

## Il punto

- Stati Uniti: nuove tessere nel mosaico della Fed spalancano la porta per un rialzo estivo.
- Eurozona: la sempre più diffusa destabilizzazione del quadro politico europeo ha indotto la Commissione Europea a un'interpretazione molto blanda delle regole fiscali, che peraltro appaiono sempre più anacronistiche. In arrivo una soluzione sul debito della Grecia?

## Area Euro: il ballo del mattone

- Il settore delle costruzioni ha un peso contenuto nel PIL, ma per l'elevata volatilità contribuisce più che proporzionalmente a spiegare l'ampiezza delle fluttuazioni cicliche.
- Nell'Eurozona il comparto è quello che ha risentito maggiormente della crisi ed è stato l'ultimo a svoltare. Un'analisi dei fondamentali suggerisce che il comparto dell'edilizia residenziale vedrà un'accelerazione moderata nel 2016-17.
- Più a breve termine, il nostro indicatore statistico per la spesa in costruzioni stima un'accelerazione a 0,9% t/t dallo 0,6% t/t registrato nella seconda metà dello scorso anno.

## Stati Uniti – La slavina degli investimenti nell'estrattivo è vicina alla fine?

- La quasi-stagnazione del PIL USA nel 1° trimestre è dovuta non solo ai contributi negativi di canale estero e scorte e al rallentamento dei consumi, ma anche all'ampio calo degli investimenti fissi non residenziali.
- Questa contrazione non è diffusa a tutti i settori, ma concentrata nell'estrattivo. Il crollo dell'attività seguito alla correzione del prezzo del petrolio ha determinato investimenti in calo nel settore di -35% nel 2015, seguiti da un ulteriore crollo a inizio 2016.
- I recenti segnali più incoraggianti dal manifatturiero e la stabilizzazione del prezzo del petrolio indicano che gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero stabilizzarsi e poi segnare una modesta ripresa dal 2° trimestre.

## I market mover della settimana

La tornata d'indagini di maggio dovrebbe segnalare un miglioramento di fiducia nell'**Eurozona**. Prevediamo un miglioramento marginale del PMI composito, dello ZEW e dell'IFO. In Francia, il morale dovrebbe avanzare nel manifatturiero, ma calare presso i consumatori. In Italia, ci aspettiamo un recupero della fiducia di imprese e famiglie. In Germania, la seconda stima dovrebbe confermare che il PIL è avanzato di 0,7% t/t (1,6% a/a) nel 1° trimestre grazie al supporto della domanda interna. Martedì 24 la riunione dell'Eurogruppo discuterà anche le proposte di ristrutturazione del debito della Grecia nei confronti dell'ESM, con l'obiettivo di arrivare a una decisione sul tema.

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Per aprile, le vendite di case nuove dovrebbero essere in rialzo dopo tre mesi deboli, la stima preliminare della bilancia dei beni dovrebbe registrare una ripresa dei flussi commerciali e un ampliamento del deficit, gli ordini di beni durevoli sono previsti in aumento. La seconda stima del PIL del 1° trimestre dovrebbe essere rivista verso l'alto, grazie a consumi più forti e contributi meno negativi di canale estero e scorte. La fiducia dei consumatori a maggio dovrebbe rimanere su livelli elevati, coerenti con espansione dei consumi.

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 20.05.2016

Vedere l'Appendice 1 per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

20 maggio 2016

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Responsabile

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi  
Economista - Area euro

Paolo Mameli  
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area Euro

## Il Punto

**Stati Uniti:** nuove tessere nel mosaico della Fed spalancano la porta per un rialzo estivo.

**Eurozona:** la sempre più diffusa destabilizzazione del quadro politico europeo ha indotto la Commissione Europea a un'interpretazione molto blanda delle regole fiscali, che peraltro appaiono sempre più anacronistiche. In arrivo una soluzione sul debito della Grecia?

- Il fossato che da mesi divide le **aspettative sui tassi americani** del mercato da quelle del FOMC si è ristretto nell'ultima settimana. Dal **Comitato** è arrivato un torrente di dichiarazioni che mantengono ferme le posizioni di marzo, coerenti con **almeno due rialzi nel 2016**, soggetti all'evoluzione dei dati e dei rischi. I verbali della riunione di aprile indicano esplicitamente che c'è un consenso diffuso per un possibile rialzo a giugno. Dai **dati di aprile** sono arrivate informazioni omogeneamente positive: vendite al dettaglio, produzione industriale, nuovi cantieri, occupazione, salari orari, CPI, fiducia dei consumatori. Nei verbali, il Comitato indica che le condizioni per un rialzo in tempi brevi sono la ripresa della crescita nel 2° trimestre, il rafforzamento del mercato del lavoro e il trend verso l'alto dell'inflazione. Nessun dato, in isolamento, è una condizione sufficiente per un rialzo dei tassi, ma un'evoluzione da tutti i settori, coerente con una riaccelerazione della domanda finale e aumenti diffusi dei prezzi al consumo, può diventarlo. Il mercato ne ha preso atto: le probabilità di rialzo sono aumentate (46,7% a luglio, 58,4% a settembre, 73,8% a dicembre, stime Bloomberg 20/05/2016). Con dati di maggio e giugno in crescita per consumi e investimenti residenziali, stabilizzazione dell'estrattivo (v. pag. 10) e dinamica occupazionale fra 100-150 mila posti al mese, prezzi *core* in aumento fra 0,1 e 0,2% m/m, il quadro complessivo per un rialzo estivo sarà consolidato. I prossimi **messaggi "ufficiali" del FOMC per preparare un rialzo estivo** verranno il 27/05 e il 6/06 (discorsi di Yellen); ipotizzando che il Comitato non muova i tassi prima del referendum inglese, il 15/06 (FOMC) con probabile reintroduzione esplicita di rischi neutrali, a metà luglio (Monetary Policy Report). Nel frattempo i dati resteranno la guida delle aspettative, e il mercato è avvisato.
- La bassa crescita, il referendum inglese e soprattutto il progressivo sgretolamento delle maggioranze moderate di governo hanno portato quest'anno la **Commissione Europea** ad un'applicazione molto blanda delle **regole fiscali** – forse nel tentativo di non imprimere un'ulteriore accelerazione alle tendenze destabilizzanti. L'Italia ha ottenuto eccezioni pari a ben lo 0,85% per PIL, con l'effetto che quest'anno non dovrebbero essere necessarie manovre correttive. Spagna e Portogallo hanno per ora evitato che l'insufficiente correzione del deficit eccessivo conduca all'imposizione di sanzioni. In questo caso, il rinvio potrebbe essere di breve durata, giusto il tempo di consentire alla Spagna di andare al voto il 26 giugno, e il nuovo governo spagnolo dovrà affrontare da subito il nodo della correzione fiscale necessaria a riportare il deficit sotto il 3% nel 2017. Anche per l'Italia il problema è rinviato di pochi mesi, fino al budget 2017. L'anno prossimo, il programma di stabilità prevede una riduzione del deficit complessivo all'1,8% che però, secondo la Commissione, implica una correzione strutturale largamente inferiore allo 0,5% richiesto. Qualunque sia l'esito dei negoziati sul budget 2017, purtroppo, il mero rinvio della correzione fiscale non rappresenterà una soluzione al problema del debito, se non sarà seguito da una significativa accelerazione della crescita. In realtà, nell'attuale contesto di bassa crescita e bassa inflazione, neppure l'applicazione rigorosa delle regole fiscali può risolvere il **problema del debito** e il Fiscal Compact appare sempre più anacronistico. Nonostante l'aiuto che sta arrivando dalla politica monetaria, ambedue le strade possono garantire al massimo una lenta erosione del rapporto debito/PIL, con il rischio che la prima recessione cancelli anni di faticosi progressi. Non ci può essere una svolta risolutiva senza coinvolgere ancora di più la Banca Centrale, ma nell'Eurozona i vincoli creati dal Trattato e i blocchi ideologici probabilmente precluderanno questa strada. Una soluzione dalla natura più strutturale potrebbe invece arrivare per il debito della **Grecia**. Il 24 maggio, infatti, si terrà un'importante riunione dell'Eurogruppo, che dovrà esaminare anche le proposte di ristrutturazione del debito verso gli organismi ufficiali, con l'obiettivo dichiarato di garantire che il servizio del debito rimanga a livelli sostenibili e di raggiungere un accordo politico.

## Area Euro: il ballo del mattone<sup>1</sup>

Il settore delle costruzioni ha un peso contenuto nel PIL, ma per l'elevata volatilità contribuisce più che proporzionalmente a spiegare l'ampiezza delle fluttuazioni cicliche.

Nell'Eurozona il comparto è quello che ha risentito maggiormente della crisi ed è stato l'ultimo a svoltare. Un'analisi dei fondamentali suggerisce che il comparto dell'edilizia residenziale vedrà un'accelerazione moderata nel 2016-17.

Più a breve termine il nostro indicatore statistico per la spesa in costruzioni stima un'accelerazione a 0,9% t/t dallo 0,6% t/t registrato nella seconda metà dello scorso anno.

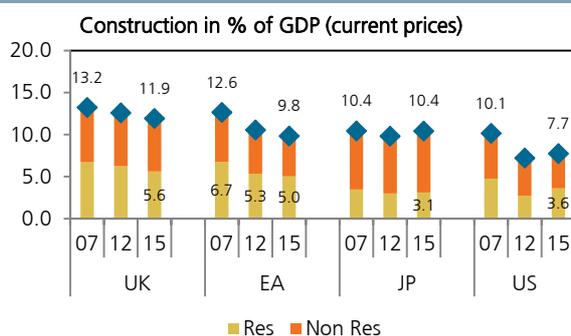
Luca Mezzomo  
Anna Maria Grimaldi

### Perché preoccuparsi del settore delle costruzioni?

**Le costruzioni sono il comparto che ha maggiormente risentito della crisi** in gran parte dei paesi avanzati, a causa degli eccessi accumulatisi tra il 2000 ed il 2008 in particolare nelle costruzioni residenziali. Se negli Stati Uniti e Giappone, il comparto è in ripresa dai minimi del 2012, nell'Eurozona la fase di declino non sembra essersi ancora conclusa del tutto, se guardiamo agli investimenti in percentuale del PIL. Dal lato dell'offerta (valore aggiunto) il comparto sembra aver svoltato a metà 2014, ma il valore aggiunto rimane inferiore ai livelli pre-crisi (v. Fig. 4). L'entità del ridimensionamento avvenuto nell'ultimo decennio appare anche da altri indicatori. Le costruzioni sono il **settore che ha espulso più manodopera nella media eurozona** (v. Fig. 9): circa 2 milioni di lavoratori **tra il 2006 e il 2013**. Attualmente, il comparto impiega il 6,5% degli occupati, ben 2,2 punti percentuali in meno rispetto a metà anni 2000. **I prestiti alle imprese nel settore delle costruzioni, che erano arrivati a oltre il 15% dei prestiti totali alle imprese non finanziarie nel 2008**, a fine 2015 erano scesi al 9,5% (v. Fig. 10). Di contro, il contributo allo stock di crediti in sofferenza è superiore a quello di altri settori: in Italia, la quota di crediti in sofferenza ha continuato a crescere fino agli ultimi mesi del 2015, raggiungendo livelli doppi rispetto a quelli del settore manifatturiero.

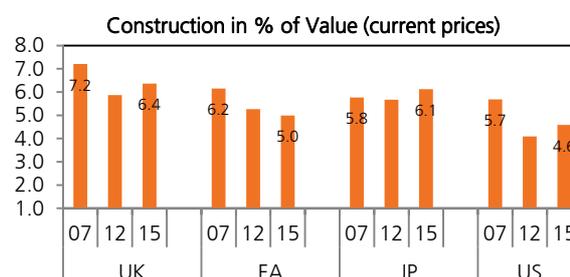
Attualmente, gli investimenti in costruzioni costituiscono soltanto tra l'8% e il 10% del PIL nei paesi avanzati (v. Fig. 1). Il contributo del comparto alla formazione di valore aggiunto è inferiore, tra il 5% e il 7%. **Nonostante il peso relativamente contenuto**, però, le costruzioni **sono una delle componenti più erratiche** e spiegano circa l'11% della volatilità del valore aggiunto nell'euro zona (v. Fig. 3).

Fig. 1 – Nell'area euro il peso delle costruzioni sul PIL e ...



Fonte: AMECO database e Thomson Reuters-Datastream

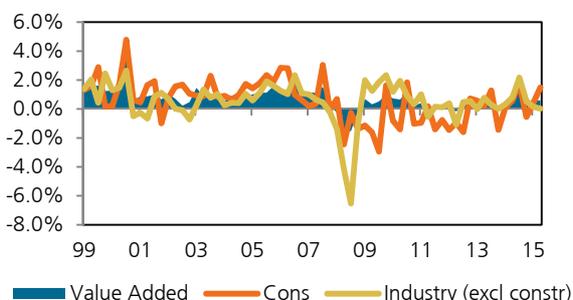
Fig. 2 – ...sul valore aggiunto continua a calare mentre negli altri paesi avanzati ha svoltato dai minimi del 2012



Fonte: AMECO, National accounts e Thomson Reuters-Datastream

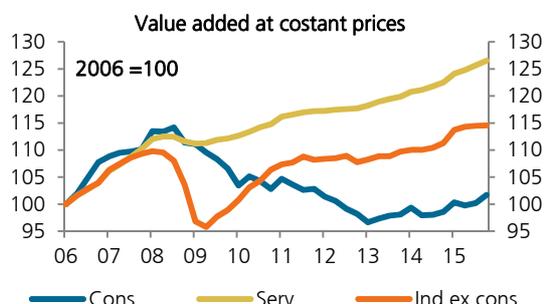
<sup>1</sup> Il "ballo del mattone" è un famoso successo canoro degli anni '60. Il significato di ballo del mattone è (scherzoso) quello che si balla abbracciati strettamente, seguendo un ritmo molto lento e spostandosi pochissimo, come le costruzioni nella zona euro, almeno fino ad ora.

Fig. 3 – Il settore delle costruzioni è tra i più volatili



Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

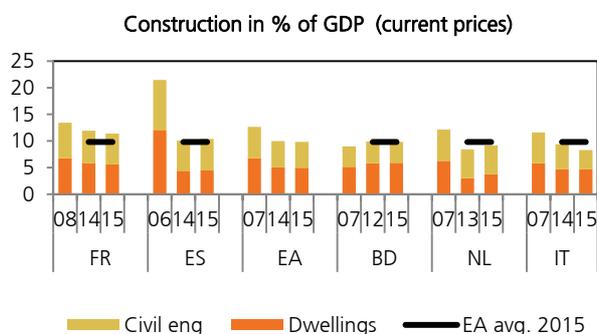
Fig. 4 – Il settore delle costruzioni è quello che ha maggiormente risentito della crisi



Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

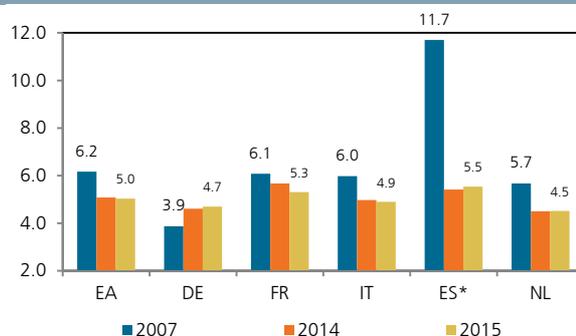
Fra il 2010 e il 2013 il settore europeo delle costruzioni ha visto una mortalità delle imprese nettamente superiore a quella del manifatturiero (v. Fig. 7). Tuttavia, conta ancora oltre 2 milioni di imprese nella media area euro, cioè un numero superiore a quello del manifatturiero (v. Fig. 8). Considerando che la quota del valore aggiunto è inferiore, ciò indica che il comparto è caratterizzato da una notevole frammentazione della capacità produttiva.

Fig. 5 – Da dopo la crisi il peso delle costruzioni nell'area euro è più omogeneo all'interno dell'area. Il grosso della correzione dal picco del 2007 è spiegata da Spagna e Olanda.



Nota: Il riferimento temporale è diverso tra paesi a secondo di quando si è raggiunto il picco e il minimo del ciclo recente  
Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il peso delle costruzioni sul valore aggiunto è calato meno degli investimenti, fatta eccezione per la Spagna.

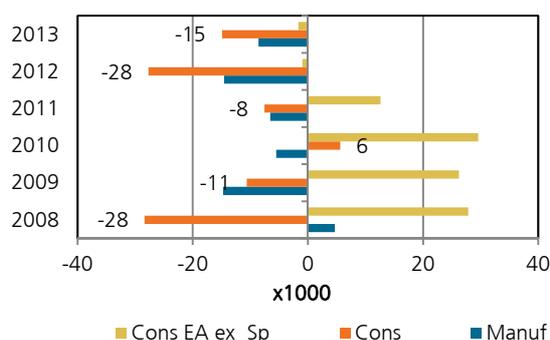


Nota: (\*) Per la Spagna il picco è stato raggiunto nel 2006. Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

Nell'area euro, il declino sperimentato dal settore è spiegato quasi interamente dalla dinamica delle costruzioni in Spagna (v. Fig. 5 & 6) dove la bolla nel comparto immobiliare ha cominciato a sgonfiarsi a inizio 2007 ed il peso del settore nel valore aggiunto totale si è dimezzato tra il 2006 ed il 2014. La correzione delle costruzioni residenziali in Spagna, ma non solo, riflette in larga misura il crollo dei prezzi delle case che erano cresciuti a due cifre tra il 2000 ed il 2008. Tuttavia non va trascurato l'impatto della crisi del settore immobiliare residenziale olandese tra il 2010 ed il 2012 e la tendenza del settore anche in Italia. Soltanto la Germania dall'inizio della crisi ha visto una crescita sia degli investimenti in costruzioni (in particolare in costruzioni residenziali), sia del valore aggiunto, sicché il settore ha contribuito positivamente alla crescita del PIL (di 0,25% in media) dopo aver sottratto in media lo 0,2% all'anno nella prima metà degli anni 2000. La correzione strutturale sembra essersi conclusa in Spagna e Olanda, dove le percentuali degli investimenti sul PIL e quote del valore aggiunto sono tornate in linea con la

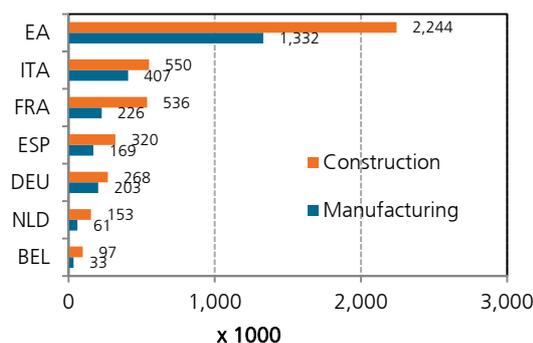
media area euro (v. Fig. 5). In Francia, invece, le quote restano superiori alla media. Nel caso dell'Italia, il peso del settore è ormai tornato al di sotto della media area euro.

Fig. 7 – Il settore delle costruzioni ha visto una distruzione netta di imprese superiore al manifatturiero tra il 2010 e il 2013. La Spagna è il principale imputato.



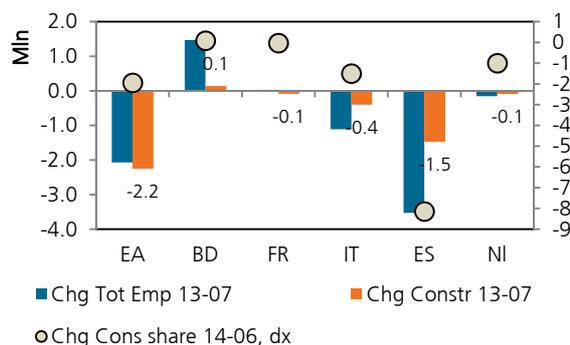
Fonte: Eurostat, Structural Business indicator: firms demography statistics

Fig. 8 – Nel 2013 il settore contava oltre 2 milioni di imprese nella media Eurozona, più del manifatturiero



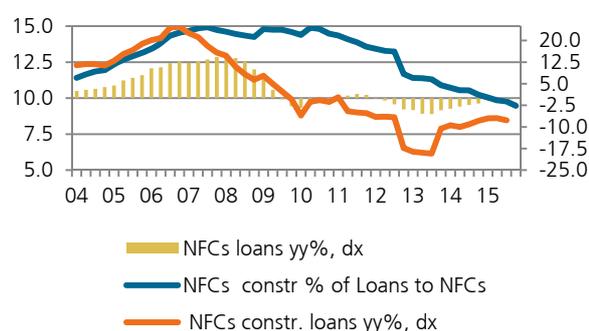
Fonte: Eurostat

Fig. 9 – Il settore delle costruzioni nel 2015 ha assorbito il 7% dell'occupazione dall'8,8% del 2006. Il comparto ha espulso oltre 2 milioni di occupati nel 2006-2014



Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Prestiti alle imprese nelle costruzioni spiegavano il 15% dei prestiti alle imprese nel 2008. I prestiti nelle costruzioni continuano a calare a due cifre



Fonte: prestiti BCE alle imprese per settore di attività economica

Sulla base delle **tavole input – output**, un miliardo di spesa aggiuntiva in costruzioni attiva produzione totale per 1,7 miliardi, poco di più rispetto al totale dei servizi (1,6 miliardi) anche se il loro potenziale di attivazione è decisamente inferiore rispetto alla domanda di beni manufatti (3,9 mld), che però allo stesso tempo tende anche a generare molto più assorbimento di importazioni. Allo stesso tempo, la creazione di valore aggiunto appare minore sia rispetto ai servizi, sia rispetto alla domanda di beni manufatti. Tuttavia, **le costruzioni hanno la peculiarità che tendono a generare domanda di beni durevoli**, come mobili ed elettrodomestici. Nel caso della Germania, ad esempio, un incremento dell'1% degli investimenti in edilizia residenziale tende a essere seguito con un ritardo di 2-3 trimestri da un incremento dei consumi di mobili ed elettrodomestici di 0,1-0,2% (cioè per ogni miliardo di investimenti, c'è un incremento della spesa di beni durevoli di 50-60 milioni di euro, a parità di altri fattori).

Ci sono motivi per pensare che gli investimenti in costruzioni possano riprendersi, dopo tanti anni di contrazione?

### I driver fondamentali puntano alla ripresa

Nell'Eurozona, la **spesa in edilizia residenziale** risulta dipendere da un mix di variabili demografiche, economiche e finanziarie, non senza una forte influenza di fattori di calendario e meteorologici sulle variazioni congiunturali.

A lungo termine, una struttura demografica sbilanciata sulle coorti di età più anziane, una scarsa generazione di nuclei familiari e un'elevata quota di possesso della casa di abitazione dovrebbero essere associate a minori investimenti abitativi. Su orizzonti più brevi, tuttavia, la crescita dei redditi e i fattori finanziari giocano un ruolo prevalente nello spiegare la varianza degli investimenti residenziali. Un esame della dinamica della spesa dei maggiori paesi dell'Eurozona identifica 5 drivers dominanti:

1. la crescita del reddito delle famiglie, pesata per la quota di popolazione nella fascia intermedia;
2. le condizioni del credito: in particolare, le tendenze delle condizioni del credito sui mutui per l'acquisto della casa, ma anche sui prestiti alle imprese e la variazione dei tassi (reali) sui nuovi mutui;
3. la dinamica recente dei prezzi immobiliari, a cui gli investimenti sono fortemente sensibili. La presenza di un stock di immobili invenduti ed altre fattori che determinano il bilancio di domanda e offerta sul mercato secondario vengono catturati dalla dinamica dei prezzi;
4. la presenza di livelli significativamente elevati di indebitamento delle famiglie rispetto al trend storico, che agisce come freno alla spesa;
5. infine, c'è evidenza di un feedback positivo, con dati in crescita che, *ceteris paribus*, tendono a essere seguiti da altri dati in crescita e viceversa.

Tabella 1 – Costruzioni residenziali: i drivers della crescita nel 2016

	Germania		Francia		Italia		Spagna		Olanda	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Tassi sui mutui (%)	1.95	1.92	2.31	2.25	2.69	2.41	2.25	2.02	2.90	2.74
Condizioni sul credito <sup>a</sup> :										
- Imprese, I/t	+5	-27	-13	-5	+66	-44	-3	-20	+158	+73
- Mutui casa	+54	+47	+48	-5	-119	-225	+39	-6	+196	+92
Eccesso di debito <sup>b</sup>	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO
Prezzi immobiliari a/a <sup>d</sup>	5.2	4.4	-1.4	+1.0	-2.4	+0.4	+3.6	+4.2	+3.5	+3.3
Reddito disp. fam. a/a	2.1	3.2	1.7	1.8	0.8	1.3	2.9	3.1	2.0	1.5
Momento attività <sup>c</sup>	-	+	-	-	-	+	++	+	++	+

Note: (a) somma mobile di 4 anni; il dato 2016 si riferisce ai dati disponibili; un segno positivo indica condizioni più restrittive; (b) dummy che assume valore 1 se il rapporto debito/reddito disponibile supera di una deviazione standard la media storica; (c) il segno descrive l'influenza prevalente della componente autoregressiva; (d) per il 2016 è stata utilizzata la nostra proiezione.

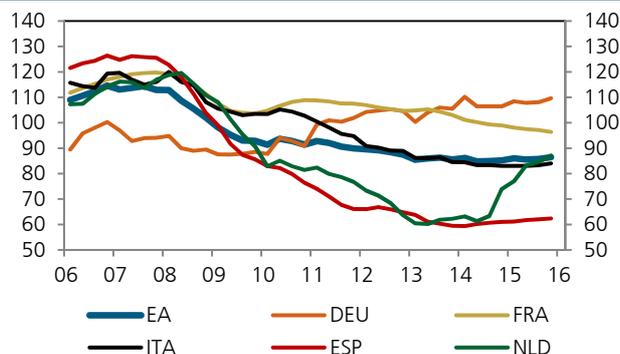
Fonte: Intesa Sanpaolo - Macroeconomic Analysis

Il 2015 ha visto un significativo miglioramento delle prospettive per questo comparto della domanda aggregata. Ciò è dovuto in primo luogo all'allentamento delle condizioni creditizie, in particolare in Italia e in Olanda, e a un calo dei tassi sui mutui – più marcato nei paesi come Italia e Spagna che hanno sofferto dal 2011 gli effetti delle tensioni sul debito pubblico. Inoltre, nessun paese presentava livelli di indebitamento delle famiglie abnormi rispetto all'esperienza storica, mentre i prezzi immobiliari avevano un andamento geograficamente diversificato (positivo in Olanda, Spagna e Germania, negativo in Italia e Francia). La dinamica del reddito disponibile reale è stata ovunque più robusta. Come risultato, gli investimenti residenziali hanno accelerato la crescita (Spagna, Olanda, Germania) oppure hanno iniziato a riprendersi (Italia). Soltanto in Francia la spesa ha continuato a contrarsi per tutto il 2015.

Quest'anno il contesto rimane favorevole sul fronte delle condizioni finanziarie, anche se il miglioramento rispetto al 2015, fatta eccezione per l'Italia, di per sé appare troppo piccolo per

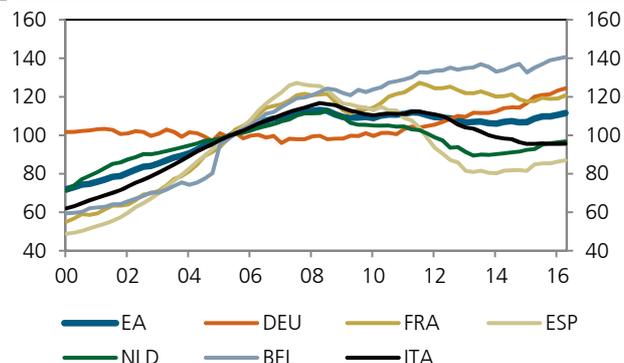
giustificare una previsione di accelerazione della spesa. Piuttosto, l'accelerazione potrebbe derivare dalla ripresa dei prezzi immobiliari, che sta acquisendo spessore dopo un avvio stentato, e dal "momento" ormai acquisito dagli investimenti in edilizia residenziale, con la progressiva maturazione della svolta avvenuta negli anni precedenti e, infine, dalla più forte crescita del reddito disponibile. In Olanda, che ha sperimentato una fortissima crescita già nel 2015, le condizioni creditizie, la crescita dei redditi e la forza della ripresa già realizzatasi potrebbero agire da freno, rallentando la crescita della spesa. Nel complesso dei 5 paesi, perciò, gli investimenti potrebbero espandersi a un ritmo superiore al 2015, 1,7% contro 0,8% a/a, coerente con variazioni trimestrali medie che si collocano al 65° percentile delle variazioni storiche nel periodo 2000-15. L'unico dei cinque paesi a registrare ancora una contrazione su base media annua dovrebbe essere la Francia (-1,1%), nonostante una possibile ripresa nel 2° semestre. **Il contributo diretto alla crescita del PIL sarà marginale**, considerando che la spesa in edilizia residenziale è nell'Eurozona il 5% circa del PIL.

Fig. 11 – Il settore delle costruzioni residenziali ha svoltato chiaramente solo in Olanda



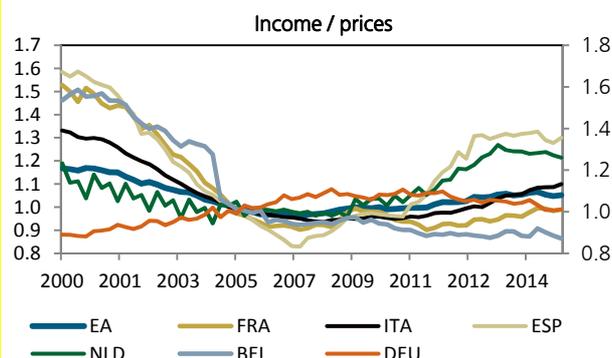
Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – I prezzi reali delle case hanno svoltato ovunque fatta eccezione per l'Italia e dovrebbero continuare a sostenere la spesa



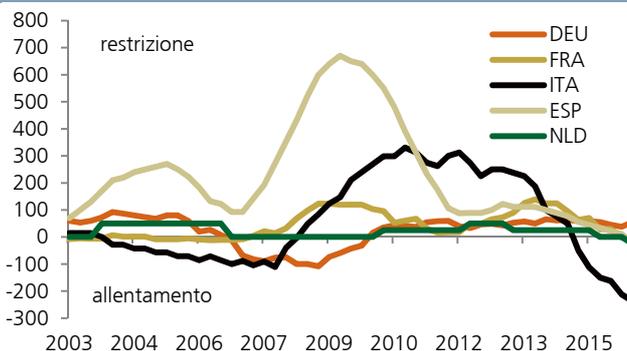
Fonte: fonti nazionali, Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – Per il momento non vi sono indicazioni di surriscaldamento dei valori immobiliari: il reddito cresce più dei prezzi delle case fatta eccezione per il Belgio



Fonte: Eurostat e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Le condizioni creditizie sono sempre più favorevoli alla ripresa dell'edilizia residenziale



Nota: Credit standards on house purchase, saldo: somma mobile di 12 trimestri. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE (BLS)

Il resto della spesa in costruzioni rappresenta un aggregato eterogeneo, riferito a categorie di agenti economici caratterizzati da regole decisionali diverse e dall'andamento difficile da prevedere. Sulla base della dinamica storica, **l'incremento 2016 potrebbe oscillare fra lo 0,9% in uno scenario medio e il 2,2% in uno scenario positivo**, con un contributo al PIL che nel secondo caso potrebbe arrivare allo 0,1%.

In base ai budget 2016, nei paesi considerati la formazione di capitale fisso da parte del settore pubblico, che in parte consiste anche in costruzioni non residenziali, dovrebbe crescere dell'1,6% a prezzi correnti, di cui la metà dovuta alla Germania. Considerando che gli indici di prezzo sono in calo in tutti i paesi tranne la Germania, l'incremento a prezzi costanti dovrebbe essere più ampio, nell'ordine dell'1,8% a/a. Ciò corrisponde a circa 5 miliardi di euro, cioè lo 0,05% circa del PIL: anche da questo punto di vista, il contributo diretto alla crescita del PIL resterà marginale.

#### **Un indicatore statistico per la spesa in costruzioni a più breve termine**

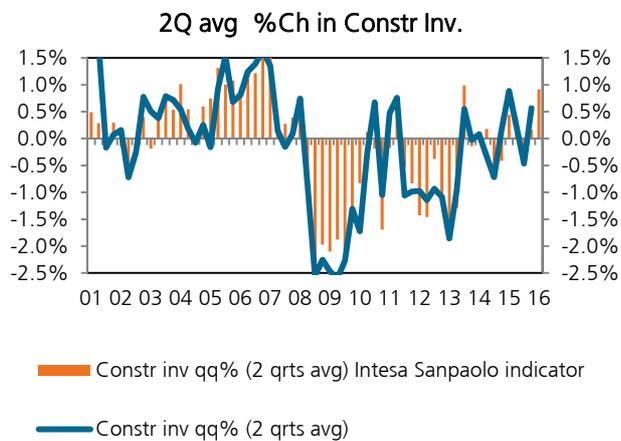
La nostra previsione di proseguimento della fase di espansione del PIL euro zona al di sopra del potenziale (valutata all'1,3% nel 2016 dalla Commissione Europea) si basa su di una crescita dei consumi sui ritmi del 2015 (1,9/2,0% a/a) e su di un'accelerazione degli investimenti totali al 3,2% dal +2,6% dello scorso anno. Mentre gli investimenti aziendali potrebbero frenare in media annua in parte per effetti di confronto sfavorevole ad inizio anno, in parte per il freno dalla già debole domanda estera ed elevata incertezza geopolitica, ci aspettiamo invece un'accelerazione degli investimenti in costruzioni al 2,1% da 0,9% nel 2015, in parte per effetti di confronto favorevole ad inizio anno ma anche grazie al sostegno di fattori fondamentali, come abbiamo spiegato sopra. Data la volatilità trimestrale degli investimenti in costruzioni abbiamo derivato un indicatore statistico per cercare di anticipare tempestivamente le variazioni trimestrali della spesa in costruzioni complessiva (residenziale e commerciale) nell'area euro.

**Il nostro indicatore si basa su di un modello parsimonioso che stima le variazioni congiunturali degli investimenti in costruzioni** nel periodo 2000-2015 con: 1) i permessi edilizi per le costruzioni di edifici e costruzioni residenziali ritardati; 2) l'indice di fiducia settoriale ritardato di due periodi; 3) la valutazione dall'indagine della Commissione sull'andamento della produzione ritardata di un periodo; 4) la variazione della produzione nelle costruzioni contemporanea e la variazione ritardata di un periodo; 5) lo spread BTP Bund che funge da *proxy* per catturare l'impatto della crisi del debito.

Sulla **base delle informazioni più recenti il nostro indicatore prevede una crescita degli investimenti in costruzioni in accelerazione rispetto a fine 2015**. La crescita media su due trimestri passerebbe a 0,9% t/t da 0,6% t/t della seconda metà dello scorso anno. Per il trimestre invernale potrebbe vedersi una crescita di 1,5% t/t da +1,1% del 4° trimestre scorso.

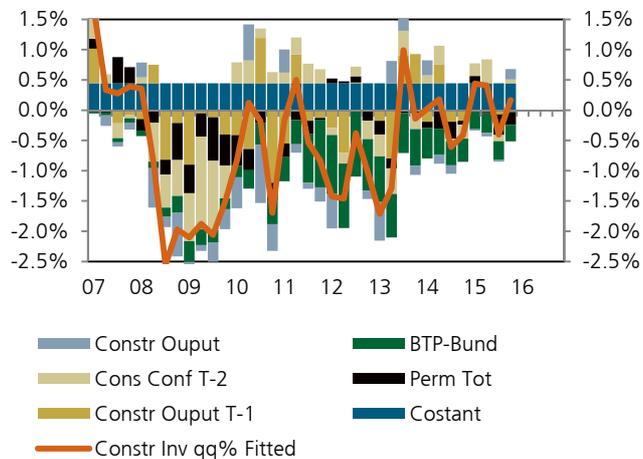
L'indicatore statistico suggerisce che **una variazione percentuale di un punto della produzione** nelle costruzioni determina un aumento/riduzione di 0,15 degli investimenti in costruzioni la variazione ritardata ha una semi elasticità di 0,19. Una **variazione percentuale dei permessi ritardata di cinque periodi accelera la dinamica delle costruzioni di 0,07**. I permessi per l'edilizia residenziale entrano con un ritardo più breve di tre periodi perché dal rilascio del permesso alla costruzione dell'opera i tempi sono più brevi rispetto alla costruzioni di edifici non residenziali. Lo spread BTP-Bund ha un impatto significativo una variazione di 25 punti base dello spread da un impatto di -0.06 sulla crescita delle costruzioni.

Fig. 15 – Il nostro indicatore per il 1° trim. 2016 suggerisce un'accelerazione degli investimenti in costruzioni



Fonte: Eurostat, Commissione Europea e stime Intesa Sanpaolo con Eviews

Fig. 16 – Contributi stimati alla crescita degli investimenti in costruzioni



Fonte: Eurostat, Commissione Europea e stime Intesa Sanpaolo con Eviews

## Stati Uniti – La slavina degli investimenti nell’estrattivo è vicina alla fine?

Giovanna Mossetti

La quasi-stagnazione del PIL USA nel 1° trimestre è dovuta non solo ai contributi negativi di canale estero e scorte e al rallentamento dei consumi, ma anche all’ampio calo degli investimenti fissi non residenziali.

Questa contrazione non è diffusa a tutti i settori, ma concentrata nell’estrattivo. Il crollo dell’attività seguito alla correzione del prezzo del petrolio ha determinato investimenti in calo nel settore di -35% nel 2015, seguiti da un ulteriore crollo a inizio 2016.

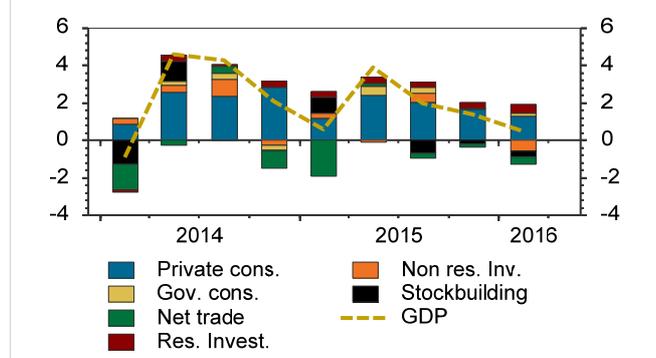
I recenti segnali più incoraggianti dal manifatturiero e la stabilizzazione del prezzo del petrolio indicano che gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero stabilizzarsi e poi segnare una modesta ripresa dal 2° trimestre.

La crescita del PIL nel 1° trimestre 2016 è stata deludente (+0,5% t/t ann.), non solo per i consueti contributi negativi di scorte e canale estero (entrambi -0,3pp), ma soprattutto per l’ampio freno derivante dagli **investimenti non residenziali** (-0,8pp). Il calo di -5,9% t/t ann. è stato causato da -10,7% t/t ann. per le strutture e -8,6% t/t ann. per i macchinari. Anche i consumi hanno deluso nel 1° trimestre, con un rallentamento a +1,9%t/t ann.

Per i consumi è però sempre chiaro che i fondamentali sono solidi, con bilanci sani e reddito disponibile in forte espansione, e che la dinamica della spesa dovrebbe riprendersi già dal 2° trimestre. Invece per lo scenario degli investimenti fissi delle imprese c’è maggiore incertezza, a causa del calo del prezzo del petrolio, degli effetti ritardati dell’apprezzamento del dollaro del 2015, e della domanda estera fragile. Per prevedere il proseguimento della ripresa occorre vedere una stabilizzazione e/o una modesta svolta degli investimenti non residenziali nei prossimi trimestri.

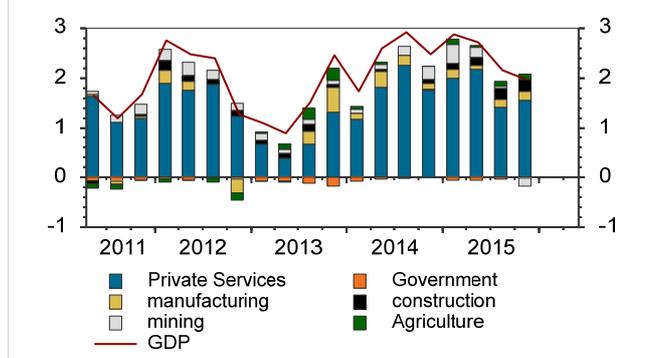
I fattori di debolezza per lo scenario degli investimenti vengono non solo dalla contrazione degli **utili** delle imprese (-11,5% a/a a fine 2015), ma anche dal mercato del credito. L’indagine dei Senior Loan Officers del 2° trimestre mostra un **allentamento delle condizioni del credito e un aumento della domanda di mutui e credito al consumo**, ma dà indicazioni opposte per il credito alle imprese. Si registra infatti un **aumento della restrizione netta delle condizioni del credito** sia per i prestiti industriali e commerciali sia per quelli immobiliari. La domanda per prestiti industriali e commerciali si è indebolita, mentre quella nel segmento immobiliare si è rafforzata. Alcune delle domande speciali dell’indagine sono riferite al settore estrattivo (gas e petrolio). La maggior parte delle banche domestiche riporta che i prestiti in questo comparto sono inferiori al 5% del totale e si aspetta un deterioramento, con aumento di sofferenze, nei prossimi trimestri. La relazione fra condizioni del credito alle imprese e andamento dei prestiti segnala mancanza di spinte verso l’alto, nella migliore delle ipotesi (v. fig. 3).

Fig. 1 – Crescita del PIL: contributi per componenti di domanda



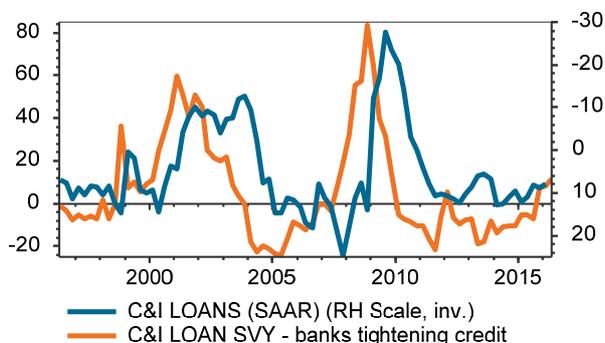
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Crescita del PIL: contributi per settori



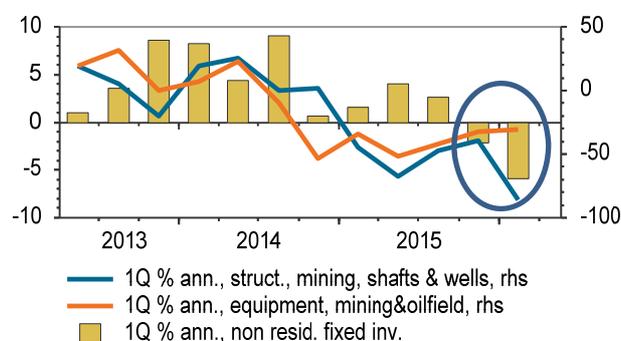
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Indagine del credito e prestiti industriali e commerciali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Il crollo degli investimenti nell'estraattivo ha causato la contrazione degli investimenti fra fine 2015 e inizio 2016



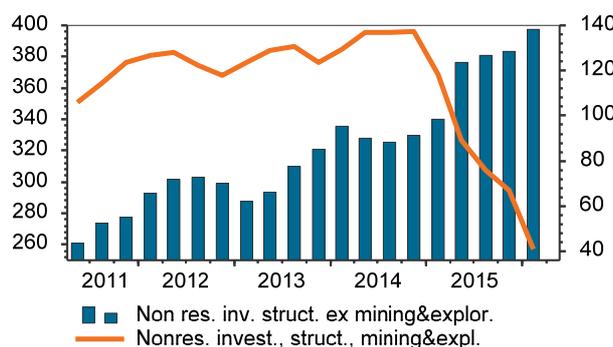
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Lo scenario incerto per la spesa in conto capitale dipende dall'apprezzamento del dollaro (che però si è invertito da inizio 2016), dalla congiuntura internazionale e da condizioni del credito meno espansive. Ma disaggregando i dati per settore, il quadro appare meno cupo. Infatti gran parte della responsabilità per l'estrema debolezza di fine 2015 e inizio 2016 è da attribuire alla **inversione del boom dell'estraattivo**, in atto da fine 2014 e dovuta al crollo del prezzo del petrolio. Se si esclude il settore estrattivo dagli investimenti fissi, il quadro è molto meno negativo, e persino piuttosto positivo se si fa riferimento alle strutture (escludendo macchinari).

**Il colpevole del calo degli investimenti non residenziali è il settore estrattivo**

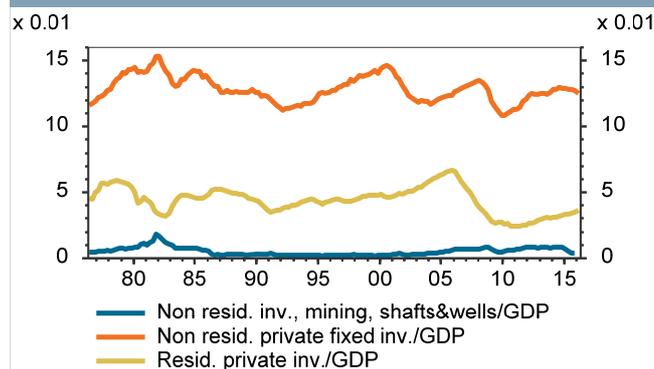
Gli **investimenti nel settore estrattivo** sono crollati di -35% nel 2015. Nello stesso periodo, gli **investimenti fissi non residenziali** sono aumentati del 4%, con un contributo di 0,8pp al rialzo complessivo del PIL (crescita annua 2,4%). La spesa in conto capitale nell'estraattivo è passata dal 5,2% del totale degli investimenti fissi non residenziali nel 2014 al 3% nel 2015, sui minimi dal 2006. Pur con un peso così contenuto sulla domanda complessiva, le violente fluttuazioni dell'ultimo anno sono state decisive per l'andamento complessivo degli investimenti totali.

Fig. 5 – Gli investimenti non residenziali al netto dell'estraattivo restano in rialzo, nell'estraattivo sono 1/3 rispetto al 2014



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream. Mld di dollari a prezzi costanti 2009.

Fig. 6 – Peso degli investimenti fissi sul PIL per settore



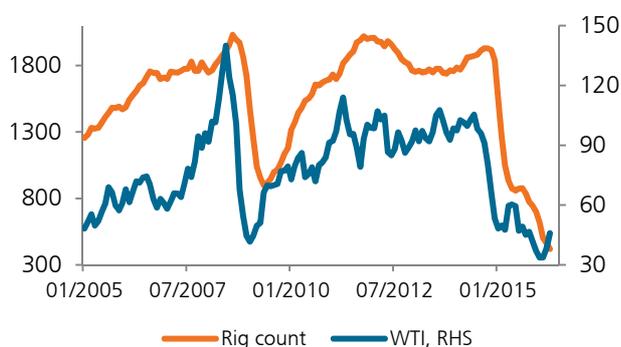
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La stabilizzazione del prezzo del petrolio vista da metà febbraio in poi è un segnale importante che potrebbe preludere a un quadro più positivo nella seconda metà del 2016. Il crollo delle trivelle in attività (*rig count*) rispecchia la contrazione del prezzo del greggio, e a sua volta è una *proxy* accurata degli investimenti in strutture estrattive (v. figg. 5 e 6). La correlazione fra il prezzo del petrolio e il numero di trivelle (ritardato di 4 mesi) è vicina al 90%. Una semplice

regressione lineare fa prevedere che la contrazione delle trivelle prosegua ancora per diversi mesi e tocchi un minimo fra giugno e settembre, fra 300 e 350, su livelli di circa il 15% inferiori a quelli attuali (420 a inizio maggio).

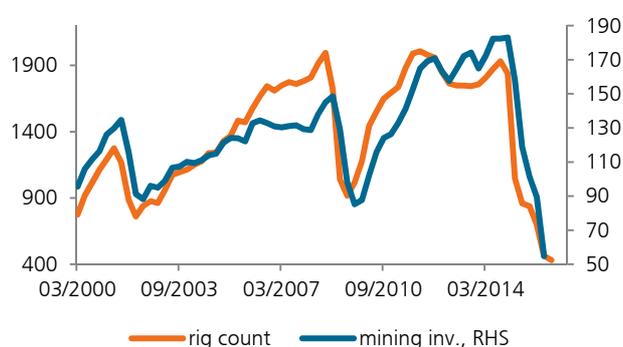
Con il sentiero del petrolio incluso nelle nostre previsioni, che vede una stabilizzazione nel 2° trimestre poco sotto 40 e una successiva graduale salita, gli investimenti nell'estrattivo dovrebbero contrarsi ancora (ma a un ritmo decrescente) in primavera, stabilizzarsi in estate e registrare un modestissimo incremento per fine 2016. Pertanto l'enorme contributo negativo alla dinamica degli investimenti totali dovrebbe azzerarsi entro l'estate, se il pavimento che ha trovato il prezzo del petrolio nei mesi recenti si mostrerà solido.

Fig. 7 – Trivelle in attività e prezzo del petrolio: finalmente sui minimi?



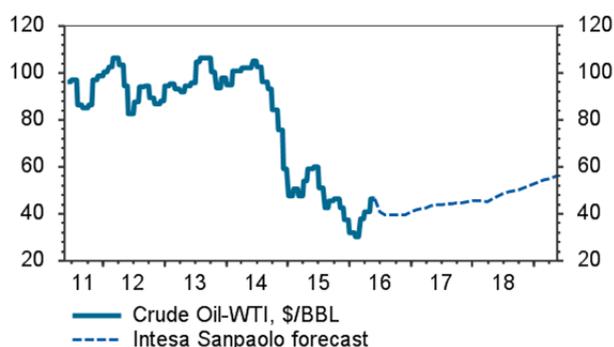
Fonte: Bloomberg. Rig count= trivelle in attività totali (petrolio e gas)

Fig. 8 – Trivelle in attività e investimenti nel settore estrattivo



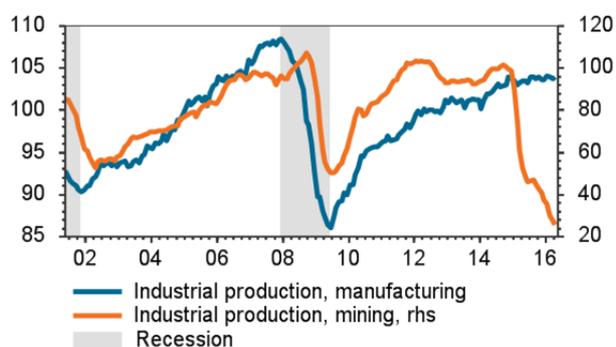
Fonte: Bloomberg. Investimenti in Mld di dollari a prezzi costanti 2009. Rig count= trivelle in attività totali (petrolio e gas)

Fig. 9 – Prezzo del petrolio (WTI): il peggio è alle spalle



Fonte: Thomson Reuters-Datastream. USD/barile, previsioni Intesa Sanpaolo da maggio 2016.

Fig. 10 – Produzione industriale: manifatturiero ed estrattivo sembrano in due mondi diversi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

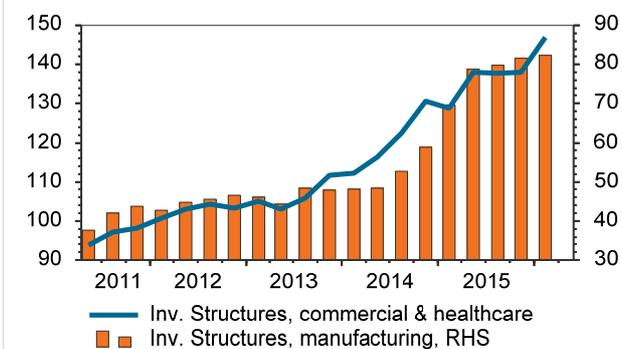
Come mostra la fig. 5, gli investimenti fissi non residenziali al netto dell'estrattivo hanno continuato ad aumentare per tutto il 2015 e nel 1° trimestre 2016. L'incremento è diffuso alle strutture (fig. 9) e ai macchinari (fig. 10).

La previsione di una moderata ripresa della crescita complessiva degli investimenti è basata non solo sull'aspettativa che il "fondo" degli investimenti nell'estrattivo si tocchi nel giro di un paio di trimestri, ma anche sulle informazioni delle indagini del settore manifatturiero. L'ISM manifatturiero è sopra 50 da gennaio, con indicazioni moderatamente positive da ordini, ordini dall'estero, scorte. Anche i dati dell'employment report di aprile sono in linea con la modesta

**Il quadro non è così cupo al netto dell'estrattivo**

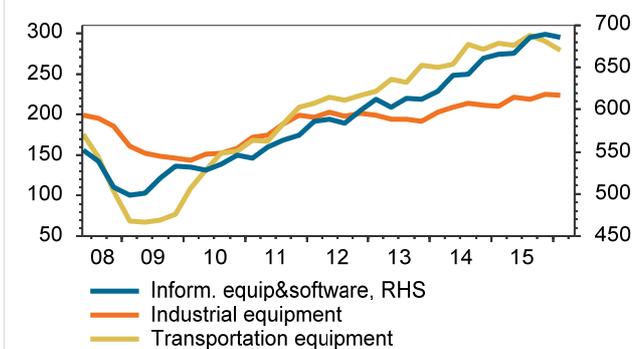
espansione della domanda delle imprese, con aumenti di occupati nel manifatturiero (+4 mila), nei servizi alle imprese (+65 mila).

Fig. 11 – Investimenti in strutture: aumento costante



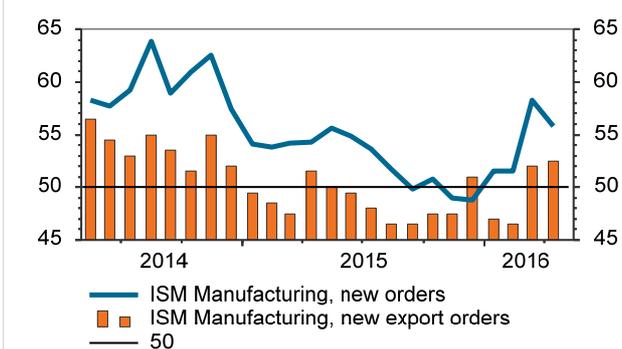
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Mld di dollari a prezzi costanti 2009

Fig. 12 – Investimenti in macchinari: trend positivo



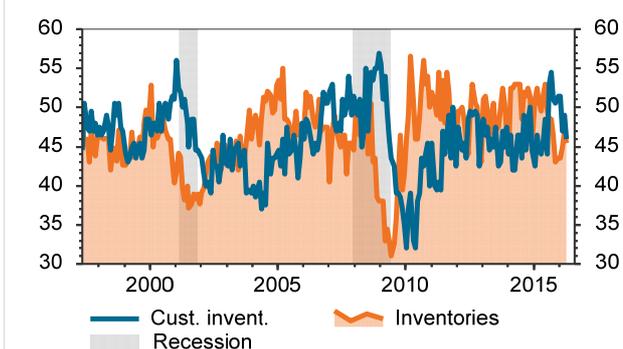
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Mld di dollari a prezzi costanti 2009

Fig. 13 – ISM: ordini e ordini dall'estero in modesta ripresa



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – ISM: scorte e scorte dei clienti "normalizzate"



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

In conclusione, **il freno esercitato dagli investimenti non residenziali fra fine 2015 e inizio 2016 dovrebbe esaurirsi nella parte centrale del 2016**, se il prezzo del petrolio si stabilizzerà intorno ai livelli attuali. Insieme a un modesto contributo positivo degli investimenti non residenziali, nel 2° trimestre si dovrebbe registrare una riaccelerazione della crescita dei consumi verso il 2,5% t/t ann., e un esaurimento del decumulo di scorte. Pertanto prevediamo una dinamica del PIL più solida nella primavera, fra il 2,5 e il 2,8% t/t ann.

## I market mover della settimana

La tornata d'indagini di maggio dovrebbe segnalare un miglioramento di fiducia nell'**Eurozona**. Prevediamo un miglioramento marginale del PMI composito, dello ZEW e dell'IFO. In Francia, il morale dovrebbe avanzare nel manifatturiero, ma calare presso i consumatori. In Italia, ci aspettiamo un recupero della fiducia di imprese e famiglie. In Germania, la seconda stima dovrebbe confermare che il PIL è avanzato di 0,7% t/t (1,6% a/a) nel 1° trimestre grazie al supporto della domanda interna. Martedì 24 la riunione dell'Eurogruppo discuterà anche le proposte di ristrutturazione del debito della Grecia nei confronti dell'ESM, con l'obiettivo di arrivare a una decisione sul tema.

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Per aprile, le vendite di case nuove dovrebbero essere in rialzo dopo tre mesi deboli, la stima preliminare della bilancia dei beni dovrebbe registrare una ripresa dei flussi commerciali e un ampliamento del deficit, gli ordini di beni durevoli sono previsti in aumento. La seconda stima del PIL del 1° trimestre dovrebbe essere rivista verso l'alto, grazie a consumi più forti e contributi meno negativi di canale estero e scorte. La fiducia dei consumatori a maggio dovrebbe rimanere su livelli elevati, coerenti con espansione dei consumi.

### Lunedì 23 maggio

#### Area euro

- **Area euro.** La stima flash dovrebbe vedere il **PMI composito** in aumento a maggio a 53,2 da 53,0. Il PMI **manifatturiero** dovrebbe salire a 52,1 da 51,7, grazie al miglioramento degli indici tedesco (a 52,1 da 51,8) e francese (a 49,2 da 48,0). Infine, l'indice per i **servizi** potrebbe correggere a 53,0 da 53,2 sulla scia del ritracciamento dell'indice tedesco (a 53,9 da 54,6), mentre quello francese potrebbe recuperare a 51,3 da 50,8. Le indagini PMI suggerirebbero che la crescita continua, ma a una velocità inferiore rispetto alla forte spinta d'inizio anno.
- **Area euro.** La stima flash della **fiducia dei consumatori** dell'Eurozona potrebbe migliorare da -9,3 a -9,0 a maggio. Nel 1° trimestre il morale si era deteriorato rispetto a fine 2015, toccando a marzo il minimo da dicembre 2014. Le incertezze geopolitiche su vari fronti nell'Eurozona continueranno a mantenere il morale oscillante nei prossimi mesi.

### Martedì 24 maggio

#### Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia INSEE presso le imprese manifatturiere** potrebbe migliorare a maggio a 105 da 104, sostenuto da un incremento della produzione corrente e da un miglioramento delle attese. Il morale è stato altalenante negli ultimi sei mesi, intorno a 103,0, un livello coerente con una semi-stagnazione del comparto. In primavera si potrebbe registrare un miglioramento più deciso grazie al settore dei trasporti.
- **Germania.** La seconda stima dovrebbe confermare l'accelerazione del PIL nel 1° trimestre a 0,7% t/t da 0,3% t/t, al di sopra delle stime di consenso. La diffusione del dettaglio dovrebbe evidenziare il contributo positivo della domanda interna, sostenuta dall'accelerazione dei consumi privati e dall'avanzamento degli investimenti fissi. Le costruzioni potrebbero aver beneficiato del clima eccezionalmente mite. Altresì il canale estero dovrebbe aver pesato negativamente sulla crescita. Le indicazioni sinora disponibili suggeriscono una crescita più moderata nei mesi primaverili, in parte per effetto della dinamica della produzione a inizio trimestre.
- **Germania.** L'indice **ZEW** potrebbe migliorare a 13,4 da 11,2 di aprile, per effetto della maggiore positività sui mercati e delle notizie moderatamente positive sul ciclo internazionale.

L'indice sulla situazione corrente potrebbe salire a 48,8 da 47,7; l'indicatore rimane saldamente al di sopra della media di lungo termine.

- Importante riunione dell'**Eurogruppo**, che fra i diversi argomenti in agenda, dovrà anche esaminare le proposte di ristrutturazione del debito della **Grecia** verso gli organismi ufficiali disegnate dall'EWG (Euro Working Group), con l'obiettivo dichiarato di garantire che il servizio del debito rimanga a livelli sostenibili. Nelle intenzioni della presidenza, l'obiettivo non è soltanto quello di chiarirsi le idee, ma di raggiungere un accordo politico. Alla riunione straordinaria del 9 maggio, l'Eurogruppo aveva ipotizzato una strategia articolata su tre fasi: nel breve termine, soltanto "misure di ottimizzazione della gestione del debito"; a medio termine, un periodo di grazia sul versamento degli interessi più esteso e un piano di rimborso più diluito, oltre a misure accessorie; a lungo termine, "possibili misure aggiuntive", se necessarie per assicurare che il servizio del debito rimanga sostenibile. Il FMI premerebbe per anticipare le misure strutturali previste dall'Eurogruppo soltanto nei prossimi anni.

#### Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** ad aprile sono previste in aumento a 525 mila da 511 mila di marzo. Le vendite ad aprile dovrebbero ripristinare il moderato trend verso l'alto dopo tre mesi di correzione dal picco di 537 mila di fine 2015. Le indicazioni dell'indagine del credito per il 2° trimestre sono favorevoli a espansione del settore immobiliare, con segnali di allentamento delle condizioni per i mutui, in particolare quelli per i debitori più rischiosi.

#### Mercoledì 25 maggio

##### Area euro

- **Germania.** L'indice **IFO** dovrebbe recuperare a 107 dopo due mesi di fermo a 106,6. Ci aspettiamo un miglioramento delle attese a 101,0 da 100,4, mentre l'indice sulla situazione corrente è visto a 112,8 da 113,2. L'indice sintetico rimarrebbe in media al di sotto del livello di fine 2015 e continua a segnalare un andamento dell'attività economica più moderato in primavera rispetto a fine 2015–inizio 2016.
- **Belgio.** L'indice di **fiducia presso le imprese** elaborato dalla **Banca del Belgio** potrebbe migliorare ancora a maggio a -2,2 da -2,4. Il livello medio dell'indice è calato nel 1° trimestre (-4,6 da -3,1), appesantito dal rallentamento del manifatturiero, ma in primavera potrebbe vedersi una risalita nei principali settori produttivi. L'indice rimane comunque al di sopra della media di lungo periodo.

##### Stati Uniti

- La stima preliminare del **saldo commerciale dei beni** di aprile dovrebbe registrare un ampliamento del deficit dei beni, a 60,5 mld di dollari, dopo l'ampia chiusura di marzo a 57,1 mld. Ad aprile si dovrebbe vedere una variazione positiva di esportazioni e importazioni, sia in termini nominali (prezzi all'export e all'import in rialzo) sia in volumi.

#### Giovedì 26 maggio

##### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** (stima preliminare) ad aprile sono previsti in aumento di 0,9% m/m, con un incremento di 0,6% m/m al netto dei trasporti. Gli indici degli ordini nell'ISM sono ampiamente sopra 50 da diversi mesi e gli ordini effettivi di marzo hanno invece registrato debolezza al netto dei trasporti. Gli ordini di beni capitali al netto di aerei e difesa dovrebbero registrare un rialzo moderato, segnalando che gli investimenti fissi nel 2° trimestre dovrebbero stabilizzarsi dopo l'ampio calo di inizio anno, senza però indicare ancora un trend verso l'alto.

## Venerdì 27 maggio

### Area euro

- **Francia.** La **fiducia dei consumatori** potrebbe correggere a maggio a 93 da 94, forse influenzata da un certo malcontento sociale per la riforma del mercato del lavoro attualmente in votazione. Il morale è andato leggermente peggiorando nel 1° trimestre e l'indice rimane al di sotto della media di lungo termine.
- **Italia.** A maggio, ci aspettiamo un rimbalzo della **fiducia dei consumatori** (a 114,5 da 114,2 di aprile), in quanto il dettaglio dell'indagine di aprile non era interamente negativo (mostrava un miglioramento della situazione economica, sia corrente che attesa, degli intervistati, nonché dei giudizi sul bilancio familiare); dopo il balzo del mese scorso, potrebbero tornare a calare le attese sulla disoccupazione. Dovrebbe migliorare moderatamente per il terzo mese anche il **morale delle imprese manifatturiere** (a 103 da 102,7 il mese scorso), grazie a un possibile rimbalzo degli ordini correnti e delle aspettative sulla situazione economica.

### Stati Uniti

- La seconda stima del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe mostrare una crescita di 0,9% t/t ann., da 0,5% t/t ann. della stima *advance*. La revisione dovrebbe venire da diverse fonti: consumi e investimenti residenziali più forti, e contributi meno negativi di investimenti non residenziali e scorte.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a maggio (finale) dovrebbe correggere a 94 dopo l'ampio balzo visto con la rilevazione preliminare (a 95,8, +6,8 punti). La fiducia dovrebbe mantenersi su livelli elevati, nonostante il moderato aumento del prezzo della benzina, grazie al buon andamento del mercato del lavoro e del mercato azionario.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (23 – 27 maggio)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	23/5	01:50	GIA	Bilancia commerciale		apr	755.0	Mld ¥	492.8	
		04:00	GIA	PMI manifatturiero prelim		mag	48.2			
		09:00	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mag	48.0		48.5	49.2
		09:00	FRA	PMI servizi prelim	*	mag	50.6		50.5	51.3
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mag	51.8		52.0	52.1
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mag	54.5		54.5	53.9
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mag	53.0		53.2	53.2
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mag	51.7		51.9	52.1
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mag	53.1		53.2	53.0
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mag	-9.30		-9.00	-9.00
Mar	24/5	08:00	GER	PIL t/t finale	*	T1	0.7	%	0.7	0.7
		08:00	GER	PIL a/a finale		T1	1.3	%	1.4	
		08:45	FRA	Fiducia imprese	**	mag	104		104	105
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mag	47.7		48.3	48.8
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mag	11.2		12.0	13.4
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	apr	0.511	Mln	0.522	0.525
Mer	25/5	08:00	GER	Fiducia consumatori		giu	9.7		9.7	
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mar	-0.20	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mar	0.10	%		
		10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		mar	3.80	%		
		10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		mar	0.70	%		
		10:00	GER	IFO	**	mag	106.6		106.8	107.0
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mag	113.2			112.8
		10:00	GER	IFO (attese)		mag	100.4			101.0
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		apr	4.04	Mld €		
		14:30	USA	Bilancia commerciale prelim		apr	-56.90	Mld		-60.5
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mar	0.4	%		
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mag	-2.4			-2.2
Gio	26/5	09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T1	0.8	%	0.8	
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mar	2.70	%		
		10:30	GB	PIL t/t 2a stima	*	T1	0.4	%	0.4	0.4
		11:00	ITA	Salari contrattuali a/a		apr	0.8	%		
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	278	x1000		
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	apr	0.8	%	0.8	0.9
		14:30	USA	Ordini di beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	apr	-0.2	%		0.6
		15:45	USA	Markit PMI prelim		mag	52.40			
Ven	27/5	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	apr	-0.3	%	-0.4	
		01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	apr	-0.1	%		
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		mag	94			93
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		mag	114.2			114.5
		10:00	ITA	Indice di fiducia delle imprese	**	mag	102.7			103.0
		14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T1	0.5	%	0.8	0.9
		14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. prelim.	*	T1	0.7	%	0.7	
		14:30	USA	Deflatore consumi core t/t prelim		T1	2.1	%		
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		mag	95.8		95.1	94.0

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (21 – 27 maggio)					
Data	Ora	Paese	*	Evento	
Sab	21/5	EUR		Interventi di Visco e Weidmann (BCE) al G7 dei min. delle finanze e dei banchieri centrali (20-21 maggio)	
Lun	23/5	03:30	GIA	Discorso di Nakaso (BoJ)	
		12:15	USA	Discorso di Bullard (Fed) su economia e politica monetaria	
		14:00	USA	Discorso di Williams (Fed) su politica monetaria e fiscale	
Mar	24/5	EUR		Discorso di Nouy (BCE) ) all'IFF Conference a Madrid	
		00:30	USA	Discorso di Harker (Fed) sulle prospettive economiche	
		09:00	EUR	Discorso di Praet (BCE) sulla crescita globale	
		11:10	FIN	Discorso di Liikanen (BCE)	
		15:00	EUR	**	Riunione Eurogruppo
Mer	25/5	EUR		Discorsi di Praet, Knot, Villeroy e Linde (BCE) all'IFF Conference a Madrid	
		09:00	EUR	**	Riunione Ecofin
		12:30	EUR		Discorso di Constancio (BCE) sui sistemi finanziari e monetari internazionali
		15:00	USA		Discorso di Harker (Fed) sull'economia
		16:00	CAD		Bank of Canada annuncio tassi
		17:40	USA		Discorso di Kashkari (Fed) su politica monetaria ed energetica
		20:00	USA		Discorso di Kaplan (Fed)
Gio	26/5	GIA		Riunione G7 (26-27 maggio)	
		11:15	USA	Discorso di Bullard (Fed) su economia e politica monetaria	
		18:00	USA	Discorso di Powell (Fed) su economia e politica monetaria	
Ven	27/5	16:30	USA	* Discorso di Yellen (Fed)	

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	mag	9.56		6.50	-9.02
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mag	58		59	58
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mar	+72.6	(72.0) Mld \$		+78.1
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	apr	2.2	%	2.1	+2.1
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	apr	0.1	%	0.2	+0.2
CPI a/a	apr	0.9	%	1.1	+1.1
CPI m/m	apr	0.1	%	0.3	+0.4
Licenze edilizie	apr	1.077	(1.076) Mln	1.130	1.116
Nuovi cantieri residenziali	apr	1.099	(1.089) Mln	1.127	1.172
Impiego capacità produttiva	apr	74.9	(74.8) %	75.0	75.4
Produzione industriale m/m	apr	-0.9	(-0.6) %	0.3	+0.7
Richieste di sussidio	settim	294	x1000	275	278
Indice Philadelphia Fed	mag	-1.6		3.5	-1.8
Indice anticipatore m/m	apr	0.0	(0.2) %	0.4	0.6
Vendite di case esistenti (mln ann.)	apr	5.33	Mln	5.40	

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Bloomberg

L'indice **Empire** della NY Fed a maggio sorprende verso il basso, calando a -9,05 da 9,6, e tornando in territorio negativo dopo due mesi al di sopra dello zero. L'indagine è omogeneamente debole, con contrazioni in area negativa per tutte le componenti, con l'eccezione degli occupati, che rimangono poco sopra lo zero, in linea con il dato di aprile. L'indagine a sei mesi invece rimane in territorio espansivo, con tutti gli indici vicini ai livelli dei mesi precedenti. L'Empire è molto volatile, pertanto l'ampia contrazione di maggio non è da sola un segnale di svolta nettamente negativa per il settore; per il momento appare più come un'indicazione di mancanza di un trend.

L'indice di **fiducia dei costruttori di case** a maggio è stabile a 58 per il quarto mese consecutivo: con indicazioni che il trend dell'attività nel settore immobiliare residenziale resta espansivo, senza segnali di accelerazione.

Il **CPI** ad aprile aumenta di 0,4% m/m (1,1% a/a), al di sopra delle attese di consenso per +0,3% m/m. L'indice **core** aumenta di 0,2% m/m (2,1% a/a). L'indice **headline** è spinto dall'energia (+3,4% m/m), e in particolare dalla benzina (+8,1% m/m). I **beni core** registrano un calo di -0,1% m/m, con contrazioni per le auto (-0,3% m/m sia nuove sia usate) e l'abbigliamento (-0,3% m/m) quasi compensate dagli effetti dei rialzi nella sanità (+0,5% m/m), nei beni per la persona (+0,2% m/m) e nei beni ricreativi (+0,2% m/m). Per i **servizi ex-energia** la variazione è di 0,3% m/m. I rialzi sono ampi e diffusi alle principali voci: **abitazione** (+0,3% m/m), con rialzo degli affitti di 0,3% m/m (3,7% a/a) e degli affitti figurativi di 0,3% m/m (3,1% a/a); **sanità** (0,3% m/m, 3,1% a/a), diffuso a servizi medici (+0,2% m/m) e ospedalieri (+0,3% m/m); **trasporti** (+0,7% m/m, spinti da noleggio e assicurazioni auto). I dati confermano che il trend dei prezzi si sta consolidando su variazioni mensili coerenti con una dinamica annua di poco superiore al 2%.

La **produzione industriale** ad aprile aumenta di **+0,7% m/m** e il dato di marzo è rivisto verso il basso di 3 decimi, a -0,9% m/m. Il dato di aprile è spinto dal forte aumento delle **utility** (+5,8% m/m), da una variazione soddisfacente del **manifatturiero** (+0,3% m/m), che più che compensano il calo nell'**estrattivo** (-2,3% m/m). Nel manifatturiero si registra un ampio rimbalzo del settore auto (+1,3% m/m, dopo -1,4% m/m di marzo); l'indice al netto del settore auto è comunque in rialzo di 0,2% m/m, con incrementi diffusi a macchinari ed elettronica. I dati sono moderatamente positivi per via della ripresa del manifatturiero.

I **nuovi cantieri residenziali** ad aprile aumentano a 1.177 mila da 1.099 mila di marzo, mantenendo un andamento molto volatile intorno a un trend di moderata espansione. L'aumento è diffuso sia al segmento delle unità monofamiliari sia a quello multifamiliare e segue una correzione a marzo. Le **licenze** hanno un andamento simile a quello dei cantieri, con una variazione positiva ad aprile (a 1.116 mila da 1.077 mila di marzo) e il mantenimento di una tendenza di graduale crescita. Le unità in costruzione sono in aumento, con indicazioni positive per gli investimenti residenziali nella parte centrale dell'anno.

Le **vendite di case esistenti** ad aprile sono attese in aumento a 5,4 mln di unità ann., da 5,33 mln di unità ann. a marzo. Le vendite sono in ripresa dopo il forte calo registrato a febbraio. L'indice dei contratti di compravendita è in rialzo dopo un'ampia correzione a gennaio e punta a un andamento moderatamente espansivo delle vendite nel 2° trimestre.

I **nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 14 maggio calano a 278 mila da 294 mila della settimana precedente, confermando che il rimbalzo visto nella prima settimana di maggio era temporaneo (probabilmente dovuto allo sciopero dei lavoratori di Verizon nello stato di New York). I dati pubblicati sono relativi alla settimana di rilevazione dell'*employment report* di maggio e danno indicazioni per un altro mese di rafforzamento del mercato del lavoro.

L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio è poco variato e rimane in territorio marginalmente negativo a -1,8, da -1,6 di aprile. Lo spaccato dell'indagine è misto. I prezzi ricevuti aumentano a 14,8 da 7,4 di aprile, quelli pagati a -0,2 da -1,4. I nuovi ordini calano a -1,9 da 0, mentre le consegne risalgono a -0,8 da -10,8 e gli occupati a -3,3 da -18,5. Le aspettative a 6 mesi restano positive (24,8) con i dati dei sottoindici solidi per ordini, consegne, occupati e spesa in conto capitale. Le domande speciali del mese riguardano i **prezzi di vendita delle imprese, l'inflazione al consumo a 1 e 10 anni e la dinamica salariale**. Le previsioni mediane sono di aumenti di 2% per i prezzi di vendita e l'inflazione a 1 anno, di 3% per i salari a 1 anno e di 2,5% per l'inflazione a 10 anni. Queste informazioni dovrebbero essere rassicuranti per la Fed, sia in termini di prezzi al consumo sia in termini di salari. Per quanto riguarda l'attività, l'indagine segnala quasi-stagnazione corrente e diffuse aspettative di miglioramento a 6 mesi.

L'indice di **attività della Chicago Fed** ad aprile aumenta di +0,1, dopo 2 mesi di variazioni negative.

L'**indice ciclico anticipatore** del Conference Board è salito di +0,6% m/m in aprile.

La **Business Leaders Survey** condotta dalla NY Fed a maggio mostra un rialzo dell'indice di attività dei servizi nel distretto di New York a 5,4 (+4 punti). L'indagine è mista, con il secondo calo consecutivo degli occupati, a 4,2, che indica crescita positiva dell'occupazione, ma a ritmi decrescenti. Le informazioni sul settore dei servizi sono quindi di espansione modesta.

Giappone						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Produzione industriale m/m final	mar	3.6		%		+3.8
PIL t/t prelim	T1	-0.4	(-0.3)	%	0.1	+0.4
PIL t/t, ann. prelim	T1	-1.7	(-1.1)	%	0.2	+1.7
Ordinativi di macchinari m/m	mar	-9.2		%	0.5	+5.5

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Bloomberg

Secondo i dati usciti questa notte, nel 1° trimestre il **PIL** è cresciuto di **+0,4% t/t**, contro previsioni di 0,1%, ma il dato di fine 2015 è rivisto verso il basso a -0,4% t/t da -0,3% t/t. La domanda interna e le esportazioni nette hanno entrambe contribuito per 0,2 punti percentuali alla crescita. Gli investimenti delle imprese si sono contratti di -1,4% t/t, quelli residenziali di

-0,8% t/t; al contrario, i consumi sono saliti di +0,5%. Le esportazioni aumentano di +0,6% t/t, mentre l'import cala di -0,5% t/t. I dati sono migliori delle attese ma non modificano in modo definitivo il quadro di debolezza della crescita giapponese. Alla riunione dei G-7, il Primo Ministro dovrebbe annunciare le linee guida di un pacchetto di stimolo fiscale mirato a sostenere i consumi insieme ad altre misure di aumento della spesa pubblica per investimenti. A nostro avviso, rimane possibile, nonostante la sorpresa positiva del PIL, che il rialzo dell'imposta sui consumi programmato per aprile 2017 venga rimandato.

Regno Unito						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI a/a	apr	0.5		%	0.5	+0.3
CPI m/m	apr	0.4		%	0.3	+0.1
PPI (output) a/a	apr	+0.3	(0.2)	%	0.3	+0.5
PPI (output) m/m	apr	0.1		%	0.1	+0.2
Retribuzioni medie	mar	1.8		%	1.7	+2.0
Tasso di disoccupazione ILO	mar	5.1		%	5.1	5.1
Vendite al dettaglio a/a	apr	+3.0	(2.7)	%	2.5	+4.3
Vendite al dettaglio m/m	apr	-0.5	(-1.3)	%	0.5	+1.3

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Bloomberg

Area euro						
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	CPI (core) a/a finale	apr	1.0		%	0.7
EUR	CPI a/a finale	apr	-0.2		%	-0.2
EUR	CPI m/m	apr	1.2		%	0.0
FRA	Tasso di disoccupazione	T1	10.2	(10.30)	%	10.2
GER	PPI a/a	apr	-3.1		%	-3.0
GER	PPI m/m	apr	0.0		%	0.2
ITA	Bilancia commerciale (EU)	mar	1.255	(1.249)	Mld €	1.331
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mar	3.861	(3.856)	Mld €	5.365

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Bloomberg

**Francia.** Secondo i dati diffusi dall'INSEE, la **disoccupazione** si è attestata nel 1° trimestre al 10,2%, in linea con le nostre stime, stabile rispetto all'ultimo trimestre 2015 (dato rivisto al ribasso di un decimo da 10,3%). L'indice per la Francia metropolitana è anch'esso stabile a 9,9% rispetto al trimestre precedente (anche qui dato rivisto al ribasso da 10,0%). Il numero di senza lavoro è rimasto quindi pressoché invariato a 2,85 milioni di unità. Il livello della disoccupazione giovanile (giovani fino a 24 anni) è però salito di tre decimi a 24,2% da 23,9%. L'occupazione è invece salita di due decimi a 64,6% da 64,4%, con i nuovi contratti a tempo indeterminato (CDI) in aumento di 0,1% t/t, mentre sono calati leggermente (-0,1%) quelli a tempo determinato (CDD). Il tasso d'attività aumenta di un decimo a 71,7% da 71,6%. Nel complesso, i dati trimestrali dell'occupazione confermano che il mercato del lavoro sta cominciando a dare leggeri segni di miglioramento ma che un vero calo della disoccupazione non è da attendersi prima del 2017 inoltrato.

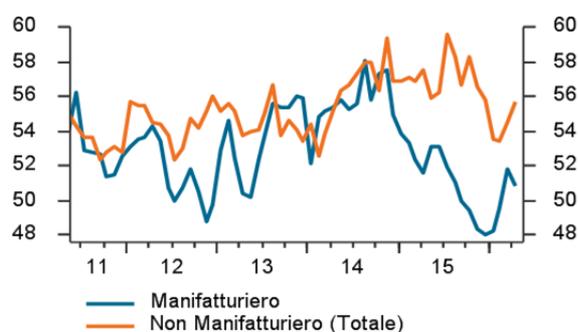
**Italia.** A marzo, l'**avanzo commerciale** è aumentato a 5,4 miliardi (in termini grezzi). Entrambi i flussi hanno evidenziato una flessione in termini stagionalizzati (export -1,5%, import -2,4% m/m), dopo il rimbalzo visto a febbraio. Il calo è dovuto soprattutto ai dati già noti sui Paesi extra-UE (export -5,2%, import -2% m/m). Per quanto riguarda i Paesi UE, l'import è diminuito di -2,7% mentre le esportazioni sono aumentate del 2,3%. Su base annua, le esportazioni sono in calo di -1,1% (+2,3% Paesi Ue, -5,2% extra-UE) e le importazioni di -5,9% (minimo da agosto 2014). L'unico tra i principali raggruppamenti di beni in aumento su base tendenziale è quello dei beni strumentali (export +1,4%, import +5,3%); all'estremo opposto l'energia (export -21,7%, import -32,5%). Tra i mercati più dinamici per l'export troviamo ancora Belgio e Stati

Uniti (+16,9% e +11,2%), trainati ancora una volta rispettivamente da mezzi di trasporto e farmaceutici, mentre continuano a rappresentare un freno Mercosur (-28,2%, per via soprattutto di macchinari e apparecchi) e OPEC (-21,6%, trascinato da prodotti petroliferi raffinati, metalli e macchinari). In sintesi, il trend per l'export resta negativo ed è verosimile che anche nel resto dell'anno il commercio con l'estero continui a rappresentare un freno per l'attività economica.

**Italia.** La **produzione nelle costruzioni** è diminuita di -0,7% m/m a marzo (dopo essere aumentata di +0,3% m/m il mese precedente). E' la terza flessione negli ultimi quattro mesi. Anche la variazione trimestrale e quella annua sono tornate in territorio negativo (a -0,9% da +0,7% e a -0,4% da +0,4% rispettivamente). In sintesi, il dato conferma che il settore dovrebbe aver dato un contributo negativo al PIL a inizio 2016, dopo i miglioramenti visti nella seconda parte del 2015. Il recupero della fiducia dei costruttori (vicina ai massimi dal 2008) è coerente con un rimbalzo dell'output nel settore, che tuttavia ha mostrato un andamento piuttosto erratico negli ultimi mesi (l'unico aumento significativo si è registrato lo scorso novembre).

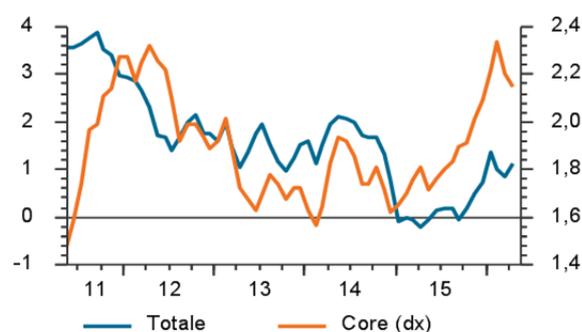
## Stati Uniti

### Indagini ISM



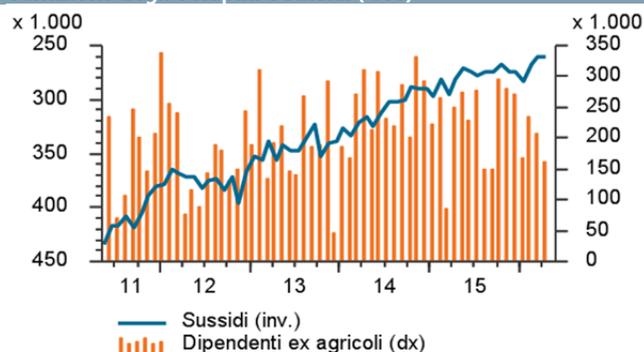
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### CPI - Var. % a/a



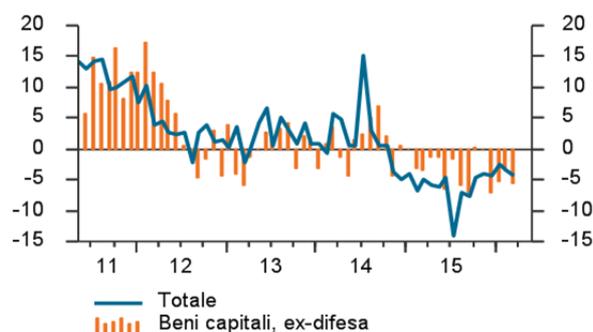
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Nuovi Ordinativi (durevoli - var. % a/a)



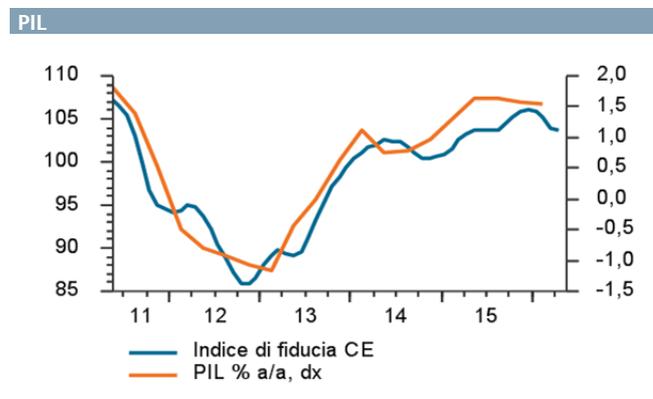
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Previsioni

	2015	2016	2017p	2015			2016			2017	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.4	1.8	2.4	2.7	2.1	2.0	1.9	1.7	1.7	2.0	2.5
- trim./trim. annualizzato				3.9	2.0	1.4	0.5	2.8	2.2	2.4	2.4
Consumi privati	3.1	2.5	2.5	3.6	3.0	2.4	1.9	2.7	2.3	2.7	2.6
IFL - privati non residenziali	2.8	0.1	4.4	4.1	2.6	-2.1	-5.8	3.5	4.5	4.5	4.7
IFL - privati residenziali	8.9	10.4	7.1	9.4	8.2	10.1	14.9	9.8	8.2	6.2	6.2
Consumi e inv. pubblici	0.7	1.0	0.5	2.6	1.8	0.1	1.2	0.7	0.7	0.7	0.3
Esportazioni	1.1	0.4	3.8	5.1	0.7	-2.0	-2.6	2.6	2.8	3.0	4.5
Importazioni	4.9	1.9	3.8	3.0	2.3	-0.7	0.2	4.1	3.8	4.0	3.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.2	-0.1	0.0	-0.7	-0.2	-0.4	0.4	-0.1	-0.1	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-2.7	-2.5	-2.3								
Deficit Federale (% PIL)	-3.5	-3.3	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	124.7	124.6	123.3								
CPI (a/a)	0.1	1.1	2.3	0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.2	1.3	1.7
Produzione Industriale	0.3	-0.1	3.1	-0.7	0.4	-0.8	-0.6	0.8	0.6	0.9	0.8
Disoccupazione (%)	5.3	4.8	4.7	5.4	5.2	5.0	4.9	4.8	4.8	4.7	4.8

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

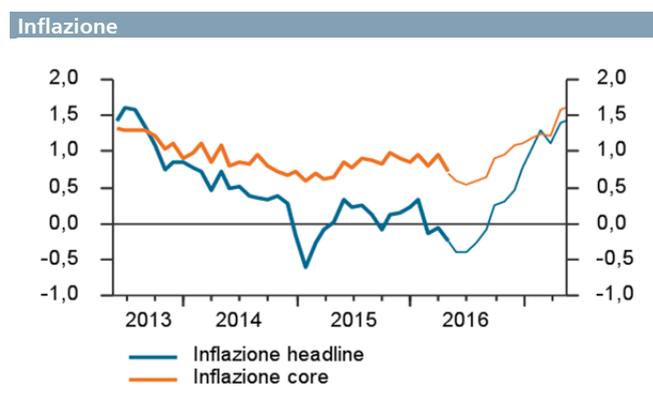
## Area euro



Fonte: Eurostat, Commissione UE



Fonte: Eurostat, Markit Economics



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

**Previsioni inflazione**

%	2015	2016	2017
gennaio	-0.6	0.3	1.1
febbraio	-0.3	-0.2	1.3
marzo	-0.1	0.0	1.1
aprile	0.0	-0.2	1.4
maggio	0.3	-0.4	1.4
giugno	0.2	-0.4	1.4
luglio	0.2	-0.3	1.4
agosto	0.1	-0.1	1.4
settembre	-0.1	0.2	1.4
ottobre	0.1	0.3	1.4
novembre	0.1	0.5	1.4
dicembre	0.2	0.8	1.3

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

**Previsioni**

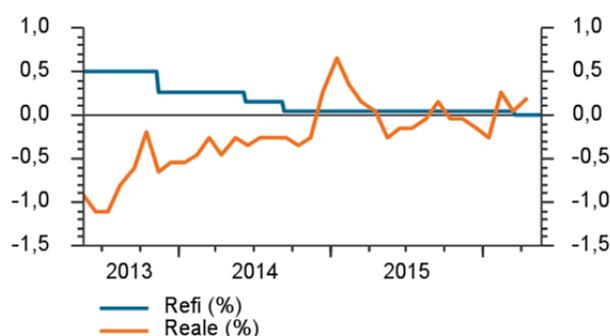
	2015	2016	2017p	2015				2016				2017
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8	1.7	1.7
- t/t				0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	2.0	1.9	0.3	0.5	0.2	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
Investimenti fissi	2.6	3.3	3.1	0.1	0.4	1.3	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Consumi pubblici	1.3	1.6	1.2	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
Esportazioni	4.9	2.9	3.8	1.7	0.2	0.2	0.4	1.1	1.1	1.2	0.7	0.7
Importazioni	5.6	4.3	4.8	1.0	1.2	0.9	1.1	1.1	0.9	1.3	1.6	1.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.3	0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	3.0	3.3	2.6									
Deficit pubblico (% PIL)	-2.1	-2.2	-1.9									
Debito pubblico (% PIL)	93.5	92.7	91.4									
Prezzi al consumo (a/a)	0.0	0.0	1.3	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.0	0.5	1.2	1.2
Produzione industriale (a/a)	1.6	1.5	2.0	1.4	1.9	1.3	1.5	1.5	1.6	1.3	0.8	0.8
Disoccupazione (%)	10.9	10.1	9.6	11.0	10.7	10.5	10.3	10.2	10.1	9.9	9.8	9.8
Euribor 3 mesi	-0.02	-0.27	-0.32	-0.01	-0.03	-0.09	-0.19	-0.27	-0.31	-0.32	-0.33	-0.33

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona								
	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
Refi	0.05	0.05	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.12	-0.21	-0.34	<b>-0.35</b>	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
Euribor 3m	-0.04	-0.13	-0.24	<b>-0.26</b>	-0.31	-0.32	-0.33	-0.33

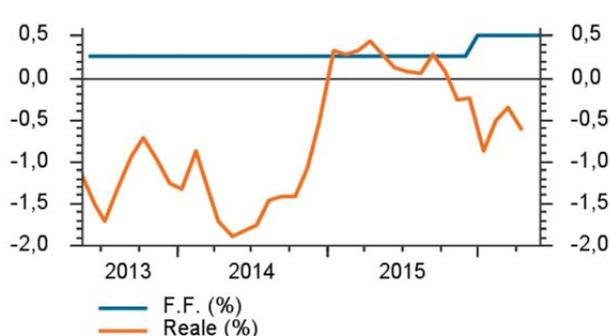
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.50	0.50	<b>0.50</b>	0.50	0.75	1.00	1.00
Libor USD 3m	0.33	0.61	0.63	<b>0.64</b>	0.75	0.92	1.11	1.17

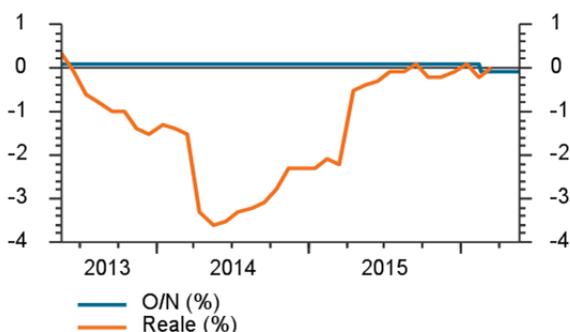
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
O/N target	0.10	0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
Libor JPY 3m	0.08	0.08	0.00	<b>-0.03</b>	0.05	0.05	0.05	0.05

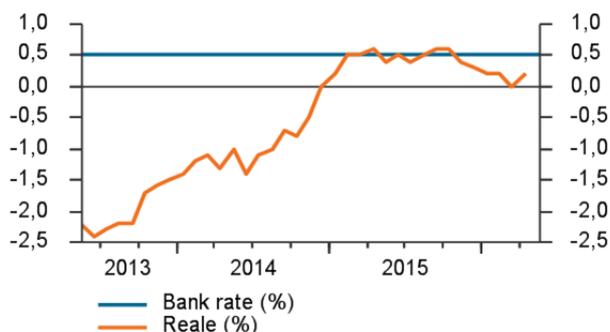
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.50	0.50	0.50	<b>0.50</b>	0.50	0.50	0.75	1.00
Libor GBP 3m	0.58	0.59	0.59	<b>0.59</b>	0.59	0.65	0.85	1.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio											
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	20/5	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.37	1.11	1.07	1.11	1.14	<b>1.1221</b>	1.10	1.05	1.08	1.13	1.20
USD/JPY	101	121	123	113	109	<b>110.28</b>	115	120	125	122	120
GBP/USD	1.68	1.56	1.52	1.43	1.44	<b>1.4572</b>	1.38	1.42	1.48	1.55	1.60
EUR/CHF	1.22	1.04	1.08	1.10	1.09	<b>1.1114</b>	1.09	1.10	1.11	1.12	1.15
EUR/JPY	139	134	131	125	124	<b>123.77</b>	127	126	134	138	144
EUR/GBP	0.81	0.72	0.70	0.78	0.79	<b>0.7698</b>	0.79	0.74	0.73	0.73	0.75

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
Federico Desperati	62513	federico.desperati@intesasnpaolo.com
<b>Research Assistant</b>		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende

costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Research Policy"). La Research Policy è chiaramente esposta nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo ([www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.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 ai soggetti definiti '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 a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 16190 del 29.10.2007, come successivamente modificato ed integrato, 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.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni

privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

[http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.