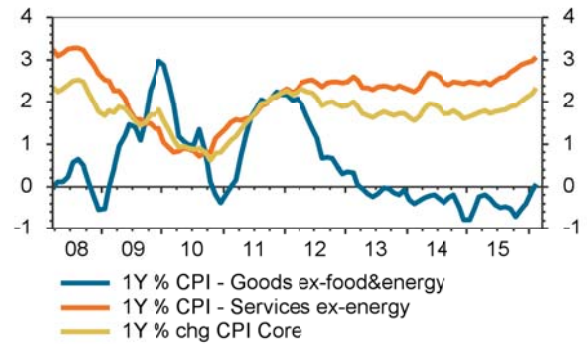
Nota: dati in mln. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Nuovi cantieri e fiducia dei costruttori



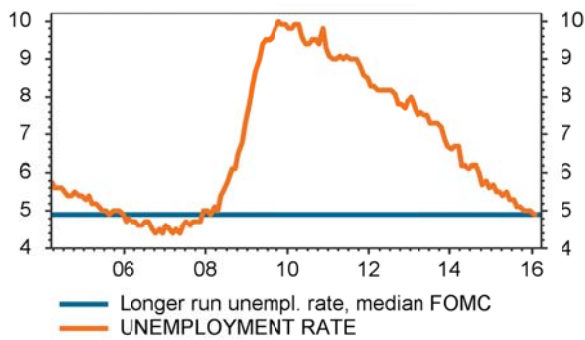
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 8 – Inflazione in ripresa



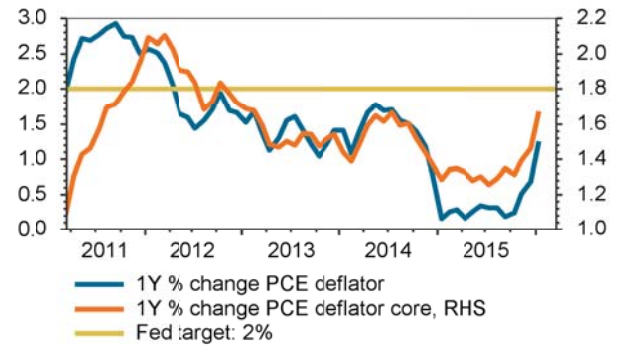
Fonte: Census Bureau

Fig. 9 - Il pieno impiego è qui...



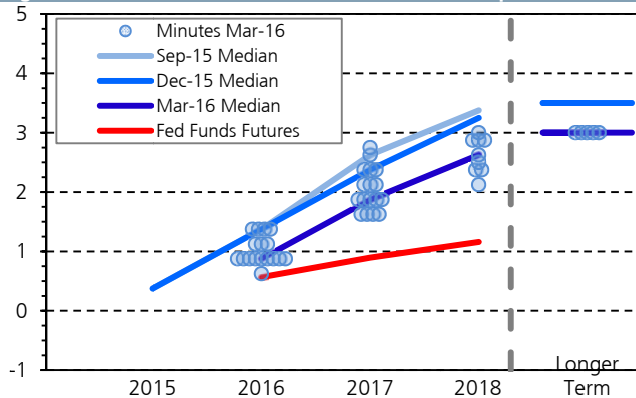
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 – ... e l'inflazione non è così lontana dal 2%



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 11 - Proiezioni dei tassi: FOMC e mercato sempre lontani



Fonte: Bloomberg, dati al 16/3/2016

Proiezioni macroeconomiche Fed – marzo 2016

Variabile	Mediana			Lungo term.
	2016	2017	2018	
<b>PIL reale</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
proiezione dicembre	2.4	2.2	2.0	2.0
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>4.7</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>
proiezione dicembre	4.7	4.7	4.7	4.9
<b>Deflatore consumi</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
proiezione dicembre	1.6	1.9	2.0	2.0
<b>Deflatore consumi core</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	
proiezione dicembre	1.6	1.9	2.0	
<i>per memoria:</i>				
Proiezioni Sentiero dei tassi appropriato				
<b>Tasso fed funds</b>	<b>0.9</b>	<b>1.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>
proiezione dicembre	1.4	2.4	3.3	3.5

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

## Area euro: si cresce ma non si accelera

Anna Maria Grimaldi

- La fase di espansione della zona euro prosegue ma è più debole di quello che ci aspettavamo tre mesi fa. Nel 2016 la crescita si stabilizzerà all'1,5%. L'impatto del rallentamento della domanda dagli emergenti sarà controbilanciato dalla dinamica di consumi e investimenti in costruzioni residenziali. La crescita è attesa accelerare nel 2017 all'1,7%, grazie al recupero atteso della domanda estera e all'effetto ritardato delle misure BCE.
- 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 acquirerà velocità principalmente in Italia (1,2% da 0,6% del 2015). La Germania viaggerà allo stesso ritmo del 2015 (1,7%), in Francia, ci aspettiamo che la crescita salga dall'1,1% del 2015 a 1,3%.
- I rischi per lo scenario sono ancora verso il basso e derivano dall'elevato grado di incertezza del contesto internazionale, che potrebbe pesare non solo sull'export ma anche sui piani di investimento. Le elezioni in Germania sottolineano che i venti populisti sono ormai comuni a molti paesi. L'instabilità politica potrebbe aumentare nei prossimi mesi, dato il fitto calendario: elezioni regionali in Italia (maggio), referendum su Brexit (23 giugno), elezioni in Spagna (26 giugno).
- La politica fiscale offrirà un supporto assai contenuto alla crescita nel 2016 (0,2% del PIL). Ma è probabile che nel delicato scenario geopolitico attuale la Commissione accordi nei fatti la massima flessibilità possibile nella gestione delle finanze pubbliche.
- Le continue sorprese verso il basso dal prezzo del petrolio e le attese di modesta risalita riducono le nostre stime di inflazione a 0,2% nel 2016 e all'1,4% nel 2017. La dinamica inflazionistica rimane interamente dipendente dalla risposta dell'inflazione sottostante (all'1,4% a fine 2017) alla chiusura dell'output gap. I rischi di effetti di seconda battuta dall'energia e dal permanere delle attese di prezzo su livelli bassi non sono trascurabili.
- Le nuove misure annunciate dalla BCE a marzo potrebbero generare un ulteriore aumento dell'attivo di quasi 2000 miliardi. Pensiamo, quindi, che il Consiglio si prenderà una pausa per valutare gli sviluppi ciclici e l'effetto degli interventi dell'ultimo anno. Inoltre, alcune misure annunciate devono ancora essere attivate. La BCE mantiene un forte *easing bias* e non escludiamo nuove misure nel caso di sorprese negative da crescita e inflazione.

Previsioni	2015	2016	2017	2015				2016				2017
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.7	1.7	
- t/t				0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	
Consumi privati	1.7	1.9	1.9	0.3	0.5	0.2	0.6	0.6	0.5	0.4	0.6	
Investimenti fissi	2.6	2.8	2.9	0.1	0.4	1.3	0.2	0.8	0.8	0.6	0.7	
Consumi pubblici	1.3	1.6	1.2	0.3	0.3	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	
Esportazioni	4.9	2.9	3.7	1.7	0.2	0.2	0.5	1.0	1.1	1.3	0.8	
Importazioni	5.6	5.0	4.8	1.0	1.2	0.9	1.5	1.5	0.9	1.1	1.6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.4	0.1	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.2	
Partite correnti (% PIL)	3.0	3.3	2.6	3.1	3.0	3.0	3.7	3.4	3.1	3.0	3.0	
Deficit pubblico (% PIL)	-2.1	-2.2	-1.9									
Debito pubblico (% PIL)	93.5	92.7	91.4									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.0	0.2	1.4	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.6	1.4	
Produzione industriale (a/a)	1.5	2.6	1.8	0.1	0.2	0.4	1.7	0.4	0.3	-0.2	0.3	
Disoccupazione (ILO, %)	10.9	10.1	9.6	11.0	10.7	10.5	10.3	10.2	10.1	9.9	9.8	
Euribor 3 mesi	-0.02	-0.27	-0.28	-0.01	-0.03	-0.09	-0.18	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	
EUR/USD	1.11	1.08	1.15	1.10	1.11	1.10	1.10	1.08	1.07	1.09	1.12	

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

## La domanda interna sostiene la ripresa

Il PIL area euro ha deluso a fine 2015 per effetto del rallentamento dell'export in tutta l'area. L'uscita più debole del previsto dallo scorso anno e la debolezza, più accentuata rispetto alle nostre previsioni di tre mesi fa, della domanda internazionale riducono le nostre previsioni per l'anno in corso da 1,7% a 1,5%. L'accelerazione della fase di espansione al di sopra del potenziale è rimandata al 2017. Nell'anno in corso la crescita sarà sostenuta ancora da **un mix di fattori esogeni** assai favorevoli:

- 1) dal **calo del prezzo del petrolio**, che si è rivelato **più accentuato rispetto alle nostre previsioni di tre mesi fa**. In media 2016, ci aspettiamo una riduzione del 25% dopo il -47% del 2015. Nel 2017 prevediamo un aumento del prezzo del petrolio di soli 4\$ a barile. L'effetto di supporto dal calo del prezzo del greggio sulla dinamica del reddito disponibile di famiglie e imprese sarà di **circa 0,5-0,6% anche nel 2016**;
- 2) la **domanda mondiale** resterà fiacca fino all'estate quando dovrebbe poi vedersi una graduale riaccelerazione. Nel 2017, la domanda estera rivolta all'area euro dovrebbe crescere del 5%, dal 3,4% del 2016;
- 3) prevediamo ancora che il **tasso di cambio** effettivo rimanga circa stabile nel 2016 (si è deprezzato a inizio anno) dopo il calo del 9% nel 2015, il cui effetto residuale sulla crescita del PIL area euro dovrebbe essere di +0,2% nei mesi primaverili, dato l'usuale ritardo con cui si trasmette lo shock (12-18 mesi).

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

- 1) Le misure di **politica monetaria** non convenzionali adottate dalla BCE tra dicembre e marzo dovrebbero potenziare sensibilmente lo stimolo monetario. Le modifiche dell'APP (estensione temporale, allargamento ai corporate e aumento dei volumi insieme alla politica di reinvestimento) determineranno un aumento del portafoglio titoli di circa 1000 miliardi. Inoltre le nuove operazioni di rifinanziamento quadriennali hanno già avuto effetto sulle condizioni di finanziamento delle banche e riducono la sfiducia sulla solidità del settore bancario. A dicembre scorso la BCE stimava che l'impatto degli acquisti titoli era all'incirca di 1,1% punti di PIL su tre anni, **con le misure di marzo l'effetto nel 2016-17 potrebbe salire a 0,4% all'anno**;
- 2) La **politica fiscale** sarà solo moderatamente espansiva. La flessibilità concessa da Bruxelles, in parte per fronteggiare il forte afflusso di rifugiati (0,25% all'anno in Germania), consentirà un allentamento del saldo strutturale di 0,3% del PIL. Si tratta di un cambio di marcia significativo rispetto al 2011-2014, quando la correzione fiscale è stata in media di 1,0% di PIL all'anno. Non escludiamo che *ex-post* il peggioramento dei saldi di bilancio strutturale possa essere più ampio rispetto alle stime d'inverno della Commissione, in parte per arginare la deriva verso posizioni populiste.

Sull'orizzonte di previsione, la **crescita** sarà ancora trainata dalla dinamica della domanda interna, mentre il commercio estero dovrebbe sottrarre lo 0,6% alla crescita. Le esportazioni sono attese in crescita del 3,3% nel 2016 dopo il 4,8% del 2015 (in parte per effetto del rallentamento a ridosso di fine anno), mentre le importazioni cresceranno del 4,7%. La domanda domestica è attesa accelerare al 2,0%, dall'1,7% del 2015. I **consumi delle famiglie** continueranno a crescere a ritmi pre-crisi accelerando a 1,9% dall'1,7% del 2015 grazie a un ritmo più vivace anche nella periferia. I consumi sono ancora sostenuti dal calo del prezzo del petrolio (+0,5% v. Fig. 3), 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%<sup>1</sup> del 2015 (v. Fig. 7), dall'inflazione ancora

<sup>1</sup> Per il momento, l'accelerazione dei salari negoziali è spiegata quasi interamente dalla Germania.

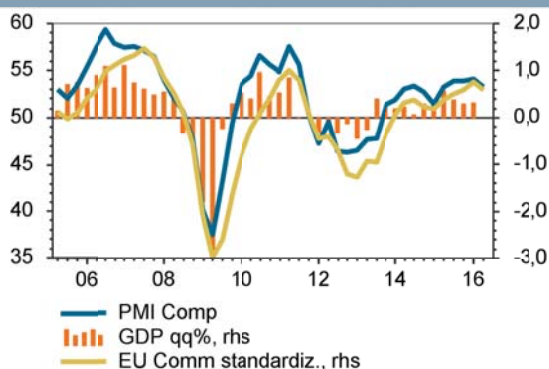


vicina a zero nel 2016 e attesa solo in modesta risalita. Il **tasso di risparmio potrebbe calare solo marginalmente al 12,7% dal 12,9% di quest'anno.**

Gli **investimenti in macchinari** rimangono l'anello debole di questa ripresa, anche se a fine 2015 si è vista un'accelerazione a +1,1% t/t dopo l'andamento quasi stagnante dei mesi centrali dell'anno. Le nostre stime incorporano una crescita media di 0,9% t/t da qui a fine 2017 (su base annua nel 2016 la crescita è vista al 3,4% da 3,9% del 2015 per un effetto base sfavorevole a inizio anno). L'utilizzo della capacità produttiva è ormai al di sopra della media degli ultimi dieci anni (v. Fig. 8). L'ultima indagine della Commissione aveva segnalato un aumento della spesa per ampliamento (v. Fig. 9). Le condizioni al credito e di finanziamento sono di supporto (v. Figg. 10 e 11) e dovrebbero migliorare ulteriormente grazie alle misure BCE di marzo. Tuttavia, il principale freno rimane l'incertezza politica (v. Fig. 12). Le indagini di fiducia segnalano un recupero delle **costruzioni residenziali** in quasi tutti i paesi. Le nostre stime sono di un'accelerazione al 2,2% nel 2016-17.

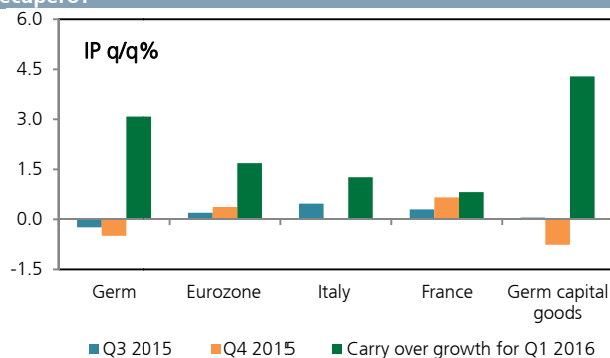
I **rischi per lo scenario sono ancora verso il basso**, nonostante la revisione di due decimi delle stime rispetto a tre mesi fa. I rischi derivano dall'elevato grado di incertezza sullo scenario internazionale e sulla stabilizzazione delle economie emergenti. Ma c'è anche un rischio politico da considerare. Dopo lo spostamento verso posizioni populiste in Portogallo e in Francia, anche in Germania le elezioni federali dello scorso 13 marzo hanno fatto emergere una deriva verso posizioni populiste e antieuropee. Nei prossimi mesi il calendario politico è fitto di eventi che potrebbero far aumentare l'instabilità politica: elezioni regionali in Italia (maggio), referendum su Brexit (23 giugno), e forse anche nuove elezioni in Spagna entro fine giugno. Rimane inoltre un'ampia divisione sulla gestione delle frontiere e la crisi dei rifugiati. Tuttavia, è difficile valutare se e in quale misura il realizzarsi dei rischi potrà influire sull'andamento economico dei prossimi mesi.

Fig. 1 – Indagini di fiducia di inizio anno indicano al meglio una crescita del PIL a +0,3% t/t



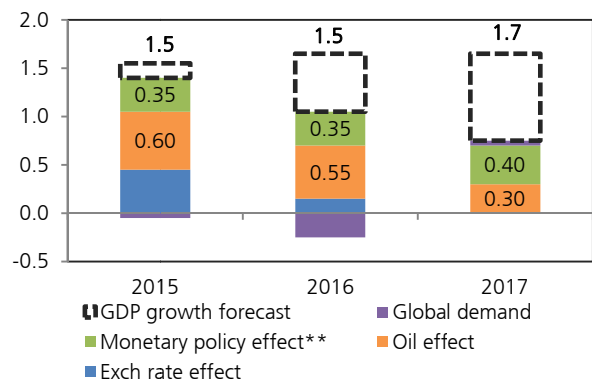
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Ma i dati di produzione industriale di gennaio indicano una crescita ben più solida. Rimbalzo temporaneo o vero recupero?



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La politica monetaria e il calo del prezzo del petrolio continueranno a spingere la crescita dell'Eurozona



Nota: effetto della QE sulla crescita 1,1% in 3 anni (Draghi, conferenza stampa di dicembre 2015) Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – Il calo di domanda dagli emergenti continuerà a frenare l'export

Quota export paese nel totale%	Export a/a %		Contributi per area a/a %		
	2015	2015	2016*	2015	2016e*
East. Europe	16.4	7.5	3.6	0.5	0.6
Asia ex Ch & JP	14.8	6.9	0.4	0.5	0.1
China	6.8	-1.0	-0.6	-0.1	0.0
OPEC	6.4	3.6	-9.4	0.2	-0.6
Latam	4.8	4.2	-7.5	0.3	-0.4
Russia	4.1	-29.2	-10.3	-2.0	-0.4
UK	13.0	8.9	5.1	0.6	0.7
US	12.4	16.1	-0.2	1.1	0.0
Nord Europe	6.3	2.9	4.3	0.2	0.3
JP	2.2	5.4	-2.7	0.4	-0.1
CD	1.2	11.0	0.6	0.7	0.0
Emerging	53.2	-1.3	-4.0	-0.5	-0.8
Advanced	35.1	8.9	1.4	3.0	0.9

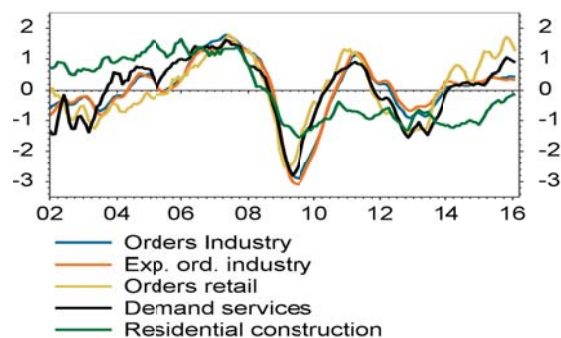
Nota: (\*) = dati di gennaio. Contributi alla crescita annua dell'export stimati sulla base della variazione dell'export a gennaio 2016  
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Le prospettive per il commercio estero nei prossimi mesi rimangono poco incoraggianti



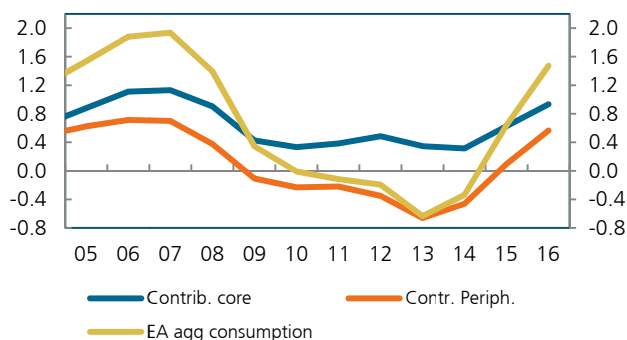
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La crescita dell'Eurozona rimarrà solida, grazie alla spinta da servizi, commercio al dettaglio e alla ripresa delle costruzioni residenziali



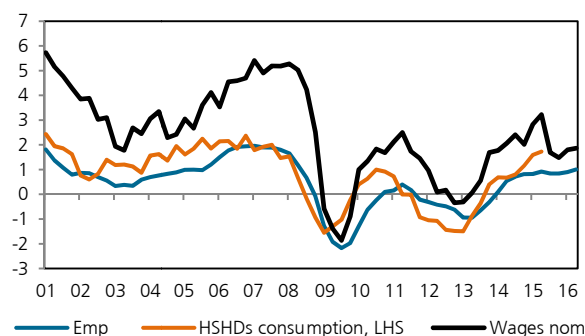
Nota: le serie sono in deviazione standard dalla MLT. Medie mobili a 3 mesi.  
Fonte: Thomson Reuters-Datstream-Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – I consumi delle famiglie avanzano a ritmi pre-crisi, grazie al ribasso del petrolio



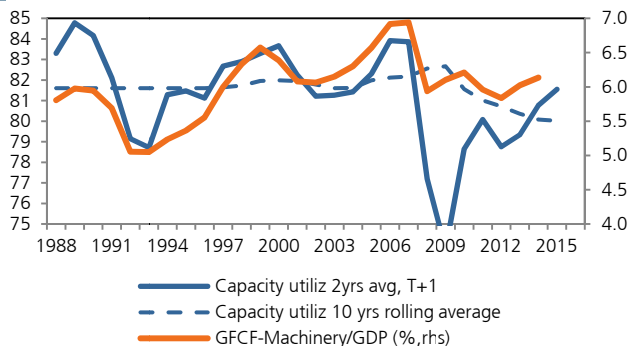
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Salari e occupazione stanno facendo da supporto



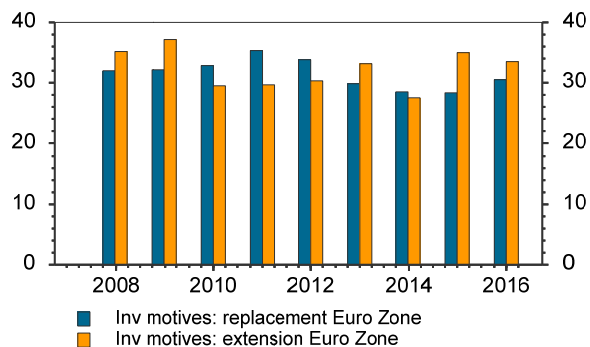
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Verso un ciclo di investimenti più vivace? Capacità produttiva al di sopra della media degli ultimi 10 anni



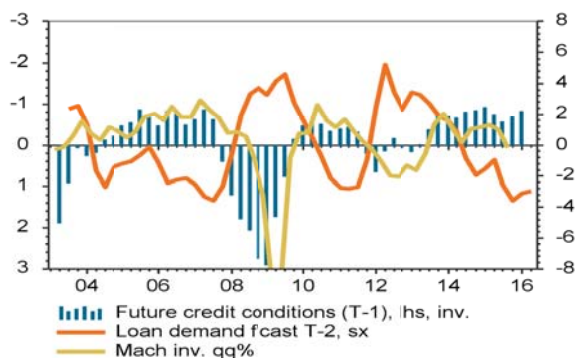
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – L'indagine della Commissione di fine 2015 segnalava un aumento della spesa per ampliamento



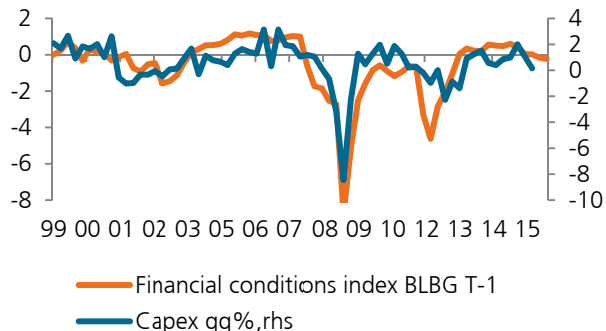
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Il miglioramento delle condizioni al credito e ...



Fonte: Bloomberg Eurostat Thomson Reuters

Fig. 11 – ...La stabilizzazione delle condizioni finanziarie post intervento BCE dovrebbero sostenere la spesa



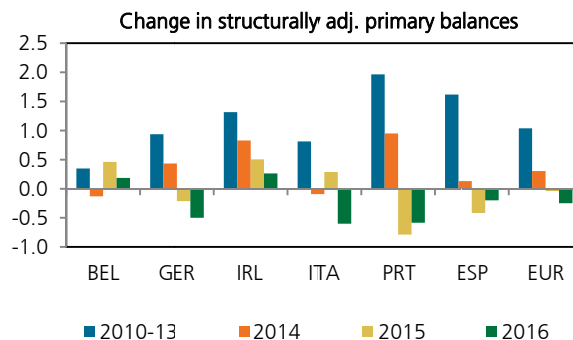
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – L'incertezza politica è il freno più importante per gli investimenti in macchinari



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – La politica fiscale sarà solo marginalmente espansiva nel 2016



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

## Inflazione: un bersaglio mobile

Anna Maria Grimaldi

Rispetto a tre mesi fa, abbiamo tagliato ancora le stime di inflazione: di quasi un punto per l'anno in corso, a 0,2%, e di due decimi nel 2017, all'1,4%. Ci aspettiamo che l'inflazione salga all'1,5% nel 2018, rimanendo quindi ancora lontana dal target BCE. Tuttavia, se il ciclo dovesse tenere e in assenza di effetti di seconda battuta, l'inflazione sottostante potrebbe risalire all'1,8-1,9%.

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 ormai in media un prezzo di 40 dollari al barile, 10 in meno rispetto a dicembre. Di riflesso il prezzo del greggio calerà di un altro 24% nell'anno in corso, dopo il -47% del 2015. Nei prossimi anni il prezzo del petrolio si aggirerà in media ancora al di sotto dei 50 dollari a barile. La previsione di cambio euro/dollaro è poco variata rispetto a tre mesi fa: 1,10 in media 2016 e in aumento a 1,17-1,20 nel 2017-18<sup>2</sup>. Con un prezzo del petrolio in euro ancora in marcato calo nella prima metà di quest'anno, l'energia continuerà a frenare la dinamica inflazionistica, che potrebbe rimanere vicina a zero o in territorio marginalmente negativo fino all'estate inoltrata. Dato il contributo modesto dall'energia anche dopo il 2016, il focus, anche della BCE (come segnalato da François Villeroy de Galhau della Banca di Francia) si sposta sull'inflazione *core* (v. Fig. 2) e su quanto rapidamente i prezzi sottostanti risponderanno al minor eccesso di offerta nell'economia. Il deprezzamento del cambio del 2015 si è già trasmesso in pieno ai prezzi all'importazione, ma ci vorranno ancora sei/nove mesi perché l'effetto residuale (+0,25%)<sup>3</sup> si trasferisca sui prezzi al consumo (v. Figg. 2 e 3). Il contributo del minor eccesso di offerta dovrebbe essere all'incirca di 0,2% su due anni (v. Fig. 5). Le nostre stime di crescita del PIL lasciano comunque l'*output gap* in territorio negativo a fine 2017 (-0,8% dal -1,8% stimato dalla Commissione UE per il 2015). Non si riscontrano, inoltre, pressioni dalla dinamica del costo del lavoro unitario. I salari negoziali nell'industria crescevano ancora dell'1,6% a/a nel 3° trimestre dello scorso anno. Tuttavia la dinamica del costo del lavoro dovrebbe rimanere vicina a 0,8-1,1% anche nel 2016-17. La crescita della produttività dovrebbe rimanere positiva (0,6% a/a), perché l'occupazione continuerà a crescere (1,0% nel 2016) meno del PIL. I rischi per la dinamica inflazionistica rimangono marginalmente verso il basso e derivano da prospettive cicliche incerte nonché da potenziali effetti di seconda battuta su attese di inflazione di medio periodo e dinamica di salari e prezzi interni. Le attese di inflazione di medio periodo continuano a calare: non soltanto le attese di mercato (v. Figg. 4 e 5) ma anche le attese di prezzo per i prossimi mesi derivate dalle indagini di fiducia (PMI e Commissione), nonché le attese a cinque anni dei previsori ufficiali dell'indagine BCE. Il pacchetto di misure annunciato dalla BCE a marzo dovrebbe contribuire a risollevare le attese di inflazione nel medio periodo ma per il momento l'effetto sulle attese di mercato implicite nei contatti a termine rimane risibile. La BCE, quindi, non potrà abbassare la guardia.

Tab. 1 – Previsioni di inflazione per Paese

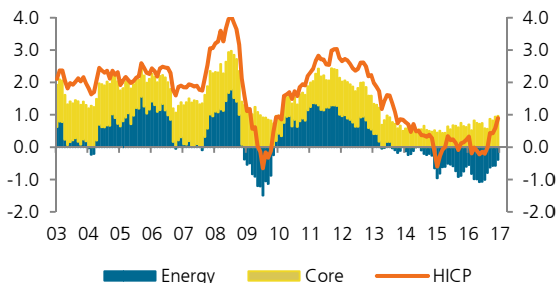
	GRC	CYP	FRA	PRT	IRL	BEL	FRA	EA	MLT	ESP	ITA	GER	NLD	AUT
2015	-1.1	-1.5	0.1	0.5	0.0	0.6	0.1	<b>0.0</b>	1.2	-0.6	0.1	0.1	0.2	0.8
2016e	-0.8	-1.3	0.3	-0.2	-0.2	1.1	0.3	<b>0.2</b>	1.1	-0.2	0.1	0.1	0.4	1.2
2017e	-1.8	0.4	1.2	1.0	1.2	1.4	1.2	<b>1.4</b>	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.9
2018e	-1.8	0.5	1.2	1.1	1.2	1.4	1.2	<b>1.5</b>	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.9

Nota: e stime Intesa Sanpaolo. Fonte: Eurostat

<sup>2</sup> 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.

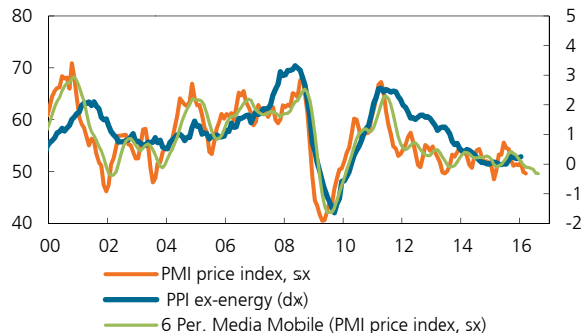
<sup>3</sup> Le elasticità standard suggeriscono che un deprezzamento del cambio del 5% si traduce in un aumento della dinamica inflazionistica in media di 0,3% dopo due anni.

Fig. 1 – Con le nuove previsioni per il prezzo del petrolio l'energia continuerà a frenare l'inflazione complessiva fino a inizio 2017



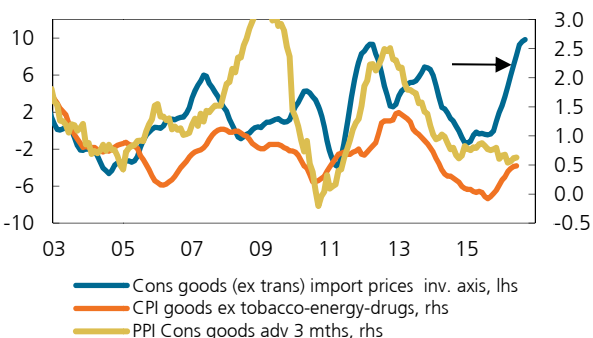
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Le pressioni ribassiste a monte della catena produttiva sembrano essersi stabilizzare



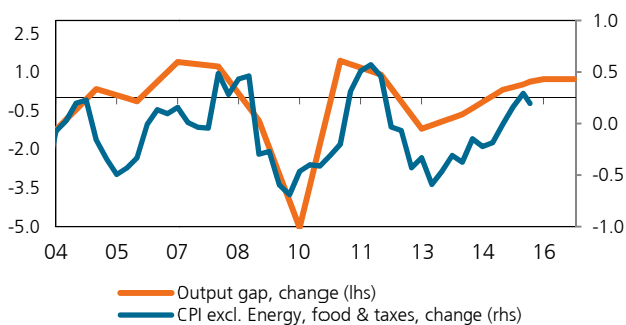
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



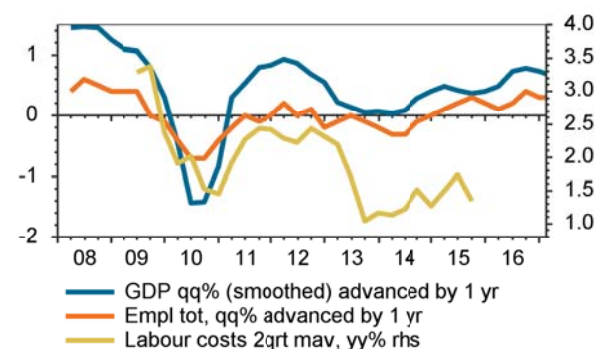
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Il focus si sposta sulla risposta dei prezzi interni alla chiusura dello slack nell'economia



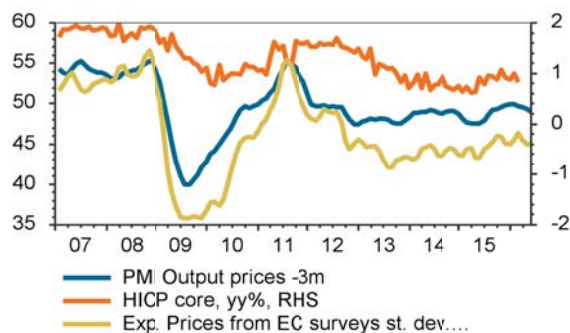
Fonte: OCSE (output gap), Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Limitate pressioni dal costo del lavoro unitario. La produttività continuerà a crescere sull'orizzonte di previsione



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

Fig. 6– Rischi di effetti di seconda battuta sulla dinamica di salari e prezzi interni al permanere delle attese di inflazioni su livelli bassi rispetto al target BCE



Nota: attese di prezzo derivate dalle indagini settoriali della Commissione UE, le serie sono in deviazioni standard dalla MLT e aggregate con i pesi nel valore aggiunto (industria, commercio al dettaglio, costruzioni e servizi). Un valore negativo delle attese indica che rimangono al di sotto della media storica. Fonte: Commissione UE (attese di prezzo, per industria, servizi e commercio a dettaglio) Eurostat (CPI core) Markit (PMI) BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo via Thomson Reuters-Datastream charting

## BCE: si fermerà il bazooka?

Anna Maria Grimaldi

Alla riunione di marzo, a soli tre mesi di distanza dal pacchetto di fine 2015, la BCE ha deciso con una "maggioranza schiacciante", secondo le parole del presidente Draghi, una serie di misure di politica monetaria ampia, diversificata e, questa volta, ben più ricca rispetto alle attese (si veda il Focus a seguire). La revisione approfondita della politica monetaria è giustificata da proiezioni che mostrano anche nel 2018 un'inflazione all'1,6%, ancora al di sotto dell'obiettivo per il quinto anno consecutivo.

La misura più rilevante annunciata alla riunione di marzo è quella che Draghi ha etichettato come "**misura di credito**", cioè quattro operazioni **TLTRO** di durata quadriennale che sono, di fatto, una via di mezzo fra una misura di liquidità per il sistema bancario e un programma di sostegno al credito per l'economia. **Con le nuove operazioni a quattro anni le banche possono potenzialmente prendere a prestito fino a un massimo di 1480 miliardi di euro.** Con le LTRO di dicembre 2011 e febbraio 2012, le banche, in un momento più problematico per il *funding*, presero a prestito 1000 miliardi di euro.

**L'aumento del target di acquisti mensili a 80 miliardi di euro** annunciato a marzo implica un aumento cumulato di 240 miliardi di euro, che si aggiungono ai 360 miliardi di acquisti aggiuntivi decisi a dicembre con la proroga dell'APP di sei mesi fino a marzo 2017. L'incremento degli acquisti mensili verrà in parte dalle obbligazioni societarie (forse tra i 6-7 miliardi al mese, ma tutto dipende da come la BCE fisserà i paletti del programma); il resto dovrà ancora venire da titoli di Stato e dalle altre categorie di attività finanziarie soggette al programma. **Complessivamente l'APP arriverebbe a 1740 miliardi di euro.**

Riguardo ai tassi, **Draghi ha dichiarato che il tasso sui depositi non è lontano dal limite inferiore** e ha spiegato che la riluttanza a introdurre un sistema a soglie per il tasso sui depositi deriva anche dalla volontà di segnalare che i tagli non proseguiranno senza limiti. Inoltre, Draghi ha riconosciuto che tassi più negativi potrebbero rivelarsi inefficaci nello stimolare il moltiplicatore della base monetaria, generando al contrario un aumento del risparmio.

Gli annunci del 10 marzo, in particolare la rassicurazione che il limite inferiore per il tasso sui depositi è stato quasi raggiunto e il lancio del programma TLTRO II, possono contribuire a contenere alcune preoccupazioni create dalle passate misure monetarie rispetto al loro impatto sulla redditività delle banche europee. Il programma TLTRO II sembra disegnato in modo da garantire alle banche partecipanti un tangibile risparmio rispetto a emissioni obbligazionarie di pari scadenza e da evitare che il ricorso allo stesso sia percepito come un elemento di debolezza. Il meccanismo di incentivazione con cui sono state disegnate le aste dovrebbe anche stimolare i prestiti al settore privato dal 2017. Se le banche non utilizzassero i fondi presi a prestito per aumentare il volume degli impieghi si troverebbero a pagare lo 0,4% sulle giacenze in eccesso rispetto alla riserva minima, flusso che invece sarebbe compensato dall'applicazione al credito di un pari tasso negativo in caso di superamento del benchmark sulla crescita degli impieghi.

L'aumento del volume di acquisti mensili del programma APP insieme al taglio del tasso sui depositi dovrebbero garantire condizioni di finanziamento marginalmente più favorevoli per imprese, governi e famiglie almeno per un anno, per quella componente delle condizioni creditizie che è legata ai tassi di interesse. Gli acquisti di obbligazioni societarie potrebbero garantire agli emittenti condizioni di finanziamento ancora più generose di quelle attuali.

**E se tutto questo non funzionasse?** Complessivamente con le misure annunciate tra dicembre 2014 e marzo 2016 la BCE potrebbe ottenere un'espansione di bilancio di 3500 miliardi di euro

(v. Tab.1), che secondo le stime della stessa BCE sarebbe **equivalente a un taglio dei tassi ufficiali di 370pb<sup>4</sup>**. Per il momento il Consiglio vorrà attendere gli sviluppi dal ciclo e valutare l'impatto delle misure messe in atto su crescita e inflazione. Ma nuovi interventi non sono da escludersi; la BCE mantiene un *easing bias* dal momento che il comunicato di marzo indica che i rischi per lo scenario macro sono ancora verso il basso e che il Consiglio "valuterà attentamente" i rischi di effetti di seconda battuta sui prezzi interni del calo persistente del prezzo del petrolio.

Time of the announcement and measure	EUR Bn
Dec 2014 - EAPP	1140
Dec 2015 - Extension of EAPP until March 2017	360
Dec 2015 - Reinvestment policy	320
Mar 2016 - Increase by 20bn of the monthly purchase target to 80bn a month effective in April	240
Mar 2016 - TLTROII in case of maximum take up- First operation to be held in June 2017	1480
<b>Total value of measures announced between December 2014 and March 2016</b>	<b>3580</b>
GDP nominal	10396
Measures in % of GDP	34.1

Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

Draghi e altri membri del Consiglio hanno garantito che la cassetta degli attrezzi non è ancora vuota, in caso di necessità. Dopo questa ulteriore raschiatura del fondo, non rimane più molto da fare nell'ambito delle misure non convenzionali meno eterodosse.

Per ora, la BCE **non ha modificato i parametri dell'APP, ma non è escluso che lo faccia più avanti se ciò si rivelasse necessario per il conseguimento degli obiettivi quantitativi** e l'allentamento dei limiti per emittente e per emissione per le obbligazioni sovranazionali abbassa la soglia perché la BCE modifichi i parametri di acquisto dei titoli governativi.

Non è inoltre escluso che la BCE possa estendere ad altre categorie di asset. Ricordiamo che i criteri di ammissibilità per l'acquisto a titolo definitivo sono assimilabili a quelli per la stanziabilità di attività finanziaria tra le garanzie nelle operazioni di rifinanziamento. Acquisti di **ETFs** sono una possibilità e consentirebbero di aggirare potenziale problemi di *governance* che emergerebbero con l'acquisto di azioni. Acquisti di **obbligazioni bancarie**, auspicati nelle settimane precedenti la riunione di marzo, non sono da escludere e ammissibili. Tuttavia, la BCE si troverebbe a detenere in bilancio fino a scadenza titoli bancari non garantiti, potenzialmente coinvolti nelle nuove procedure di risoluzione bancaria; ad alcuni problemi si potrebbe ovviare se la BCE dichiarasse di procedere *pari passu* in caso di ristrutturazione, ma rimarrebbe il tema del potenziale conflitto di interessi. Inoltre, la BCE potrebbe acquistare, presumibilmente, *tranche investment grade* di cartolarizzazioni di crediti deteriorati (*non performing loans* NPL) sia sul primario che sul secondario, nel caso in cui dovesse partire un mercato di cartolarizzazioni di crediti deteriorati. Un programma di acquisto di ABS di NPL forse accelererebbe il processo di riduzione degli attivi problematici.

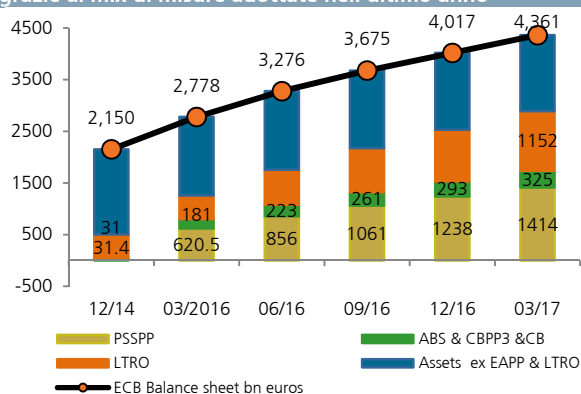
Non è da escludere **un ulteriore ritocco del tasso sui depositi fino a -50 punti base anche per incentivare la partecipazione delle banche nelle nuove TLTRO II**. Ma cali oltre questa soglia ci sembrano poco probabili dal momento che la BCE sembra aver deciso di non voler continuare a rilanciare al ribasso per deprezzare o stabilizzare il cambio.

La BCE sembra aver considerato anche ipotesi più eterodosse. Draghi, durante la conferenza stampa di marzo ha anche risposto a una domanda su *helicopter money*, cioè sull'iniezione diretta di moneta nei bilanci degli operatori privati o pubblici. Il Presidente della BCE non ha escluso completamente tale soluzione, ma ha sottolineato che è una misura abbastanza

<sup>4</sup> Si veda ECB *Working paper* no. 1937

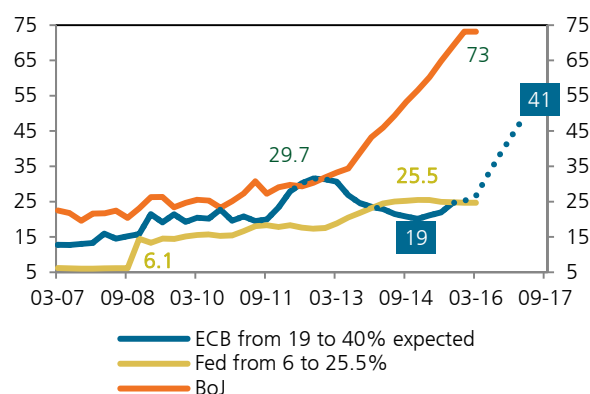
complessa, con risvolti contabili e legali non facili da risolvere. In linea di principio, in alcune sue forme il provvedimento non violerebbe l'articolo 123 del trattato UE, che vieta il finanziamento monetario del settore pubblico, non di quello privato.

Fig. 1 – Il bilancio BCE arriverà a 4,36 trilioni per marzo 2017 grazie al mix di misure adottate nell'ultimo anno



Nota: assumiamo che la BCE acquisti ABS e CB allo stesso ritmo degli ultimi 17 mesi rispettivamente 2,2 mld e 2020 mln. Gli acquisti di corporate bond saranno un range 5-7 mld. Assumiamo che nelle aste TLTRO I le banche prenderanno 1.000 miliardi come nelle aste di dicembre 2011 e febbraio 2012.  
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La BCE raddoppierà l'attivo per marzo 2017



Fonte: Banche centrali nazionali e stime Intesa Sanpaolo

## Focus: il pacchetto BCE di marzo in dettaglio

Nelle parole di Draghi, il programma TLTRO II "offre interessanti condizioni di finanziamento a lungo termine al sistema bancario per stimolare il credito e garantire la certezza del finanziamento fino al 2021, in un momento di volatilità e grandi scadenze di obbligazioni bancarie". La prima asta si terrà nel giugno 2016 e l'ultima a marzo 2017. L'importo massimo che le banche possono prendere in prestito è il 30% del volume di prestiti al settore privato, esclusi i mutui, al 31 gennaio 2016 (5642 miliardi di euro), al netto di quanto già finanziato con le TLTRO I del 2014 (212,44 miliardi di euro). Vi è la possibilità di rimborsare anticipatamente i crediti avuti con il vecchio programma per passare al nuovo, senza penalizzazioni. Nel complesso quindi **le banche potrebbero prendere a prestito un massimo teorico di 1480 miliardi di euro.**

Diversamente dalle TLTRO I, non c'è un obbligo di rimborso anticipato in caso di mancato rispetto delle condizioni sugli impieghi: in tal caso, la banca paga il tasso refi per tutta la durata dell'operazione, ma può ancora beneficiare di un accesso alla liquidità a buon mercato con quattro anni di durata. Nel giugno 2016 le banche andranno in asta e potranno richiedere liquidità fino al 30% dei prestiti in essere il 31 gennaio 2016 e pagheranno il refi (oggi 0%) prevalente sulle operazioni principali di rifinanziamento al momento dell'asta. Se a gennaio 2018 la banca avrà aumentato il volume di prestiti del 2,5% oltre il benchmark (che non sarà per nessuna banca superiore allo stock a gennaio 2016), otterrà un rimborso pari alla differenza tra il refi e il tasso sui depositi prevalente al tempo dell'asta (a giugno 2016 sarà presumibilmente -0,4%). Se invece lo stock è aumentato meno di 2,5% oltre il benchmark, il rimborso sarà modulato in base alla crescita degli impieghi netti nei dodici mesi fino a gennaio 2018. Il benchmark sugli impieghi netti sarà pari a zero per le banche che hanno registrato nei 12 mesi al 31/01/2016 un incremento degli impieghi, ma pari agli impieghi netti se questi erano negativi.

Questa misura dovrebbe contribuire a ridurre le preoccupazioni per la redditività nel sistema bancario a seguito dell'imposizione di tassi negativi, oltre a favorire la stabilità del sistema in questa fase di transizione verso la nuova regolamentazione. Per confronto, il rendimento a



scadenza delle obbligazioni bancarie senior italiane con scadenza 2020 è nell'ordine dello 0,9% per gli emittenti più solidi, ma sale a diversi punti percentuali per quelli più fragili.

Come ha spiegato Draghi, l'altra serie di misure è costituita da "**misure di allentamento monetario**" volte a contrastare i rischi più elevati per la crescita e l'inflazione. Questi includono:

- 1) il **taglio dei tassi ufficiali**: rifinanziamento marginale a 0,25%, refi a 0,0% e il tasso di deposito a -0,40%;
- 2) aumento del target di acquisto mensile per il programma **APP** da 60 a **80 miliardi al mese**, con effetto dal marzo 2016;
- 3) l'aumento del target mensile di acquisti è reso possibile in parte dall'**aumento del limite per emittente e per emissione per le obbligazioni sovranazionali** dal 33% al 50%. Ma la quota degli acquisti sovranazionali sarà ridotta al 10% dal 12%. Queste modifiche riflettono la scarsità di carta disponibile in questo comparto e implicano in ogni caso un aumento degli acquisti mensili di titoli governativi;
- 4) inoltre, **dal giugno 2016 la BCE estenderà il programma APP agli acquisti di obbligazioni societarie**, con esclusione delle emissioni di società collegate a gruppi bancari. La BCE non ha ancora specificato quanto di una singola emissione sarà acquistabile, ma presumibilmente il limite potrebbe essere non più del 30%, come per i titoli di Stato. Si stima che le emissioni di emittenti italiani potenzialmente acquistabili siano pari a 69 miliardi, e che a livello di Eurozona si possa arrivare a 400 miliardi;

la BCE ha inoltre rafforzato la **forward guidance**, dicendo che i tassi rimarranno "ai livelli attuali o più bassi per un lungo periodo di tempo, e ben oltre l'orizzonte dei nostri acquisti".

## Germania: tra tensioni politiche e incertezza la crescita prosegue

Il rallentamento della domanda mondiale e, in particolare, dalle economie emergenti, *in primis* la Cina, ha pesato sull'export tedesco nella seconda metà del 2015 e spiega la crescita più debole delle attese del manifatturiero e del PIL da metà dello scorso anno. Il 2015 si è chiuso con una crescita media dell'1,7% (1,5% al netto degli effetti di calendario), un decimo più forte che nel 2014. La fase di espansione del PIL di poco al di sopra del potenziale (1,3% nelle stime più recenti della Bundesbank<sup>5</sup>) dovrebbe proseguire nel biennio in corso. Ma gli sviluppi recenti indicano che è poco probabile che la crescita acceleri rispetto all'1,7% dello scorso anno. L'incertezza sullo scenario internazionale, il calo di domanda dai paesi produttori di petrolio e l'effetto di freno del rallentamento cinese su alcuni settori industriali potrebbero ancora pesare sulla crescita dell'export e del manifatturiero nel 2016. Le prospettive per la domanda interna e, in particolare, per i consumi privati e investimenti in costruzioni residenziali e commerciali rimangono più che solide, ma l'elevata incertezza geopolitica e le crescenti tensioni politiche interne (si veda il Focus a seguire) potrebbero pesare sulle decisioni di spesa delle imprese. Rispetto a tre mesi fa abbiamo tagliato di due decimi le stime per il 2016 per effetto dell'uscita più debole delle attese dal 2015. Per il 2017 ci aspettiamo una crescita del PIL dell'1,8% (1,6% al netto degli effetti di calendario) se il ciclo internazionale recupererà rispetto a quest'anno e per l'effetto ritardato delle misure di politica monetaria della BCE a marzo. La politica fiscale sarà accomodante sia quest'anno che il prossimo, anche per consentire l'assorbimento del flusso di migranti. **I rischi per lo scenario sono circa bilanciati**, dal momento che una dinamica della domanda estera più debole rispetto alle nostre previsioni e il perdurare dell'incertezza geopolitica dovrebbero essere compensati dallo stimolo di politica monetaria. Inoltre, il livello dei saldi di finanza pubblica consente, se necessario, di offrire ulteriore supporto.

Anna Maria Grimaldi

Continua la fase di espansione  
al di sopra del potenziale

**Prospettive di breve termine.** Le indagini congiunturali ZEW, IFO e PMI hanno perso velocemente quota rispetto a fine 2015. L'andamento dell'IFO tra novembre e febbraio (-3,3 punti a 105,7) è spiegato da un peggioramento della componente aspettative, mentre l'indice sulla situazione corrente è migliorato. È possibile, quindi, che le preoccupazioni sul ciclo globale, esacerbate dalle vendite massicce sui mercati finanziari nei primi due mesi di quest'anno, abbiano indotto le imprese a rivedere le attese di produzione. Tuttavia, il dettaglio per il manifatturiero dell'indagine IFO ha mostrato un netto peggioramento anche degli indicatori di domanda, in particolare dall'estero. Stesso quadro emerge dall'andamento del PMI. Nel commercio al dettaglio e servizi, settori tipicamente più legati all'andamento della domanda interna, fiducia e ordini sono calati ma rimangono al di sopra della media di lungo termine e suggeriscono, pertanto, che la fase di espansione continua anche se il picco potrebbe essere alle spalle. Nel complesso le indagini di fiducia finora disponibili sono coerenti con una crescita del PIL tedesco nel 1° trimestre al meglio sui ritmi di fine 2015: 0,3% t/t (v. Fig. 1). Tuttavia, i dati su ordini e produzione nell'industria di gennaio hanno tracciato un quadro ben più positivo, mostrando un forte rimbalzo dell'attività (v. Fig. 2), in particolare nel comparto dei beni capitali. È possibile che i dati di gennaio siano stati gonfiati da fattori di calendario eccezionali (solo 18 giorni lavorativi verso 21-22 negli anni precedenti) e che da febbraio si veda una normalizzazione in particolare nei beni strumentali come del resto indica il dettaglio IFO per il comparto. I dati di gennaio lasciano la produzione in rotta per un aumento del 2,5% t/t a marzo e segnalano una crescita del PIL di 0,5% t/t, ma è presto per dire se questo ritmo di crescita è sostenibile.

Il 2016 parte bene, grazie al forte balzo della produzione industriale ma il calo dell'indagine di fiducia tra novembre e febbraio segnala rischi verso il basso

<sup>5</sup> 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.

Nella prima parte del 2016 l'incertezza sullo scenario internazionale, il calo di domanda dai paesi produttori di petrolio e l'effetto di freno del rallentamento cinese su alcuni settori industriali potrebbero ancora pesare sulla crescita dell'export e del manifatturiero. Le esportazioni della Germania verso i paesi produttori di petrolio pesano per il 5% del totale, quelle verso i BRIC per il 10,4%. Un calo dell'export verso queste aree potrebbe, quindi, compensare una tenuta delle esportazioni verso gli altri paesi avanzati (Stati Uniti, Regno Unito e Giappone pesano per circa il 17% dell'export tedesco) e resto della zona euro. A gennaio le esportazioni tedesche calavano dello 0,5% m/m e le indicazioni dall'IFO e PMI globale erano di ulteriore frenata (v. Fig. 3). Nel complesso, il commercio estero dovrebbe tornare a pesare sulla crescita del PIL nel 2016 (-0,5% dopo il +0,1% 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. Nel 2017 ci aspettiamo un contributo circa nullo del commercio estero dal momento che la domanda mondiale è attesa riaccelerare al 4,8% dal 3,9% stimato per l'anno in corso. Di riflesso, il surplus commerciale dovrebbe calare dall'8,0% del 2015 al 7,6% nel 2016-17.

Le indagini di fiducia suggeriscono che la domanda interna dovrebbe continuare a fare da volano. Le vendite al dettaglio sono cresciute in media di 0,65% tra dicembre e gennaio. Le immatricolazioni di auto sono aumentate ancora a inizio 2016. Le prospettive per i **consumi privati** per la restante parte del 2016 rimangono ampiamente positive. Stimiamo una crescita del 2,0% nel 2016 dopo l'1,9% del 2015, un ritmo che non si vedeva da fine anni '90, spiegato dal recupero di potere d'acquisto associato al calo del prezzo del petrolio, da condizioni finanziarie ampiamente espansive, dalla riduzione del carico fiscale e dalla tenuta del reddito da lavoro reale (2,3% nel 2016 dal +2,7% nel 2015). Le retribuzioni complessive sono viste in crescita intorno al 2,6% nel 2016-17 su di un *wage drift* positivo<sup>6</sup>. L'**occupazione** dovrebbe crescere poco al di sotto dell'1,0% almeno nei primi sei mesi del 2016, in rallentamento dal +1,3% di fine 2015, in linea con le indicazioni dalle indagini PMI (v. Fig. 4). Nei mesi finali del 2015 sono stati creati 223 mila nuovi posti di lavoro soggetti a contribuzione sociale, i cosiddetti *good jobs*, 1,3% a/a sull'anno precedente, più di quanto indicavano le rilevazioni sulle intenzioni ad assumere di qualche mese fa. La creazione di posti di lavoro è concentrata nei servizi alle imprese ma anche nei servizi sanitari e sociali. Il settore pubblico ha visto un aumento dell'occupazione nei mesi finali del 2015 molto probabilmente per far fronte al forte afflusso di rifugiati. Il tasso di disoccupazione ha sfiorato nuovi minimi al 6,2% a gennaio, livello di pieno impiego. Ulteriori cali dipendono dalla dinamica della forza lavoro e da quanto rapidamente l'afflusso di popolazione immigrata si tradurrà in un aumento della partecipazione<sup>7</sup>. Le retribuzioni complessive sono viste in crescita intorno al 2,5% nel 2016-17 su di un *wage drift* positivo. La crescita del reddito disponibile rallenterà all'1,0-1,3% nel 2017, quando il **potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe essere in parte eroso dalla risalita dell'inflazione all'1,6% dal +0,2%** stimato per l'anno in corso (v. Fig. 5). Il risparmio delle famiglie potrebbe continuare ad aumentare fino al 10,5%.

Ulteriore supporto alla crescita dovrebbe venire dagli investimenti in costruzioni residenziali dato il forte aumento di ordini (v. Fig. 6), permessi, produzione e andamento della fiducia nel settore negli ultimi mesi. Ci aspettiamo una crescita del 3,0% in media 2016-2017. La dinamica tra fine 2015 e inizio 2016 (2,2% t/t) potrebbe essere stata gonfiata dal clima eccezionalmente mite. Nei

**Il commercio estero e, in particolare, la domanda dagli emergenti frenerà la crescita nel 2016**

**Consumi sostenuti da crescita ancora solida dell'occupazione, condizioni finanziarie accomodanti, calo del prezzo del greggio e salari in aumento del 2,5%**

**Costruzioni residenziali: l'espansione è ancora solida, ma sugli investimenti aziendali potrebbe pesare l'incertezza**

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> La domanda di lavoro è soddisfatta ancora in larga misura da immigrazione dal resto dell'Unione Europea, mentre per il momento la Bundesbank stima che solo una percentuale irrilevante dei rifugiati arrivati lo scorso anno è riuscita ad accedere al mercato del lavoro.

mesi finali del 2015, gli investimenti aziendali hanno recuperato crescendo di 0,9%t/t da 0,3% t/t dei mesi estivi. L'elevato grado di utilizzo degli impianti, condizioni finanziarie di ampio supporto nonché la posizione di bilancio più che solida delle imprese (bassa leva, debito in calo e profitti in forte crescita) fanno sperare in un ciclo di spesa più vivace nel corso di quest'anno. Tuttavia, l'incertezza geopolitica rimane un rischio per le decisioni di ampliamento degli impianti (v. Figg. 7 e 8).

Il 2015 si è chiuso con un surplus di bilancio di 0,5% del PIL, in miglioramento rispetto al 2014 (0,3%), per effetto del ciclo favorevole ma grazie anche al supporto di fattori occasionali<sup>8</sup>. Il saldo di bilancio strutturale è peggiorato leggermente da 0,85% del 2014 a 0,5% del 2015. Il surplus strutturale verrà eroso per fine 2017. Le misure dal lato delle entrate<sup>9</sup> avranno un effetto contenuto sui saldi, mentre la spesa complessiva è attesa crescere più del PIL dal 44% del 2015, dal momento che il calo della spesa per interessi sarà più che compensato dall'aumento di spesa primaria per infrastrutture, istruzione, sanità, ricerca e *housing*. Un ulteriore impatto verrà dalla spesa per l'accoglienza dei rifugiati e migranti in cerca di protezione umanitaria, che secondo la Bundesbank dovrebbe aggirarsi intorno ai 7 miliardi all'anno (0,25% del PIL) tra il 2015-17. Le condizioni economiche favorevoli dovrebbero consentire di assorbire facilmente l'aumento di spesa associato ai forti flussi immigratori nel breve periodo, ma nel più lungo termine l'impatto sui saldi di finanza pubblica dipende da quanti richiedenti asilo si fermeranno in Germania, dalle politiche di integrazione messe in atto, da quale percentuale dei nuovi entranti entrerà nella forza lavoro. Il rapporto debito/PIL è visto in calo al 66% del PIL nel 2017 dal 71,9% 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 moderatamente  
espansiva

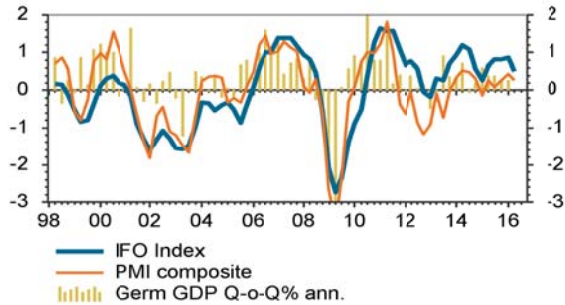
Previsioni	2015	2016	2017	2015			2016				2017
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.4	1.6	1.8	1.6	1.7	1.3	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8
Consumi privati	1.9	2.0	1.9	0.1	0.6	0.3	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6
Investimenti fissi lordi	1.7	3.4	3.6	-0.5	0.1	1.5	1.0	0.8	1.1	0.9	0.9
Consumi pubblici	2.4	3.7	2.6	0.7	0.5	1.0	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
Esportazioni	4.8	3.0	4.8	1.8	0.3	-0.6	0.6	1.5	1.5	1.4	0.9
Importazioni	5.4	4.7	5.4	0.6	1.1	0.5	1.6	1.4	1.1	1.6	1.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.4	-0.5	-0.3	0.1	0.2	0.2	-0.4	-0.5	-0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	8.3	7.8	6.6	8.4	8.9	8.1	8.4	8.0	7.8	7.3	6.9
Deficit (% PIL)	0.5	0.2	0.0								
Debito (% PIL)	71.9	68.9	66.2								
CPI (a/a)	0.2	0.2	1.4	0.5	0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	0.6	1.5
Produzione Industriale	0.6	2.8	2.2	0.1	-0.2	-0.5	2.5	0.3	0.9	0.1	0.1
Disoccupazione (%)	6.4	6.1	6.0	6.4	6.4	6.3	6.2	6.2	6.1	6.1	6.1
Tasso a 10 anni (%)	0.52	0.52	1.00	0.53	0.68	0.57	0.27	0.44	0.58	0.79	0.86
Cambio effett. (2005=100)	94.9	94.9	95.7	94.4	95.0	94.8	95.2	94.9	94.5	94.9	95.2

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

<sup>8</sup> Ricavi dall'asta per la telefonia mobile ad alta frequenza 0,5 miliardi nel 2015, i restanti 4,6 miliardi saranno allocati per 3,8 miliardi nel 2017 e 0,6 miliardi nel 2018. Sui saldi 2014 hanno pesato negativamente (aumento di spesa) rimborsi fiscali.

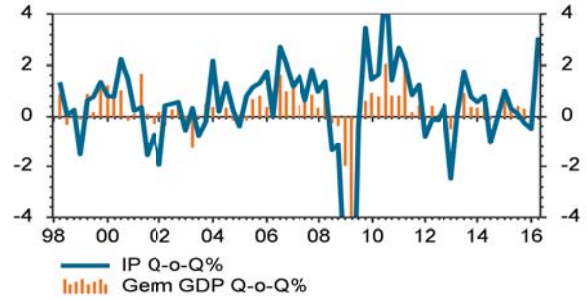
<sup>9</sup> L'innalzamento della soglia minima esente e l'aumento della decontribuzione per i figli dovrebbero essere in parte controbilanciati dall'aumento dei contributi per le prestazioni sanitarie.

Fig. 1 – Le indagini di fiducia sono coerenti con una crescita di +0,3% t/t anche a inizio 2016



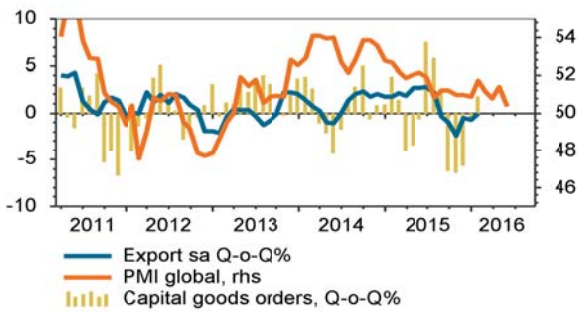
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 2 – Ma il forte rimbalzo della produzione industriale del PIL fa sperare in una crescita di 0,5% t/t



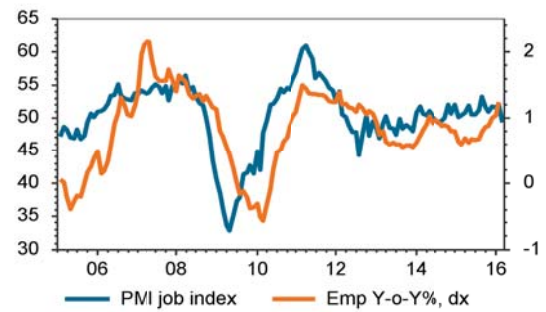
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 3 – Le prospettive per l'export sono di stagnazione nei prossimi mesi



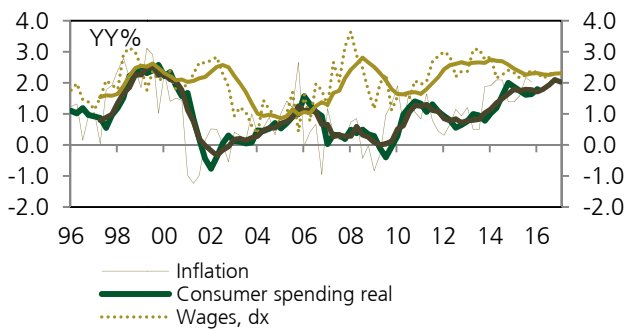
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 4 – La crescita del PIL dovrebbe essere ancora sostenuta dai consumi privati grazie alla dinamica sorprendente di occupazione e...



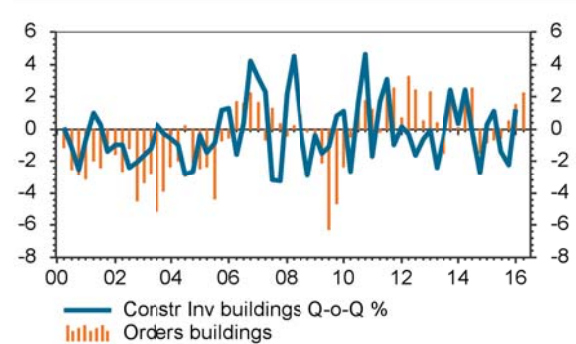
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 5 – ... e salari nominali ancora in forte crescita. Potere d'acquisto sostenuto per quest'anno dall'inflazione bassa



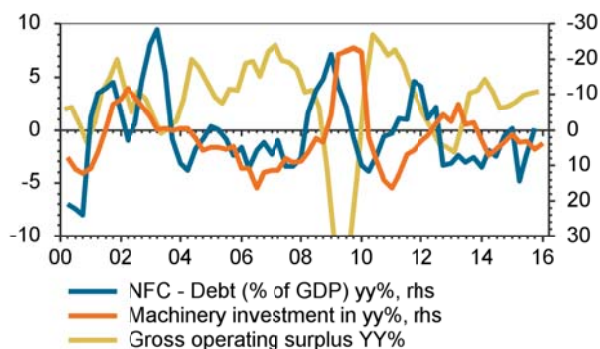
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 6 – Costruzioni: boom!



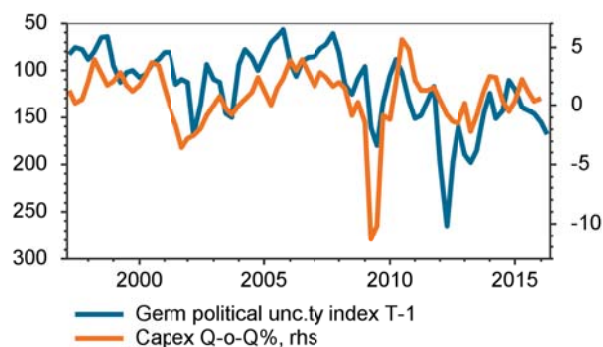
Fonte: FSO via Datastream

Fig. 7 – La posizione finanziaria solida delle imprese e andamento dei profitti indicano un ciclo più vivace della spesa in macchinari



Fonte: FSO via Datastream

Fig. 8 – L'aumento dell'incertezza potrebbe indurre le imprese a rimandare i piani di spesa



Fonte: FSO via Datastream

### Focus: Merkel resisterà alla deriva populista?

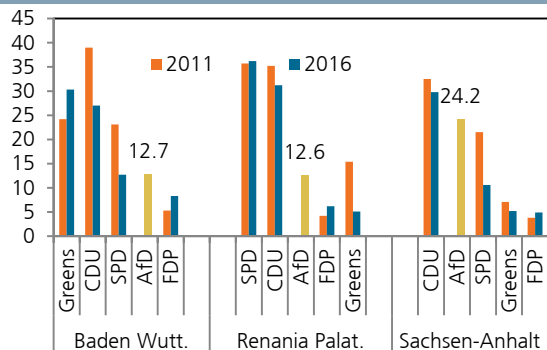
Dalle elezioni regionali dello scorso 13 marzo (Baden-Württemberg, Renania Palatinato e Sassonia-Anhalt), in cui ha votato oltre il 20% della popolazione, è emerso un crescente disappunto verso la politica di apertura delle frontiere della Merkel. Nei tre stati che hanno rinnovato il parlamento regionale (v. Fig. 9), il partito populista di destra *AfD Alternative für Deutschland* ha guadagnato ampi consensi posizionandosi come secondo partito in Sassonia Alta con il 24,2% dei voti e come terzo partito nel Baden Württemberg (12,7%) e Renania Palatinato (12,6%). Fino a qualche mese fa i sondaggi davano come favoriti i partiti tradizionali SPD, CDU e Verdi. La leader del partito, Frauke Petry, una giovane chimica, ha giocato la campagna elettorale sulla protesta contro la politica di apertura delle frontiere del Cancelliere e la strategia ha pagato. Tuttavia, va sottolineato che l'80% dei votanti si è ancora espressa a favore della CDU, Verdi (che hanno vinto in Baden-Württemberg) e SPD (in Renania), partiti che hanno apertamente sostenuto la politica di Merkel.

E' indubbio che il Cancelliere esca indebolito da questa tornata elettorale e che si sia accentuata la spaccatura con l'ala bavarese (il Land più popoloso) della CDU, dato l'aperto dissenso con il leader Horts Seehofer. La legge costituzionale tedesca all'art 68<sup>10</sup> contempla la sfiducia del Cancelliere e lo scioglimento anticipato del Bundestag. Nonostante il parlare di crisi di governo, difficilmente Merkel lascerà la guida del Paese, data l'elevata popolarità personale (ancora al 46%, sebbene in calo dal 75% di un anno fa secondo un sondaggio di inizio febbraio ARD-DeutschlandTREND/infratest dimap) e l'assenza di candidati interessati a gestire la transizione verso le elezioni politiche del 2017. Piuttosto il pragmatico Cancelliere chiederà più tempo per trovare una soluzione alla crisi dei rifugiati. Ma è evidente che il tono del dibattito deve cambiare, come ha apertamente dichiarato il responsabile della CSU Horts Seehofer. Oltretutto, le difficoltà di concordare una strategia europea e di trovare un accordo con la Turchia per la gestione dei flussi migratori rendono più fragile la posizione del Cancelliere. La transizione verso le elezioni politiche previste per fine estate 2017 (la prima data utile sarebbe dopo il 20 agosto) si prospetta piuttosto complessa. I populistici di destra dell'AfD sono ormai presenti in 8 dei 16

<sup>10</sup> Art. 68. - (I) Qualora una richiesta del Cancelliere federale di esprimergli la fiducia non abbia l'approvazione della maggioranza dei membri del Bundestag, il Presidente federale può, su proposta del Cancelliere federale, entro ventuno giorni, sciogliere il Bundestag. Il potere di scioglimento viene meno appena il Bundestag elegge, a maggioranza dei suoi membri, un altro Cancelliere federale. (II) Tra la mozione e la votazione devono trascorrere quarantotto ore. Art. 69. - (I) Il Cancelliere federale nomina un ministro federale come suo sostituto.

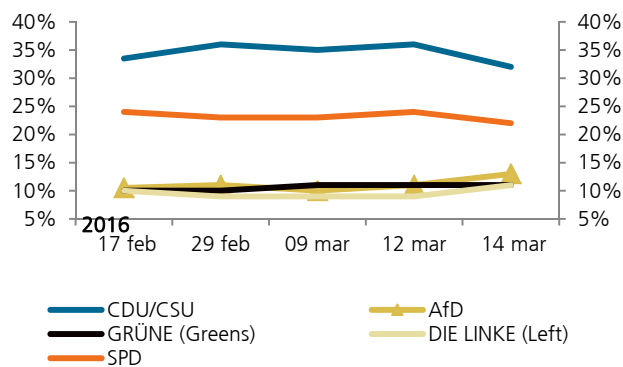
parlamenti dei Lander tedeschi e su scala nazionale sono, con il 13% dei consensi, il terzo partito, davanti ai Verdi (v. Fig. 10).

Fig. 9 – L’AfD ha strappato voti ai principali partiti CDU, SPD e Verdi nelle elezioni di domenica



Fonte: Wikipedia e stampa tedesca

Fig. 10 – I populistici di destra AfD sono il terzo partito su scala nazionale



Fonte: sondaggi Forsa, Infratest, GMS e INSA (14/03/2016)

Il prossimo test elettorale per Merkel è a settembre di quest’anno, quando saranno chiamati a rieleggere i parlamenti regionali altri due Länder (Mecklenburgo-Pomerania e Berlino, attualmente governati da SPD e CDU). L’ultimo assaggio di quello che potrebbe essere la scena politica tedesca dopo le politiche del 2017 si avrà nella primavera del 2017, quando andranno al voto il Nord-Reno, il Saarland e il Land di Schleswig-Holstein, (attualmente la maggioranza è detenuta da SPD e CDU).

Se il successo dei populistici dell’AfD dovesse essere confermato nelle prossime elezioni regionali e a livello nazionale a fine estate 2017, si complicherebbe decisamente la creazione delle alleanze di governo in Germania. E’ difficile immaginare una coalizione CDU-AfD. Nel contempo la SPD sta pericolosamente perdendo consensi e forse questo è il dato più preoccupante che si evince dal voto del 13/3. Il principale rischio che emerge da questa tornata elettorale e dall’ascesa dei populistici di destra è che anche il primo paese europeo possa trovarsi in una lunga *impasse* politica.

L’ascesa dei populistici a terzo partito su scala nazionale è un rischio soprattutto per il dopo elezioni politiche del 2017

## Francia: nel 2016 la ripresa continuerà, ma lentamente

La ripresa dell'economia francese sta prendendo piede. Dopo aver chiuso il 2015 a +1,1%, la crescita potrebbe accelerare marginalmente nel 2016. Oltre al cruciale contributo dei consumi, principale vettore di crescita, sembra che gli sforzi del Governo per sostenere le aziende stiano finalmente dando frutti, vista l'accelerazione degli investimenti produttivi a fine 2015, mentre il recupero del settore edilizio non si materializzerà prima del 2017. Il processo di correzione dei conti pubblici rimane però più lento rispetto agli altri paesi dell'Eurozona, nonostante la pressione fiscale in aumento.

Archiviato il 2015 con un aumento del PIL sopra l'1%, come da attese (+1,1%, dallo 0,2% del 2014), il 2016 si apre nuovamente all'insegna dell'incertezza. Il quarto trimestre si è chiuso con una crescita di 0,3% t/t, stesso ritmo del terzo: i vettori principali della crescita sono stati la domanda finale interna, che ha contribuito per 0,2 punti, e l'accumulo delle scorte (+0,7pp), mentre le esportazioni nette hanno inciso negativamente (-0,5pp). Dalla seconda metà dello scorso anno, il canale estero francese continua a sottrarre crescita, mentre la domanda interna rimane il principale fattore di traino per il PIL. **Per il 2016 ci attendiamo una crescita di 1,3% a/a**, leggermente al di sotto delle stime di consenso: nel primo trimestre il PIL potrebbe crescere di 0,3% t/t, in linea con le stime di Banque de France, per poi accelerare di un decimo nei due trimestri centrali dell'anno. **I rischi alla previsione sono comunque orientati verso l'alto**, già dal primo trimestre, nel caso l'attuale incertezza della domanda mondiale dovesse esaurirsi, tornando a sostenere le esportazioni nette, o i consumi interni dovessero essere più forti delle attese, o nel caso il comparto delle costruzioni finalmente tornasse a crescere nel 2016 a un ritmo superiore alle nostre attese.

La fiducia delle famiglie nei primi mesi dell'anno (96,4) è rimasta sul livello visto nell'ultimo trimestre 2015 (96,2), ma potrebbe migliorare grazie alla ripresa del potere d'acquisto e all'aumento dell'occupazione. Il recupero di potere d'acquisto dovuto al bassissimo livello dell'inflazione potrebbe continuare a sostenere i **consumi**, che prevediamo in crescita nel 2016 dell'1,4%, in linea con quanto visto nel 2015. Le vendite di auto stanno lentamente tornando ad essere un traino per i consumi, anziché un freno, ma rimangono ancora deboli. Gli **investimenti delle famiglie** hanno però continuato a calare nell'ultimo trimestre del 2015 (-3,4%) e rimarranno uno dei punti deboli dell'economia francese anche nel 2016 (-0,4%). Situazione diversa invece per **gli investimenti delle aziende**: l'accelerazione a 4,9% a/a da 1,9% a/a è un segnale incoraggiante per quello che riguarda gli sforzi del Governo Hollande di rilanciare gli investimenti delle aziende attraverso il patto di solidarietà inaugurato a gennaio 2015, in un contesto per altro favorevole per le condizioni al credito. In media annua, grazie al contributo positivo degli investimenti produttivi, **ci aspettiamo una crescita della componente investimenti di 2,3% m.a. nel 2016** da 1,0% del 2015.

La **produzione industriale** ha inaspettatamente accelerato nel quarto trimestre a 0,7% t/t da 0,3% t/t, contrariamente a quanto prospettavano le indagini di fiducia nazionali. Anche il dato di produzione industriale di gennaio ha nuovamente contraddetto gli indici di fiducia, segnando un +1,4% m/m, il dato migliore da dicembre 2014; inoltre, la scarsa dipendenza del manifatturiero francese dai paesi esportatori di energia rispetto ai grandi partner europei come Germania e Italia sta garantendo la tenuta della produzione (il contributo al PIL potrebbe superare il +0,2 nel 1° trimestre). Nel complesso, nel 2016 la produzione è attesa espandersi allo stesso ritmo visto nel 2015 (+1,3%). Per quanto riguarda le **costruzioni**, gli indicatori di fiducia elaborati dall'INSEE nel 2015 hanno visto una leggera progressione a 90,1, ma il livello rimane depresso e ampiamente inferiore alla media di lungo periodo (101). Il comparto sta tornando molto lentamente a muoversi, con un inizio d'anno in recupero (media a 92,5), e dai dati di gennaio emerge che la produzione delle costruzioni ha registrato un +4,6% a/a (media 2015: -4,3% a/a). Da ultimo, il **settore dei servizi ha sperimentato a cavallo d'anno un rallentamento**

Guido Valerio Ceoloni

PIL in accelerazione di due decimi all'1,3% nel 2016

I consumi rimangono impostati positivamente; sorpresa dall'accelerazione degli investimenti produttivi a fine 2015

La produzione industriale sconta a inizio anno l'inverno mite e l'incertezza sulla tenuta della domanda mondiale



che riteniamo comunque temporaneo: l'indice PMI servizi è sceso a 49,8 tra dicembre e febbraio dal livello medio di 51,2 del 4° trimestre. L'attività nei servizi dovrebbe ritornare in crescita dal prossimo trimestre.

Il **canale estero** ha di nuovo contribuito negativamente alla formazione del PIL (-0,5pp, da -0,7) nell'ultimo trimestre, benché la debolezza dell'euro abbia dato un sensibile supporto all'aumento delle esportazioni, che sono cresciute del 6,1% nel 2015 dopo il 2,4% del 2014. Nel corso del 2016 la debolezza dell'euro continuerà a sostenere l'export, ma meno di quanto visto nel 2015 (a +3,2% m.a. da +6,1% m.a.). La spinta della domanda interna in un contesto di domanda estera debole farà sì che il contributo delle esportazioni nette continui a essere sfavorevole.

Il **tasso di occupazione** ha avuto un moderato rialzo nel 2015, al 64,2%, e potrebbe migliorare attorno al 64,8% quest'anno, anche grazie alle misure annunciate a gennaio scorso: dopo tre anni di distruzione di posti di lavoro (circa 235 mila posti eliminati nel triennio 2012-14), nel 2015 il saldo netto è di circa 82 mila nuovi posti, diffuso tra i vari settori di attività con l'eccezione delle costruzioni. Il sentiero della **disoccupazione** nel corso del 2015 ha visto una sostanziale stabilizzazione attorno al 10%. Le indagini presso le imprese e gli indici PMI a cavallo d'anno segnalano una tenuta dei livelli occupazionali nel manifatturiero e nei servizi. In media annua la disoccupazione è attesa stabilizzarsi attorno al 9,9% quest'anno dal 10,0% del 2015.

I **prezzi al consumo** hanno chiuso il 2015 con l'inflazione in media annua a zero sull'indice nazionale e a 0,1% su quello armonizzato, in rallentamento di circa cinque decimi rispetto al 2014: l'ampio calo del prezzo dell'energia ha mantenuto debole la dinamica dei prezzi al consumo, e, in assenza di un recupero apprezzabile della componente energetica, l'andamento dell'inflazione sarà determinato dalla componente *core*, che è attesa risalire nel 2016 a 0,7% da 0,4% del 2014, per un CPI a 0,4% quest'anno (HCPI a 0,4%) e all'1,2% (HCPI a 1,6%) nel 2017.

Il **deficit** delle P.A. dovrebbe calare di tre decimi dal -3,7% del 2015 (meglio del -3,8% a cui si era impegnato il Governo) a -3,3% nel 2016 e a -3,0% nel 2017, grazie all'aumento delle entrate e, soprattutto, alla prosecuzione del consolidamento della spesa pubblica. Il deficit strutturale è atteso al -2,6% nel 2015 ed è visto rimanere pressoché stabile nel biennio 2016-17, a -2,5%. Il **debito pubblico** salirà anche quest'anno, arrivando al 96,8% del PIL da 96,2% del 2015. Per il 2017, il suo livello potrebbe salire ulteriormente di tre decimi al 97,1%.

**Esportazioni nette traino alla crescita nel 2015 e nel 2016**

**La disoccupazione si è stabilizzata nel 2015. Dal 2017 tornerà a calare**

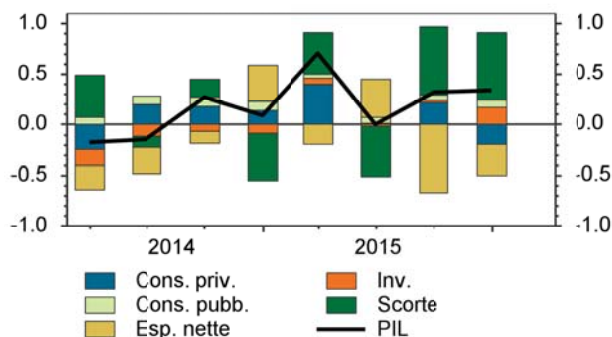
**Inflazione assai fiacca nel 2016, sopra l'1% solo dal 2017**

**Conti pubblici in lieve miglioramento, ma il deficit tornerà sotto il 3% solo nel 2018**

Previsioni	2015	2016	2017	2015				2016				2017
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.1	1.3	1.5	1.1	1.1	1.4	1.0	1.4	1.4	1.6	1.6	
Consumi privati	1.4	1.4	1.5	0.0	0.4	-0.2	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	
Investimenti fissi lordi	-0.2	1.7	1.9	-0.1	0.1	0.7	0.6	0.3	0.4	0.6	0.5	
Consumi pubblici	1.6	1.3	1.2	0.4	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	
Esportazioni	6.1	3.2	4.2	2.2	-0.6	1.0	0.5	0.7	1.2	1.8	0.8	
Importazioni	6.5	4.8	3.3	0.7	1.7	2.5	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.5	-0.2	-0.5	0.7	0.7	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	
Partite correnti (% PIL)	-0.1	0.0	-0.2	0.4	0.2	-0.7	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
Deficit (% PIL)	-3.7	-3.3	-3.0									
Debito (% PIL)	96.2	96.8	97.1									
CPI (a/a)	0.0	0.4	1.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.6	0.8	1.3	
Produzione Industriale	1.8	1.9	2.0	0.0	0.3	0.7	1.1	-0.5	0.7	0.5	0.4	
Disoccupazione (%)	10.0	9.9	9.8	10.0	10.1	10.0	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9	
Cambio effett. (1990=100)	95.3	95.8	96.9	94.8	95.5	95.3	96.0	95.7	95.5	96.0	96.4	

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

Contributi alla formazione del PIL



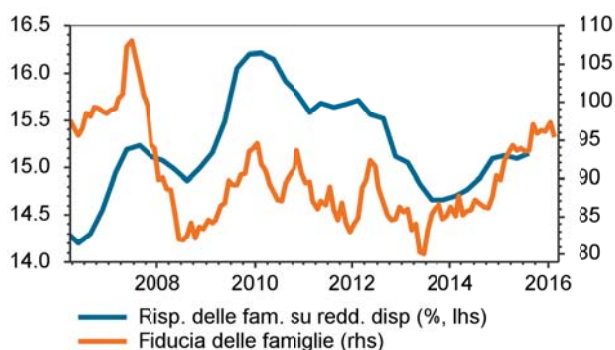
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PIL e fiducia economica



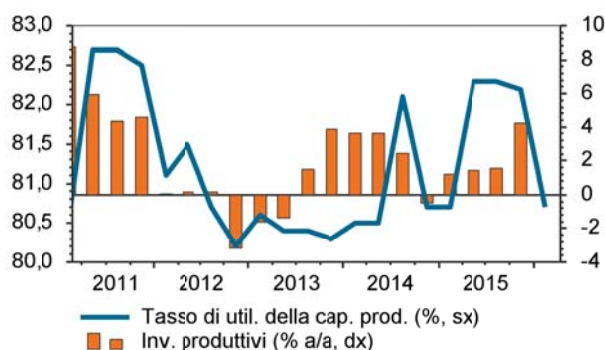
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi di risparmio e d'investimento delle famiglie



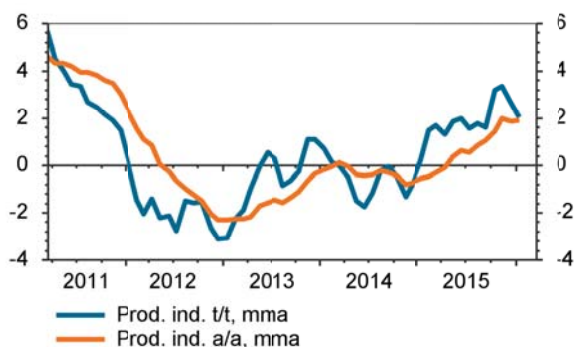
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e investimenti produttivi



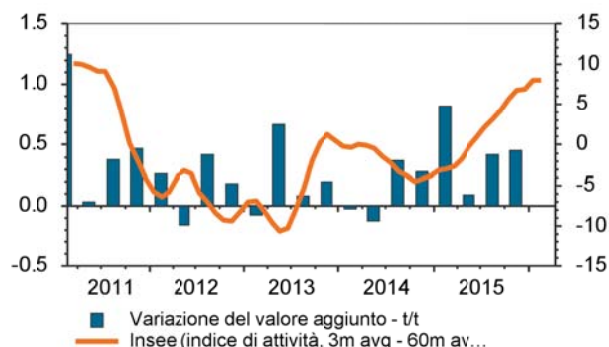
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale



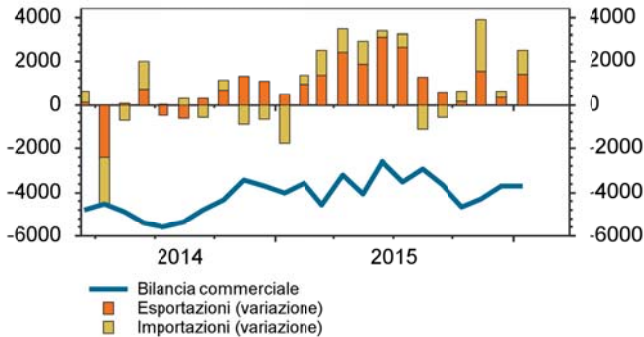
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Valore aggiunto nei servizi e andamento della fiducia



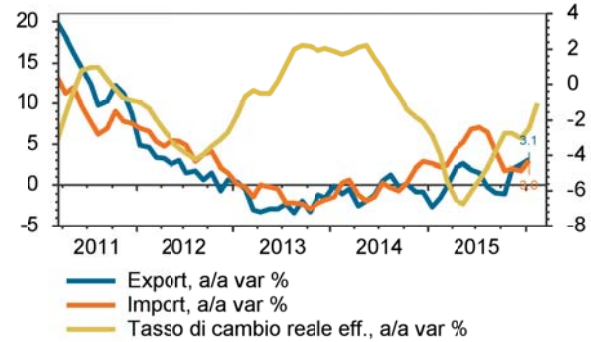
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Bilancia commerciale



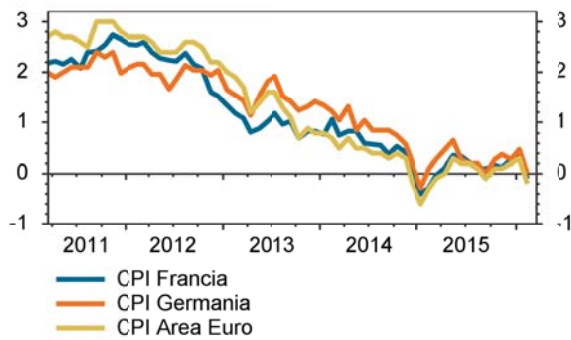
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tasso di cambio reale e scambi con l'estero



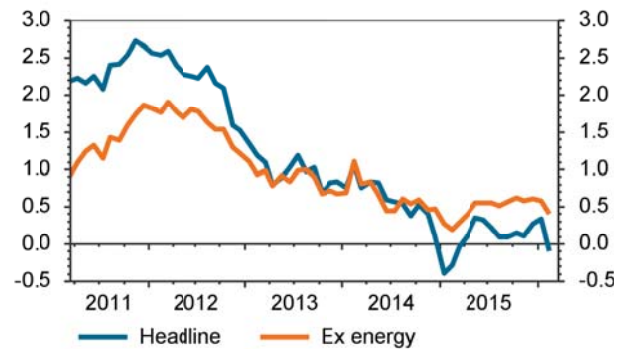
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI a confronto



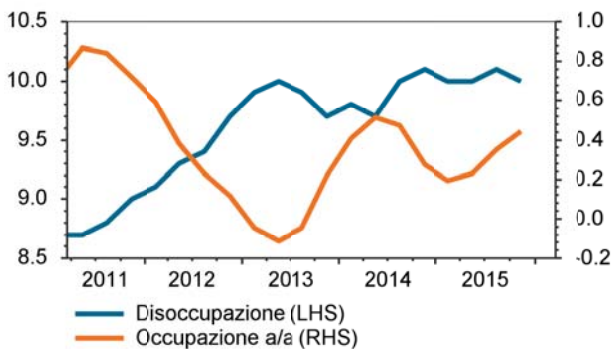
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Inflazione headline e al netto dell'energia



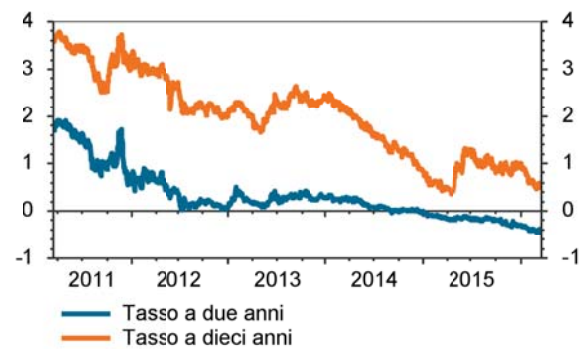
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione e variazione dell'occupazione



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

## Paesi Bassi: il rallentamento dei consumi peserà sul PIL nel 2016

Sebbene il 2015 sia stato un buon anno per l'economia olandese, il dettaglio del PIL dell'ultimo trimestre segnala delle debolezze: la stagnazione dei consumi per il secondo trimestre di fila nonostante la bassissima inflazione e i prezzi dell'energia in picchiata, assieme all'esaurimento della spinta agli investimenti promossa dal Governo, potrebbero costituire due elementi di debolezza in grado di pesare sulla crescita nel 2016, a dispetto delle rosee previsioni di fine anno.

Nell'ultimo trimestre il PIL ha registrato un'accelerazione, crescendo di 0,3% t/t, dopo due trimestri di quasi stagnazione a 0,1% t/t. In media annua il PIL dovrebbe essere avanzato dell'1,9%, quasi al doppio della velocità del 2014 (1,0% m.a.), registrando il miglior risultato da otto anni. Per il 2016 **le attese sono al momento di un rallentamento all'1,7% e di una nuova accelerazione nel 2017 (2,0%)**. Per l'anno in corso la crescita dovrebbe essere guidata dai consumi privati grazie all'alleggerimento fiscale in programma e dall'accelerazione di investimenti (sia produttivi sia residenziali); mentre il canale estero potrebbe continuare ad agire da freno alla crescita anche quest'anno per via dell'aumento più sostenuto dell'import rispetto all'export. L'indice di fiducia economica rilevato dalla Commissione Europea segnala che il morale nei Paesi Bassi, nonostante una lieve correzione a cavallo d'anno, è in linea con la media dell'Eurozona.

Contrariamente alle attese, i consumi nell'ultimo trimestre sono calati dopo aver ristagnato nel terzo trimestre. La fiducia dei consumatori ha rilevato un peggioramento del morale delle famiglie a cavallo d'anno e ci aspettiamo un lento recupero tra la fine del primo e l'inizio del secondo trimestre 2016. Una volta diradatasi però l'incertezza di questo inizio d'anno, i **consumi** dovrebbero mantenere un ritmo (+1,6% m.a.) circa in linea con quello visto nel 2015 (+1,7% m.a.) grazie anche al taglio delle tasse per circa 5 miliardi di euro che il Governo ha in programma di avviare da aprile. La riduzione della pressione fiscale tuttavia potrebbe trasmettersi solo in parte sui consumi, dato che il rallentamento della spesa delle famiglie in atto è probabilmente anche l'effetto di un aumento del tasso di risparmio volto a ridurre il livello d'indebitamento dei bilanci familiari. Le condizioni finanziarie accomodanti e le misure del Governo nel settore edilizio hanno sostenuto lo scorso anno gli **investimenti residenziali** e quelli nel comparto delle **costruzioni**: ci aspettiamo che, rispetto al 2015, il livello degli investimenti residenziali rallenti ma non si esaurisca del tutto. Nel complesso, gli **investimenti fissi** hanno visto un deciso aumento in chiusura d'anno e prevediamo che dopo una correzione nel primo trimestre, accelerino decisamente qualora anche la volatilità dei mercati internazionali dovesse rientrare.

Il **canale estero** ha visto un significativo rallentamento delle esportazioni nella seconda metà del 2015 (4,2% m.a.), a fronte di un calo meno pronunciato delle **importazioni** (4,9% m.a.): le esportazioni nette hanno pertanto agito da freno alla formazione del PIL nel 2015 e ci aspettiamo che questa dinamica rimanga in atto anche nel 2016: l'export è atteso rallentare ulteriormente (+2,2% m.a.) rispetto all'import (+3,2% m.a.). Il saldo delle partite correnti, comunque, dovrebbe allargarsi quest'anno (10,8% del PIL) tornando al livello del 2014 dopo essersi contratto nel 2015 (9,8% del PIL).

Nel 2015 la **produzione industriale** ha segnato il passo (a -4,2% a/a da -2,8% a/a del 2014, con un contributo negativo al PIL di -0,3 nell'ultimo trimestre) anche a causa del drastico calo della produzione di energia quest'inverno per le temperature eccezionalmente miti: la produzione dovrebbe recuperare quest'anno, pur rimanendo in territorio negativo (-1,8% a/a). Il forte contributo della produzione di veicoli che ha sostenuto l'output nell'ultimo trimestre 2015 (+18% a/a) è destinato a rientrare, dato che dal 1° gennaio la tassazione sulle flotte aziendali di veicoli si è inasprita. Il tasso di utilizzazione della capacità produttiva nel manifatturiero dopo

Guido Valerio Ceoloni

PIL 2015 a 1,9%, in  
rallentamento quest'anno  
all'1,7%

Il boom edilizio del 2015  
rallenterà nel 2016 e le  
famiglie cercheranno di ridurre  
l'indebitamento complessivo

Il contributo del canale estero  
rimarrà un freno alla crescita  
anche nel 2016

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2016

essersi stabilizzato nel terzo trimestre, nel quarto è tornato a calare e attualmente si aggira attorno all'81,2%. Il settore delle **costruzioni** rimane orientato positivamente, con gli indicatori di fiducia nuovamente migliorati nei primi due mesi dell'anno (a 8,3 da 7,8): sebbene il boom si sia avuto l'anno scorso, l'uscita da due anni di crisi immobiliare e le condizioni finanziarie accomodanti dovrebbero sostenere un'ulteriore moderata espansione del settore nel 2016.

Il livello della **disoccupazione** dovrebbe stabilizzarsi quest'anno sul livello del 2015 (6,9%), per poi scendere al più di un paio di decimi in media annua nel 2017 (6,7%). Nel 2015 le condizioni del mercato del lavoro sono migliorate, vedendo la disoccupazione scendere di cinque decimi e l'occupazione salire dello 0,9%, attorno al 60,2% nonostante il rallentamento del PIL nella seconda metà dell'anno. Le *vacancy survey* trimestrali indicano tuttora un buon livello dell'offerta di lavoro, anche se il trend mostra segnali di rallentamento: il livello dell'**occupazione** dovrebbe comunque aumentare attorno allo 0,9% nel 2016. I flussi migratori dovrebbero impattare solo marginalmente per ora sul tasso di partecipazione, a causa della rigida normativa sui permessi di lavoro ai richiedenti asilo.

L'**inflazione** ha chiuso il 2015 a 0,6% sull'indice nazionale e dovrebbe leggermente accelerare attorno a 0,8% per l'anno in corso, per poi avvicinarsi al 2% nel 2017 (1,8%). I bassi livelli dei prezzi energetici dovrebbero bilanciare quest'anno una moderata risalita dell'inflazione *core* sulla scia delle pressioni sui prezzi al consumo dovuto agli aumenti dei livelli salariali, in particolare del settore pubblico.

La forte riduzione dell'estrazione di gas dall'impianto di Groninga ha ridotto le entrate statali di 0,1% del PIL nel 2015 e potrebbe impattare per 0,3% del PIL annuo per il biennio 2016-2017. Inoltre, il taglio delle tasse per circa un altro 0,7% del PIL atteso per la primavera e lo stanziamento di fondi straordinari per l'emergenza immigrazione porterà a minori entrate per oltre un punto di PIL: le maggiori spese saranno coperte da opportune misure compensative, tuttavia sussiste un rischio di peggioramento (anche se limitato) dello scenario dei conti pubblici nel 2016. Rispetto alle stime della precedente nota trimestrale, il **deficit** 2015 dovrebbe ridursi a -2,2% da -2,4% (un decimo meno rispetto alle stime precedenti), mentre per il 2016 è atteso a -1,9% (da -1,5%) e per il 2017 a -1,6%. Il **debito pubblico** calerà poco sotto il 67% nel 2015 e si attesterà attorno al 66,2% quest'anno e al 65,2% nel 2017.

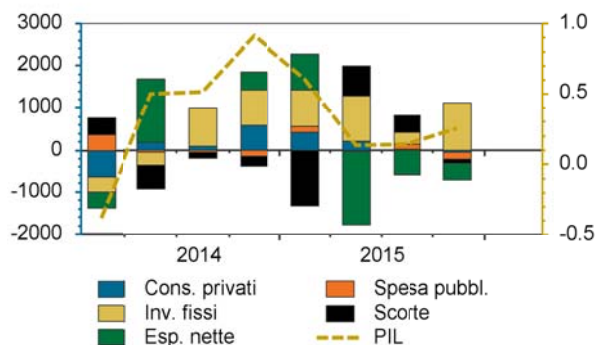
**Disoccupazione stabile nel 2016 al 6,9%**

**Il Governo ha in serbo un'espansione fiscale dell'1% del PIL nel 2016**

Previsioni	2015	2016	2017	2015				2016				2017
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.9	1.8	2.0	2.2	1.8	1.1	0.9	1.6	2.1	2.5	2.5	
Consumi delle famiglie	1.6	1.7	2.0	0.3	0.0	-0.1	0.5	0.9	0.7	0.6	0.4	
Investimenti fissi lordi	10.3	5.2	2.8	3.4	0.8	3.3	-0.5	1.0	1.6	1.4	0.1	
Deficit (% PIL)	-2.2	-1.9	-1.6									
Debito (% PIL)	66.9	66.2	65.2									
CPI (a/a)	0.6	0.8	1.8	0.9	0.7	0.6	0.7	0.9	0.5	1.0	1.6	
Disoccupazione (%)	8.3	8.2	8.1	8.9	8.5	8.3	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	
Cambio effett. (2005=100)	107.6	107.5	108.3	107.3	107.7	107.4	107.9	107.6	107.1	107.4	107.8	

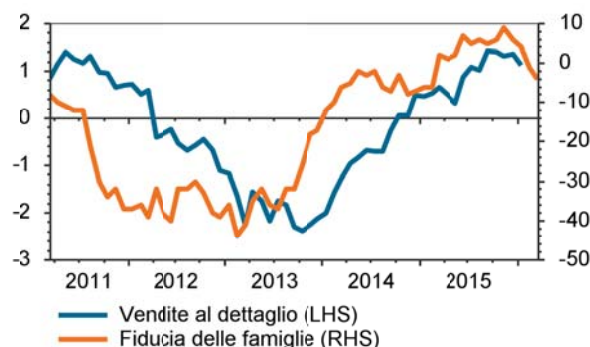
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters Datastream, Intesa Sanpaolo

Contributi alla formazione del PIL



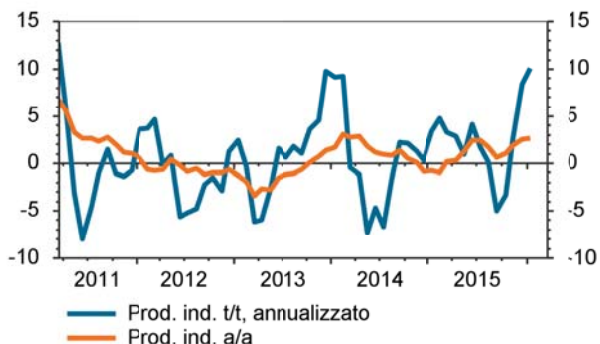
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



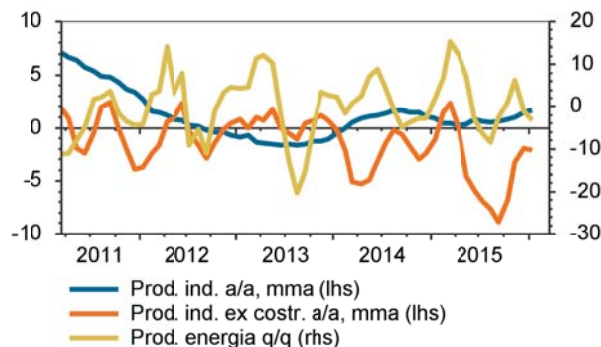
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale (manfatturiero)



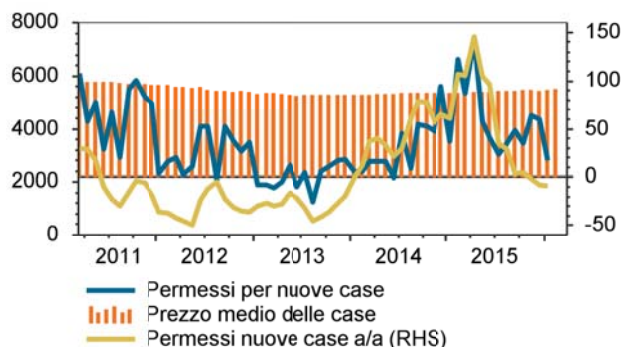
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale e comparto energetico



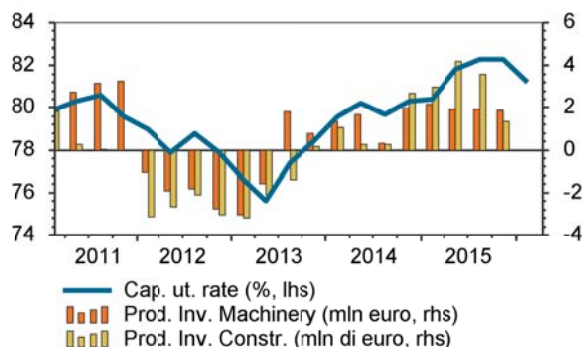
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento del settore edizio



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

Tasso di utilizzazione della capacità produttiva e investimenti

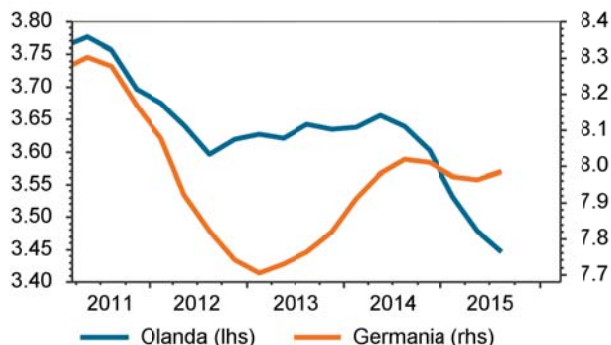


Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

## Scenario Macroeconomico

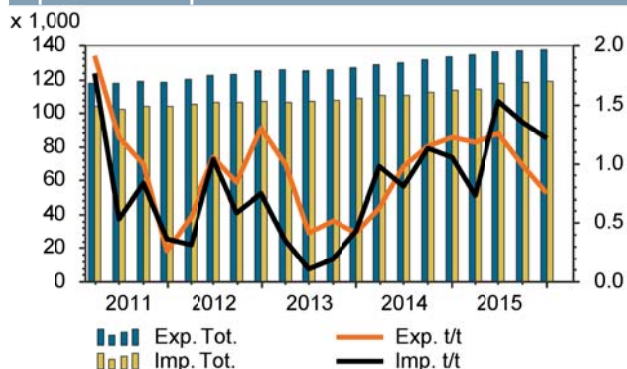
Marzo 2016

### Quota delle esportazioni globali



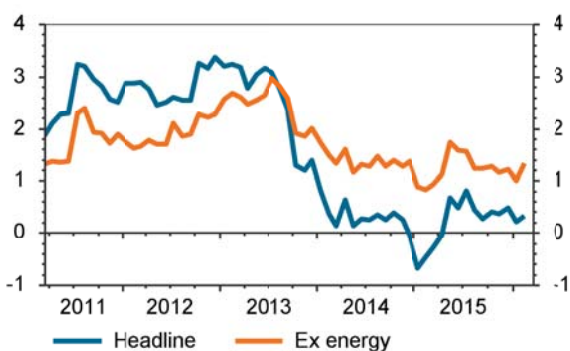
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Esportazioni e importazioni



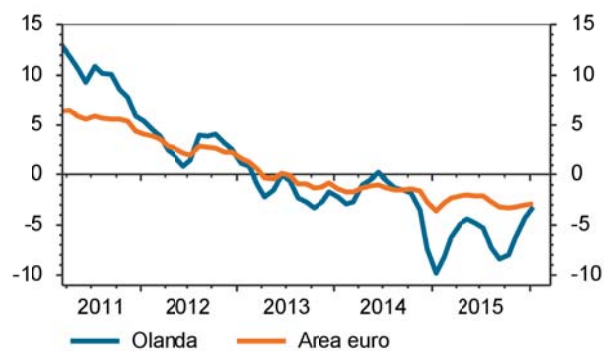
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Inflazione headline e core



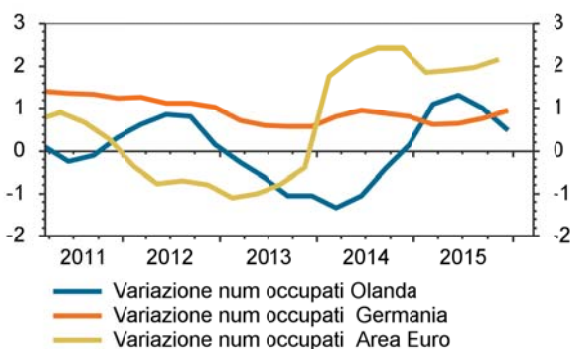
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Prezzi alla produzione



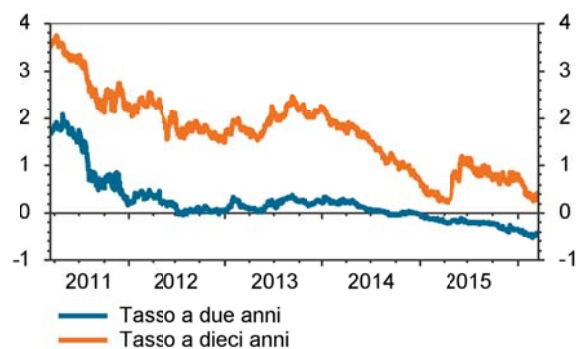
Fonte: elaborazione Divisione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Andamento dell'occupazione



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

## Italia: la ripresa della domanda interna continua. Ma restano rischi

Il 2015 è stato un anno di svolta per l'economia italiana, il primo di crescita dal 2011. Tuttavia, **la ripresa ha gradualmente perso slancio in termini congiunturali** nel corso dell'anno (0,4% t/t nel primo trimestre, 0,3% t/t in primavera, 0,2% t/t nel trimestre estivo e 0,1% t/t a fine anno: Figura 1). Di conseguenza, la crescita media nel 2015 ha parzialmente deluso le attese, risultando pari a 0,8% in termini grezzi e 0,6% se corretta per i giorni lavorativi (tre in più rispetto al 2014). Andando ad analizzare le possibili ragioni per questo minor dinamismo, si vede che:

Paolo Mameli

**Il PIL ha perso slancio nel corso del 2015, ma la ripresa della domanda interna non sembra essersi interrotta**

- 1) **i consumi non sono frenati**, anzi da un debole 0,1% t/t d'inizio anno sono cresciuti ad una media di 0,4% t/t nei restanti tre trimestri;
- 2) **gli investimenti sono stati in pratica fermi nei due trimestri centrali, mentre sono cresciuti a inizio 2015 e a fine anno, trainati in entrambi i casi dagli investimenti in mezzi di trasporto; per le costruzioni invece c'è stato un netto miglioramento**, in quanto dopo l'ulteriore contrazione della prima parte dell'anno c'è stata una ripresa nella seconda metà (0,2% t/t nel terzo trimestre, 0,9% t/t nel quarto), come non accadeva da oltre sette anni;
- 3) **il contributo del commercio con l'estero è stato negativo per i primi tre trimestri e poi positivo a fine anno;**
- 4) **anche nella spesa pubblica non si trova la spiegazione del rallentamento**, in quanto la dinamica di questa componente di domanda è stata anzi crescente nel corso del 2015 (da -0,7% t/t nel primo trimestre a +0,6% t/t a fine anno).

Di conseguenza, **il maggior responsabile dell'affievolimento della dinamica di crescita è il contributo delle scorte**, che è passato dal +0,8% t/t d'inizio anno al +0,1/0,2% t/t dei trimestri centrali al -0,4% t/t di fine anno. In particolare (Figura 3), **la domanda domestica finale** (al netto dei magazzini), dopo essere cresciuta di appena 0,1% t/t in media nella prima parte del 2015 (come nel secondo semestre 2014), **è poi accelerata a 0,4% t/t nella seconda metà dell'anno scorso**: sebbene non si possa parlare di "boom", non accadeva da oltre cinque anni.

In pratica, l'analisi dettagliata dei dati sul PIL nel corso del 2015 non suggerisce che la ripresa della domanda interna si sia interrotta o indebolita. Piuttosto, probabilmente **a inizio anno si erano create attese eccessive da parte delle imprese sull'evoluzione della domanda**, che si erano tradotte in un sovradimensionamento dei magazzini poi rientrato nel momento in cui tali attese sono diventate un po' meno ottimistiche. Ciò è coerente con il netto recupero delle aspettative sul ciclo economico dalle indagini di fiducia di imprese e famiglie che si era verificato tra fine 2014 e inizio 2015, poi ridimensionatosi almeno in termini differenziali in corso d'anno e decisamente affievolitosi a fine 2015 (Figura 4).

In prospettiva, quanto all'evoluzione delle principali componenti di domanda nel corso dell'anno riteniamo che:

**Nel 2016 i consumi dovrebbero mantenere la velocità di crociera vista nel 2015...**

- 1) **i consumi delle famiglie possono mantenere un ritmo di crescita di 0,3% t/t nel 2016**, in linea con quello visto in media nel 2015; in effetti, la flessione della fiducia dei consumatori a febbraio non appare preoccupante in quanto si tratta di una correzione "fisiologica" dopo che a gennaio era stato toccato un massimo da quando è disponibile una serie storica comparabile ovvero almeno da 21 anni (il peggioramento ha riguardato più la percezione del clima economico generale del Paese che non la situazione personale degli intervistati, e più le aspettative per il futuro rispetto ai giudizi sul clima corrente; in altri termini, le componenti più volatili e meno basate sui "fondamentali": Figure 5 e 6); il prosieguo della crescita dei



consumi (sia pure su ritmi non spettacolari) troverebbe fondamento nell'**ulteriore recupero di potere d'acquisto** (atteso crescere del 2,1% nel 2016, massimo da 15 anni) e **occupazione** (stimiamo uno 0,9% nel 2016 come nel 2015): in sintesi, vediamo una crescita dei consumi dell'1,2% in media nel 2016 (dopo lo 0,9% del 2015);

2) **il settore delle costruzioni sta confermando i segnali di ripresa visti nel corso del 2015**: la produzione nel comparto è cresciuta dell'1,2% t/t nell'ultimo trimestre dell'anno (si tratta di un record da 5 anni e mezzo: Figura 8); la fiducia delle imprese nel settore è l'unica ad essere in miglioramento a febbraio rispetto ai valori di fine 2015 (ed è su livelli più elevati del 19% rispetto alla media del 2010, contro una media del 5% per gli altri settori ovvero manifattura, commercio e servizi: Figura 7); il recupero è ancora più evidente sul mercato secondario: il numero di compravendite è cresciuto per il secondo anno consecutivo nel 2015 (+4,7%), con i prezzi ancora in calo in media d'anno ma con una stabilizzazione nell'ultimo trimestre (Figura 10). La ripresa del comparto, dopo anni di contrazione, trova fondamento, dal lato della domanda, nel recupero reddituale in atto per le famiglie e nel migliore accesso al mercato del credito derivante da una maggiore stabilità occupazionale e dal generale miglioramento delle condizioni creditizie: da notare che **la capacità di accesso al mercato immobiliare, misurata dall'affordability ratio, è risultata nel 2015 la più favorevole da quando è disponibile una serie storica comparabile** ovvero dal 2000 (Figura 9); in sintesi, confermiamo la nostra idea (espressa già da tempo) che l'anno di ripresa per gli investimenti in costruzioni possa essere il 2016 (stimiamo un +1,2% da -0,9% del 2015);

... e le costruzioni sono attese confermare i recenti segnali di ripresa...

3) **la maggiore incertezza riguarda gli investimenti delle imprese**, in particolare quelli in macchinari e attrezzature, che si sono contratti in tre dei quattro trimestri del 2015 nonostante la ripresa della domanda finale; in effetti, l'evoluzione della parte *core* degli investimenti sta risultando nell'attuale fase ciclica inferiore a quella che si poteva prevedere sulla base di un semplice "modello dell'acceleratore" (Figura 11); la spiegazione sta probabilmente nel fatto che **la quota di profitto delle società finanziarie risulta in ripresa solo modesta dai minimi toccati tra fine 2014 e inizio 2015** (Figura 12); il confronto con la Spagna (Figura 13) mostra che le imprese iberiche hanno visto negli ultimi anni migliorare il loro risparmio lordo assai più di quelle italiane; **tuttavia, in prospettiva i fondamentali sembrano coerenti con una ripresa**, come visibile dall'elevata correlazione della spesa in conto capitale delle aziende in macchinari e attrezzature con le aspettative delle imprese sull'andamento dell'economia (che, sebbene in lieve arretramento a inizio 2016, restano più che espansive: Figura 14) o con gli **standard di credito applicati alle aziende (mai così accomodanti da quando esiste una serie storica** ovvero dal 2003 (Figura 15); tra l'altro da notare che in base ai dati della *Bank Lending Survey* è in netto miglioramento non soltanto la domanda di credito ma in particolare quella finalizzata ai nuovi investimenti: dal 2003 ad oggi, solo nel 1° trimestre del 2007 essa è risultata più elevata: Figura 16); potrebbe avere impatto già da inizio 2016, dopo l'incertezza normativa che probabilmente ne ha vanificato gli effetti nell'ultima parte del 2015, il **maxi-ammortamento sui nuovi beni strumentali** acquistati dal 15 ottobre 2015 a fine 2016; in sintesi, nel 2016 ci aspettiamo una accelerazione a +2,3% (da +0,6% del 2015) per gli investimenti in macchinari e attrezzature e viceversa una frenata (a +7,8% da +19,7% precedente) per gli investimenti in mezzi di trasporto; di conseguenza **gli investimenti totali (comprese le costruzioni) aumenterebbero del 2% nel 2016 (da 0,6% precedente): sarebbe un massimo dal 2006**;

... ma permane incertezza sull'evoluzione degli investimenti...

4) infine, **confermiamo i rischi al ribasso sull'export**: segnalavamo come il rimbalzo dei flussi commerciali visto a fine 2015 fosse di natura temporanea, in effetti il commercio in particolare con i Paesi extra-UE è tornato a frenare decisamente a inizio 2016 (Figura 17); i rischi vengono soprattutto dai Paesi produttori di petrolio e da alcuni Paesi asiatici, ma anche Russia e America Latina dovrebbero continuare a dare un contributo negativo all'export totale (anche se presumibilmente meno negativo che nel 2015); c'è inoltre da notare che la

... e si accentuano i rischi al ribasso sull'export

significativa spinta all'export derivante dal deprezzamento del tasso di cambio che si era avuta nel 2015 non sarà di aiuto nel 2016, pertanto ci aspettiamo ad esempio (Figura 18) un significativo ridimensionamento del tasso di crescita delle vendite verso gli Stati Uniti (dal 20,9% medio visto l'anno scorso); in sintesi, **nel 2016 il commercio con l'estero potrebbe frenare la crescita per almeno un decimo di punto percentuale** (dopo i tre decimi sottratti al PIL 2015), nel contesto di un rallentamento per entrambi i flussi commerciali (da 5,8% a 2% per l'import, da 4,1% a 1,5% per l'export).

In sintesi, riteniamo che la crescita su base congiunturale del PIL possa migliorare rispetto a fine 2015, ma non significativamente rispetto alla media del 2015: ci aspettiamo uno 0,3% t/t in media nell'anno (da uno 0,25% del 2015). **Sulla base del rimbalzo della produzione industriale a gennaio, nel 1° trimestre la crescita dovrebbe risultare nella forchetta 0,2-0,3% t/t**, ovvero in ripresa dal debole 0,1% t/t di fine 2015 (Figura 2). Sembrano comunque sussistere dei rischi al ribasso sulla stima di un PIL medio annuo in crescita dell'1,2% (un ritmo doppio rispetto a quello visto nel 2015 in termini corretti per i giorni lavorativi).

In sintesi, già da inizio anno il PIL potrebbe tornare ad espandersi a ritmi vicini a 0,3% t/t

Sul fronte dei prezzi, **il 2016 sarà il terzo anno consecutivo di inflazione sostanzialmente pari a zero**. Il rimbalzo di gennaio infatti si è, come pensavamo, dimostrato temporaneo, e il CPI potrebbe restare in territorio lievemente negativo (dopo il -0,3% di febbraio) per tutta la parte centrale dell'anno (Figura 19). Vi è anzi il rischio che si avvicini a zero anche l'inflazione sottostante. Solo negli ultimi mesi del 2016 potrebbe esserci una lieve risalita, sulla scia dell'effetto statistico sull'energia. I prezzi dell'energia scenderanno ancora, stimiamo di -4% dopo il -6,8% del 2015. Le spese per la casa potrebbero cambiare segno, a 0,5% da -0,8% precedente. I prezzi delle comunicazioni sono visti stabilizzarsi dopo avere dato un significativo contributo negativo negli ultimi anni. Le uniche componenti a vedere un rallentamento dell'inflazione potrebbero essere alberghi e ristorazione e istruzione.

Il 2016 sarà il terzo anno consecutivo di inflazione sostanzialmente nulla

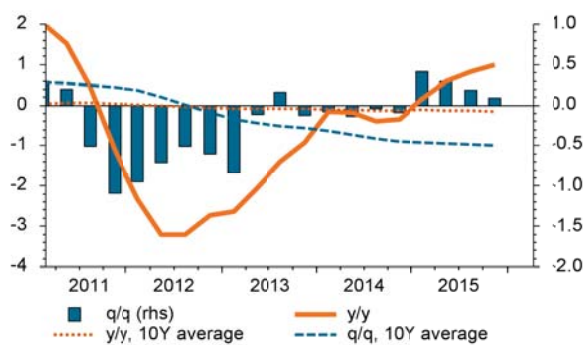
Sul fronte della finanza pubblica, **nel 2015 il Governo ha centrato gli obiettivi sia sul deficit** (al 2,6% del PIL, ai minimi dal 2007) **che sul debito** (anzi, al 132,6% del PIL, inferiore di due decimi al target e in aumento di appena un decimo rispetto all'anno precedente). Peraltro, come sospettavamo, il raggiungimento dei target è avvenuto non tramite un miglioramento del saldo primario (anzi in calo, sia pure di appena un decimo, per il terzo anno consecutivo, all'1,5% del PIL, ai minimi dal 2011) ma grazie ai risparmi sulla spesa per interessi. **Per il 2016, ci aspettiamo un deficit stabile al 2,6% ma un saldo primario in ulteriore calo**, all'1,3% del PIL (Figura 20); **il debito dovrebbe cominciare a calare** (per la prima volta dopo 8 anni), **sia pure in misura assai modesta**, stimiamo al 132,4% del PIL (Figura 22). È anche possibile che la *querelle* con la Commissione UE si chiuda con una richiesta di lieve correzione dei conti per l'anno in corso, di circa 3 miliardi, visto che la flessibilità concessa dall'UE per il 2016 potrebbe fermarsi allo 0,8% del PIL anziché all'1% implicito nella versione finale della Legge di Stabilità approvata dal Governo (segnalavamo in effetti in sede di presentazione del budget 2016 che difficilmente lo 0,2% aggiuntivo giustificato dalla cosiddetta "clausola dei migranti" sarebbe stato "accettato" in sede europea).

Nel 2015 il Governo ha centrato i target su deficit e debito. Nel 2016 potrebbe essere richiesta una correzione modesta. Ma il problema è rimandato al 2017

**Il punto più delicato però non è l'andamento dei conti pubblici nel 2016** (che appare piuttosto "blindato", soprattutto grazie, ancora una volta, agli ampi margini sulla spesa per interessi), **quanto le sfide che la politica fiscale dovrà affrontare nel 2017**, che saranno anticipate dalla predisposizione del DEF il prossimo aprile e poi dettagliate nella Legge di Stabilità in un autunno che si preannuncia "caldo" (il Governo sarà infatti anche atteso alla prova, probabilmente decisiva per la sua sopravvivenza, del referendum istituzionale). Infatti, occorrerà coprire la restante parte delle clausole di salvaguardia (evitando l'aumento delle imposte indirette) per 15 miliardi e finanziare gli ulteriori tagli fiscali promessi per almeno 12 miliardi (il Presidente del consiglio aveva parlato a fine agosto di tagli Ires – parzialmente anticipati nella Legge di Stabilità - e Irap; successivamente alcuni esponenti del Governo hanno accennato alla possibilità di

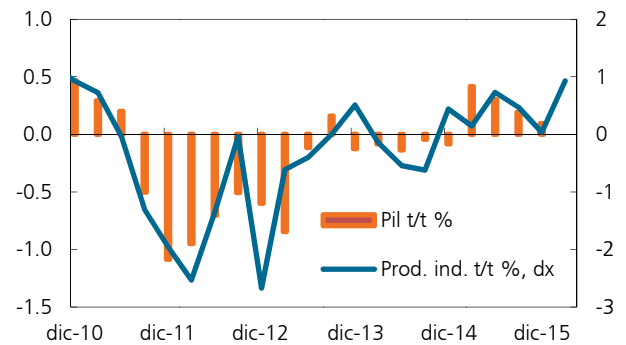
anticipare un taglio Irpef, originariamente previsto per il 2018 assieme all'estensione ai pensionati del bonus da 80 euro mensili). Inoltre, il Governo dovrà almeno in teoria (in base alle regole europee) correggere di mezzo punto il saldo strutturale, il che equivale a una stretta di circa 9 miliardi. In pratica, occorrerà reperire risorse per oltre 35 miliardi (il 2% del PIL) sul 2017, che diventerebbero 63 miliardi (il 3,5% del PIL) nel 2018; aiuteranno, ma non saranno sufficienti, i risparmi sulla spesa per interessi (Figura 22). Una sfida notevole, che potrebbe anche indurre il Governo, nel caso in cui fosse completata la riforma istituzionale, alla tentazione di rinviare il consolidamento fiscale alla prossima legislatura.

Fig. 1 – La ripresa ha perso slancio in termini congiunturali nel corso del 2015...



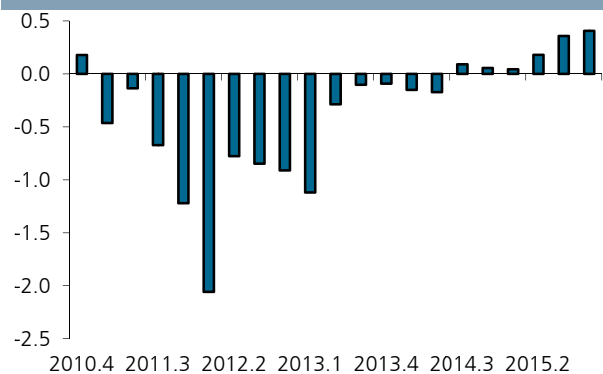
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – ... ma, sulla base del rimbalzo della produzione industriale, ci si può attendere una riaccelerazione a inizio 2016



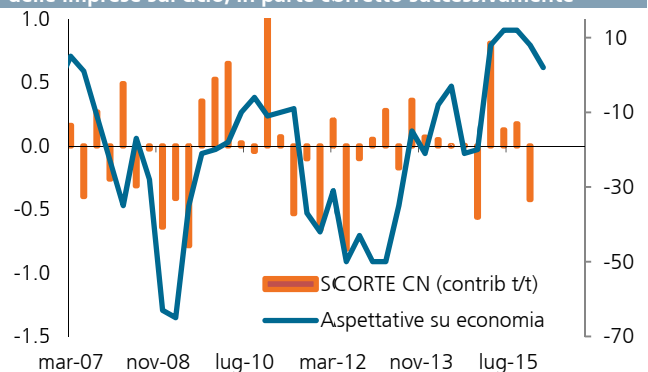
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 3 – La domanda domestica finale (al netto delle scorte) è in graduale miglioramento



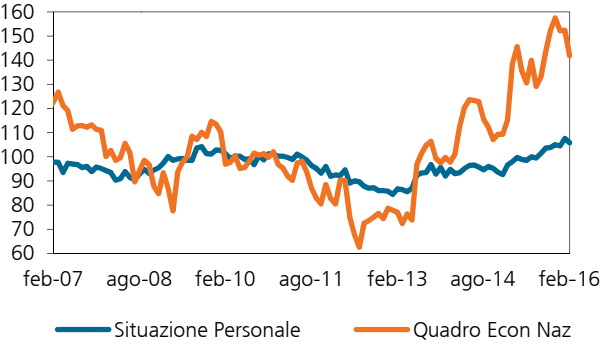
Nota: var. % t/t della domanda domestica finale. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – Il sovradimensionamento delle scorte di contabilità nazionale a inizio 2015 era legato a un eccessivo ottimismo delle imprese sul ciclo, in parte corretto successivamente



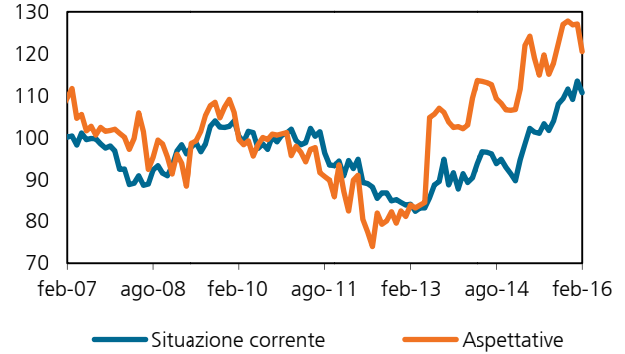
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – La recente correzione dell'ottimismo delle famiglie riguarda più il quadro economico nazionale che la situazione personale degli intervistati...



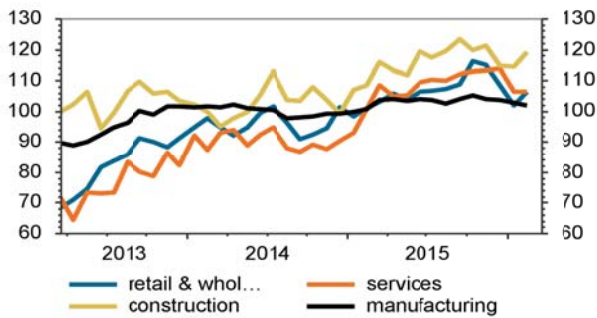
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – ... e più le aspettative sul futuro che la condizione corrente (insomma le componenti più volatili e che più erano cresciute in precedenza)



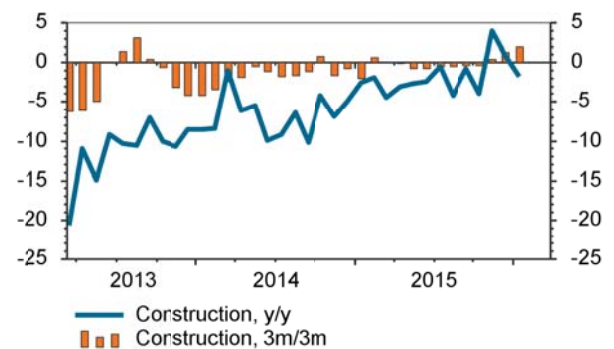
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – In base all'indagine Istat sul morale delle imprese, il settore che sta mostrando la migliore tenuta della fiducia sono le costruzioni...



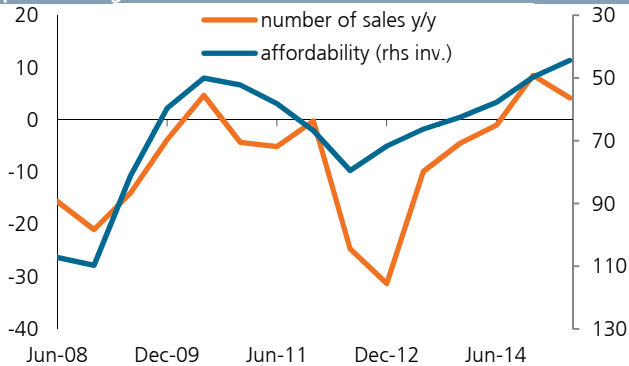
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – ... dove il recupero di fiducia si è tradotto in un aumento della produzione, dopo anni di crisi "strutturale"



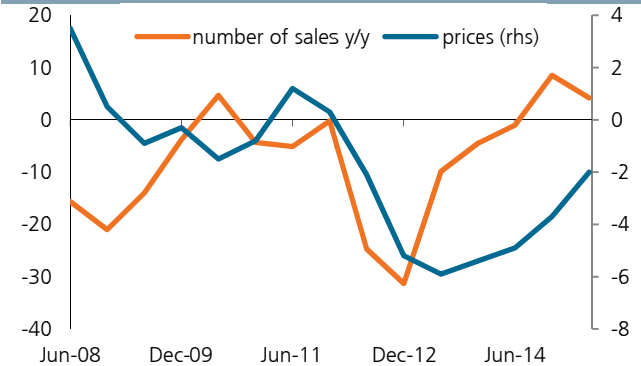
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Dal lato della domanda, il recupero dell'immobiliare trova fondamento nel miglioramento dell'accesso al mercato per le famiglie



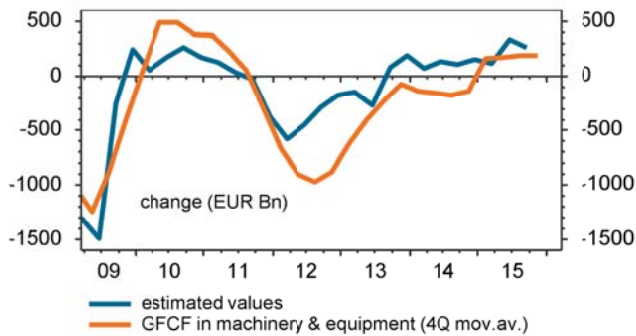
Fonte: Banca d'Italia

Fig. 10 – La ripresa delle transazioni si rifletterà con ritardo in un recupero dei prezzi, che per ora sembrano aver smesso di flettere



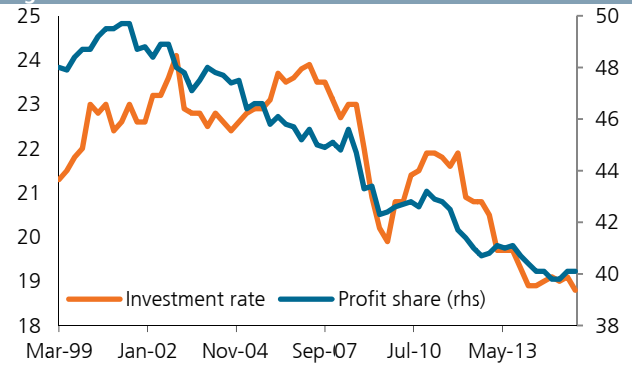
Fonte: Banca d'Italia

Fig. 11 – Negli ultimi anni la crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature è stata inferiore a quanto prevedibile sulla base di un modello dell'acceleratore



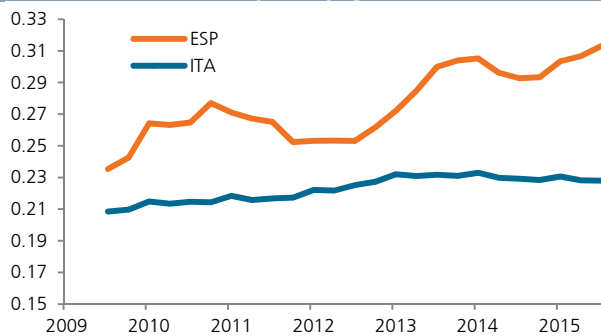
Fonte: Intesa Sanpaolo. Il modello spiega la crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature sulla base di: (i) crescita della domanda finale (al netto degli investimenti), (ii) crescita del PIL in t-1, (iii) il rapporto investimenti/PIL in t-1

Fig. 12 – Una possibile spiegazione è nel fatto che la quota di profitto delle società non finanziarie non si è ripresa significativamente dai minimi



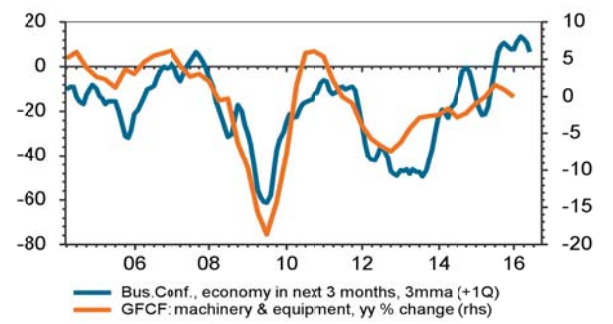
Fonte: Istat

Fig. 13 – Da notare il basso tasso di risparmio delle imprese italiane a confronto con quelle spagnole



Fonte: INE e Istat

Fig. 14 – In prospettiva, la ripartenza degli investimenti è suggerita dalle aspettative delle imprese sulla domanda...



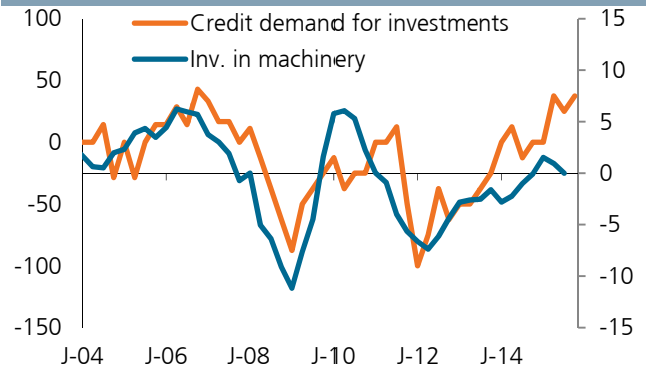
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 15 – ... nonché dall'ulteriore allentamento delle condizioni finanziarie (su ritmi mai visti nell'ultimo decennio)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 16 – In particolare, è aumentata la domanda di credito per nuovi investimenti



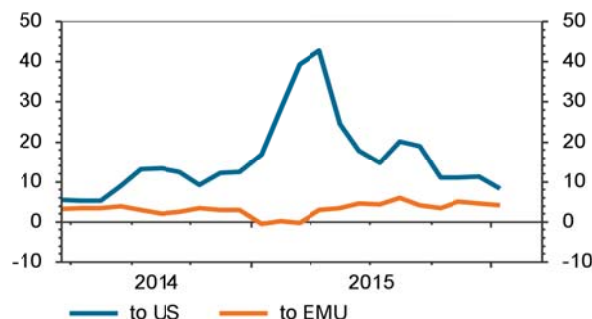
Fonte: Istat, BCE

Fig. 17 – In frenata le esportazioni verso i Paesi extra-UE



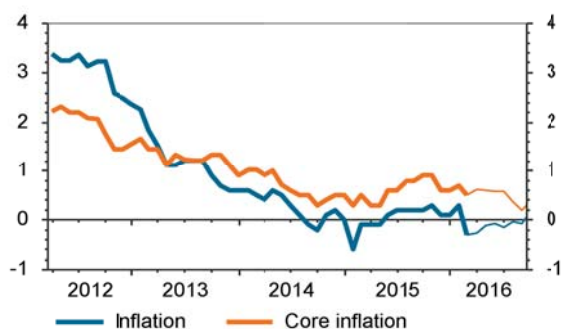
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 18 – Il freno arriva non solo dagli emergenti ma anche dalla correzione dell'anomalo "boom" di vendite verso gli USA



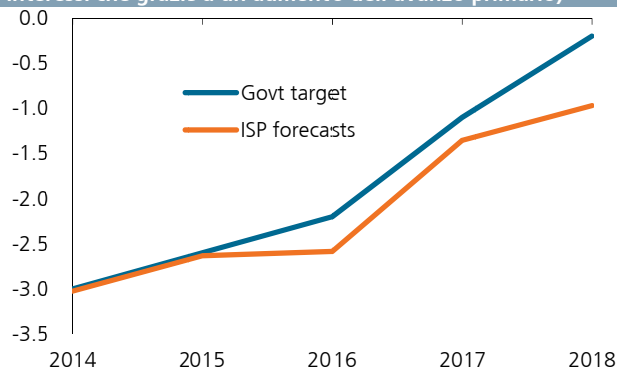
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 19 – L'inflazione potrebbe rimanere in negativo sino all'estate (e vi sono rischi di rallentamento del CPI core)



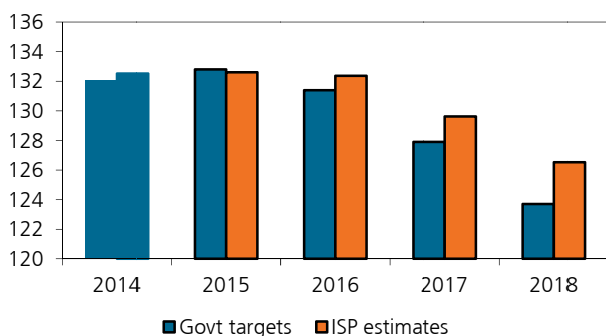
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 20 – Stimiamo un miglioramento del disavanzo nei prossimi anni (anche se più per via dei risparmi da spesa per interessi che grazie a un aumento dell'avanzo primario)



Fonte: MEF e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 21 – Il debito dovrebbe aver toccato un picco nel 2015, anche se la discesa sarà più lenta di quanto stima il Governo



Fonte: MEF e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 22 – Occorrerà reperire risorse per oltre 35 miliardi sul 2017, che diventerebbero 63 miliardi nel 2018 (aiuteranno, ma non saranno sufficienti, i risparmi sulla spesa per interessi)

MANOVRA LORDA (mld)	2017	2018
Clausole di salvaguardia (A)	15.1	19.6
Nuovi tagli fiscali promessi (B)	11.5	25.7
Correzione richiesta da regole UE (C)	8.6	17.4
<b>Totale risorse (D=A+B+C)</b>	<b>35.2</b>	<b>62.6</b>
Risparmi su spesa per interessi (E)	23.3	28.7
<b>Manovra netta necessaria (F=D-E)</b>	<b>11.9</b>	<b>33.9</b>
in % del PIL	0.7	1.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2016

Previsioni macroeconomiche											
	2015	2016	2017	2015			2016				2017
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	1.2	1.4	0.6	0.8	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4	1.4
t/t				0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.9	1.2	1.2	0.4	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi lordi	0.6	2.0	2.2	0.0	0.2	0.8	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
Consumi pubblici	-0.7	0.3	0.3	-0.3	0.2	0.6	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1
Esportazioni	4.1	1.5	3.6	1.4	-1.3	1.3	-0.5	1.0	0.9	0.8	0.9
Importazioni	5.8	2.0	3.6	1.6	-0.2	1.0	-0.2	0.7	0.8	0.9	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	0.1	0.1	0.1	0.2	-0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.3	1.9								
Deficit (% PIL)	-2.6	-2.6	-1.4								
Debito (% PIL)	132.6	132.4	129.6								
CPI (a/a)	0.0	0.1	1.5	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.5	1.4
Produzione Industriale	0.8	1.9	1.4	0.7	0.5	0.0	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3
Disoccupazione (%)	11.9	11.3	10.7	12.2	11.5	11.5	11.5	11.4	11.3	11.0	10.9
Tasso a 10 anni	1.71	1.65	2.00	1.80	1.91	1.62	1.52	1.58	1.69	1.81	1.86

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

## Regno Unito: quali conseguenze dal referendum sull'UE?

Luca Mezzomo

L'accordo fra Regno Unito e l'UE ha spianato la via al referendum popolare promesso dal Primo Ministro nel 2013, ora fissato per il 23 giugno. Ma quali sono le implicazioni dell'accordo? E che cosa accadrebbe in caso di vittoria del no all'Unione Europea? Nel complesso, la vittoria degli euro-scezzici avrebbe riflessi prevalentemente negativi per l'economia britannica: occorrerebbero molti anni prima dell'effettiva uscita dall'UE, ma alcuni effetti potrebbero farsi sentire subito.

Il 2 febbraio la presidenza dell'Unione Europea ha pubblicato una serie di documenti che rappresentano la sintesi dei negoziati condotti nei mesi scorsi con il Governo britannico, e che sfoceranno il 23 giugno in un referendum popolare sulla permanenza nell'UE. L'accordo è stato illustrato dal primo ministro Cameron al Parlamento britannico mercoledì 3 febbraio e successivamente approvato dal Consiglio Europeo del 18-19 febbraio. Questo articolo illustra i principali contenuti dell'accordo, i passi successivi del processo e qualche prima considerazione sulle diverse implicazioni che scaturirebbero in caso di voto per la permanenza o per l'uscita.

### Il percorso di avvicinamento all'accordo del 2 febbraio

Come è noto, la relazione del Regno Unito con l'Unione Europea è sempre stata conflittuale e già nel 1975 il Paese aveva votato sull'opportunità di rimanere nella Comunità Europea. Successivamente, a margine delle successive revisioni dei trattati e del passaggio all'Unione Europea, il Regno Unito aveva ottenuto il diritto di non adottare l'euro e di non partecipare all'area di Schengen. Inoltre, altri protocolli ne limitano la partecipazione alle misure in tema di giustizia, libertà e sicurezza; anche la cooperazione con le forze di polizia e i tribunali degli altri paesi comunitari è ridotta.

Il processo di avvicinamento al nuovo referendum è partito diversi anni fa. Il partito conservatore è da tempo lacerato al suo interno sulla questione, anche per l'attrito esercitato sull'ala destra dal partito nazionalista UKIP. Nel 2010, il Governo aveva introdotto la cosiddetta *referendum lock*, in base alla quale ogni nuovo trattato che attribuisse maggiori poteri all'UE doveva essere ratificato da un referendum popolare. Più recentemente, nel discorso del gennaio 2013, il leader conservatore Cameron aveva dichiarato di volere "il mandato dal popolo britannico per un governo conservatore che negozi un nuovo accordo con i nostri partner europei [...] come preludio a un voto su dentro o fuori", che si sarebbe tenuto entro il 2017. Nel 2014 fu redatto un articolato rapporto governativo sui costi e i benefici del rapporto fra UE e Regno Unito, come base tecnica per i negoziati<sup>11</sup>. Successivamente, nella campagna elettorale del 2015 Cameron ha confermato il referendum, anche se la sua posizione è oscillata ambiguamente e opportunisticamente fra l'ambizioso obiettivo di una riforma generale dell'Unione Europea a quello più limitato di ottenere modifiche ai trattati specifiche per il Regno Unito. Nel corso del 2015 gli analisti politici avevano colto che la piattaforma negoziale del Regno Unito era ormai incentrata su obiettivi più modesti e concreti, come la concessione di poteri di blocco ai parlamenti nazionali sulla legislazione comunitaria, la rimozione dai trattati dell'obiettivo di un'unione sempre più stretta (*ever closer union*) e sulla possibilità di limitare le prestazioni sociali ai lavoratori comunitari immigrati<sup>12</sup>. La lettera inglese del 10 novembre<sup>13</sup> aveva poi formalmente individuato 4 aree di discussione:

- **Competitività:** fissazione di target di riduzione del carico amministrativo e normativo sulle imprese;

<sup>11</sup> HM Government, *Review of the balance of competence between the UK and the EU*, 2014.

<sup>12</sup> Si veda per esempio: A. Glencross, *Why a British referendum on EU membership will not solve the Europe question*, *International Affairs*, Vol. 91 No 2 (2015), p. 303-17.

<sup>13</sup> [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/475679/Donald\\_Tusk\\_letter.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/475679/Donald_Tusk_letter.pdf)



- **Sovranità:** esclusione del Regno Unito dall'impegno a un'unione sempre più stretta. Possibilità per gruppi di parlamenti nazionali di bloccare proposte legislative comunitarie;
- **Governo dell'economia:** tutele contro la discriminazione delle imprese in base alla moneta di riferimento, volontarietà dell'adozione di riforme proposte nell'Eurozona per i Paesi non-Euro, autonomia nella supervisione bancaria, partecipazione alle decisioni che influenzano tutti gli Stati membri, esclusione di responsabilità fiscale per i meccanismi di sostegno dell'Eurozona. Introduzione di specifici meccanismi di salvaguardia per i Paesi che non fanno parte dell'Eurozona;
- **Immigrazione:** il Governo conservatore riteneva "insostenibile" il flusso migratorio netto di 300 mila unità all'anno. Perciò chiede di non estendere automaticamente a eventuali nuovi Stati membri il principio di libera circolazione, di contrastare gli abusi del principio di libera circolazione, e di limitare le prestazioni sociali agli immigrati comunitari.

Come vedremo fra poco, tali elementi sono tutti considerati nell'accordo del 2 febbraio. Tuttavia, per i fautori del "Leave", gli obiettivi del governo Cameron sono sempre stati troppo modesti rispetto alle loro ambizioni di ripristinare la sovranità del Parlamento britannico. La campagna per l'uscita dall'UE, che lamenta in particolare l'esistenza di una supremazia dei 19 Paesi dell'Eurozona sul resto dell'Unione, si pone come obiettivo di abolire la prevalenza delle norme comunitarie su quelle nazionali, di riallocare a priorità nazionali i contributi al bilancio comunitario (pari a circa lo 0,5% del PIL britannico) e di negoziare un nuovo accordo di libero scambio con l'UE<sup>14</sup>.

### I contenuti dell'accordo

La citata lettera del Presidente dell'Unione Europea e le conclusioni del Consiglio Europeo del 18-19 febbraio<sup>15</sup> mostrano che il Regno Unito ha ottenuto qualche concessione su tutti i quattro capitoli dell'agenda:

1. In tema di sovranità, si riconosce che il Regno Unito è escluso dal processo di ulteriore integrazione politica e si propone un meccanismo di rigetto delle proposte di normativa comunitaria se un numero sufficiente di parlamenti nazionali (pari al 55% dei voti allocati) è contrario sulla base del principio di sussidiarietà;
2. Riguardo al governo dell'economia, la maggiore concessione è costituita dalla possibilità di formulare un'opposizione motivata a decisioni prese dai governi che partecipano all'Unione bancaria, a seguito della quale il Consiglio "farà quanto in suo potere per raggiungere, entro un tempo ragionevole e senza pregiudicare i limiti temporali fissati dalla legge dell'Unione, una soluzione soddisfacente che risponda alle preoccupazioni" di tali governi<sup>16</sup>. Tuttavia, non viene concesso alcun diritto di veto;
3. Sul tema della competitività e della semplificazione normativa, si accetta l'obiettivo e si prospetta un monitoraggio dei progressi che saranno compiuti;
4. Infine, pur riaffermando il pieno rispetto delle libertà fondamentali e in generale dei trattati, l'Unione va incontro al Regno Unito sfruttando il margine di interpretazione delle regole. In particolare, sarà proposta una modifica alla legislazione europea sugli assegni familiari e sarà

---

<sup>14</sup> Si veda <http://www.voteleavetakecontrol.org/campaign> per qualche esempio delle rivendicazioni.

<sup>15</sup> V. European Council Meeting (18 and 19 February 2016), Conclusions, EUCO 1/16, <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/02/19-euco-conclusions/>

<sup>16</sup> *Statement on Section A of the Decision of the Heads of State or Government*, EUCO 1/16, Annex II.

creato un "meccanismo di salvaguardia per rispondere a situazioni eccezionali di afflusso di lavoratori da altri Stati membri"<sup>17</sup>.

Un aspetto importante dell'accordo è che le parti hanno evitato di riaprire il "vaso di pandora" delle modifiche ai Trattati, che avrebbe reso il processo molto più difficile da concludere positivamente e molto più rischioso per il possibile inserimento di istanze provenienti da altri Paesi. Secondo quanto affermato da Tusk nella lettera del 2 febbraio, "gran parte del contenuto della proposta prende la forma di decisioni legalmente vincolanti dei Capi di stato o di governo" e non è previsto un processo immediato di revisione dei trattati. Soltanto per alcuni elementi sarà necessario discutere la "possibile inclusione [...] nei trattati al momento della loro prossima revisione".

### Come si svilupperanno ora gli eventi?

Come detto, l'accordo pubblicato il 2 febbraio è già stato approvato dal summit europeo del **18-19 febbraio**. In parallelo al processo decisionale europeo, è partito anche quello che condurrà nel Regno Unito a una consultazione popolare, che si terrà il **23 giugno**.

I **sondaggi** condotti negli ultimi mesi offrono indicazioni contrastanti riguardo all'esito della consultazione: in generale l'elettorato appare diviso a metà e incerto, anche se alcuni istituti di ricerca indicano una prevalenza più significativa dei voti per il "Remain". Come vedremo nel prossimo paragrafo, la campagna per la permanenza ha ottimi e concreti argomenti da proporre per spostare l'opinione pubblica dalla sua parte. Anche il mondo delle imprese e della finanza alla fine si schiererà prevalentemente con il Primo Ministro. Tuttavia, non si può dare per scontato che gli elettori decidano sulla base di una valutazione razionale di costi e benefici; questioni marginali, ma di impatto sull'opinione pubblica, potrebbero giocare un ruolo più rilevante.

In caso di vittoria del "Remain" si passerà all'implementazione dell'accordo di febbraio. Se, invece, vincerà il "Leave", il governo Cameron dovrà avviare le procedure per un'uscita ordinata del Regno Unito dall'Unione Europea secondo il processo previsto dall'art. 50 del Trattato sull'Unione Europea, cominciando con un voto del Parlamento.

### Che cosa accadrà in caso di vittoria del "Leave"?

L'articolo 50 del Trattato sull'Unione Europea presuppone una decisione parlamentare da parte dello Stato che intende recedere e una comunicazione formale della stessa al Consiglio Europeo. Ne seguono negoziati per siglare un accordo che definisca le modalità del recesso e il quadro delle future relazioni con l'Unione. Le linee guida per il negoziato devono essere decise all'unanimità dal Consiglio Europeo, il che conferisce a ogni Stato membro un diritto di veto. L'accordo finale, invece, deve essere deliberato dal Consiglio a maggioranza qualificata (72% dei membri del Consiglio, rappresentanti almeno il 65% della popolazione), previa approvazione del Parlamento Europeo. Il Regno Unito cesserebbe di essere vincolato dai trattati e dalla legislazione comunitaria a partire dalla data di entrata in vigore dell'accordo, non da quella del voto parlamentare sul recesso e tanto meno da quella del referendum.

Un **lungo periodo di transizione**, forse più di un paio d'anni, è necessario per garantire che lo sganciamento dall'UE avvenga ordinatamente, senza vuoti legislativi e all'insegna della massima continuità dei rapporti commerciali e finanziari. Oltre a decidere che cosa fare delle norme adottate per recepire direttive comunitarie, occorrerebbe negoziare trattati in sostituzione di quelli (numerosi) sottoscritti dall'Unione con altri Paesi, che cesserebbero di applicarsi al Regno

<sup>17</sup> Letter by President Donald Tusk to the Members of the European Council on his proposal for a new settlement for the UK within the EU, 2 febbraio 2016.

Unito; sottoscrivere accordi per regolare il trattamento dei molti cittadini britannici residenti nei vari Paesi dell'Unione; adottare nuove leggi doganali e tariffe in sostituzione di quelle europee; negoziare un nuovo accordo commerciale con l'Unione, per evitare l'applicazione di dazi sulle proprie merci; negoziare accordi commerciali in sostituzione dei circa 60 firmati dall'UE, ma da una posizione molto più debole. Questi problemi sono sostanzialmente ignorati dai fautori dell'uscita, che danno per scontato un regime di sostanziale continuità dal punto di vista dell'accesso al mercato unico. Il bilancio dei costi e dei benefici dipende dal contenuto degli accordi che saranno sottoscritti fra Unione Europea e Regno Unito.

L'esperienza dei Paesi scandinavi e della Svizzera dimostra che è possibile raggiungere un elevato livello di integrazione economica e finanziaria con l'UE, anche se non se ne fa parte. Tuttavia, proprio l'esperienza di questi Paesi dimostra che l'ambizione dei nazionalisti britannici di poter ignorare norme e standard comunitari rischia di andare clamorosamente delusa. In effetti, la relazione fra Regno Unito e Unione Europea sarebbe profondamente asimmetrica, e ciò si rifletterebbe nell'accordo di recesso.

Ad esempio, i Paesi della European Economic Area (EEA) recepiscono le regole europee in cambio dell'accesso al mercato unico, e contribuiscono al bilancio comunitario. Plausibilmente, il Regno Unito adotterà la via del **trattato bilaterale**, che però non esclude affatto di vedersi imporre (e dover recepire) regole e standard dal partner più forte. Inoltre, quale tipo di trattato bilaterale? Una tassonomia delle possibili soluzioni tecniche è stata proposta recentemente da Jean Claude Piris<sup>18</sup>. A un estremo, troviamo l'ipotesi di un trattato che crei una relazione speciale fra UE e Regno Unito, escludendo per esempio la partecipazione alla politica agricola comune e alle politiche di coesione, ma tale opzione implica probabilmente che la cessione di sovranità continui in molti altri campi, e che sia perciò politicamente difficile da vendere all'elettorato britannico. In particolare, è illusorio pensare che l'UE consenta di partecipare al mercato unico senza impegni sugli standard che riducano il rischio di concorrenza sleale o di discriminazione di imprese e lavoratori comunitari. Si aggiunga che mentre all'interno dell'Unione non è permesso il ricorso a rappresaglie commerciali a fronte di violazione delle regole, perché spetta alla Commissione Europea indagare e alla Corte di Giustizia deliberare, un Regno Unito fuori dall'UE vedrebbe eventuali cambiamenti unilaterali delle sue regole puniti dall'Unione con misure di rappresaglia.

Insomma, "l'accesso al mercato unico potrebbe avere un costo – finanziario e politico [...] Norvegia e Svizzera effettuano significativi pagamenti a vantaggio del bilancio dell'UE"<sup>19</sup>. Inoltre, secondo Piris, difficilmente l'UE offrirebbe l'opzione svizzera, in quanto essa ha comportato la necessità di negoziati permanenti con le Autorità elvetiche per assicurare l'equivalenza della legislazione locale con quella comunitaria, e attualmente è in fase di riesame<sup>20</sup>. Peraltro, i trattati con la Svizzera non riguardano i servizi. Alla fine, i rapporti con l'UE potrebbero essere regolati soltanto da un **free trade agreement**, che però non coprirebbe i servizi e implicherebbe soltanto il beneficio di tariffe più basse rispetto a quelle previste dalle regole WTO.

Quanto detto dovrebbe rendere chiaro che **la vittoria del "Leave" sarebbe probabilmente seguita da una fase di grande incertezza**, durante la quale l'economia britannica potrebbe essere interessata da **fenomeni di delocalizzazione** da parte di imprese extra-europee verso altri Paesi dell'Unione, al fine di non perdere l'accesso al mercato comunitario, e da un sostanziale congelamento degli investimenti diretti in ingresso. Gli effetti negativi potrebbero manifestarsi ben prima dell'effettiva uscita dall'Unione Europea, già in fase di discussione del trattato di

---

<sup>18</sup> J.-C. Piris, *If the UK votes to leave: the seven alternatives to EU membership*, Centre for European Reform, gennaio 2016.

<sup>19</sup> J.-C. Piris, *Brexit is the easy bit*, Financial Times, 12 gennaio 2016.

<sup>20</sup> J.-C. Piris, *If the UK votes to leave: the seven alternatives to EU membership*, cit., p. 8.

recesso. Tali fenomeni potrebbero riguardare anche l'industria finanziaria. A regime, dopo la formalizzazione del recesso, l'aumento delle barriere non tariffarie comporterebbe a regime un danno ampiamente superiore al beneficio dei mancati trasferimenti al bilancio comunitario, anche negli scenari più ottimistici per le relazioni fra Regno Unito e Unione Europea<sup>21</sup>.

Durante i negoziati per il trattato di recesso dall'Unione, il Governo sarebbe dunque obbligato a trovare un difficile compromesso fra la limitazione del danno all'economia britannica e la concessione di quanta meno sovranità possibile per rispettare il mandato popolare. Inoltre, la vittoria del "Leave" sarebbe probabilmente accompagnata anche da un cambiamento di leadership nel Partito conservatore e dal riemergere di tensioni separatiste in Scozia. Non stupisce che diverse grandi imprese internazionali sostengano attivamente la campagna *Britain Stronger in Europe*, che chiede di votare per la permanenza nell'Unione<sup>22</sup>.

#### **Se il Regno Unito rimane nell'Unione Europea...**

Il successo del sì all'Unione Europea garantirebbe la massima continuità con lo scenario pre-referendum. Diversi commentatori sottolineano che non si tratterebbe necessariamente della fine delle posizioni anti-UE. Al contrario, i flussi migratori potrebbero garantire buone prospettive agli euro-scettici malgrado la sconfitta del referendum, e il Partito conservatore continuerebbe ad essere sottoposto alla pressione potenzialmente dilacerante dei nazionalisti. Tuttavia, difficilmente la questione dell'uscita dall'UE potrebbe essere riproposta di nuovo prima di molti anni, oppure prima di un clamoroso successo dei nazionalisti alle prossime elezioni politiche. Invece, le implicazioni dell'accordo per il funzionamento dell'Unione Europea sembrano nel complesso poco rilevanti rispetto alle concessioni di cui il Regno Unito già gode in base ai Trattati in vigore.

---

<sup>21</sup> G. Ottaviano e altri, *Brexit or Fixit? The Trade and Welfare Effects of Leaving the EU*, CEP Policy Analysis, maggio 2014.

<sup>22</sup> L. Noonan e G. Parker, *Banks lead as business buys into UK's pro-EU campaign*, FT, 22 gennaio 2016.

## Asia

### Giappone: non c'è pace sul Pacifico - crescita e inflazione schiacciati dall'eccesso di risparmio

Lo scenario per l'economia giapponese nel 2016 subisce una nuova revisione verso il basso, dopo i dati deludenti di fine 2015: la nostra previsione per il 2016-17 dipende fortemente dalle scelte di **politica fiscale**. L'aumento del risparmio aggregato continua a rappresentare il principale freno alla crescita giapponese. Il trend verso l'alto del risparmio nazionale prosegue, spinto non solo dalle famiglie, ma anche dalle imprese e dal settore pubblico. Nel 2016-17 prevediamo che il settore pubblico inverta rotta, almeno transitoriamente, ma per ora non ci sono indicazioni di riduzione del risparmio privato, nonostante i tassi di interesse negativi.

Per il 2016, la debolezza recente farebbe prevedere un anno di quasi-stagnazione, con consumi deboli e canale estero frenato dalla domanda globale e dallo yen. In questo quadro, riteniamo che il Governo interverrà con **nuovo stimolo** e rinvio degli obiettivi di consolidamento, per contrastare gli effetti del persistente rialzo della propensione al consumo delle famiglie e della debolezza della domanda globale. Nel nostro scenario centrale, ipotizzando **un pacchetto di stimolo** della spesa pubblica nell'a.f. 2016 pari a circa **1,5% del PIL**, prevediamo una **crescita moderatamente positiva nel 2016, +0,5%, come nel 2015**, ma soggetta a rischi verso il basso.

Per il 2017, lo scenario è particolarmente incerto. L'evento centrale del prossimo anno è il secondo rialzo dell'imposta sui consumi, programmato per aprile 2017, che dovrebbe portare a una nuova, ampia contrazione del PIL nei trimestri centrali; tuttavia la presenza di elezioni nazionali a luglio 2016, in un contesto di crescita debole e sondaggi negativi per il Governo, rende **probabile, a nostro avviso, un nuovo rinvio del rialzo dell'imposta sui consumi, almeno al 2018. La previsione per il 2017 è di crescita di 0,8%**, mantenendo invariato il programma fiscale del Governo (IVA da 8 a 10% ad aprile 2017). L'esperienza del 2015 segnala ampi rischi verso il basso nell'anno di modifica delle imposte indirette. In caso di rinvio dell'aumento dell'IVA (a ottobre 2018), la crescita nel 2017 sarebbe pari a 0,9% con rischi bilanciati.

La **politica monetaria**, con l'*output gap* quasi azzerato e la crescita in linea con il potenziale<sup>23</sup>, è relativamente inefficace in termini di stimolo alla domanda: anche per questo l'inflazione *core* (CPI ex alimentari ed energia) è stabile poco sotto l'1% a/a e difficilmente aumenterà nel prossimo biennio. Nel 2015, il deprezzamento dello yen ha stimolato la crescita degli utili delle imprese, ma ha avuto effetti modesti sull'export e sugli investimenti non residenziali. Il taglio dei tassi in territorio negativo è stato accompagnato da un calo dei rendimenti, ma anche da un apprezzamento dello yen, v. sotto); gli acquisti di JGB proseguono ma non possono espandersi molto per problemi di scarsità. Se la BoJ e il Governo non esploreranno strade ancora più non convenzionali di quelle percorse finora (*helicopter money?*), lo scenario giapponese potrebbe rimanere intrappolato dall'eccesso di risparmio, con crescita lenta e inflazione troppo bassa. Nel breve termine, lo spazio per una politica economica espansiva è limitato alla politica fiscale.

**Consumi.** Nel 2015, i consumi sono calati di -1,2%, dopo -1% nel 2014; **la previsione per il 2016 è di quasi-stabilità (+0,1%)**. A parte la volatilità trimestrale, in parte acuita da fattori climatici (maltempo in primavera, temperature elevate in autunno), i dati mostrano un netto trend verso l'alto per la propensione al risparmio, con dei salti "strutturali" (v. fig. 6) in occasione dei rialzi dell'imposta sui consumi (1997, 2015). La spiegazione per questo comportamento, contrario alle previsioni della teoria economica tradizionale, può risiedere nel fatto che ogni rialzo dell'imposta è stato annunciato come il "primo di una serie" (anche se poi non realizzata): le famiglie hanno associato i rialzi con l'arrivo di una sequenza di interventi fiscali

Giovanna Mossetti

Crescita stagnante, dopo la contrazione di fine 2015: troppo risparmio

Rischi dai consumi se non ci sarà stimolo fiscale

Possibile nuovo rinvio del secondo rialzo dell'imposta sui consumi

Politica monetaria poco efficace, principale canale di trasmissione attraverso l'allentamento indiretto dei vincoli di politica fiscale

Prosegue il rialzo della propensione al risparmio, sui timori di ulteriore stretta sul reddito disponibile

---

<sup>23</sup>[https://www.boj.or.jp/en/mopo/gp\\_2015/gp1512b.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/gp_2015/gp1512b.pdf),  
[https://www.boj.or.jp/en/research/research\\_data/gap.pdf](https://www.boj.or.jp/en/research/research_data/gap.pdf)

restrittivi e adeguato il risparmio alle previsioni di reddito disponibile in calo nel breve-medio termine. Anche nel 2016, se non verrà rinviato il rialzo dell'imposta del 2017, la dinamica dei consumi potrebbe restare debole, nonostante il mercato del lavoro solido. Complici anche i trend demografici, il tasso di disoccupazione continua a calare (3,2% a gennaio, minimo dal '97), in un mercato caratterizzato da eccesso di domanda; gli occupati crescono e nell'ultimo anno si è visto anche un modesto aumento della dinamica salariale, non sufficiente però a contrastare il calo della propensione al consumo.

**Investimenti non residenziali.** Gli investimenti non residenziali sono previsti in **aumento di 2,2% nel 2016**, dopo 1,4% nel 2015. Il ritmo di espansione della spesa capitale resta modesto, a fronte del forte aumento degli utili (v. fig. 3); il risparmio lordo delle imprese è stato superiore al 20% del PIL nell'ultimo decennio, contro una media di 10-15% negli altri paesi avanzati; il risparmio netto è stato fra il 5 e il 10% del PIL dopo il 2009. Il Governo intende ridurre le imposte sulle imprese e dare incentivi agli investimenti: questo potrebbe contribuire a spingere la spesa in conto capitale. Tuttavia senza prospettive più solide di crescita della domanda aggregata il risparmio delle imprese non verrà compresso.

**Canale estero.** Il 2016 vedrà un **contributo marginalmente negativo** del canale estero, con un sentiero debole, ma in ripresa, di export (+0,3%) e import (+1%).

**Politica fiscale.** Come indicato sopra, il nostro scenario ipotizza che il Governo annunci un **pacchetto di stimolo intorno a 1,5% del PIL**. Nei prossimi mesi potrebbe essere anche annunciato il rinvio a fine 2018 del secondo rialzo dell'imposta sui consumi, a fine 2018.

**Politica monetaria.** L'obiettivo del 2% di inflazione resta lontano. **La BoJ probabilmente aumenterà nuovamente lo stimolo**, con possibili rialzi dei volumi (modesti) e della *duration* (più ampi) degli acquisti mensili. È possibile che vengano aggiunte altre classi di attività (corporate bond, titoli emessi da agenzie semi-pubbliche). Eventualmente la Banca centrale potrebbe costruire uno schema di "*helicopter money à la Bernanke*", con un coordinamento di politica fiscale (taglio delle imposte) e monetaria (acquisto di titoli perpetui speciali emessi per finanziare l'espansione fiscale). Il Giappone è l'unico paese avanzato che può attuare misure coordinate, anche se probabilmente si dovrà attendere dopo le elezioni e dopo la nomina dei 2 membri del Board della BoJ per le posizioni che saranno vacanti nei prossimi mesi.

**Investimenti non residenziali in modesto aumento**

**Esportazioni nette; contributo netto marginalmente negativo**

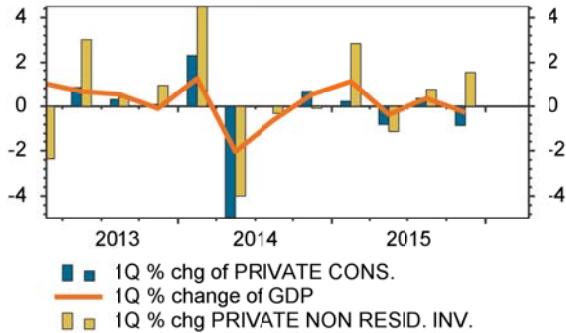
**E' l'ora dell'espansione fiscale**

**Obiettivo di inflazione difficilmente raggiungibile anche nel 2017: politica monetaria poco efficace**

Previsioni	2015			2016				2017			
	2015	2016	2017	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	0.8	0.7	1.7	0.8	-0.2	0.4	0.4	1.3	2.3
- trim/trim annualizzato				-1.4	1.4	-1.1	0.3	1.0	1.6	2.4	4.2
Consumi privati	-1.2	0.1	1.0	-3.3	1.4	-3.4	1.2	0.8	1.2	2.8	10.7
IFL - priv. non residenziali	1.5	2.3	3.0	-4.5	3.0	6.3	1.2	1.6	2.4	2.9	9.1
IFL - priv. residenziali	-2.7	1.0	0.8	9.7	6.6	-4.7	0.6	1.3	0.7	0.7	0.9
Investim. pubblici	-2.0	-1.4	2.7	13.4	-8.1	-12.7	0.0	3.6	4.1	4.5	4.5
Consumi pubblici	1.2	1.3	0.8	1.9	0.8	2.4	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2
Esportazioni	2.7	0.3	3.4	-17.2	10.9	-3.3	-0.4	1.6	3.2	3.2	3.2
Importazioni	0.2	1.0	4.1	-9.8	5.2	-5.6	2.0	4.4	4.3	4.3	14.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	0.0	-0.4	0.4	-0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	-0.5
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.2	3.0	3.1	3.3	3.9	3.4	3.2	3.2	3.2	2.6
Deficit (% PIL)	-6.7	-7.1	-5.8								
Debito/PIL (% PIL)	230.3	235.4	237.7								
CPI (a/a)	0.8	0.1	2.3	0.4	0.2	0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.6	1.4
Produzione Industriale	-0.9	1.4	1.5	-5.6	-4.8	2.8	3.7	2.5	2.5	2.5	10.4
Disoccupazione (%)	3.4	3.2	3.2	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1
Dollaro/Yen (Yen)	121.0	119.9	121.6	121.4	122.2	121.4	115.2	117.3	123.2	124.0	122.5
Cambio effettivo (1990=100)	125.8	129.0	123.6	125.3	124.7	126.3	133.6	132.5	126.0	123.8	123.9

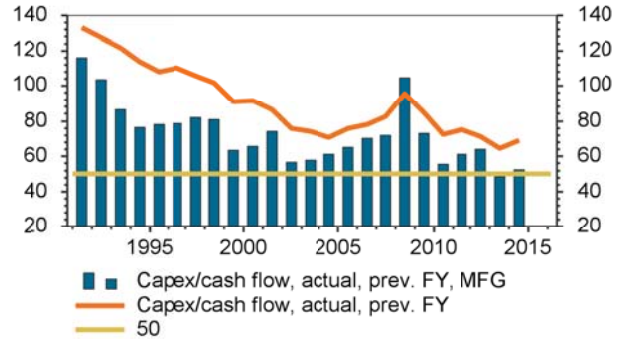
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita torna a calare a fine 2015



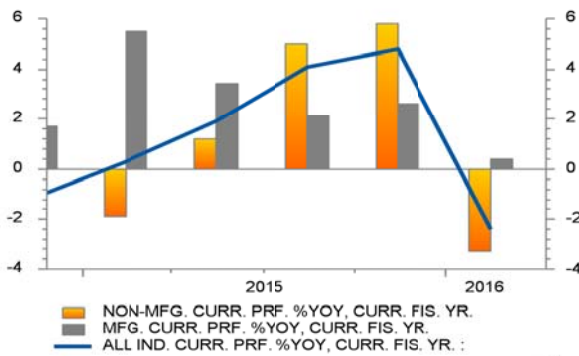
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Le imprese investono poco...



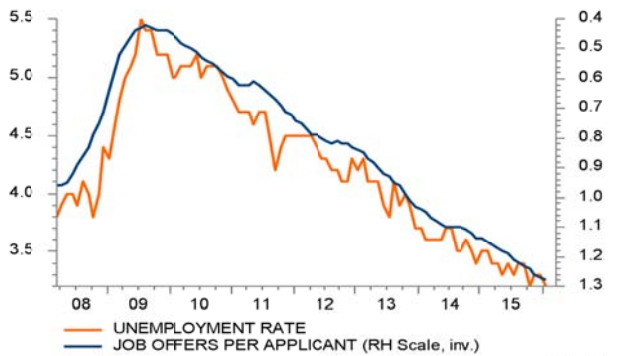
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, indagine Ministry of Finance sui piani di investimento delle imprese

Fig. 3 – ... mentre gli utili sono frenati dallo yen forte



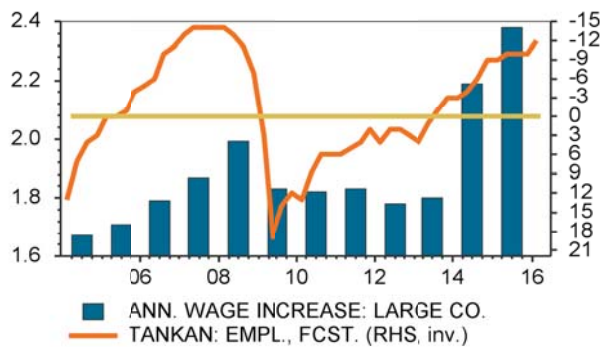
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La disoccupazione cala



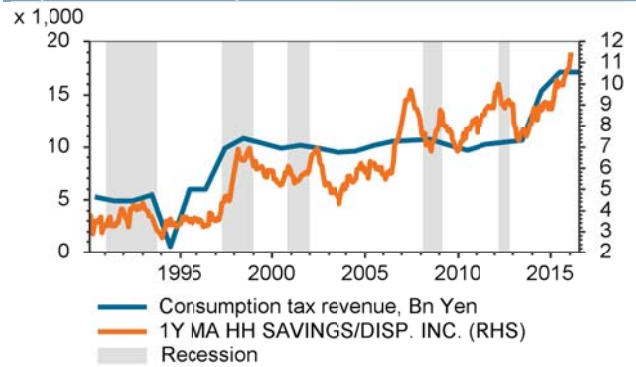
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – La dinamica salariale accelera...



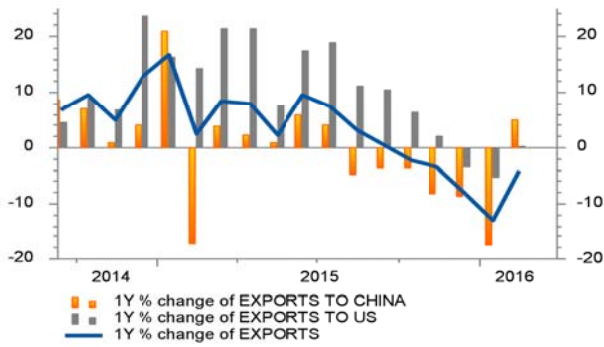
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ...ma la propensione al risparmio continua a crescere: colpa del rialzo dell'imposta sui consumi?



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Esportazioni: timidi segnali di svolta



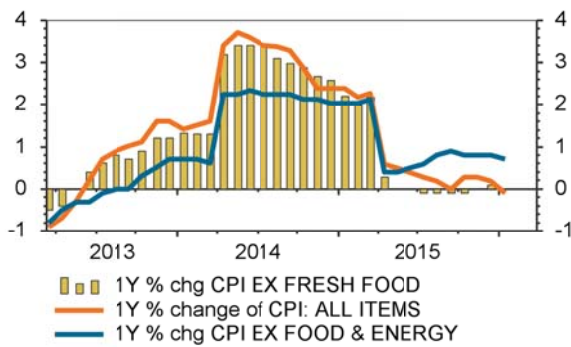
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



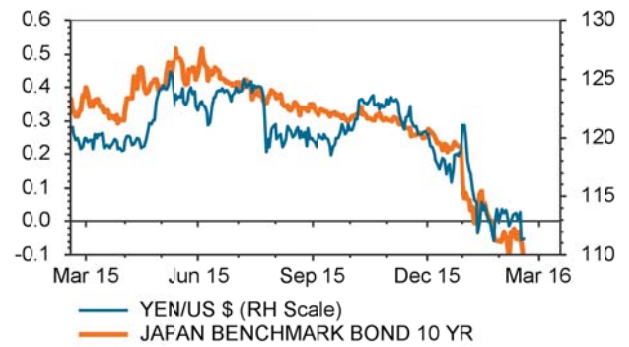
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione core poco sotto l'1%: il 2% resta lontano



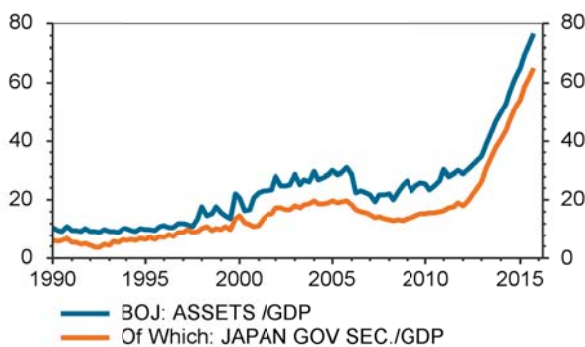
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Nuovo stimolo BoJ: effetti negativi dei tassi negativi?



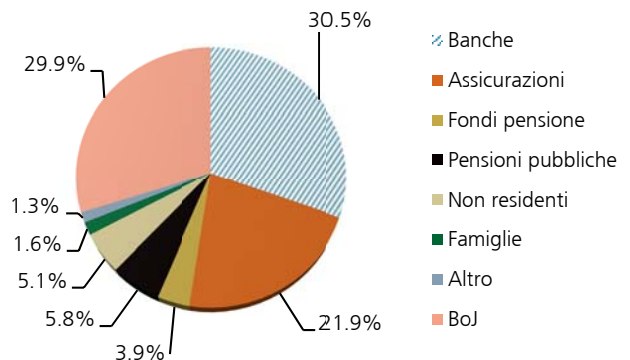
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Dati a fine settembre 2015; totale JGB: 898.5 tln di yen  
Fonte: Ministry of Finance



## Cina: segnali misti dai dati, sostegno dalla politica economica

Silvia Guizzo

- L'economia cinese è cresciuta del 6,9% nel 2015 rispetto al 7,3% del 2014, lievemente al di sopra della nostra stima (+6,8%). Nel 4° trimestre la crescita è rallentata marginalmente al 6,8% a/a rispetto al 6,9% nel 3° trimestre per la decelerazione degli investimenti e dei consumi privati. **I dati di gennaio e febbraio**, meno influenzati rispetto agli anni scorsi dalla ricorrenza del capodanno cinese che anche quest'anno è caduto in febbraio, **sono stati misti**.
- **Le vendite al dettaglio sono rallentate** (+10,2% cum a/a vs 10,7% cum a/a in dicembre) anche se le variazioni m/m sono rimaste in media trimestrale stabili intorno a 0,81-0,82 negli ultimi mesi. La fiducia dei consumatori è lievemente migliorata rispetto ai minimi di dicembre nell'indagine del NBS ma è calata in altre indagini (Unionpay e ANZ Roy Morgan). Le vendite di automobili proseguono il recupero dai minimi di metà 2015 anche se sono rallentate nei primi due mesi dell'anno. Restano in calo le vendite di veicoli commerciali. In rallentamento è stata anche la dinamica della **produzione industriale scesa** a 5,4% cum a/a in febbraio da 6,1% in dicembre a causa del calo della produzione delle imprese statali verosimilmente legato alla ristrutturazione del settore minerario. L'indice **PMI** del settore manifatturiero è rimasto sotto 50 e **in progressivo calo** da novembre in entrambe le rilevazioni (NBS e Markit). Una dinamica simile ha registrato la componente ordini sia totali sia esteri, quest'ultima solo in marginale recupero a febbraio. Lo spaccato per tipologia di industria ricalca l'andamento dell'indice generale e scende ai minimi della serie l'indice per le piccole imprese.
- Al contrario sono **lievemente accelerati gli investimenti fissi** a 10,2% cum a/a in febbraio dal minimo di 10% cum a/a in dicembre, grazie a un netto balzo degli investimenti delle imprese statali (+20,2% cum a/a da 10,9% a/a in dicembre, fig. 2) che pesano per il 32% del totale, e dell'accelerazione degli investimenti del settore immobiliare (+3% dal minimo dell'1% in dicembre) e del settore agricolo. Mentre è proseguita la decelerazione degli investimenti nel settore manifatturiero e il calo in quello minerario, si è registrato un moderato aumento della dinamica nel settore dei servizi dove il netto rallentamento degli investimenti in infrastrutture di trasporto è stato compensato dall'accelerazione degli investimenti nei settori dei servizi di pubblica utilità, conservazione ambientale e gestione dell'acqua nonché nell'istruzione.
- **Il commercio estero è meno debole di quanto appare**. Le importazioni scendono del 12,9% 3m a/a in febbraio ma sono in miglioramento rispetto al minimo del -17,8% in ottobre. Esse restano influenzate dal calo dei prezzi delle materie prime, infatti l'indice in quantità registra un aumento del 5% 3m a/a in gennaio, e dalla sovrattatturazione in particolare vs Hong Kong. Le esportazioni, in peggioramento a -11,6% 3m a/a in febbraio vs -5% in dicembre, risentono di un forte effetto base sfavorevole nonché dell'effetto cambio nella conversione in dollari, soprattutto vs quei paesi rispetto ai quali il dollaro si è apprezzato (fig. 5 e 6). Si registra un trend in marginale miglioramento per le esportazioni in volume in particolare di alcuni prodotti alimentari (tè, zucchero), prodotti raffinati del petrolio e cemento e prodotti di acciaio. Restano invece ancora in calo tendenziale alcuni tipi di macchinari e componenti.
- **Il mercato immobiliare** continua a dare **segnali di miglioramento**. La dinamica della superficie residenziale venduta è nettamente accelerata nei primi due mesi dell'anno sia in valore sia in volume e, dopo due anni in discesa, è tornata a crescere la superficie in cui si sono avviati i lavori (+13,4% cum a/a in febbraio da -14% in dicembre). Anche se resta elevata (+10,6% a/a) continua a rallentare la crescita dello spazio residenziale in attesa di vendita e migliora marginalmente rispetto ai minimi la fiducia degli imprenditori del settore. Gli acquisti di terreni restano ancora in calo. La dinamica dei prezzi rimane piatta nelle città di terza fascia e in accelerazione nelle città di prima fascia e, in misura minore, in quelle di seconda fascia (fig. 8). I tagli alle imposte sull'acquisto della prima casa annunciati a metà febbraio insieme alla riduzione della caparra decisa a settembre 2015 (escluse le città di prima fascia) e alla moderata riaccelerazione del credito (fig. 11) dovrebbero continuare a supportare le transazioni. Il Governo ha ribadito che nel 2016 ci saranno ulteriori **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. Riteniamo, tuttavia, che il livello delle scorte di invenduto sia ancora elevato rispetto alla domanda del mercato soprattutto nelle città di terza fascia e che lasci le prospettive del settore ancora deboli. La ripresa del mercato immobiliare potrebbe essere in parte frutto di **attività speculative**. Secondo recenti notizie di stampa la PBOC starebbe per emanare nuove regole per impedire di chiedere prestiti per pagare la caparra per l'acquisto della casa. Questa pratica, in uso negli ultimi anni, potrebbe implicare un'esposizione degli istituti finanziari al settore immobiliare più elevata di quanto risulta dai dati sui soli mutui. La Banca centrale starebbe infatti per rafforzare gli stress-test per i prestiti legati al mercato immobiliare.

- L'**inflazione** dei prezzi al consumo è risalita da un minimo di 1,3% a/a in ottobre al 2,3% a/a in febbraio principalmente a causa degli aumenti nel comparto degli alimentari (carne di maiale +25,4% e verdure +30,6%) e, in misura minore, in quello dei trasporti e comunicazioni. L'inflazione *core*, stabile a 1,5% tra ottobre e gennaio, è invece scesa a 1,3% per il rallentamento del comparto dell'abbigliamento e dei servizi per l'abitazione. I prezzi alla produzione continuano ad essere in deflazione (-4,9% a/a in febbraio) ma in timida risalita da ottobre grazie al recupero dei prezzi dei metalli, delle materie prime industriali e del bestiame. La dinamica degli stock di maiali continua a segnalare pressioni al rialzo per il comparto degli alimentari almeno fino a metà anno. A ciò si aggiungeranno i possibili aumenti dei prezzi amministrati in seguito alla liberalizzazione dei prezzi su diverse categorie di prodotti annunciata all'inizio di novembre. Il rallentamento dei prezzi delle materie prime e dei trasporti compenserà in parte questi fattori. Prevediamo un **moderato aumento dell'inflazione da 1,4% nel 2015 a 1,8% nel 2016, in particolare nella seconda parte dell'anno, e a 2,3% 2017.**
- Dal 5 al 15 marzo il parlamento cinese si è riunito nella consueta sessione annuale dove sono stati presentati il **Rapporto sul Lavoro del Governo**, le linee guida delle politiche economiche e il bilancio statale per l'anno 2016. L'**obiettivo di crescita del PIL** per il **2016** è stato posto in un intervallo **tra il 6,5% e il 7%**, rispetto a un "circa 7%" nel 2015, più ottimistico delle attese di consenso intorno al 6,5%. Le Autorità mirano a stabilizzare la crescita degli investimenti fissi nominali a 10,5% (vs 10% effettiva nel 2015) e di M2 al 13% (vs 13,3% effettiva nel 2015) e hanno espresso per la prima volta un target sulla crescita dell'aggregato totale della "finanza sociale" a 13% (vs 12,4% effettivo nel 2015) che difficilmente si concilia con gli obiettivi di rafforzare il ruolo del mercato. A differenza degli anni passati non sono stati comunicati obiettivi di crescita delle esportazioni mentre sono stati riconfermati quelli sul mercato del lavoro con un tasso di disoccupazione inferiore al 4,5% e di 10 milioni di nuovi occupati. L'obiettivo d'inflazione è rimasto invariato a 3% (vs 1,4% di inflazione effettiva nel 2015).
- Secondo il Rapporto sul Lavoro del Governo il **supporto alla crescita** sarà ad ampio raggio e proveniente in gran parte da una **politica fiscale espansiva** ma anche da una politica monetaria definita "prudente con flessibilità". Il rapporto deficit/PIL per il 2016 è previsto in aumento al 3% dal 2,3% stabilito per 2015 ma potrebbe salire intorno al 4-4,5% visto che nel 2015 è stato superiore al target e pari a 3,5% a causa di un'accelerazione della spesa. Ci saranno ca.500 miliardi di CNY di tagli alle imposte (pari allo 0,7% del PIL) a supporto di imprese e persone fisiche ed è prevista entro maggio l'estensione dell'IVA ai settori non ancora coperti (costruzioni, immobiliare, servizi finanziari e servizi al consumatore). Un ruolo importante avranno ancora gli investimenti pubblici in infrastrutture in particolare ferrovie, strade e gestione dell'acqua. L'agenzia di rating **Moody's** ha però portato l'**outlook sul debito sovrano da stabile a negativo** all'inizio di marzo a causa del calo delle riserve e dell'incertezza sull'abilità delle Autorità cinesi di portare avanti le riforme. L'agenzia ritiene che sia aumentata la probabilità che il Governo debba intervenire per coprire alcuni debiti dei governi locali e delle banche e imprese di stato, con un conseguente rischio di aumento del debito pubblico.
- Sul fronte delle **riforme** sono state ribadite le linee guida emerse a dicembre dalla Conferenza Centrale sull'Economia (Central Economic Work Conference): necessità di puntare alle **riforme dal lato dell'offerta** continuando il processo di ristrutturazione dei settori con capacità produttiva in eccesso, sostenendo i nuovi settori di produzione ad alto valore aggiunto e di

servizi, rafforzando il ruolo del mercato e fornendo ulteriori servizi di welfare. Nella realtà le riforme potrebbero procedere meno velocemente delle attese se l'impatto sul mercato del lavoro fosse più negativo del previsto, come dimostra la riforma delle imprese statali finora basata più su fusioni di imprese che su veri e propri tagli di rami secchi. La salvaguardia dell'occupazione resta infatti, a nostro avviso, l'obiettivo principale del Governo, in un momento in cui le condizioni sul **mercato del lavoro** stanno mostrando **qualche segnale di deterioramento**. Secondo il *China Labour Bulletin* il 2015 ha registrato un raddoppio degli scioperi dei lavoratori, passati a 2772 casi dai 1379 nel 2014, in molti casi per mancati pagamenti degli stipendi, in qualche caso anche per i dipendenti pubblici locali. La percentuale di imprese che intende assumere personale nel 3° trimestre secondo l'Indagine Manpower è ancora positiva ma in calo e vicino ai minimi della serie. La componente occupazione dei PMI continua ad essere sotto 50 ad eccezione dei servizi (nella sola rilevazione Markit). Anche se il numero di nuovi occupati (13,12 milioni) è stato superiore rispetto al target nel 2015, per la prima volta è stato inferiore all'anno precedente (-0,8%). Il ministro del Lavoro Yin Weimin ha stimato una perdita di quasi due milioni di posti di lavoro dalla sola ristrutturazione dei settori del carbone (1,3 milioni) e dell'acciaio (500 mila) e annunciato l'istituzione di un fondo di 100 miliardi di CNY a favore del ricollocamento dei lavoratori da utilizzare nei prossimi due anni.

- Il Parlamento ha annunciato supporto dalla **politica monetaria** attraverso un'ampia gamma di strumenti ma il governatore Zhou ha successivamente ribadito che "uno stimolo eccessivo non è necessario". La PBOC ha fatto cospicue immissioni di liquidità in gennaio per ovviare alle tensioni nel mercato monetario a cavallo del capodanno cinese e, a fine febbraio, dopo una pausa di quattro mesi e in una fase di stabilizzazione del cambio, ha abbassato di 50pb il coefficiente di riserva obbligatoria. Con il tasso sui depositi a un anno a 1,50% e l'inflazione a 2,3% i tassi reali a breve sono già negativi per i depositanti e contemporaneamente i margini per le banche si stanno riducendo per effetto della liberalizzazione. Lo **spazio di discesa dei tassi appare dunque limitato**. A ciò si aggiunge la complicazione sulla politica monetaria degli interventi a sostegno del cambio in un momento di transizione della stessa verso la creazione di un corridoio di tassi nella parte a breve della curva. Riteniamo che l'espansione della politica monetaria rimarrà contenuta ed effettuata con altri 2 tagli della riserva obbligatoria e l'utilizzo di strumenti di gestione della liquidità più che con ulteriori ritocchi sui tassi, soprattutto in caso di ripresa di deprezzamento del cambio.
- Il **renminbi** ha ripreso a deprezzarsi vs dollaro da dicembre e con una certa velocità soprattutto nei primi giorni del nuovo anno quando ha toccato un massimo a 6,60. Successivamente ha ritracciato tornando in area 6,50 a metà marzo in linea con il generale deprezzamento del dollaro in seguito al ridimensionamento delle aspettative sui rialzi della Fed. Il cambio effettivo si è mosso meno ma in maniera opposta (fig. 13). Mentre in gennaio il calo delle riserve è stato ancora cospicuo (-99,5 miliardi vs 107,9 in dicembre) in febbraio è stato molto più contenuto (-28,6 miliardi) contribuendo a rasserenare i mercati insieme alle ulteriori dichiarazioni della PBOC. Il governatore Zhou ha, infatti, nuovamente ribadito che la Cina non mira a una svalutazione competitiva ma alla stabilità del cambio effettivo.
- Riteniamo che il contesto macroeconomico mondiale **sarà ancora caratterizzato da incertezza almeno fino all'estate** con i rialzi della Fed condizionati ai dati e agli sviluppi economici e finanziari globali e con l'evoluzione difficile da valutare della nuova svolta espansiva della BOJ. La situazione a livello globale dovrebbe risultare più chiara nella seconda parte dell'anno. Vediamo quindi **maggiori rischi di volatilità elevata sul renminbi tra il 2° e il 3° trimestre dell'anno** ma crediamo che la PBOC continuerà ad intervenire per impedire un deprezzamento eccessivo e repentino del cambio vs USD. Data la recente evoluzione dei mercati il punto di minimo potrebbe essere più basso (intorno a 6,70) di quanto ci aspettavamo a inizio anno<sup>24</sup> (6,90) in assenza di un peggioramento marcato dei dati cinesi o di una cospicua revisione delle aspettative sulla Fed. Ci aspettiamo quindi un deprezzamento contenuto del cambio CNYUSD

---

<sup>24</sup> Vedi Cina Focus Economia del 05.02.2016.

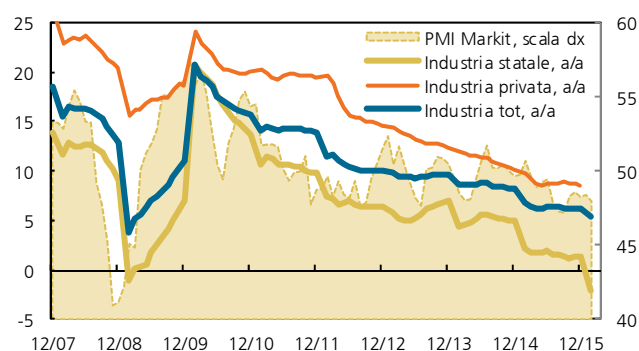
essenzialmente intorno a metà anno e, successivamente, dato l'atteso deprezzamento del dollaro vs le altre valute, un recupero per fine anno con un marginale deprezzamento del cambio effettivo (-2,1%) rispetto ai livelli di fine 2015.

- Ribadiamo che nel prossimo biennio l'aumento dei **crediti deteriorati** continuerà a limitare la dinamica del credito nonostante l'ulteriore allentamento della politica monetaria atteso nel corso dell'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 6,3% nel 2016** con una marginale decelerazione a **6,1% nel 2017**. I rischi sullo scenario di medio e lungo termine restano al ribasso mentre sono al rialzo nel breve termine.

Previsioni	2011	2012	2013	2014	2015S	2016P	2017P
PIL (prezzi costanti)	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.3	6.1
Consumi privati	11.6	9.7	7.9	8.4	8.1	7.5	7
Consumi pubblici	11.7	3.6	4.1	3.4	11.5	16.3	6.6
Investimenti fissi	8.1	8.8	9	6.9	5.7	5	4.6
Esportazioni	13.9	6.3	9	5.8	-3.2	2.1	4.9
Importazioni	17.3	6.9	11.6	6.6	2.5	5.2	4.8
Produzione industriale	10.6	8.2	7.9	7.3	6	5.2	4.8
Inflazione (CPI)	5.4	2.6	2.6	2	1.4	1.8	2.3
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	9.2	8.5	7.4	7.1
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	5.3	4.2	4.9	4.8	3.8	2.8	2.8
Cambio USD/CNY (media)	6.46	6.31	6.15	6.16	6.28	6.58	6.47
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	874	1360	912	1358	1843	1962	1784
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	1.8	2.5	1.6	2.1	2.7	2.7	2.3
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-1.1	-1.6	-1.8	-1.8	-3.5	-4.5	-4.3

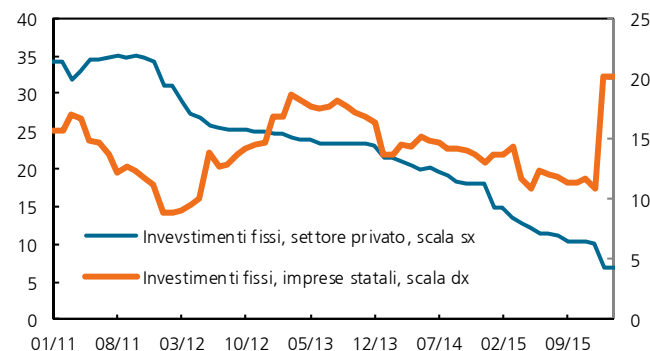
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; \*Stime IMF Article IV 2015 Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La produzione industriale rallenta



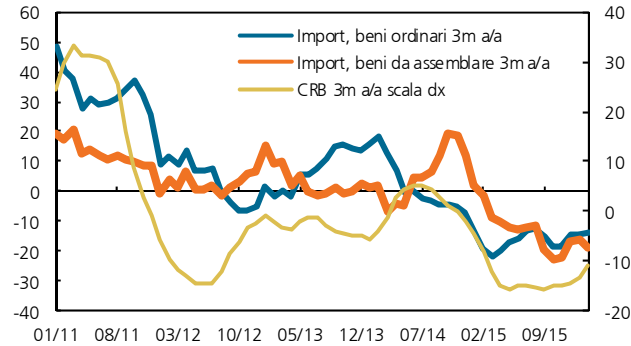
N.B: Valore aggiunto in termini reali. Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - Rimbalzano gli investimenti del settore statale



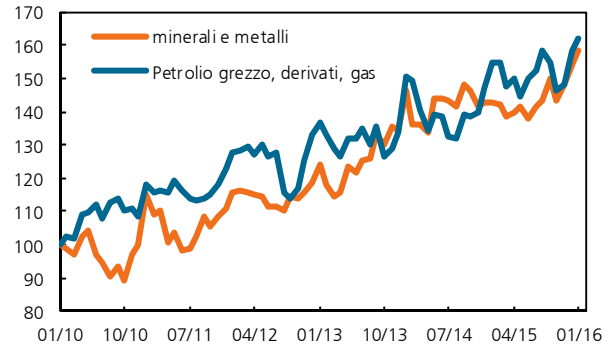
Fonte: CEIC

Fig. 3 - Importazioni influenzate dal calo dei prezzi



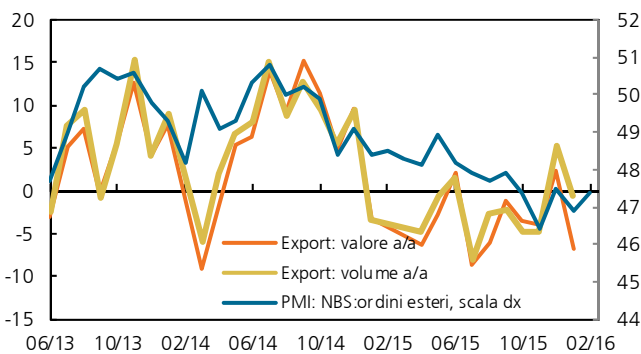
Fonte: Bloomberg, CEIC

Fig. 4 - Importazioni di materie prime in quantità



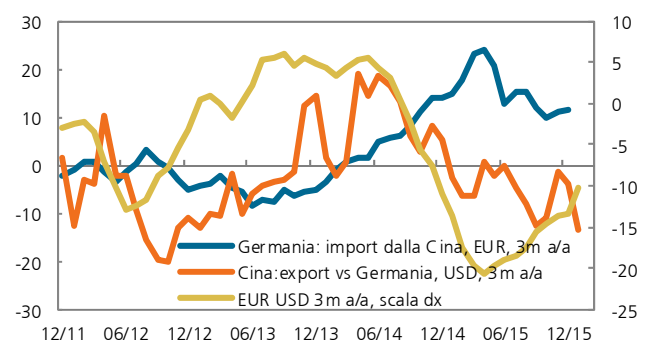
Nota: importazioni in tonnellate, media mobile a 3m, ribassate a 01/01/2010= 100.  
Fonte: CEIC ed elaborazioni ISP

Fig. 5 - Le esportazioni migliorano marginalmente in volume



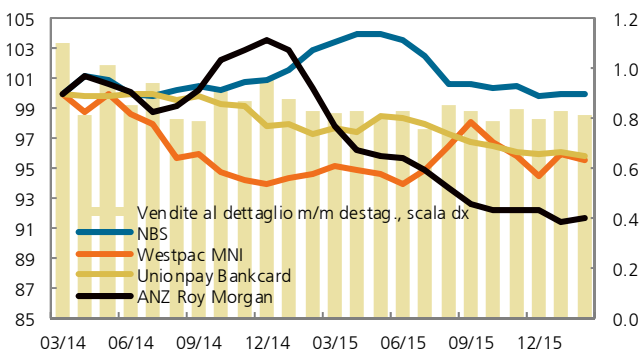
Fonte: CEIC

Fig. 6 - Le esportazioni in valore influenzate anche dal cambio



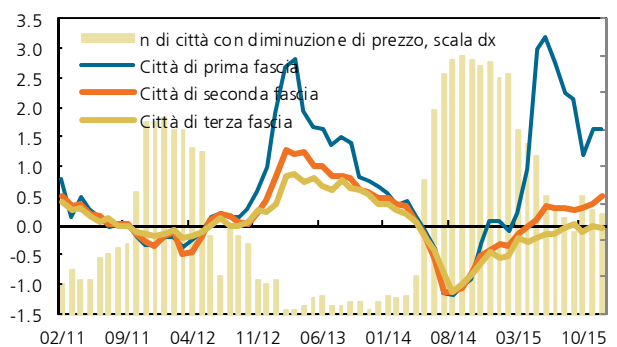
Fonte: CEIC

Fig. 7 - La fiducia dei consumatori si stabilizza



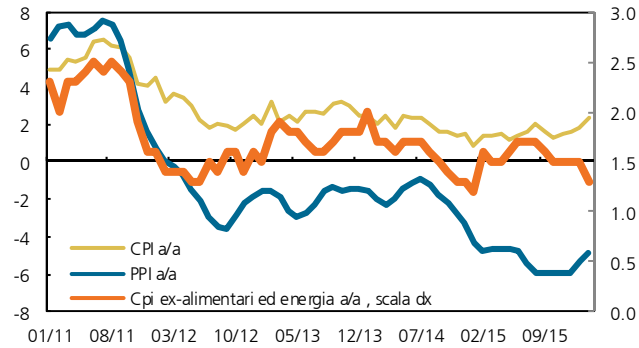
N.B. Indici di fiducia in media mobile a 3 mesi ribassati a marzo 2014=100.  
Fonte: CEIC

Fig. 8 - Segnali di miglioramento nel mercato immobiliare



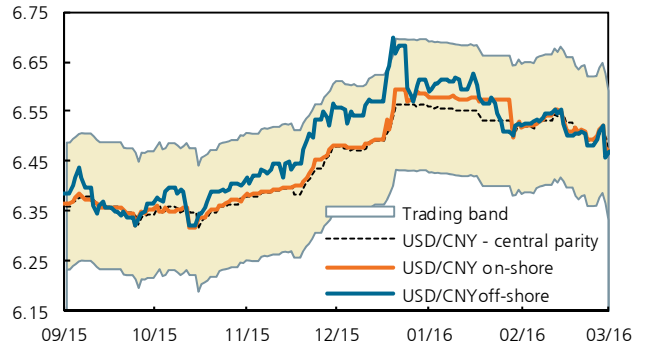
Nota: medie delle variazioni % di prezzo m/m. Immobili residenziali di nuova costruzione. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Inflazione



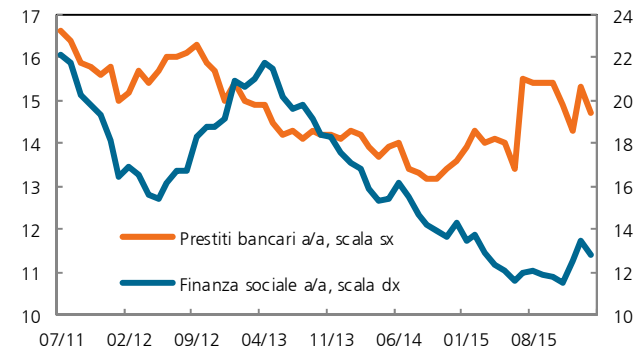
Fonte: CEIC, Bloomberg

Fig. 10 - Il cambio si stabilizza



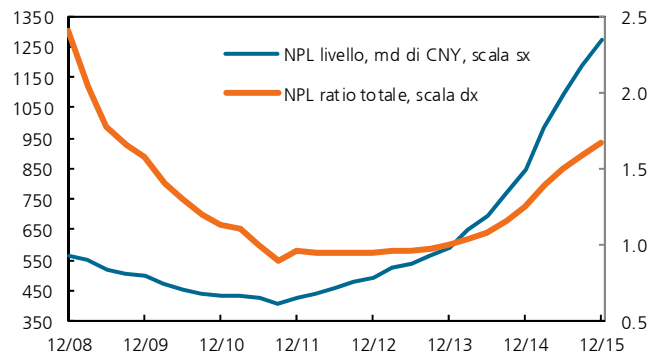
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 - Il credito riaccelera



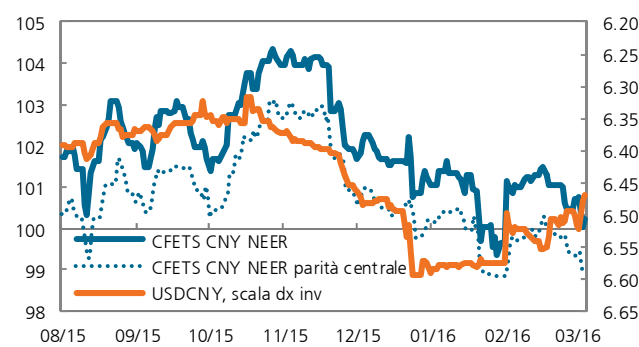
Nota: stock, dati mensili, variazioni % a/a. Fonte: CEIC e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - I crediti incagliati continuano a salire



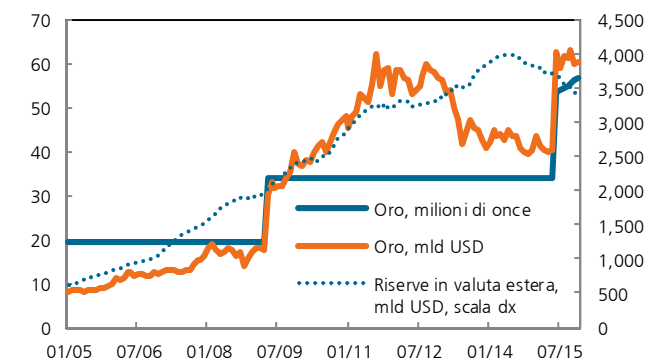
Nota: Non Performing Loan (NPL) delle banche commerciali. Fonte: CEIC

Fig. 13 - Cambio effettivo e cambio vs USD



Fonte: Bloomberg, CFETS ed elaborazioni ISP

Fig. 14 - Riserve in valuta estera



Fonte: CEIC

## India: la ripresa degli investimenti non è ancora consolidata

- L'India ha chiuso il 2015 con una **crescita** annua del 7,3%, leggermente al di sotto delle nostre previsioni (7,4% a/a) e tre decimi in più rispetto al 2014, grazie all'accelerazione degli investimenti e del comparto dei preziosi. Nel 4° trimestre 2015 la crescita del PIL è rallentata al 7,3% da 7,7% del 3° trimestre a causa della decelerazione degli investimenti. Il 4° trimestre ha registrato inoltre anche un calo tendenziale della produzione industriale. Nonostante la riaccelerazione del credito e il sostegno governativo agli investimenti il numero di progetti d'investimento bloccati, per lo più per ragioni amministrative, è continuato a salire. Permane quindi qualche incertezza sulla solidità della ripresa degli investimenti. Le prospettive per i consumi restano invece ancora positive guidate dall'aumento della fiducia dei consumatori, dal buon andamento del mercato del lavoro e dalle aspettative di ripresa del settore agricolo.
- Il Governo ha riconfermato la stima del rapporto **deficit/PIL al 3,9% nell'AF 2015-16** e previsto **un obiettivo al 3,5% nell'AF 2016-17** e al 3% nell'AF 2017-18, ribadendo **l'impegno al consolidamento dei conti pubblici** nel medio periodo. Il bilancio è in gran parte rivolto allo sviluppo economico delle aree rurali e al sostegno della popolazione più povera attraverso programmi di assistenza sociale. Esso cerca inoltre di favorire gli investimenti nel settore manifatturiero e nelle infrastrutture attraverso tagli alle aliquote fiscali e agevolazioni fiscali. La scarsa chiarezza sull'allocazione relativa ai previsti aumenti di stipendio dei dipendenti pubblici insieme all'incertezza sui proventi delle dismissioni delle partecipazioni statali e delle aste delle frequenze telefoniche, lascia i **rischi al rialzo sulla stima del rapporto deficit / PIL**.
- **L'inflazione dei prezzi al consumo** dopo un massimo a 5,7% in gennaio è scesa a 5,2% a/a in febbraio, grazie al calo dei prezzi degli alimentari e a un effetto base favorevole. L'inflazione al netto di alimentari e carburanti è però risalita dal 4,7% al 5% per l'aumento nel comparto dei servizi. Ci aspettiamo che il prezzo del petrolio nel 2016 rimanga basso e inferiore al 2015 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 rallentamento da 4,9% a/a nel 2015 a 4,5% nel 2016 e, in linea con la ripresa dei prezzi dei carburanti e della domanda interna, in risalita a 5,2% nel 2017**. I **rischi restano però al rialzo**. Il rinnovato impegno del Governo al consolidamento fiscale aumenta lo spazio di manovra della politica monetaria, il cui orientamento resterà accomodante se i prossimi dati confermeranno la discesa dell'inflazione.
- Il sostegno della politica fiscale e della politica monetaria dovrebbe continuare a favorire il consolidamento della crescita nel medio periodo. **Rivediamo lievemente al ribasso nostre previsioni di accelerazione della crescita a 7,5% nel 2016 e nel 2017 dal precedente 7,6%**.

Silvia Guizzo

Previsioni	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL (prezzi costanti)	7	5.6	6.3	7	7.3	7.5	7.5
Consumi privati	7.3	6.7	5.7	6.7	6.2	7	7.4
Consumi pubblici	7.9	4.6	2.2	9.5	1.9	5.2	7.9
Investimenti fissi	6.2	2.3	7.4	2.8	5.2	6.3	7.8
Esportazioni	18.2	10	4.4	7	-6.5	6.3	7.2
Importazioni	18.4	11.3	-6	0.5	-6.3	6.1	6.2
Produzione industriale	4.8	0.7	0.6	1.8	3.2	4.9	7.3
Inflazione (CPI)	8.3	9.4	9.9	6.6	4.9	4.5	5.2
Tasso di disoccupazione (%)	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5	5.4
Salari medi	14.3	19.3	11.2	10.7	10.4	9.9	9.8
Mibor 3 mesi (media) (%)	9.5	9.5	9.3	9.1	8	6.2	6.9
Cambio USD/INR (media)	46.69	53.47	58.57	61.04	64.15	67.50	64.14
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-2945.1	-4893.2	-2779.6	-1661.2	-1122.6	-2094.5	-1688.9
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-3.5	-5.1	-2.5	-1.4	-0.8	-1.4	-1.0
Saldo di bilancio (% del PIL)	-6.9	-5.5	-5.5	-4.3	-3.5	-3.6	-3.0

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

L'India ha chiuso il 2015 con una **crescita** annua del 7,3%, leggermente al di sotto delle nostre previsioni (7,4% a/a) e tre decimi in più rispetto al 2014, grazie all'accelerazione degli investimenti e del comparto dei preziosi. Il contributo del canale estero è stato positivo ma marginale (+0,1%) mentre più elevati sono stati quelli delle scorte (+0,2%) e del comparto dei preziosi (+0,4%), che era stato negativo nei due anni precedenti. Nel 4° trimestre 2015 la crescita del PIL è rallentata al 7,3% da 7,7% del 3° trimestre a causa della decelerazione degli investimenti. Dal lato dell'offerta l'accelerazione del settore manifatturiero ha controbilanciato il moderato rallentamento dei servizi e la stagnazione del settore agricolo portando la crescita annua del valore aggiunto a 7% nel 2015 da 6,8% nel 2014.

Nel 2015 gli **investimenti fissi** sono accelerati a 5,2% a/a dopo un minimo a 2,8% a/a nel 2014 e per la prima volta dopo 4 anni di cali è aumentato il numero di proposte di investimenti industriali presentate per l'approvazione al Ministero dell'industria (+8,4%) anche se l'importo totale è rimasto in flessione (-23,2%). Gli investimenti fissi hanno però registrato un rallentamento nel 4° trimestre del 2015 (2,8% a/a). Secondo il CMIE (Center for Monitoring Indian Economy) i progetti d'investimento bloccati (a causa di problemi di acquisizione di terreni, di mancanza di permessi amministrativi e autorizzazioni ambientali ma anche per mancanza di fondi o per le sfavorevoli condizioni di mercato) sono riaccelerati nella seconda metà del 2015 (+10,7% a/a nel 4° trimestre 2015) e sono saliti anche rispetto al totale dei progetti in via di implementazione. I progetti bloccati sono per lo più privati e pari al 19,4% dei progetti in via di implementazione (rispetto ai progetti pubblici che sono pari al 4,8%). Le imprese si trovano in una fase di aggiustamento dei bilanci per la necessità di ridurre l'indebitamento salito dal 40% del PIL a metà 2007 a un picco di quasi il 53% a metà del 2013 secondo i dati della BIS, e sceso poi a 50% nel 3° trimestre del 2015. Permane quindi **ancora** qualche **incertezza sulla solidità della ripresa degli investimenti** del settore privato mentre gli investimenti pubblici sono previsti solo in moderato aumento secondo il bilancio pubblico appena presentato (vedi paragrafi successivi). Fattori positivi per la dinamica degli investimenti restano il programma governativo Start-Up India, volto a favorire migliori condizioni per lo sviluppo delle start-up, il miglioramento delle importazioni di macchinari negli ultimi mesi e la riaccelerazione del credito nella seconda metà del 2015 (a 9,5% a/a in febbraio 2016 dal minimo di 7,7% a/a in giugno 2015).

I **consumi privati** sono rallentati a 6,2% a/a nel 2015 dal 6,7% nel 2014 e sono saliti del 6,4% a/a nel 4° trimestre sostenuti in parte da un forte effetto base favorevole. Il rallentamento delle vendite di automobili è stato compensato dall'accelerazione delle vendite di veicoli commerciali e di quelli a tre ruote. La fiducia dei consumatori, dopo il calo del 3° trimestre, è marginalmente risalita nel 4°, in particolare per la componente aspettative. Il buon andamento del mercato del lavoro, l'aumento del traffico domestico di passeggeri e le aspettative di ripresa del settore agricolo - e dunque dei redditi nelle zone rurali - lasciano le **prospettive dei consumi privati ancora positive per i prossimi trimestri**.

Il calo del fatturato delle imprese manifatturiere private è stato compensato da una riduzione dei costi (sia per la diminuzione dei prezzi delle materie prime sia per un aumento dell'efficienza), favorendo una contenuta accelerazione dei profitti almeno fino al 3° trimestre 2015. Il **settore manifatturiero** è cresciuto del 12,5% a/a nel 4° trimestre vs il 9% nel 3° secondo i dati al valore aggiunto reali. Nello stesso arco di tempo però la produzione industriale è rallentata a 1,6% a/a da 4,8% trainata al ribasso dalla contrazione della produzione di beni capitali ma anche dagli effetti delle alluvioni che hanno colpito pesantemente alcune parti del Tamil Nadu e dell'Andhra Pradesh tra novembre e inizio dicembre. A gennaio la produzione industriale è scesa dell'1,5% a/a e quella del settore manifatturiero del 2,8%. Una dinamica simile ha registrato la produzione di materie prime energetiche e di materie per le infrastrutture. L'indice PMI è infatti sceso nella seconda parte del 2015 toccando un minimo a 49,1 in dicembre. Esso è rimasto tuttavia stabile a 51,1 in gennaio e febbraio e la componente ordini totali è risalita. Sia l'indagine sulle imprese industriali della RBI sia quella *Dun&Bradstreet* hanno inoltre registrato un aumento delle



aspettative per il 1° trimestre del 2016 con un rimbalzo degli ordini puntando a un recupero della produzione industriale nel trimestre corrente.

Il **settore dei servizi** è salito del 9,4% nel 4° trimestre continuando a fornire il maggior contributo alla crescita del PIL. Le sottoscrizioni ai telefoni cellulari aumentano stabilmente intorno al 7% a/a. Gli arrivi di turisti, in rallentamento nel 2015 rispetto al 2014 (+4,4% a/a vs +10,2% a/a) sembrano essersi stabilizzati negli ultimi mesi, così come i ricavi in dollari del settore, penalizzati dal deprezzamento della rupia (5,2% in media nel 2015). I profitti delle imprese di servizi sono cresciuti a due cifre almeno fino al 3° trimestre del 2015, più di quelli delle imprese manifatturiere. Il PMI dei servizi è però sceso a 51,4 in febbraio dopo tre mesi di salita. La media trimestrale è stata tuttavia in aumento ed è rimasta al di sopra di 52. La componente aspettative, dopo 11 mesi di cali e un minimo storico a 49,9 raggiunto a novembre, ha registrato un netto miglioramento negli ultimi tre mesi prefigurando prospettive ancora positive per il settore.

Il **commercio estero** resta in calo tendenziale, sia a causa di un forte effetto base sfavorevole, che però sparirà da febbraio, sia a causa dell'impatto del calo dei prezzi delle materie prime. Si registra tuttavia un miglioramento rispetto ai minimi dell'autunno, in particolare per le importazioni al netto del petrolio (-7,5% 3m a/a in gennaio vs -15,5% 3m a/a in novembre) che scendono meno rispetto alle esportazioni (-13,3% 3m a/a). Le prospettive sono in moderato progresso per le esportazioni: la componente ordini dall'estero del PMI è risalita dal minimo di 50,4 in settembre fino a un massimo di 52,5 in gennaio, per portarsi a 51,1 in febbraio e il traffico cargo e aereo internazionale di merci è in aumento.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** dopo un massimo a 5,7% in gennaio è scesa a 5,2% a/a in febbraio, grazie al calo dei prezzi degli alimentari (in particolare frutta e verdura) a partire già da dicembre e a un effetto base favorevole. L'inflazione al netto degli alimentari però è salita secondo le nostre stime da 4,8% a 4,9% tra dicembre e febbraio e quella al netto di alimentari e carburanti dal 4,7% al 5% per l'aumento nel comparto dei servizi (spese per l'abitazione, per trasporti e telecomunicazioni e quelle relative alla cura personale). I prezzi all'ingrosso rimangono in deflazione (-0,9% a/a in febbraio) anche se in netto recupero rispetto ai minimi di agosto 2015 (-5,1% a/a). Ci aspettiamo che il prezzo del petrolio nel 2016 rimanga basso e inferiore al 2015 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 rallentamento da 4,9% a/a nel 2015 a 4,5% nel 2016 e, in linea con la ripresa dei prezzi dei carburanti e della domanda interna, in risalita a 5,2% nel 2017. **I rischi restano al rialzo** per la mancata discesa dell'inflazione core, per possibili 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.

La **Banca centrale**, dopo l'ultimo taglio di 50pb a fine settembre, ha lasciato i tassi invariati. Alla riunione di inizio febbraio ha ribadito che il target d'inflazione al 6% a marzo 2016 sarà raggiunto e che successivamente, nell'ipotesi di un monsone normale dopo due anni di siccità e con i prezzi del petrolio ancora bassi l'inflazione rimarrà inerziale e scenderà intorno al 5% per marzo 2017. Secondo la RBI su questo profilo i rischi rimangono al rialzo perché il previsto aumento dei salari dei dipendenti pubblici, che non è stato incorporato, impartirà uno spostamento vs l'alto del profilo nei prossimi uno/due anni. Le previsioni di crescita del PIL al valore aggiunto rimangono di 7,4% nell'AF2015-16 e di 7,6% nell'AF2016-17. La RBI giudica l'attuale velocità di crescita economica "ragionevole" anche se inferiore a quella che si aspetta nel medio periodo. C'è quindi la necessità di sostenere i diversi motori di crescita tra i quali resta cruciale il sostegno alla ripresa degli investimenti privati nonché la stabilità dell'inflazione e il contenimento dei conti pubblici. Il rinnovato impegno del Governo al consolidamento fiscale aumenta lo spazio di manovra della politica monetaria, il cui orientamento resterà accomodante

ma in atteggiamento vigile in attesa di valutare i prossimi dati. **Riteniamo che la RBI possa ridurre ulteriormente il tasso repo tra i 50 e i 75pb complessivi tra il 2° e il 3° trimestre del 2016** se l'inflazione *core* tornerà a scendere e non si materializzeranno i rischi al rialzo sul profilo d'inflazione e sulla volatilità del cambio.

La **rupia** si è deprezzata del 3,9% vs dollaro tra inizio gennaio e il picco a 68,71 di fine febbraio per scendere successivamente poco sopra 67 in linea con il deprezzamento generalizzato del dollaro. Mentre i flussi netti di investimenti diretti sono rimasti positivi e stabili nel 2° e nel 3° trimestre 2015 i flussi netti di portafoglio in entrata sono stati negativi. I dati mensili dei flussi netti di capitali degli investitori istituzionali sono stati positivi nel 4° trimestre con ampie entrate in ottobre ma sono rimasti negativi da novembre a febbraio. Le riserve in valuta estera dopo un massimo a 330 miliardi di dollari in ottobre sono scese a 325 miliardi in febbraio. Esse restano comunque in aumento rispetto a fine 2014 (295 miliardi) e in grado di coprire oltre 10 mesi di importazioni e 3,8 volte il debito estero a breve termine. Il deficit delle partite correnti è rimasto stabile a 1,2% del PIL nei primi tre trimestri del 2015 rispetto allo stesso periodo del 2014. La maggiore stabilità macroeconomica data dall'impegno al consolidamento dei conti pubblici, da un saldo delle partite correnti più contenuto rispetto al passato e dall'inflazione in moderata discesa dovrebbero supportare la rupia. Nonostante ciò data la maggior volatilità nei mercati internazionali riteniamo che il cambio possa rimanere **ancora sotto pressione in area 68 nella prima metà dell'anno** per recuperare gradualmente a partire dalla seconda metà in linea con l'atteso deprezzamento del dollaro.

Il ministro delle Finanze Arun Jaitley ha presentato il **bilancio per l'anno fiscale 2016-2017** (AF 2016-17; aprile – marzo) al Parlamento il 29 febbraio. Il Governo ha riconfermato la stima del rapporto **deficit/PIL al 3,9% nell'AF 2015-16** e previsto **un obiettivo al 3,5% nell'AF 2016-17** e al 3% nell'AF 2017-18, ribadendo **l'impegno al consolidamento dei conti pubblici** nel medio periodo. Il bilancio prevede un aumento delle entrate fiscali dell'11,7%, minore rispetto all'anno precedente, sostenuto soprattutto dall'aumento delle imposte dirette (attese in aumento del 12,6% rispetto all'AF2015-16) che compensa attese di minori entrate dalle imposte indirette (+11% vs +28,9% nell'AF 2015-16). Esso prevede poi un aumento delle entrate non fiscali del 24,9%, inferiore al precedente anno fiscale e un calo del 2,3% delle **entrate in conto capitale**. Tra queste ultime il calo di alcune voci (quali recupero crediti, prestiti a breve termine e altre voci non dettagliate) è compensato da attese di aumento delle entrate dalla vendita delle partecipazioni nelle imprese pubbliche (Public Sector Undertakings, PSUs). Queste entrate sono stimate a 56 miliardi di rupie, in aumento del 123% rispetto all'AF 2015-16. L'obiettivo appare molto ottimistico tenendo conto che l'India ha raggiunto i target di disinvestimento solo tre volte negli ultimi 15 anni, e mai negli ultimi 5 anni<sup>25</sup>. Le spese per sussidi (alimenti, fertilizzanti e petrolio) sono previste in calo del 4,2% arrivando all'1,6% del PIL rispetto all'1,9% stimato per l'AF 2015-16 e in netta discesa dal picco del 2,6% del PIL nell'AF 2011-12. Le spese per sussidi continuano a rappresentare una delle maggiori voci di spesa (14,4% del totale della spesa pubblica nell'AF2015-16) insieme alla difesa (12,6%) dopo la spesa per interessi (24,8%). Contemporaneamente salgono le spese per l'assistenza sociale e i servizi economici. Le **spese in conto capitale** sono previste in aumento del 3,9% vs l'AF 2015-16. Tra di esse gli aumenti più cospicui vanno ai servizi per la difesa (+6%) e ai prestiti ad imprese pubbliche (+34%) diretti anche alla ricapitalizzazione delle banche pubbliche con un'allocazione di 250 miliardi di rupie.

Il bilancio è in gran parte rivolto allo sviluppo economico delle aree rurali e al sostegno della popolazione più povera. **Salgono** infatti rispetto al totale le **allocazioni per l'agricoltura e i servizi sociali, ma anche per i trasporti e i servizi economici generali**, mentre scendono quelle per l'energia. Il bilancio cerca di favorire gli investimenti nel settore manifatturiero e nelle

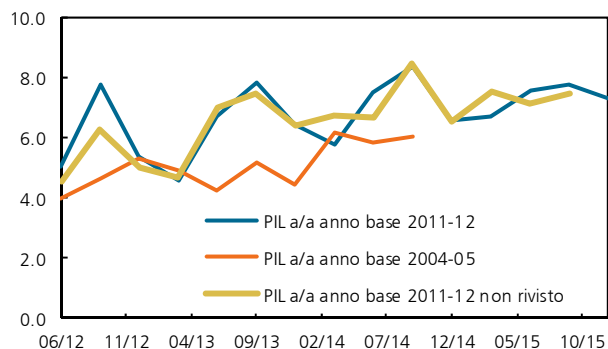
<sup>25</sup> Institute for Policy Research Studies, PRS Legislative Research.

infrastrutture attraverso tagli alle aliquote fiscali e agevolazioni fiscali, e di sostenere la domanda delle aree rurali attraverso programmi di assistenza sociale. C'è stata **poca chiarezza sulla copertura dell'aumento di salari** del 23,6% previsto per circa 10 milioni **di dipendenti e pensionati pubblici** secondo le raccomandazioni della Settima Commissione sui salari. Il Governo ha infatti allocato un totale di 700 miliardi di rupie (ca. il 68 del totale necessario, ossia 1,02 trilioni di rupie) suddividendole tra vari ministeri senza fornire dettagli. Questo fattore insieme all'**incertezza sui proventi delle dismissioni delle partecipazioni statali** e delle aste delle frequenze telefoniche (previste a 98,9 miliardi di rupie, in aumento del 72,5% rispetto all'anno scorso) lascia **rischi al rialzo sulla stima del rapporto deficit/PIL**.

Il Governo non è ancora riuscito a far approvare la Legge per l'introduzione dell'imposta sui beni e servizi (GST) e le modifiche alla legge sull'acquisizione dei terreni nella sessione invernale del Parlamento. Le leggi verranno riesaminate nella corrente sessione di bilancio (dal 23 febbraio al 16 marzo e dal 25 aprile al 13 maggio). Esso ha inoltre ribadito l'impegno a far approvare la legge sull'insolvenza e la bancarotta bancaria, nonché a favorire la quotazione in borsa delle compagnie di assicurazione di proprietà statale. **La mancanza della maggioranza** della coalizione di governo (National Democratic Alliance, NDA), guidata dal partito di Modi (BJP, Bharatiya Janata Party) **nella camera alta** (Rajya Sabha) **resta un ostacolo** chiave all'approvazione delle riforme prima della scadenza del corrente mandato nel maggio del 2019. Dopo la sconfitta del partito BJP nel Bihar in novembre saranno importanti le prossime elezioni amministrative previste tra aprile e maggio in cinque Stati (Assam, Kerala, Puducherry, Tamil Nadu e Bengala Occidentale) che contano il 20,8% dei seggi nella camera alta e che sono attualmente governati dal partito di opposizione (Indian National Congress) o da rivali partiti regionali.

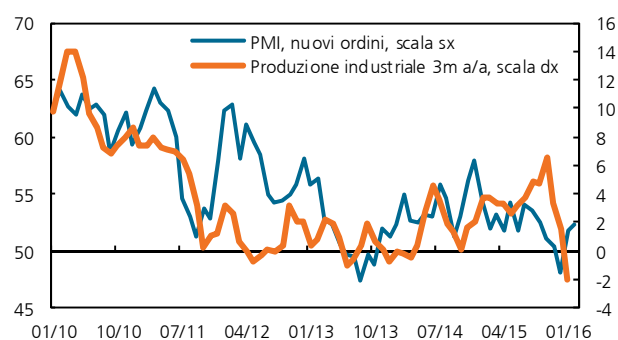
L'impegno del Governo a ridurre i lacci burocratici e a sostenere gli investimenti e l'orientamento della Banca centrale in direzione di una politica monetaria ancora accomodante dovrebbero continuare a favorire il consolidamento della crescita nel medio periodo. Dal lato dell'offerta una stagione dei monsoni con piovosità nella media dopo due stagioni di siccità dovrebbe favorire una ripresa della produzione del settore agricolo. Il miglioramento del clima imprenditoriale rischia però di essere più lento rispetto alle aspettative iniziali così come la ripresa degli investimenti. **Rivediamo lievemente al ribasso nostre previsioni di accelerazione della crescita a 7,5% nel 2016 e nel 2017 dal precedente 7,6%**, guidata dalla tenuta dei consumi e dalla moderata ripresa degli investimenti.

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



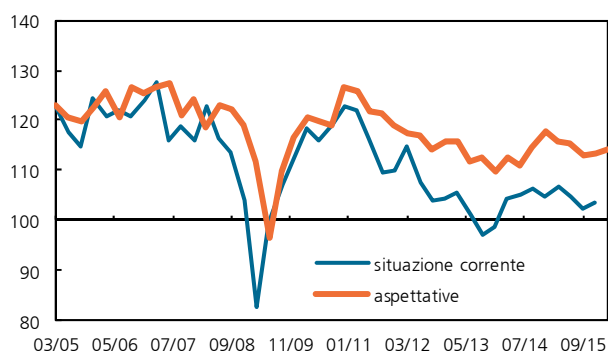
Fonte: CEIC

Fig. 2 - La produzione industriale frena



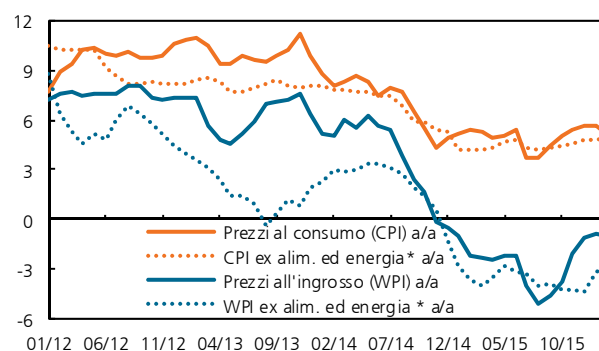
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 - Aspettative delle imprese



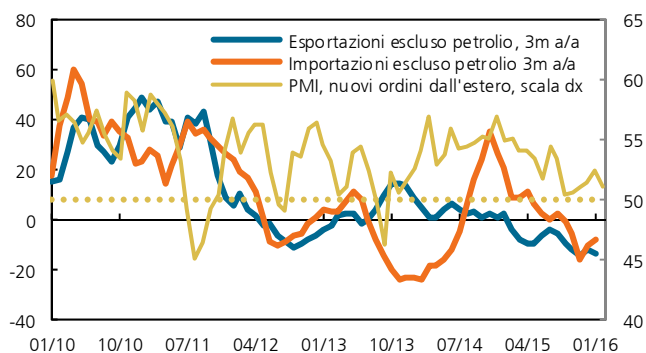
N.B. Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 - L'inflazione core\* non scende



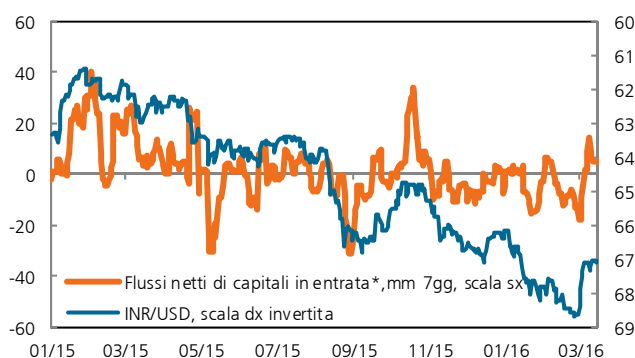
\*Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 - Migliorano le importazioni escluso petrolio



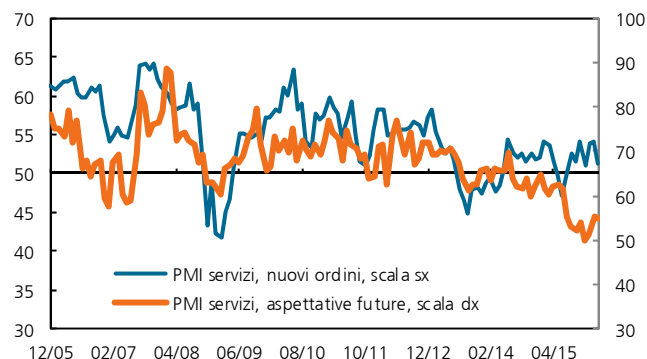
Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - La rupia recupera dai minimi di fine anno



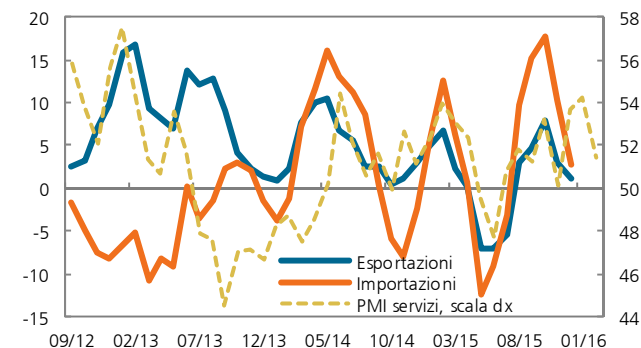
\*Acquisti netti di azioni e titoli obbligazionari da parte degli investitori istituzionali in miliardi di rupie. Fonte: CEIC

Fig. 7 – Servizi: migliorano le aspettative



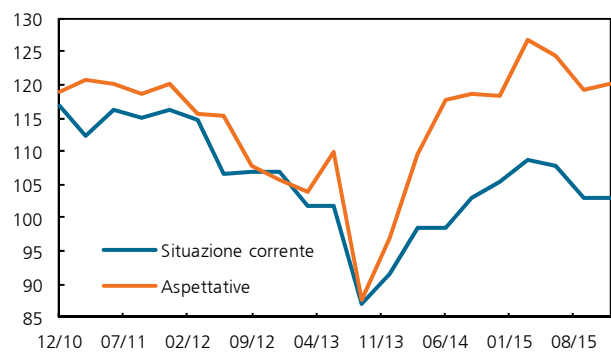
Fonte: Markit

Fig. 8 – Commercio di servizi



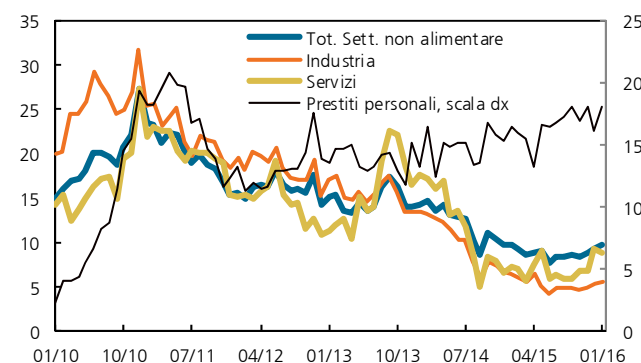
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 9 – Fiducia dei consumatori



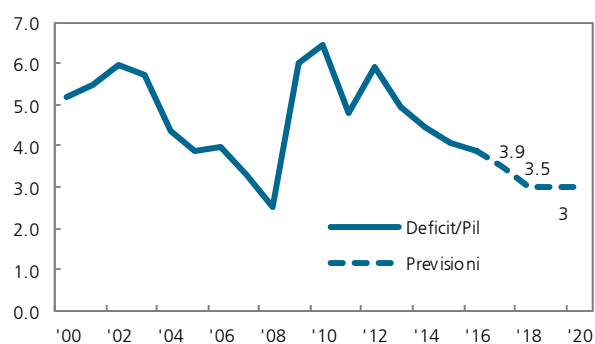
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

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



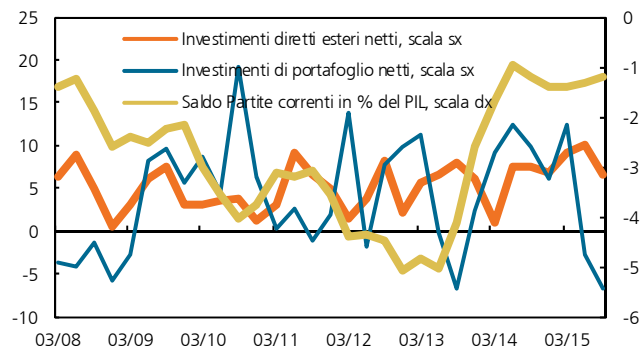
Fonte: CEIC

Fig. 11 – Conti pubblici (%)



Fonte: CEIC, Ministry of Finance

Fig. 12 - Partite correnti



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

## Mercati valutari: incertezza batte divergenza

Asmara Jamaleh

Il 2016 si è aperto all'insegna di rinnovate preoccupazioni per la crescita globale. I timori di rallentamento dell'economia cinese hanno spinto ulteriormente al ribasso i prezzi del petrolio e con essi l'inflazione. **La risposta delle banche centrali è stata univoca:** proroga del processo di normalizzazione delle politiche monetarie:

- la Fed, che aveva iniziato ad alzare i tassi l'anno scorso, fa una pausa con i rialzi,
- mentre buona parte delle altre Banche centrali (BCE, BoJ, RBNZ, Riksbank, Norges Bank) continua ad aumentare lo stimolo monetario.

In questa fase quindi le incertezze e la debolezza del quadro globale prevalgono sulle specificità delle economie singole. L'effetto finale che ne deriva è una riduzione della divergenza di politica monetaria tra la Fed e le altre banche centrali.

I temi chiave del 2° trimestre saranno: **(1)** quando la Fed potrà riprendere ad alzare i tassi; **(2)** se le altre banche centrali avranno bisogno di aumentare ancora lo stimolo monetario; **(3)** se i timori sullo scenario globale d'inizio anno siano ancora giustificati o se invece la reazione dei mercati sia stata eccessiva.

### DOLLARO

**La Fed riprenderà ad alzare i tassi, ma l'*upside* del dollaro dovrebbe essere contenuto.**

A dicembre 2015 la Fed aveva avviato il ciclo di rialzi dei tassi, indicando che orientativamente nel 2016 ne avrebbe fatto uno di 25pb a trimestre. L'apertura d'anno negativa per lo scenario globale ha però costretto la Fed a fare una pausa, saltando il 1° trimestre.

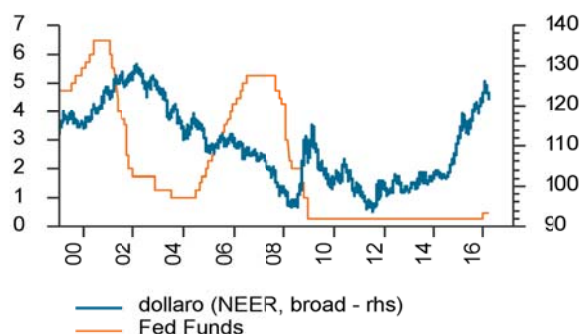
Il dollaro è sceso, penalizzato non tanto da segnali negativi sull'economia domestica, perlomeno nel breve, quanto piuttosto dall'incertezza generale dello scenario globale, che si ripercuote necessariamente sull'azione particolare della Fed.

Al FOMC del 16 marzo infatti i tassi sono rimasti fermi a 0,25%-0,50%, ma soprattutto la distribuzione interna delle preferenze vede ora la maggior parte dei partecipanti favorevole a due rialzi dei tassi quest'anno, non ai quattro della riunione di dicembre, né ai tre che si sarebbero potuti ipotizzare dopo la pausa del 1° trimestre. Per una minoranza non esigua tuttavia tre rialzi sono ancora possibili. La fase molto delicata del quadro globale rimane la principale ragione di cautela. Se non ci saranno miglioramenti significativi a livello internazionale e contemporaneamente indicazioni omogeneamente positive per l'economia USA, il secondo rialzo Fed potrebbe farsi attendere più del previsto. Tuttavia Yellen ha indicato che qualsiasi riunione potrebbe essere quella buona per alzare i tassi, se le condizioni dei dati e dei mercati lo permettono. Pertanto anche il FOMC di aprile è un'opzione aperta. **E dal momento che il mercato rimane ancora più cauto della Fed sul sentiero dei rialzi, il dollaro dovrebbe risalire quando i segnali suggeriranno l'avvicinamento del prossimo rialzo.**

La domanda è se in fase di risalita possa inaugurare nuovi massimi o se invece l'*upside* sia limitato, approssimativamente intorno ai massimi dello scorso anno. Propendiamo più per questa seconda ipotesi. A prima vista potrebbe sembrare un'ipotesi debole, perché quello che dovrebbe contare di più è che la Fed è l'unica Banca centrale ad alzare i tassi, mentre le altre non solo non possono alzarli, ma li hanno in un intorno dello zero, e gli *spread* aumentano. Il punto è che **dopo gli ulteriori stimoli monetari forniti di recente dalle altre principali banche centrali (BCE e BoJ in primis), con ulteriore discesa dei tassi (per alcune) in territorio negativo e il lancio di grossi programmi di acquisto di attività finanziarie, le fasi espansive delle politiche monetarie dovrebbero tendere ad esaurirsi.** E generalmente nella parte finale di una fase espansiva la valuta di riferimento non scende ulteriormente, ma inizia a riprendersi e a svoltare, più o meno gradualmente.

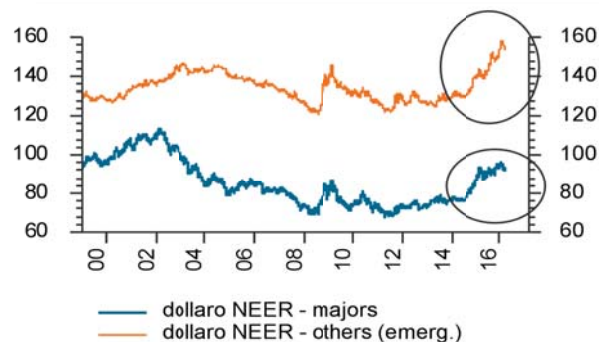
Un altro argomento è che la **modalità di reazione dei cambi alle variazioni dei differenziali di tasso-rendimento potrebbe essersi modificata rispetto al passato pre-crisi, quando le banche centrali impiegavano politiche monetarie "normali"**. Adesso infatti, l'ampio, diffuso e protratto ricorso a misure di stimolo non-convenzionali genera maggiore volatilità sui mercati. Un fattore di incertezza aggiuntivo può ad esempio riguardare l'*exit strategy*. Nel caso della Fed l'effetto "normale" dei rialzi dei tassi viene infatti ridimensionato significativamente fintantoché non viene rimosso lo stimolo del QE.

Fig. A – Dollaro: macro-trend rialzista, prima dell'inizio dei rialzi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. B – Il dollaro è salito soprattutto contro le valute emergenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Inoltre, dopo l'ampio apprezzamento che il dollaro ha registrato tra metà 2014 e inizio 2015, un'ulteriore salita adesso, in un contesto di debolezza protratta dell'economia globale, restringerebbe ancora le condizioni finanziarie per la Fed, inducendola a maggiore gradualità nel sentiero dei rialzi.

Infine, un punto **da non trascurare è la dinamica delle valute emergenti. Durante la recente fase rialzista, l'apprezzamento maggiore del dollaro è stato registrato nei confronti di tali valute** (Fig. B). È rispetto ad esse che il biglietto verde è andato inaugurando continuamente nuovi massimi, aggiornati anche in questo avvio d'anno. Se si ipotizza che nel corso del 2016 il quadro globale vada migliorando, seppure gradualmente, alleggerendo le vulnerabilità delle economie emergenti, la *risk aversion* dovrebbe ridursi significativamente, a beneficio delle valute di tali paesi. Pur senza prevederne un rimbalzo marcato o veloce, il loro trend ribassista si esaurirebbe e, con esso, il macro-trend rialzista del dollaro.

## EURO

**A range: la BCE smetterà di aumentare lo stimolo, la Fed riprenderà ad alzare i tassi.**

Anche il 2016, come il 2015, si è aperto all'insegna del confronto tra BCE e Fed, ma nella modalità opposta. L'anno scorso si inaugurava la fase di massima divergenza tra le rispettive politiche monetarie, all'inizio di quest'anno invece la divergenza si è ridotta. La BCE infatti ha dovuto ampliare ulteriormente lo stimolo monetario e la Fed ha dovuto interrompere il ciclo di rialzi dei tassi, peraltro appena avviato.

Gli sviluppi negativi dello scenario globale a inizio anno hanno prevalso sugli sviluppi domestici spostando l'attenzione su un tema comune: gli accresciuti rischi verso il basso sulla crescita e, soprattutto, sull'inflazione. Così, mentre nel 1° trimestre 2015 l'euro è sceso (da 1,21 a 1,04 EUR/USD: -12%), nello stesso periodo del 2016 è invece salito (da 1,07 a 1,13 EUR/USD: +6%).

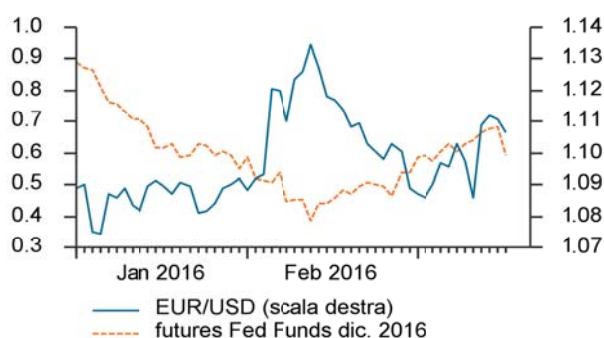
Il ridursi della divergenza tra BCE e Fed dovrebbe avere come effetto sull'EUR/USD un ridimensionamento della componente direzionale della dinamica del cambio a favore di una dinamica "a range".

La posizione ultra-accomodante della BCE spingerebbe l'euro verso il basso, ma il *downside* dovrebbe essere limitato perché nel frattempo la Fed fa una pausa con i rialzi dei tassi. In fase di discesa quindi l'area chiave di supporto si potrebbe collocare intorno ai minimi toccati l'anno scorso a 1,05-1,04 EUR/USD.

Invece, a un certo punto, più avanti in corso d'anno, la BCE non dovrà più (presumibilmente) ampliare lo stimolo monetario, il che dovrebbe agevolare una tendenziale risalita dell'euro. Nel frattempo però la Fed riprenderà ad alzare i tassi, il che dovrebbe limitare l'*upside* dell'euro, incontrando un'area di resistenza verso i massimi dell'anno scorso tra 1,15 e 1,20 EUR/USD.

Lo si è potuto vedere al termine dell'ultima riunione della BCE (10 marzo). Qui infatti, appena c'è stato l'annuncio delle nuove misure di stimolo, risultate superiori alle attese, l'euro è sceso. Poco dopo però è rimbalzato, e la risalita è stata più ampia del calo, perché durante la conferenza stampa Draghi ha fatto intendere che con i tagli di marzo il minimo sui tassi potrebbe essere stato ormai raggiunto. Similmente, al termine dell'ultima riunione della Fed (16 marzo) l'euro è salito ampiamente perché ora la maggioranza dei partecipanti al FOMC vede due rialzi dei tassi in corso d'anno contro i quattro preventivati a dicembre.

Fig. C – EUR/USD vs attese di mercato per i Fed Funds



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. D – Euro e refi rate BCE



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Secondo il nostro scenario centrale dunque l'euro dovrebbe scendere ancora nella prima metà dell'anno, dopo il rimbalzo registrato sul FOMC di marzo. Il profilo di rialzi dei Fed Funds scontato dal mercato è infatti ancora molto cauto, anche rispetto al sentiero ipotizzato dalla Fed

Successivamente invece, nella seconda metà dell'anno, quando la BCE smetterà di ampliare lo stimolo monetario, l'euro dovrebbe iniziare a risalire.

Generalmente, anche nel breve, i rischi di tale scenario potrebbero essere leggermente sbilanciati verso l'alto per l'euro: nella parte finale di una fase espansiva di politica monetaria le spinte ribassiste sul cambio vanno esaurendosi.

## STERLINA

### Sotto il peso del referendum UE (23 giugno).

Il 2016 si è aperto con un ampio calo della sterlina, imputabile in buona parte al tema Brexit: il referendum per l'eventuale uscita dall'UE si terrà il 23 giugno. Contro dollaro la sterlina è scesa fino a 1,38 GBP/USD, sotto i minimi dell'anno scorso a 1,45 GBP/USD, rivedendo così livelli abbandonati nel 2009, a 1,35 GBP/USD, che rappresentano i minimi dal 1985. Contro euro il calo è stato molto più contenuto, fino a 0,79 EUR/GBP, vicinissimo ai minimi dell'anno scorso in area 0,78 EUR/GBP.



I timori legati agli effetti economici negativi di una eventuale uscita dall'UE hanno infatti portato il mercato a rivedere ampiamente al ribasso il sentiero atteso dei rialzi dei tassi BoE (attualmente a 0,50%). Tra gennaio e febbraio i *futures* sono passati da 2 rialzi di 0,25pb a nessun-rialzo quest'anno, rinviando interamente all'anno prossimo l'avvio della svolta (Fig. E). La revisione è ancora più ampia se si fa il confronto con marzo 2015, quando il mercato scontava quattro rialzi di 0,25pb per fine 2016.

Una delle considerazioni che si possono fare in merito all'ampiezza del calo più recente è che, perlomeno dal punto di vista del cambio, il mercato sembra aver scontato appieno lo scenario di non-rialzo dei tassi BoE quest'anno. L'ulteriore *downside* per la sterlina in relazione al *timing* della svolta sui tassi dovrebbe pertanto essere relativamente limitato, per cui ulteriori cali, in particolare sotto i minimi di fine febbraio in area 1,38 GBP/USD, si dovrebbero osservare perlopiù in presenza di sviluppi negativi sul fronte Brexit o comunque in caso di dati sull'economia domestica estremamente deludenti.

Per la sterlina l'azione della Bank of England in relazione alla Fed e alla BCE scende in secondo piano di fronte al tema Brexit. L'incertezza sull'esito del referendum mantiene infatti rischi verso il basso per la valuta britannica, contenendone significativamente l'*upside* anche di fronte a dati domestici positivi.

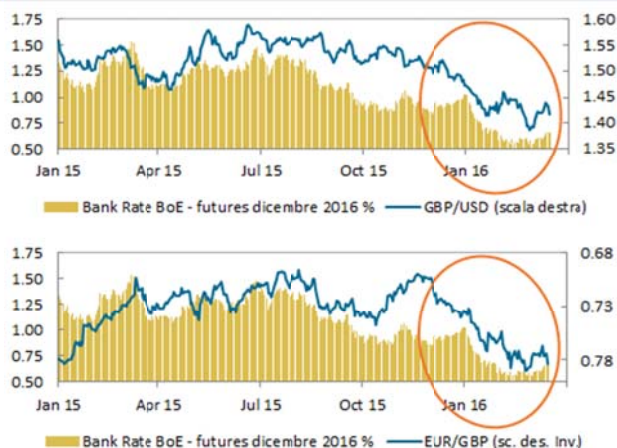
I sondaggi sulle intenzioni di voto sono non-informativi sul quadro delle preferenze: il margine di vantaggio dei sì (favorevoli a restare nell'UE: "stay in") rispetto ai no (favorevoli a uscire: "leave") varia tra +5% e -4% per i sondaggi recenti condotti online. Solo in quelli condotti telefonicamente vi è un netto vantaggio dei sì, tra il +12% e il 18%. In entrambi i casi la fetta degli indecisi è molto elevata: 13% in media nel mese di febbraio per i sondaggi telefonici, e 19% per quelli online.

Da qui a giugno il cambio potrà rispondere ai cambiamenti di *sentiment* che emergono dai sondaggi se dovesse profilarsi una tendenza chiara. Poiché saranno gli indecisi a fare la differenza per l'esito del referendum i toni della campagna referendaria saranno aspri, anche alla luce dei contrasti interni allo stesso partito di governo (Tories). Mentre infatti il primo ministro David Cameron guida il fronte dei "sì", il sindaco di Londra (conservatore) Boris Johnson fa campagna per i "leave".

Il cancelliere dello Scacchiere Osborne ha annunciato che il Tesoro pubblicherà un'analisi approfondita sui costi/benefici di restare nell'UE e sui rischi associati a un'eventuale uscita. Osborne ha altresì dichiarato che in caso di vittoria dei "leave" l'economia subirebbe uno shock immediato e pagherebbe altri costi nel più lungo termine.

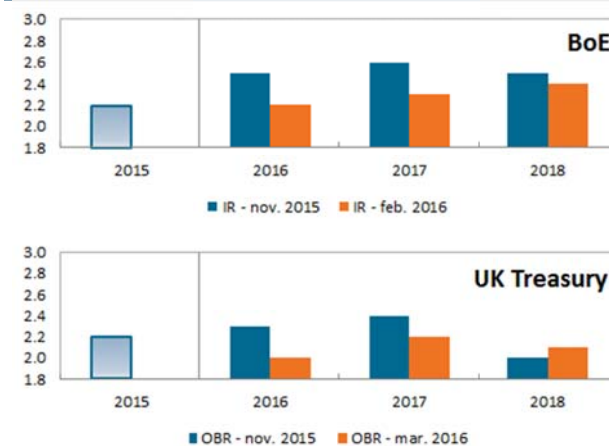
La fase di transizione in caso di uscita sarebbe molto complessa e molto lunga. Secondo il Tesoro l'incertezza potrebbe durare un decennio o forse di più, in ogni caso ben oltre il limite dei due anni entro il quale il Trattato indica che debbano essere portati a termine i negoziati di ridefinizione dei rapporti tra Regno Unito e UE. Si tratterebbe infatti di un caso senza precedenti, e l'incertezza avrebbe chiare ricadute sui mercati finanziari, sugli investimenti e sulla sterlina. Oltre a rivedere i rapporti con l'UE il Regno Unito dovrebbe infatti ri-negoziare anche tutti gli accordi commerciali con i Paesi non-UE, ovvero con il resto del mondo. In un rapporto pubblicato a fine febbraio sulle procedure che scatterebbero in caso di vittoria dei "leave", il Tesoro esprime di fatto la propria preferenza per restare nell'UE, alla luce delle nuove (più favorevoli) condizioni di Stato Membro Speciale che il Regno Unito è riuscito a concordare con l'UE nell'importante vertice del 18-19 febbraio.

Fig. E – Rinvio timing primo rialzo BoE e calo della sterlina



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. F – Crescita rivista al ribasso



Fonte: Bank of England e Office for Budget Responsibility (OBR)

#### (A) vittoria dei "sì"

In caso di vittoria dei "sì", e quindi se il Regno Unito rimane nell'UE, il mercato dovrebbe tornare a concentrarsi sullo scenario di crescita e inflazione domestici e quindi su quando la BoE potrà cominciare ad alzare i tassi. Già l'impatto immediato di una vittoria dei sì dovrebbe essere positivo per la sterlina, con rientro nel range 1,45-1,50 GBP/USD contro dollaro e ritorno contro euro verso 0,75 EUR/GBP.

In prospettiva di un primo rialzo BoE tra 4° trimestre di quest'anno e 1° del prossimo, la sterlina dovrebbe poi rafforzarsi ulteriormente (in direzione di 1,55 GBP/USD contro dollaro e del range 0,75-0,70 EUR/GBP contro euro sull'orizzonte a 12m circa). Attualmente infatti il sentiero di rialzi dei tassi BoE scontato dal mercato è estremamente prudente, con un solo rialzo o al massimo due nel 2017. Se il Regno Unito rimane nell'UE lo scenario macro di breve non potrà essere peggiore di quello che si avrebbe dopo una vittoria dei "leave". Infatti, non solo il mercato ha già rivisto abbondantemente al ribasso il sentiero di rialzi BoE, ma sia la BoE sia il governo (OBR) hanno rivisto al ribasso le proiezioni di crescita e inflazione (Fig. F). Nell'Inflation Report di febbraio, la BoE ha abbassato le proiezioni di crescita su tutto il periodo 2016-18: da 2,5% a 2,2% quest'anno, da 2,6% a 2,3% il prossimo e da 2,5% a 2,4% il 2018. Similmente il governo, alla presentazione del Budget il 16 marzo ha abbassato le previsioni di crescita da 2,4% a 2,0% nel 2016, da 2,5% a 2,2% nel 2017 e da 2,4% a 2,1% nel 2018.

Per quanto riguarda l'inflazione la BoE ha rivisto al ribasso le proiezioni di inflazione da 1,2% a 0,8% per fine 2016 e da 2,0% a 1,9% per fine 2017. Quella per fine 2018 è invece rimasta invariata a 2,2%. Anche l'OBR ha rivisto al ribasso le previsioni di inflazione da 1,0% a 0,7% quest'anno e da 1,8% a 1,6% il prossimo. Ha invece alzato lievemente da 1,9% a 2,0% quella del 2018.

In entrambi i casi l'assunto base delle previsioni è che il Regno Unito rimanga nell'UE.

#### (B) vittoria dei "leave"

Se invece dovessero vincere i "leave", verosimilmente la sterlina scenderebbe subito, per le numerose incognite di Brexit, un evento che non ha precedenti. Lo scenario più probabile è che vi sia un calo degli investimenti e quindi attese di un rallentamento della crescita, la conseguente decisione della BoE non solo di non alzare i tassi ma di allentare ulteriormente la politica monetaria, e, in tutto questo, un aumento dell'inflazione.

Non è possibile fornire una previsione attendibile del deprezzamento atteso del cambio, si possono comunque fare delle ipotesi. Nei confronti del dollaro il primo obiettivo ribassista sarebbe 1,35 GBP/USD, minimo del 2009, con eventuale incursione tra 1,35 e 1,30 GBP/USD, livelli abbandonati nel 1985, anno del minimo storico della sterlina a 1,05 GBP/USD. Nei confronti dell'euro il *downside* dovrebbe essere contenuto entro il range 0,80-0,85 EUR/GBP, assumendo che anche l'euro possa venire almeno in parte (e almeno inizialmente) penalizzato dall'annuncio di una vittoria dei "leave". Qualora invece, al contrario, l'euro ne dovesse beneficiare, la correzione della sterlina sarebbe più ampia, verso il range 0,85-0,90 EUR/GBP. Nei confronti dell'euro questi sarebbero comunque minimi abbandonati solo di recente (2013), più eclatanti invece i minimi (ipotizzati) contro dollaro.

Come misura cautelare contro probabili turbolenze dei mercati in caso di vittoria dei "leave" la BoE ha programmato iniezioni di liquidità extra in prossimità del referendum del 23 giugno, dicendosi pronta a intraprendere altre azioni se necessario, per salvaguardare la stabilità del sistema finanziario in generale e in particolare per offrire supporto alle banche.

I rischi dello scenario sulla sterlina sono verso il basso, ovvero di una sterlina che, pur rispondendo positivamente in caso di vittoria dei "si", successivamente salga meno delle attese, in ragione di un deterioramento dello scenario macro indipendente dall'esito del referendum. A questo proposito cruciale sarà la pubblicazione dell'inflation report BoE il 12 maggio. In questo caso infatti le nuove proiezioni di crescita e inflazione terranno conto dell'impatto che l'incertezza "Brexit" ha prodotto sull'economia domestica nei primi mesi dell'anno.

I dati in uscita da qui a inizio maggio torneranno quindi al centro dell'attenzione del mercato in questo periodo, a cominciare dall'inflazione il 22 marzo (e il 12 aprile). Il PIL del 1° trimestre sarà pubblicato il 27 aprile.

## YEN

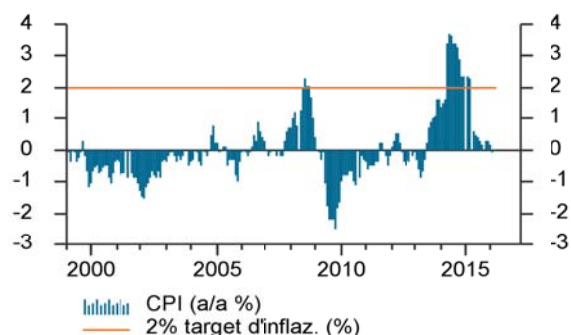
**Prima tassi negativi poi pausa, ma lo yen dovrebbe tornare a scendere.**

Anche la BoJ ha aperto l'anno aumentando lo stimolo monetario, con l'adozione – a sorpresa – di tassi d'interesse negativi a -0,10%. Lo yen si è indebolito sull'annuncio, ma di poco e, soprattutto, per poco. Contro dollaro è sceso da 118 a 121 USD/JPY e contro euro da 129 a 132 EUR/JPY.

Il calo è stato di brevissima durata perché sull'azione della Banca centrale ha presto prevalso l'aumento della *risk aversion* provocato dalle rinnovate preoccupazioni d'inizio anno per lo scenario globale. Così la valuta nipponica è rimbalzata rapidamente, più che recuperando il calo post-BoJ. Contro dollaro si è apprezzata fino a 111 USD/JPY – massimo che era stato abbandonato a ottobre 2014, quando la BoJ aveva ampliato il QQE – e contro euro fino a 122 EUR/JPY – livello abbandonato ancora prima, ad aprile 2013.

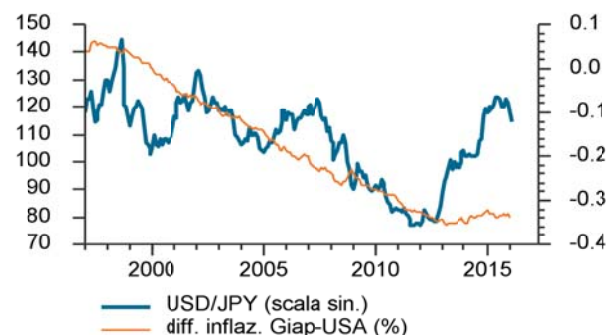
**Nei prossimi mesi tuttavia lo yen dovrebbe tornare a scendere.** La BoJ infatti, dati i rischi prevalenti verso il basso sullo scenario sia di crescita sia di inflazione, potrà ampliare ancora lo stimolo monetario se necessario. Allo stesso tempo la Fed riprenderà ad alzare i tassi. Nella fase di massima divergenza tra BoJ e Fed il cambio dovrebbe riportarsi entro il *range* 120-125 USD/JPY tra il 2° e il 3° trimestre. Quota 125 USD/JPY è stato il minimo toccato dallo yen l'anno scorso e rappresenta il livello più vicino al minimo storico, registrato nel 2002 a quota 135 USD/JPY. Il calo atteso dello yen dovrebbe estendersi anche nei confronti dell'euro con rientro verso il *range* 135-140 EUR/JPY nella parte avanzata dell'anno.

Fig. G – L'obiettivo di inflazione si allontana per la BoJ



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. H – Yen sceso troppo rispetto ai differenziali di inflazione



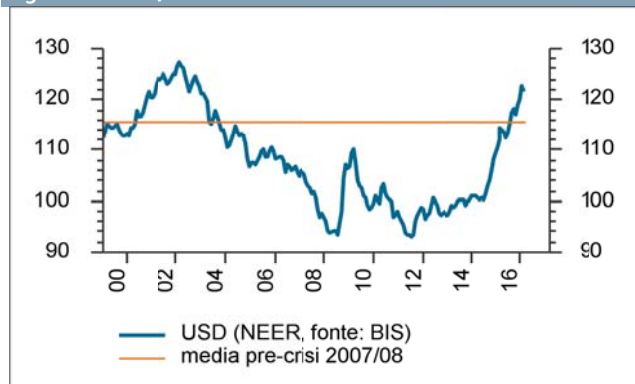
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non è escluso che la valuta nipponica possa scendere oltre i minimi dell'anno scorso, portandosi contro dollaro all'interno del *range* 125-130 USD/JPY, ma il nostro scenario centrale ipotizza che il *downside* sia limitato, per le seguenti ragioni:

- (1) lo spazio di ulteriore stimolo monetario da parte della BoJ è ridotto, e alle attuali condizioni di QQE e con l'attuale livello dei tassi, l'efficacia marginale di interventi addizionali si riduce;
- (2) a parità di stimolo monetario fornito, la reattività dello yen all'azione della BoJ è molto superiore a quella della Fed;
- (3) almeno parte del mancato stimolo monetario potrà essere compensata dalla politica fiscale con un nuovo pacchetto di misure espansive (possibile anche che nei prossimi mesi venga rinviato il rialzo dell'imposta sui consumi programmato per aprile 2017);
- (4) lo yen si è apprezzato abbondantemente negli ultimi anni e come cambio effettivo nominale è vicino ai propri massimi storici (Fig. 3), mentre come cambio effettivo reale i minimi storici sono stati raggiunti di recente (Fig. 9);
- (5) il saldo delle partite correnti di bilancia dei pagamenti è tornato ampiamente positivo (intorno al 3% in rapporto al PIL);
- (6) la difficoltà che la BoJ sta incontrando nel perseguire l'obiettivo di inflazione (Fig. G) non consente ai differenziali di inflazione tra Giappone e Stati Uniti (Fig. H) di svoltare in tempi rapidi nella direzione che spingerebbe lo yen a scendere significativamente contro dollaro.

Per quanto riguarda il breve, i rischi per lo yen potrebbero essere più verso l'alto, ovvero per uno yen più forte delle attese (parte bassa del *range* 110-115 USD/JPY o eventuale rischio di temporanea rottura ribassista di 110,00 USD/JPY), principalmente per tre ragioni: (1) alla riunione di marzo la BoJ ha fatto una pausa con i tagli dei tassi; (2) la Fed invece ha fatto una pausa con i rialzi dei tassi; (3) le incertezze sullo scenario globale potrebbero riproporsi facendo risalire temporaneamente la *risk aversion*.

Fig. 1 – Dollaro, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Euro, cambio effettivo nominale



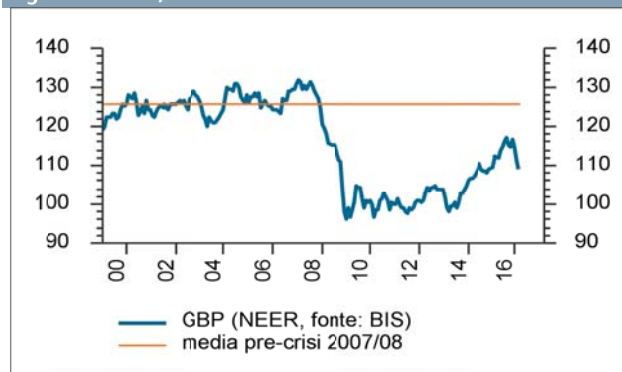
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Yen, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Sterlina, cambio effettivo nominale



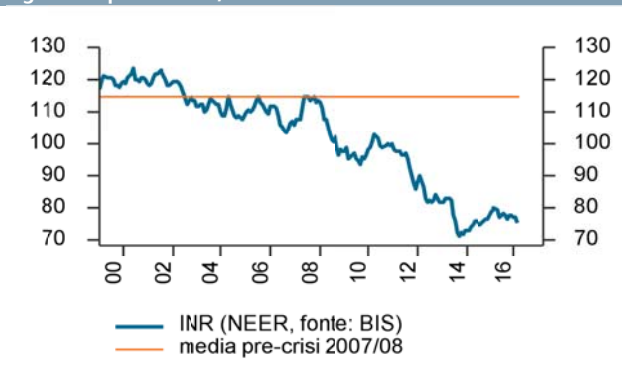
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Yuan renminbi, cambio effettivo nominale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Rupia indiana, cambio effettivo nominale



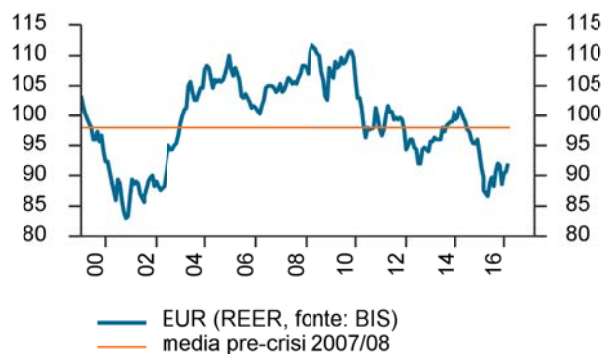
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Dollaro, cambio effettivo reale



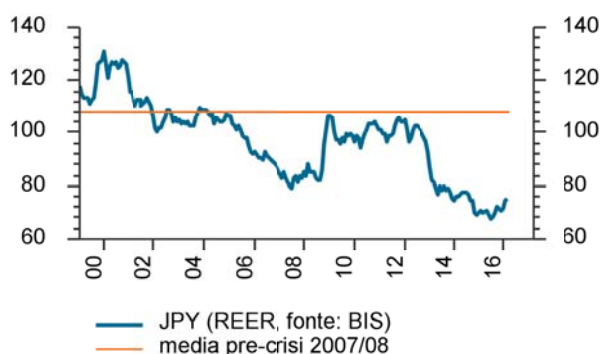
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Euro, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Yen, cambio effettivo reale



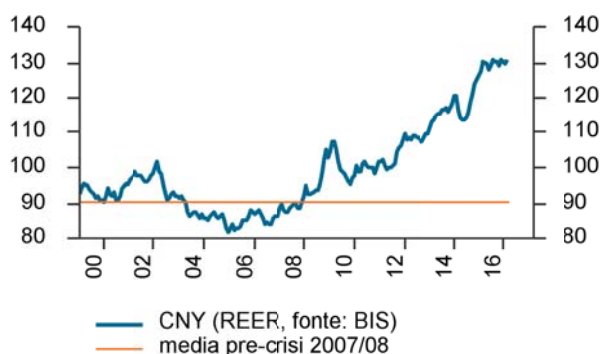
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Sterlina, cambio effettivo reale



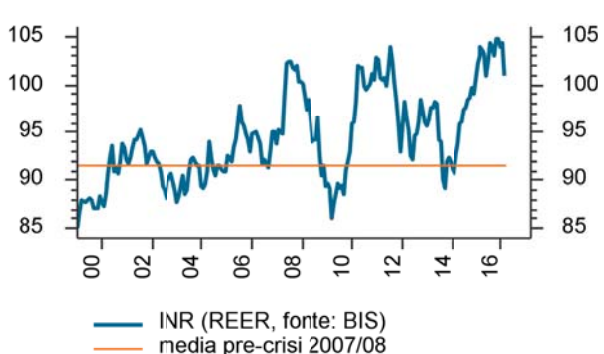
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Yuan renminbi, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Rupia indiana, cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2016

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
<b>Macroeconomic &amp; Fixed Income Research</b>		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesaspaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesaspaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesaspaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesaspaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesaspaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesaspaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesaspaolo.com
<b>Research Assistant</b>		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesaspaolo.com
<b>International Economics</b>		
<b>Economista - Asia Emergenti</b>		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesaspaolo.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](http://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 a Major US Institutional Investors 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.