

2.FONDINPS

Attività e vicende

Nel 2017 nulla è mutato per quanto concerne la gestione delle risorse - realizzata da UnipolSai Assicurazioni S.p.A - e la Banca depositaria - di cui è sempre incaricata Société Générale Securities Services S.p.A.-.

Sono rimaste parimenti invariate le specifiche finalità della gestione, che è volta a garantire la restituzione del capitale - adeguato all'inflazione - e a cercare di realizzare rendimenti pari o superiori a quelli del TFR, in un orizzonte temporale di 5 anni.

Avuto riguardo ai profili di *governance*, non si segnalano novità soggettive rispetto al Decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali del 10 ottobre 2012, con il quale era stato rinnovato il Comitato Amministratore e riconfermato il Direttore Generale, ma va evidenziato come nell'ottobre 2016 sia venuto a scadere il quadriennio di durata ordinaria del loro mandato. Gli Organi del Fondo proseguono, comunque, regolarmente nell'espletamento dell'attività che ad essi pertiene.

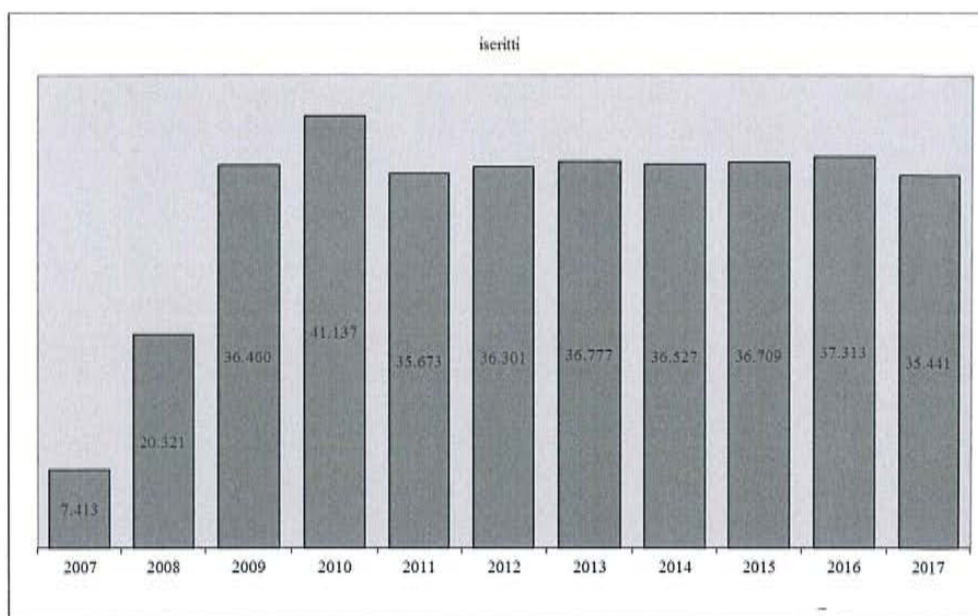
Ferma restando la corretta funzionalità della Forma e la piena tutela assicurata negli anni agli iscritti, la sua struttura organizzativa e le sue dimensioni estremamente ridotte da tempo ne consigliavano la chiusura, quale autonoma realtà di previdenza complementare. In argomento si erano ripetutamente espressi gli Organi del Fondo, trovando da ultimo condivisione anche da parte dell'Autorità di vigilanza di settore, che prese posizione in tal senso nella Relazione per l'anno 2016, resa pubblica l'8 giugno 2017. Da ultimo, l'art. 1, commi da 173 a 175, della L. 27 dicembre 2017, n. 205 ne ha disposto la soppressione, a decorrere dalla data che sarà fissata con decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, assunto di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze. Con il medesimo decreto, sentite le organizzazioni dei datori di lavoro e dei lavoratori comparativamente più rappresentative sul piano nazionale dei diversi comparti del settore privato, sarà determinata la forma che, in futuro, assolverà alla funzione "residuale" sino ad ora svolta da FONDINPS, recependo, altresì, le posizioni individuali attualmente in essere, senza nocumento alcuno per la platea degli interessati. Detta forma di riferimento sarà scelta, giusta le previsioni legislative, tra quelle negoziali di maggiori dimensioni sul piano patrimoniale.



La base degli iscritti

Al 31 dicembre 2017 gli iscritti al Fondo erano 35.441. Di questi, in corso d'anno, sono risultati versanti 6.278, mentre i restanti 29.163 non hanno effettuato neppure un versamento.

Anno	Iscritti
2007	7.413
2008	20.321
2009	36.460
2010	41.137
2011	35.673
2012	36.301
2013	36.777
2014	36.527
2015	36.709
2016	37.313
2017	35.441



Il numero di iscritti non versanti nel 2017, con posizione individuale al 31/12/2017 di ammontare non superiore ai 100 euro, è di 13.965, cioè il 39,40% del totale degli iscritti stessi.

La suddivisione degli iscritti – nel numero al 31 dicembre 2017 - per sesso e regione è riportata nella tabella che segue.

Regione	Maschi	Femmine	Totale
Abruzzo	126	274	400
Basilicata	44	7	51
Calabria	85	50	135
Campania	846	439	1.285
Emilia-Romagna	489	524	1.013
Fiuli-Venezia Giulia	131	227	358
Lazio	3.119	2.512	5.631
Liguria	532	332	864
Lombardia	8.717	7.471	16.188
Marche	81	84	165
Molise	20	20	40
Piemonte	584	1.000	1.584
Puglia	596	426	1.022
Sardegna	265	187	452
Sicilia	1.992	1.200	3.192
Toscana	272	274	546
Trentino-Alto Adige	419	515	934
Umbria	24	33	57
Valle d'Aosta	91	10	104
Veneto	477	943	1.420
Totale	18.913	16.528	35.441

Gli iscritti per classi di età sono così ripartiti:

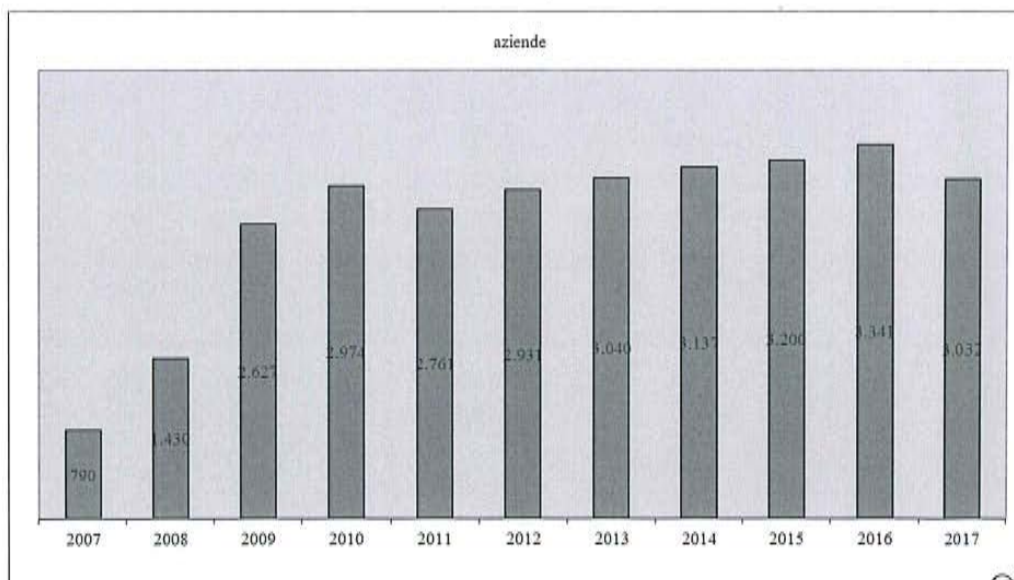
Classi di età	Maschi	Femmine	Totale
inferiore a 20	1	1	2
tra 20 e 24	98	76	174
tra 25 e 29	1.005	576	1.581
tra 30 e 34	2.897	1.973	4.870
tra 35 e 39	3.137	2.751	5.888
tra 40 e 44	3.253	2.992	6.245



tra 45 e 49	2.856	2.679	5.535
tra 50 e 54	2.298	2.276	4.574
tra 55 e 59	1.669	1.577	3.246
tra 60 e 64	1.080	996	2.076
65 e oltre	619	631	1.250
Totale	18.913	16.528	35.441

Al 31 dicembre 2017 le aziende con dipendenti iscritti a FONDINPS erano 3.032.

Anno	Aziende
2007	790
2008	1.430
2009	2.627
2010	2.974
2011	2.761
2012	2.931
2013	3.040
2014	3.137
2015	3.200
2016	3.341
2017	3.032



I riscatti avvenuti in corso d'anno sono stati 353, di cui 46 prestazioni, 282 immediati, 20 totali, e 5 parziali. Avuto riguardo alle anticipazioni, 23 iscritti l'hanno ottenuta per spese sanitarie, 36 per acquisto/ristrutturazione prima casa, 25 per ulteriori esigenze.

I trasferimenti verso altre forme di previdenza complementare sono stati 116 di cui 46 verso PIP, 38 verso fondi negoziali, 12 verso fondi preesistenti e 20 verso fondi aperti.

Fermo restando quanto precede, va evidenziato che tra gli iscritti sopra indicati sussistono quasi 10.000 posizioni prive di qualsivoglia versamento. Dopo anni di pressanti richieste di approfondimento della situazione avanzate dagli Organi del Fondo, nel corso dei primi mesi del 2018, sulle menzionate posizioni prive di versamento contributivo è stata infine avviata un'accurata analisi, ad opera dei competenti Uffici dell'INPS, di concerto con SISPI. I risultati di detta analisi hanno consentito al Comitato Amministratore di deliberare, in adunanza del 12 aprile 2018, la cancellazione dall'elenco degli iscritti di 7.898 soggetti, per i quali è stata definitivamente accertata la totale estraneità rispetto a FONDINPS. Gli approfondimenti tecnici proseguono nei riguardi di circa un migliaio di iscritti, con variegate caratteristiche soggettive, ma accumulati dall'avere tutti posizioni individuali di ammontare pari a zero. E' dato ritenere che, nell'immediato futuro, ad esito degli approfondimenti ridetti, il Comitato Amministratore sarà in grado di ulteriormente procedere alla cancellazione di una porzione di essi.

La conclusione di siffatta operazione di definizione della reale platea degli iscritti consentirà altresì di operare il ricalcolo degli oneri amministrativi effettivamente dovuti nel tempo al servicer amministrativo, con il recupero delle eventuali eccedenze poste a carico del Fondo.

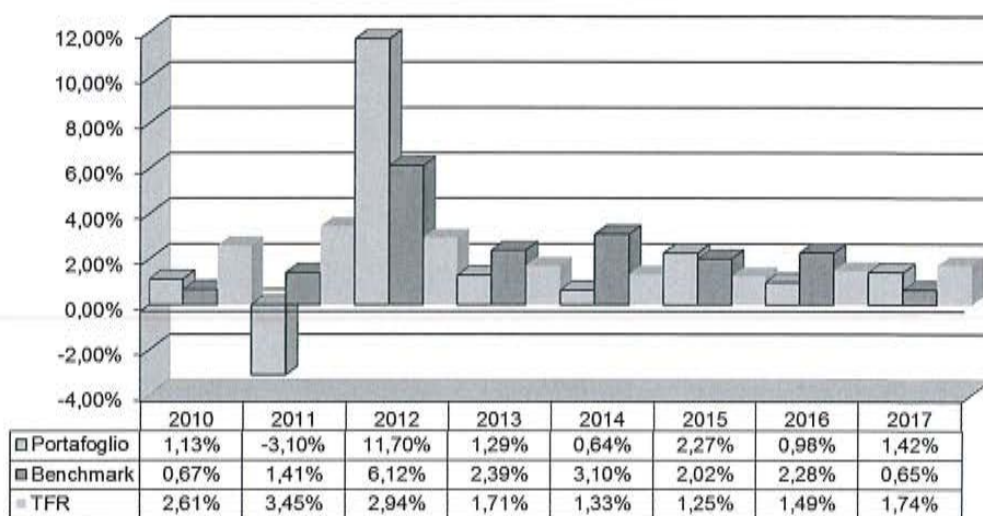
La gestione finanziaria

Nel 2017 il Comparto GARANZIA, unico comparto esistente presso il Fondo, ha registrato un risultato positivo dello +1,55% in termini assoluti, con una sotto performance rispetto al benchmark di 1,25 punti percentuali (+0,30% la performance del riferimento). La rivalutazione del TFR per l'anno è stata del +2,12%. Dall'inizio della gestione (ottobre 2009) il rendimento totale è del +18,12%, che si confronta con il risultato del benchmark del +19,86% e con il TFR pari a +20,85%.



Il gestore UnipolSai ha ottenuto nell'anno un rendimento positivo (+1,08%) superiore al benchmark (sovra-performance di 0,77%). Dall'inizio della gestione (ottobre 2014) il rendimento totale è del +4,52%, che si confronta con un benchmark del +6,68%.

Rendimenti

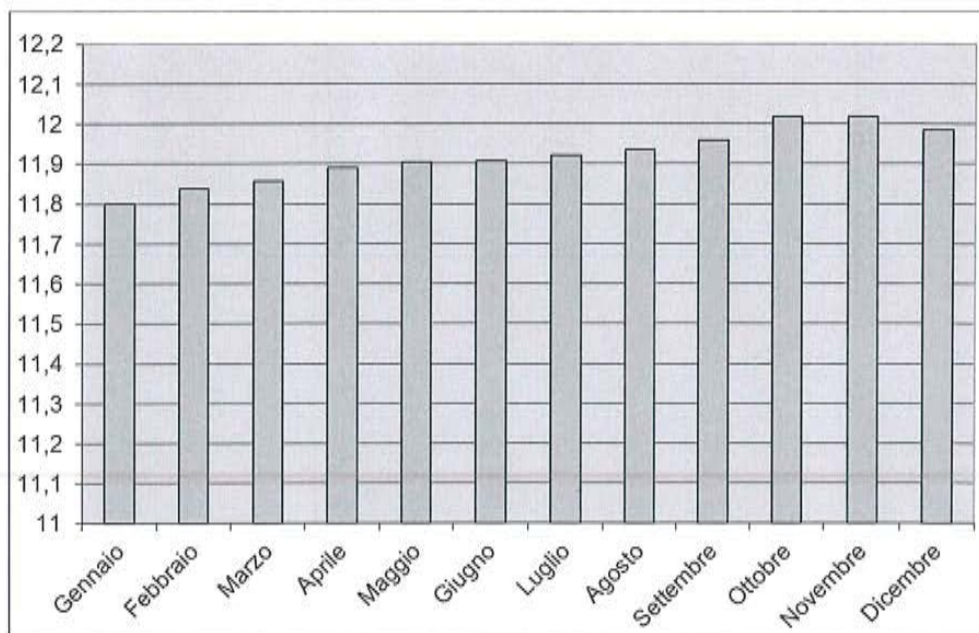


Valore delle quote

Al 31 dicembre 2017 il valore quota era di euro 11,985

FONDINPS - valore quota 2017	
Gennaio	11,801
Febbraio	11,838
Marzo	11,856
Aprile	11,889
Maggio	11,905
Giugno	11,906
Luglio	11,921
Agosto	11,935
Settembre	11,958
Ottobre	12,018

Novembre	12,018
Dicembre	11,985



La gestione amministrativa

Relativamente all'attività di riconciliazione, proseguita nel 2017, risulta sensibilmente diminuito il fenomeno della morosità, come evidenziato nei conti d'ordine.

La morosità coinvolge al 31 dicembre 2017 n. 253 aziende per un monte contributi di € 2.401.973.76, attualmente in fase di monitoraggio.

Il Direttore Generale

FONDINPS

FONDO PENSIONE COMPLEMENTARE INPS

iscritto all'albo tenuto dalla Covip al n. 500

BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2017

Via Ciro il Grande, 21 – 00144 Roma (RM)



**FONDINPS
FONDO PENSIONE COMPLEMENTARE INPS**

Via Ciro il Grande, 21 – 00144 Roma (RM)

**iscritto al n. 500 dell'Albo istituito ai sensi
dell'art.19, del D. Lgs. n. 252/2005**

Indice

1 - STATO PATRIMONIALE	3
2 - CONTO ECONOMICO	3
3 – NOTA INTEGRATIVA	4
3.1 – Rendiconto della fase di accumulo	19
3.1.1 - Stato Patrimoniale	20
3.1.2 - Conto Economico	21
3.1.3 - Nota Integrativa	22
3.1.3.1- Informazioni sullo Stato Patrimoniale	22
3.1.3.2 - Informazioni sul Conto Economico	29



1 – STATO PATRIMONIALE

ATTIVITA' FASE DI ACCUMULO		31/12/2017	31/12/2016
10	Investimenti diretti	-	-
20	Investimenti in gestione	79.592.739	74.905.303
30	Garanzie di risultato acquisite sulle posizioni individuali	1	-
40	Attività della gestione amministrativa	3.187.278	2.954.945
50	Crediti di imposta	-	-
TOTALE ATTIVITA' FASE DI ACCUMULO		82.780.018	77.860.248
PASSIVITA' FASE DI ACCUMULO		31/12/2017	31/12/2016
10	Passività della gestione previdenziale	1.944.019	2.118.633
20	Passività della gestione finanziaria	310.062	273.166
30	Garanzie di risultato riconosciute sulle posizioni individuali	1	-
40	Passività della gestione amministrativa	418.624	397.883
50	Debiti di imposta	105.373	70.547
TOTALE PASSIVITA' FASE DI ACCUMULO		2.778.079	2.860.229
100	Attivo netto destinato alle prestazioni	80.001.939	75.000.019
CONTI D'ORDINE		-	-
	Crediti verso aderenti per versamenti ancora dovuti	3.488.172	4.017.126

2 – CONTO ECONOMICO

	31/12/2017	31/12/2016
10	Saldo della gestione previdenziale	3.906.183
20	Risultato della gestione finanziaria	-
30	Risultato della gestione finanziaria indiretta	971.044
40	Oneri di gestione	-150.137
50	Margine della gestione finanziaria (20)+(30)+(40)	820.907
60	Saldo della gestione amministrativa	-36.655
70	Variazione dell'attivo netto destinato alle prestazioni ante imposta sostitutiva (10)+(50)+(60)	4.903.615
80	Imposta sostitutiva	-70.547
	Variazione dell'attivo netto destinato alle prestazioni (70)+(80)	4.833.068

3 - NOTA INTEGRATIVA

Lo scenario macroeconomico

Nel 2017 la fase di espansione dell'economia mondiale si è rafforzata e ha coinvolto un numero maggiore di paesi. La crescita del commercio internazionale è divenuta più intensa. La dinamica dei prezzi è accelerata, sostenuta anche da una significativa ripresa delle quotazioni petrolifere, ma resta moderata. I dati economici hanno spesso sorpreso in positivo.

Dopo un primo semestre debole, negli Stati Uniti l'economia è tornata ad accelerare, spingendo il tasso di disoccupazione a livelli inferiori al 4% della forza lavoro. Inoltre, a fine anno è stata approvata una riforma tributaria che potrebbe alimentare una crescita più robusta della domanda interna nel corso del 2018. Di fronte al crescente rischio di surriscaldamento dell'economia, la Federal Reserve ha accelerato il passo della restrizione monetaria: i tassi ufficiali sono stati alzati tre volte da inizio 2017 - per un totale di 75pb - e la Banca centrale sta segnalando ai mercati la possibilità che questo ritmo sia mantenuto anche nell'anno in corso. La Federal Reserve ha anche avviato una graduale riduzione della politica di reinvestimento dei titoli detenuti, che giungono a scadenza. Ciò comporta una contrazione dell'eccesso di riserve del sistema bancario. Per il momento, tuttavia, l'inflazione resta moderata.

L'Eurozona ha sperimentato un anno di crescita brillante, nettamente superiore agli standard degli ultimi anni e alle previsioni formulate nel 2016. Nel terzo trimestre, ultimo per il quale sono disponibili dati ufficiali, la variazione del PIL rispetto al 2016 è stata del 2,8%. La ripresa delle esportazioni e degli investimenti fissi ha più che compensato un marginale rallentamento dei consumi. Grazie alla crescita dell'attività economica, che interessa ormai tutti i paesi dell'Eurozona, l'occupazione è in aumento e il tasso di disoccupazione è sceso all'8,7% nel mese di novembre. Il miglioramento del clima di fiducia è favorito anche dall'esito delle elezioni politiche in Olanda e Francia, che hanno dissipato il rischio potenziale di una vittoria di partiti euroscettici e, quindi, di grave crisi dell'Unione. Al contrario, l'esito delle elezioni francesi ha ingenerato forti aspettative di un rilancio del processo di riforma dell'Eurozona. L'avvio dei negoziati sull'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea non ha avuto significative ripercussioni, a parte quelle legate all'adattamento dei flussi commerciali alla svalutazione della sterlina.

Anche l'Italia partecipa in pieno al migliorato clima economico europeo e alla ripresa in corso. Nel terzo trimestre la crescita tendenziale del PIL ha raggiunto l'1,7%, il valore più alto dopo l'effimero rimbalzo del 2010-11. Il clima di maggiore fiducia sulle prospettive della domanda ha iniziato a tradursi anche in una ripresa degli investimenti. Le stime di consenso sulla crescita media annua del PIL nel 2017 e nel 2018 sono state riviste al rialzo. La crescita occupazionale, per quanto rallentata dopo l'esaurimento delle misure straordinarie che hanno inciso fino al 2016, continua a essere sufficiente a garantire un calo del tasso di disoccupazione, sceso a novembre all'11,0%. Il rialzo dei prezzi dell'energia e la crescita della domanda iniziano a incidere sull'inflazione, risalita temporaneamente al 2% ad aprile prima di tornare a diminuire. Sul fronte dei conti pubblici, malgrado l'accelerazione della crescita, l'avanzo primario non è bastato a garantire



una significativa riduzione del rapporto debito/PIL, dato che la Commissione Europea stima pressoché invariato.

La Banca Centrale Europea ha iniziato ad adattare l'orientamento della politica monetaria al miglioramento delle condizioni economiche e del bilancio dei rischi. Dopo aver annunciato una prima riduzione del programma di acquisti di titoli da 80 a 60 miliardi con decorrenza da aprile, in giugno la BCE ha cessato di indicare come relativamente più probabile una riduzione dei tassi. Successivamente, la BCE ha esteso il programma di acquisti al periodo gennaio-settembre 2018, ma a un volume mensile dimezzato di 30 miliardi. La Banca continua a prospettare rialzi dei tassi ufficiali soltanto dopo la chiusura del programma di acquisti.

L'orientamento di politica monetaria della BCE si è riflesso in un rafforzamento del cambio e in un aumento dei tassi di interesse a medio e lungo termine. Il rendimento del Bund decennale, ancora negativo a fine 2016, era risalito allo 0,60% all'inizio del terzo trimestre e nel quarto ha espresso un rendimento medio dello 0,39%. Il rendimento del BTP decennale è salito leggermente chiudendo l'anno al 2,0%, poco sopra il livello di fine 2016 (1,83%). Il differenziale di rendimento con la Germania è risultato transitoriamente sotto pressione soltanto durante la campagna elettorale per le elezioni francesi, ma in seguito è calato fino a minimi di 133pb nel mese di dicembre, chiudendo l'anno a 157pb.

Il cambio euro/dollaro è salito quasi costantemente fra gennaio e settembre, guadagnando complessivamente il 14% e chiudendo l'anno a 1,20.

I mercati azionari

Il 2017 ha evidenziato una tendenza complessivamente positiva sui mercati azionari internazionali, in un contesto di graduale riduzione dell'avversione al rischio da parte degli investitori, e di una minore volatilità delle quotazioni.

Diversi sono stati i fattori a supporto dei mercati azionari: la crescita dell'economia mondiale si è consolidata, sia nei paesi emergenti, sia nelle maggiori economie avanzate; il flusso dei dati economici positivi si è tradotto in revisioni al rialzo delle previsioni di crescita, in particolare per l'Eurozona, inclusa l'Italia. I già ricordati esiti delle elezioni in Olanda e, soprattutto, in Francia hanno contribuito alla riduzione dei premi al rischio azionario. Infine, la visibilità sugli utili societari è progressivamente aumentata nel corso dell'anno, sulla scia di un trend di miglioramento della redditività aziendale.

Dopo aver toccato un minimo relativo a febbraio, i mercati azionari nell'area euro si sono poi mossi progressivamente al rialzo, sostenuti anche dall'evoluzione favorevole degli utili societari. In particolare, la stagione dei risultati del 1° trimestre 2017 ha evidenziato un numero elevato di sorprese positive, e la frequente conferma, o il miglioramento, delle *guidance* sull'anno in corso.



Nel secondo semestre dell'anno, i mercati azionari europei hanno ulteriormente consolidato i rialzi, sulla scia di risultati societari che hanno confermato la fase di progressivo miglioramento dei margini reddituali, nonostante il rafforzamento del cambio dell'euro nei confronti del dollaro abbia in taluni casi rappresentato un parziale freno alla crescita.

L'indice Euro Stoxx ha registrato un incremento del 10,1%; il DAX 30 ha messo a segno un guadagno del 12,5% a fine periodo, mentre la performance del CAC 40 è stata positiva del 9,3%; l'indice IBEX 35 ha lievemente sottoperformato, con un rialzo del 7,4%. Al di fuori dell'area euro, l'indice del mercato svizzero SMI si è apprezzato del 14,1%, mentre l'indice FTSE 100 del mercato inglese ha chiuso il 2017 in rialzo del 7,6%.

Negli USA, l'indice S&P 500 ha chiuso il periodo con un saldo largamente positivo (+19,4%), mentre l'indice dei titoli tecnologici Nasdaq Composite ha sovraperformato con un +28,2%. I principali mercati azionari in Asia hanno registrato performance positive: l'indice benchmark cinese SSE A-Share ha chiuso l'anno in progresso del 6,6%, mentre l'indice Nikkei 225 ha ottenuto un +19,1%.

Il mercato azionario italiano ha registrato nel complesso performance soddisfacenti, beneficiando anche del recupero del settore bancario (che rappresenta il 26% dell'indice FTSE MIB), e di un progressivo miglioramento delle prospettive di crescita economica e degli utili societari. L'indice FTSE MIB ha chiuso il 2017 in rialzo del 13,6%; di poco superiore il progresso dell'indice.

I mercati obbligazionari corporate

I mercati obbligazionari corporate europei chiudono il 2017 positivamente, con i premi al rischio in calo rispetto ai livelli di inizio anno, anche se leggermente superiori ai minimi toccati durante le prime sedute del mese di novembre. Anche per il 2017 le politiche monetarie delle banche centrali (e in particolare il programma di acquisto di titoli corporate della BCE) si sono confermate tra i principali elementi di supporto dei mercati. A fine dicembre, gli acquisti di titoli corporate effettuati dalla BCE ammontavano a circa EUR 132Mld, (con EUR 7Mld di media mensile da giugno 2016). Di questi, stando ai dati forniti dalla Banca centrale, circa 11% ha riguardato titoli di emittenti italiani. Positivi per i mercati anche i fondamentali macroeconomici, caratterizzati da una crescita moderata e da spinte inflazionistiche quasi nulle.

Nella prima parte dell'anno, l'elemento catalizzatore è stato rappresentato dalle attese sulle importanti scadenze elettorali in Europa. Dopo una prima fase di incertezza e di aumento della volatilità, il risultato delle elezioni francesi ha avuto un effetto molto positivo sui mercati, che hanno ripreso il loro trend di crescita.

Nei successivi mesi, invece, il sentiment degli operatori è stato guidato dall'attesa di eventuali modifiche della politica monetaria della BCE e di riduzione del suo programma di acquisti. Nella riunione del 26 ottobre la BCE, pur facendo un altro passo verso la normalizzazione della sua politica monetaria, ha di fatto trasmesso ai mercati un messaggio molto più accomodante rispetto a quanto temuto, annunciando

l'impegno a proseguire il cd tapering anche nel 2018, ad un ritmo di EUR 30Mld al mese (dagli attuali EUR 60Mld) almeno fino a settembre, od oltre, se necessario. La reazione dei mercati è stata positiva, con un ulteriore restringimento degli spread nella restante parte dell'anno, a parte una breve correzione nel mese di novembre.

In termini di performance, i titoli investment grade hanno visto ridursi gli spread di circa il 40% da inizio 2017, mentre i titoli più rischiosi (HY) hanno sottoperformato (-25%) risentendo del maggiore allargamento registrato nel mese di novembre.

L'effetto dell'azione della BCE sui tassi d'interesse – riflessa in condizioni di funding molto favorevoli – e la ricerca di rendimento da parte degli investitori hanno avuto un impatto molto positivo anche sul mercato primario, con volumi record, tanto a livello di emittenti IG quanto HY. In questo contesto si è confermato importante il contributo di emissioni in euro da parte di società statunitensi.

Le economie emergenti

- Il ciclo economico e l'inflazione

La fase di accelerazione economica dei Paesi emergenti, iniziata nella seconda metà del 2016, ha mostrato ulteriore forza nel corso del 2017.

Sulla base delle più recenti stime del FMI (WEO, Update gennaio 2018), nel 2017 la crescita media del PIL tra gli emergenti ha accelerato al 4,7%, dal 4,4% nel 2016. L'Asia si è confermata la regione più dinamica, con il PIL in aumento del 6,5%, spinto sia dalla Cina (+6,8%) sia dall'India (+6,7%). La ripresa dei prezzi del petrolio e di altre materie prime ha sostenuto l'attività economica sia in America Latina, uscita da una recessione durata sei trimestri, sia nell'Africa Sud Sahariana, con una crescita del PIL nelle due regioni stimata dell'1,3% e, rispettivamente, del 2,7%. In Area MENA è stimato invece un rallentamento dell'attività produttiva al 2,5% nel 2017, dal 4,9% nel 2016, in particolare tra i Paesi produttori di idrocarburi, per effetto dei tagli decisi alla estrazione di petrolio e delle misure fiscali prese da diversi governi per far fronte al calo delle entrate dopo il crollo dei corsi petroliferi nel 2014. Il rallentamento è stato solo in parte bilanciato da un andamento più sostenuto dei paesi importatori netti di idrocarburi, quali l'Egitto.

Nell'Europa Centro e Sud Orientale, la dinamica del PIL nel 2017 si stima abbia accelerato, in particolare nella Repubblica Ceca, in Ungheria, in Slovenia e in Romania. La crescita è stata sostenuta dalla domanda interna in aggiunta a quella estera. I consumi hanno beneficiato in particolare dei miglioramenti intervenuti sul mercato del lavoro, grazie alla caduta della disoccupazione e agli aumenti dei salari. Gli investimenti sono stati a loro volta favoriti dalla ripresa nel settore privato oltre che dall'utilizzo dei fondi strutturali UE. In Russia, uscita dalla recessione, la crescita del PIL è attesa sopra all'1,5% (da -0,2% nel 2016). In Ucraina ci si attende un consuntivo prossimo al 2% (in linea con il 2016). La dinamica dell'economia della regione continua, tuttavia, a risentire delle persistenti tensioni geopolitiche.



Nel 2017, il tasso medio d'inflazione nei paesi emergenti ha rallentato al 4,1%, dal 4,3% del 2016. In area CSI, il tasso tendenziale d'inflazione a fine 2017 è sceso in Russia al 2,5%, sotto il valore obiettivo del 4% indicato dalla Banca Centrale, favorito dalla forza del rublo ma per effetto anche dalla debolezza del ciclo, mentre in Ucraina ha accelerato al 13,7%. In Egitto l'inflazione, dopo aver toccato un picco a luglio (33%) ha progressivamente frenato, chiudendo il 2017 al 21,9%, grazie al graduale assorbimento delle pressioni legate alla svalutazione del cambio di fine 2016. Nei paesi CEE e SEE, l'espansione del ciclo ha portato a un generalizzato rialzo dell'inflazione. Slovacchia e Slovenia in area CEE e Bosnia, Croazia e Romania, che nel 2016 avevano attraversato una fase di deflazione, sono tornate lo scorso anno a registrare variazioni positive dei prezzi al consumo. Nella regione la ripresa dell'inflazione si è fatta particolarmente sentire nella Repubblica Ceca e in Romania, con tassi saliti sopra i target indicati dalle rispettive banche centrali.

- **La politica monetaria**

Nel 2017, la politica monetaria ha mostrato un andamento differenziato nelle diverse aree, in relazione alle differenziate dinamiche dell'inflazione. Nuove azioni di allentamento, con tagli dei tassi particolarmente ampi, si sono avute in Brasile (dove il Selic è sceso di 675 punti base al 7%) e in Russia (dove il tasso minimo è sceso di 225 pb al 7,75%). I tassi sono scesi inoltre in Sud Africa (dal 7% al 6,75% il tasso ufficiale) e in India (7,2% al 6,5% la media del MIBOR a 3 mesi) mentre in Cina la PBOC, attenta ai rischi derivanti dall'eccessiva espansione del credito, ha favorito un rialzo del tasso interbancario a 90 gg (il dato medio è passato dal 3% nel 2016 al 4,6% nel 2017). L'inflazione più forte del previsto ha indotto anche la Banca centrale dell'Ucraina, dopo le iniziali azioni di allentamento, ad alzare i tassi di 50 pb nella seconda metà dell'anno. Decisi rialzi dei tassi (+400 punti base) si sono avuti in Egitto, tesi a contrastare le pressioni inflazionistiche legate alla svalutazione del cambio. In area CEE e SEE, in Serbia il tasso di policy è stato ridotto di 50 pb mentre in Repubblica Ceca è stato alzato di 25 pb. In Romania a fronte di un rialzo dell'inflazione la Banca Centrale, con un primo intervento a dicembre, ha ristretto il corridoio dei tassi da +/- 150 a +/- 100 punti base. Negli altri Paesi con controllate ISP della regione il tono della politica monetaria è rimasto accomodante.

- **I mercati finanziari**

Nel 2017, il dollaro USA si è nel complesso deprezzato tanto nei confronti delle valute dei paesi avanzati (Indice Major - 8,7%) quanto degli emergenti (Indice OITP -6%). I movimenti più significativi sul dollaro sono stati messi a segno da alcune valute asiatiche (Corea, Thailandia, Singapore ma anche Cina e India; quest'ultime con guadagni superiori al 6%) e dell'Europa Centro e Sud orientale con controllate ISP, che hanno sostanzialmente seguito l'euro, in ripresa del 13,8% sul dollaro nel 2017. In Area CSI il rublo russo si è apprezzato del 4,4% nonostante l'ampio calo dei tassi d'interesse, sostenuto dall'ulteriore recupero del prezzo del petrolio, mentre la valuta ucraina si è deprezzata del 3,6%, penalizzata dalle incertezze sul sostegno del FMI, a fronte dei ritardi nell'attuazione delle riforme concordate. La sterlina egiziana, dopo l'ampia svalutazione del 2016 accompagnata dal passaggio ad un regime di cambio di libera fluttuazione, si è stabilizzata chiudendo l'anno in leggero apprezzamento (+1,9%).

L'ulteriore accelerazione del ciclo economico, con diverse importanti economie uscite dalla recessione, ha dato una ulteriore spinta alle quotazioni azionarie tra gli emergenti. L'indice MSCI composito dei paesi emergenti è salito del 27,7% nel 2017, evidenziando un guadagno superiore sia al +7,2% registrato dallo stesso indice nell'anno precedente sia a quelli messi a segno nello stesso anno nei paesi avanzati dagli indici S&P (+19%) ed EuroStoxx (+10%). I rialzi dei corsi sono stati particolarmente consistenti nelle piazze dall'America Latina e dell'Asia. Le tensioni regionali e la relativa debolezza della crescita economica hanno penalizzato invece i mercati dei paesi petroliferi del Golfo. Riguardo ai paesi con controllate ISP, alcune piazze dell'Europa Centro Orientale hanno sovraperformato l'EuroStoxx, in particolare l'Ungheria (+23%) e la Repubblica Ceca (+ 17%), mentre le difficoltà attraversate da alcune importanti società quotate hanno pesato sulla borsa della Croazia (-7,6%). In area CSI, in Russia l'indice azionario è rimasto sostanzialmente invariato nel 2017 (+0,2%), dopo i consistenti guadagni registrati nel 2016 (+52,2%), mentre Kiev è arretrata (-10%) penalizzata dalla lentezza con cui procedono le politiche di stabilizzazione. Il buon andamento del ciclo e le politiche di stabilizzazione economica hanno spinto invece il mercato azionario in Egitto (+21,7%).

La ricerca del rendimento da parte degli investitori internazionali, il miglioramento del profilo di rischio in diversi Paesi e il rialzo dei corsi delle materie prime hanno favorito una riduzione ulteriore dell'EMBI+ spread dei paesi emergenti, sceso nel 2017 di 34 pb a 330 pb. Il calo più consistente ha riguardato l'EMBI+ spread dei paesi europei (-65 a 232). Relativamente ai paesi con controllate ISP, in termini relativi la diminuzione del CDS spread è stata particolarmente ampia (superiore ad un terzo) in area CSI (Russia e Ucraina) ma anche in area SEE (in particolare Croazia e Serbia) e CEE (in particolare Ungheria, Polonia e Slovenia). In Serbia, lo spread si è quasi dimezzato (portandosi sotto i 130 pb). Sempre la Serbia nel 2017 ha visto un upgrade da BB- a BB del rating da parte di S&P. Tra i Paesi con controllate ISP, un innalzamento del rating si è avuto inoltre in Egitto (da B- a B da parte di S&P).

Le prospettive per l'esercizio 2018

La fase di crescita dell'economia mondiale si estenderà al 2018, incoraggiando le banche centrali a ridurre ulteriormente lo stimolo monetario e spingendo al rialzo le curve dei tassi. Rimangono incertezze di natura economica (in particolare per gli eccessi finanziari in Cina e la risposta dell'inflazione al livello molto maturo del ciclo economico negli Stati Uniti) e politica. L'adattamento dei mercati alla svolta di politica monetaria può condurre a maggiore volatilità di cambi e tassi di interesse.

La crescita nei paesi emergenti è attesa in ulteriore, seppur contenuto, rafforzamento nel 2018. Nell'aggiornamento di gennaio del World Economic Outlook, il FMI prevede una crescita del PIL nell'anno in corso ancora in espansione, al 4,9% dal 4,7% stimato per il 2017. Il ciclo ha probabilmente raggiunto il picco in Asia, con un lieve rallentamento atteso in Cina bilanciato tuttavia da una previsione di accelerazione in India. Nelle economie emergenti esportatrici di materie prime dell'America Latina, dell'Africa Sud Sahariana e dell'area MENA è ora atteso un generalizzato rafforzamento della crescita, grazie al recupero dei corsi delle materie prime e all'allentamento della fase restrittiva delle politiche fiscali nei Paesi del Golfo.