

5 Novembre 2009

Osservatorio sulla congiuntura

Scenario macro, tassi e aggiornamento Bce

Area Research, Intelligence & Investor Relations

Il contributo sulle Economie Emergenti (EE) è a cura del Servizio Credito Controparti Estere



➤ Summary	pag. 3
➤ Quadro macro internazionale	pag. 4
➤ Area Euro	pag. 7
➤ Congiuntura italiana	pag. 6
➤ Paesi emergenti	pag. 8
➤ Commercio estero	pag. 9
➤ La riunione della Bce	pag. 10
➤ Previsioni tassi di interesse	pag. 11

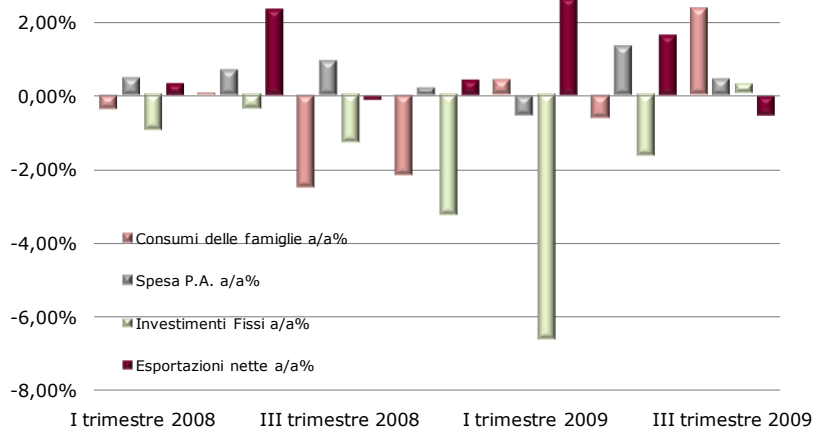


- Negli **Usa**, i dati relativi al **Pil** del terzo trimestre hanno registrato una crescita sostenuta (+3,5% t/t annualizzato, dal -0,7% del trimestre precedente). La crescita è spinta dal forte aumento dei **consumi privati**, che sono stati però positivamente influenzati dalle politiche fiscali di sostegno alla spesa intraprese dal governo. I dati relativi al **mercato del lavoro** mostrano un'ulteriore crescita della disoccupazione e salari stagnanti. Il graduale rientro delle politiche fiscali e monetarie espansive potrebbe penalizzare la crescita nei prossimi trimestri.
- In **area Euro**, i dati relativi ai principali indicatori anticipatori hanno registrato incrementi ma, non sono mancate indicazioni meno incoraggianti. L'indice **Pmi manifatturiero** di ottobre, in linea con le attese, è salito raggiungendo la soglia di 53 dal 51,1 di settembre, toccando così il livello massimo dal maggio 2008. In rialzo anche l'indice Ifo tedesco, mentre registra un calo inatteso lo Zew, a conferma che, malgrado i segnali di miglioramento, le imprese restano ancora incerte sulla situazione economica futura. Rimane negativa l'inflazione. La stima flash diffusa da Eurostat è di un -0,1% a/a per il mese di ottobre rispetto al -0,3% di settembre.
- In **Italia**, l'inflazione continua a rimanere sotto controllo, anche se prosegue una leggera tendenza all'accelerazione. La lettura preliminare diffusa dall'Istat mostra un'inflazione allo 0,3% a/a in ottobre, dal +0,2% di settembre. Contrastanti invece i dati sulla fiducia di imprese e famiglie diffusi dall'Isae. La fiducia delle imprese ad ottobre migliora, ma la situazione della produzione corrente registra un deterioramento. La fiducia dei consumatori registra ad ottobre una battuta di arresto, scendendo a 111,7 dai 113,6 di settembre.
- Nel World Economic Outlook di ottobre, il FMI ha rivisto in positivo le stime sull'andamento del PIL delle **economie emergenti (EE)**, prospettando per queste ultime un +1,7% ed un +5,1%, rispettivamente, nel 2009 e nel 2010. Si evidenziano divergenze tra paesi/aree geografiche con quella **asiatica che mostra la maggiore dinamicità**.
- Ad eccezione dell'Asia Meridionale e del Medio oriente, le altre aree mondiali stanno assistendo ad una stabilizzazione del **commercio estero** più che ad una ripresa, gettando ombre sulla sostenibilità della ripresa economica mondiale.
- Sia la **BoE** che la **Bce** hanno lasciato invariati i tassi di interesse. La BoE ha deciso di aumentare di 25 Mld di £ l'acquisto di bond, che vanno ad aggiungersi ai 175 Mld di acquisti già effettuati per sostenere l'economia. La Bce ha confermato la **stabilità delle aspettative di inflazione** ed una certa stabilizzazione nella crescita, anche se la cautela rimane d'obbligo, perché il quadro economico è ancora molto incerto. **L'exit strategy sarà discussa a dicembre.**

Quadro macro internazionale

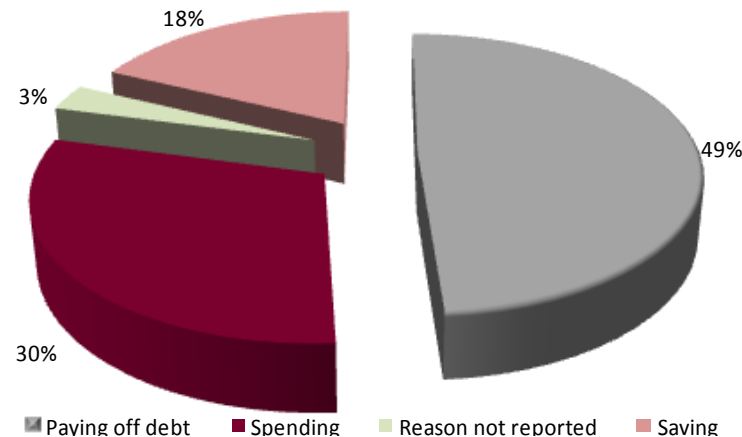


Usa: contributi alla domanda aggregata



Fonte: Bureau of economic analysis

Usa: modalità di utilizzo dei rimborsi fiscali



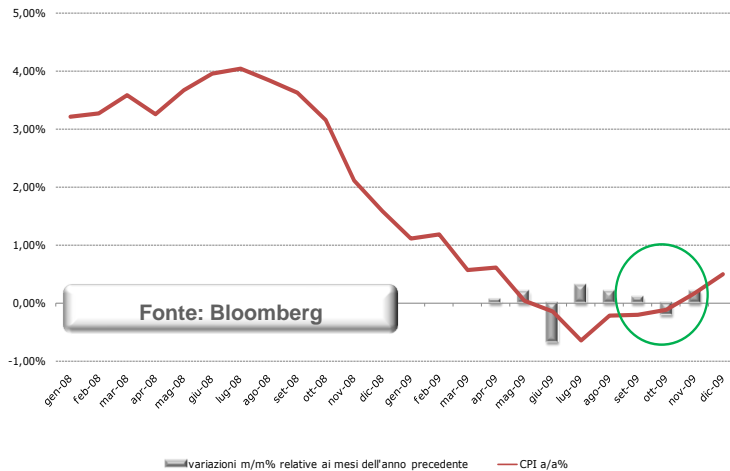
Fonte: ..Consumer Expenditure Survey

➤ In **Usa**, il **PIL** del III trimestre 2009 cresce più delle attese (+3,5% t/t annualizzato). Analizzando i contributi alla crescita delle componenti della domanda aggregata emerge che la spinta deriva quasi esclusivamente dai **consumi privati** (+2,36% dal precedente -0,62%). Positivo, seppur in rallentamento, il contributo della **spesa pubblica** (0,48% dal precedente 1,33%), mentre le **esportazioni nette tolgono alla crescita** lo 0,53%, a causa di un aumento delle importazioni maggiore di quello delle esportazioni. Evidenti gli **effetti positivi sui consumi delle politiche di incentivi fiscali adottate**. Si nota infatti che, al netto dei beni durevoli, la crescita del PIL scende al 2,03% e al 2,43% se si considera il dato dei consumi dei beni durevoli al netto della sola componente auto. **Rimangono ancora perplessità sull'auto-sostenibilità della ripresa**. Il **consumer spending** di settembre (-0,5%) sorprende negativamente dopo aver registrato un forte incremento nel mese precedente (+1,4%), mentre la **disoccupazione** continua a crescere ed i salari rimangono stagnanti. I prossimi trimestri, in concomitanza del graduale rientro delle politiche fiscali e monetarie espansive, saranno cruciali per capire la sostenibilità del recupero. Relativamente all'utilizzo dei rimborsi delle tasse, solo il 30% dei **tax rebates** ricevuti dalle famiglie si è tradotto in consumi, mentre quasi il 50% è stato destinato al pagamento di debiti pregressi.

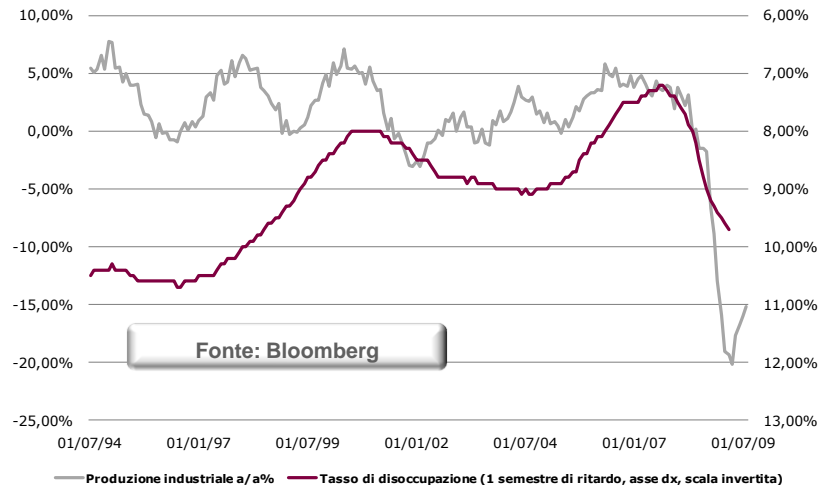
➤ In relazione ai **prezzi**, l'indice dei prezzi al consumo continua a denotare deflazione pur se il valore è in diminuzione rispetto al mese precedente (-1,3% da -1,4%); stabile l'inflazione al netto delle componenti volatili (all' 1,5% a/a).



Inflazione e CPI area Euro



Area Euro: produzione industriale e tasso di disoccupazione



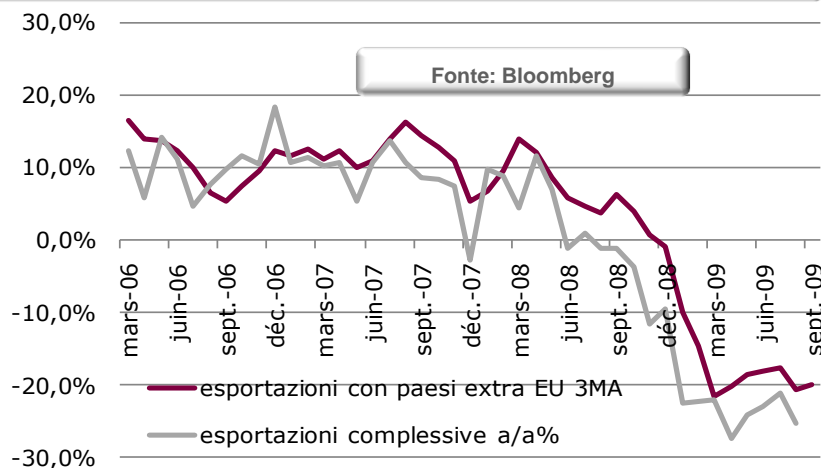
➤ In area Euro, si continua ad assistere ad un aumento della disoccupazione e ad un graduale miglioramento della produzione industriale. La **produzione industriale** di agosto è stata rivista al rialzo e ha fatto registrare un incremento dello 0,9% m/m, dallo 0,2% di luglio (anch' esso rivisto al rialzo); anche a livello tendenziale si registra un lieve miglioramento rispetto al dato precedente, ma la crescita del prodotto industriale rimane in territorio ampiamente negativo (-15,4%, da -15,9%). In accelerazione il Pmi manifatturiero, che sale a 53 per la prima volta in diciassette mesi, ma i segnali che giungono dagli indicatori anticipatori sono ancora contrastanti. In Germania, ad esempio, la sottocomponente prospettica dell'indice Zew di ottobre è scesa inaspettatamente a 56 da 57,7 e, lo Zew complessivo dell'Area Euro, registra un calo inatteso.

➤ Riguardo alla **dinamica dei prezzi**, la stima flash di Eurostat relativa al mese di ottobre è di -0,1% a/a dal -0,3% di settembre. Si prevede nell'ultimo trimestre dell'anno e nel 2010 un ritorno dell'inflazione, anche se su valori nel complesso modesti, a causa di effetti base negativi.

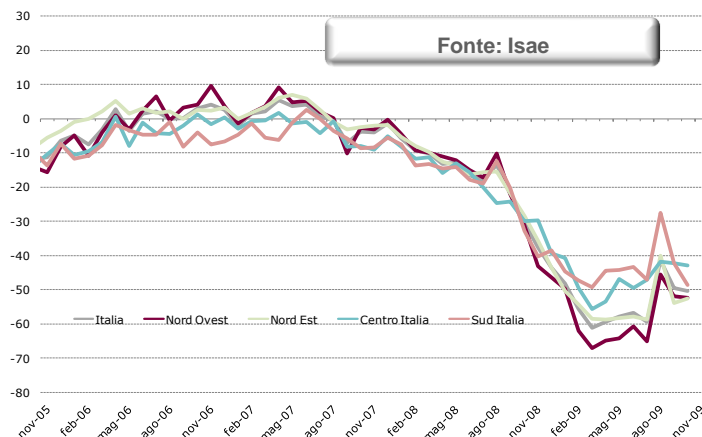
➤ A causa del deterioramento dei **conti pubblici**, Fitch abbassa il merito creditizio della **Grecia**, portandolo ad A- da A, mentre Moody's mette Portogallo e Grecia sotto osservazione per possibili downgrade.



Italia: esportazioni complessive ed extra EU



Indice fiducia Isae



➤ **In Italia**, dopo il dato di luglio, anche il dato relativo alla produzione industriale di settembre avvalorava l'ipotesi di un miglioramento nel terzo trimestre dell'anno, miglioramento che dovrebbe riflettersi anche sul dato relativo al Pil del terzo trimestre. Sembrano stabilizzarsi le esportazioni; in particolare migliorano, anche se i tassi di crescita si mantengono ampiamente negativi, le esportazioni extra EU in settembre.

➤ Relativamente ai **prezzi al consumo**, ad ottobre l'Istat ha fornito la stima preliminare della crescita dei prezzi al consumo, con un tendenziale che si è attestato al +0,3%, dal +0,2% del mese precedente.

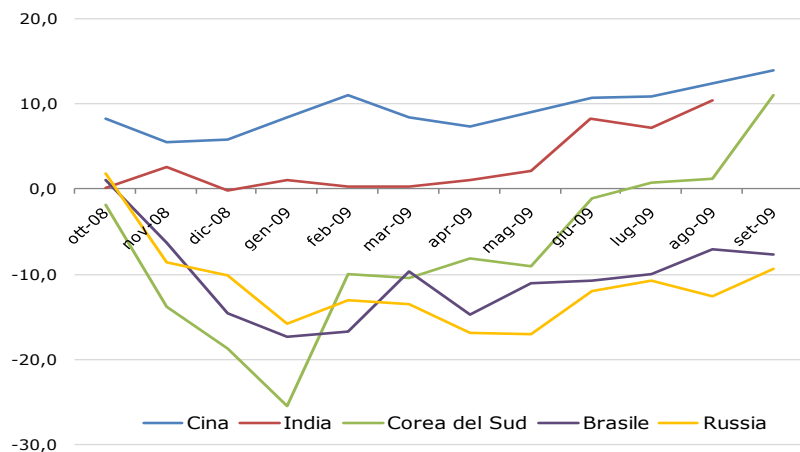
➤ Contrastanti **gli indicatori anticipatori**. L'indice relativo alla **fiducia delle imprese** diffuso dall'**Isae** ha mostrato ad **ottobre un recupero** basato su un miglioramento delle aspettative di produzione e degli ordinativi, mentre l'indice relativo alla produzione corrente scende. **La fiducia dei consumatori** registra ad ottobre una battuta di arresto (a 111,7, dal 113,6 di settembre), con un deterioramento per il secondo mese consecutivo delle prospettive relative al mercato del lavoro. Si conferma il rallentamento della dinamica inflazionistica corrente ed attesa, mentre peggiora il mercato immobiliare ed anche quello dell'auto. A settembre, le immatricolazioni di nuove auto hanno rallentato (a 7,6%, da 9,6% di agosto).

➤ La **Commissione Europea** ha diffuso le sue stime, attendendosi per l'Italia una flessione del 4,7% nell'anno in corso ed una crescita dell'1,4% per il 2010. Confermiamo la nostra attesa di -4,9% e di +0,4% rispettivamente.

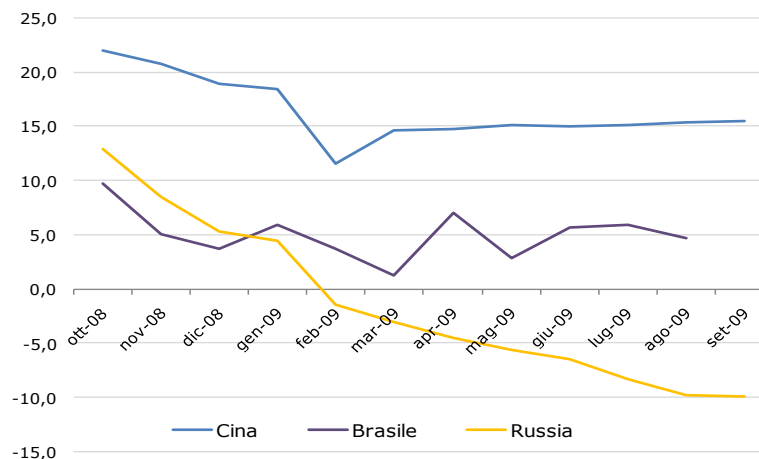
Paesi emergenti (1/2): indicatori macro positivi soprattutto per l'area asiatica



Produzione Industriale (variazioni % mensili - YoY)



Vendite al dettaglio (variazioni % mensili - YoY)



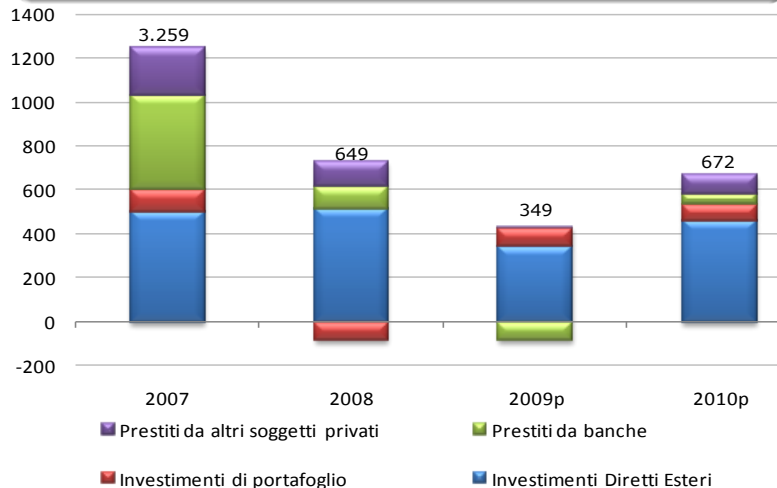
Elaborazione SCCE su dati Bloomberg

➤ Nel World Economic Outlook di ottobre, il FMI ha rivisto in positivo le stime sull'andamento del PIL delle economie emergenti (EE) prospettando per queste ultime un +1,7% ed un +5,1%, rispettivamente nel 2009 e nel 2010. Si evidenziano, comunque, divergenze tra paesi/aree geografiche con quella **asiatica che mostra la maggiore dinamicità**. Ciò è confermato dagli ultimi dati macro che attestano **un'accelerazione della crescita della produzione industriale** (v. Cina, India e Corea del Sud) nonché una **tenuta dei consumi** con le vendite al dettaglio, stabilizzatesi su tassi di incremento abbastanza sostenuti. Nel terzo trimestre il PIL cinese è aumentato in termini reali dell'8,9% a/a, mentre quello sud-coreano ha registrato un'espansione su base annua (+0,6%) dopo tre trimestri consecutivi di calo. **La prosecuzione di tale tendenza sta trovando conferma negli indicatori anticipatori**, con l'indice **PMI del settore manifatturiero** che in **Cina** (ma anche in **Brasile**, dove però il dato della produzione industriale a settembre è stato inferiore alle attese) ha continuato a crescere ad ottobre, **consolidandosi sopra quota 50**. **In Russia** invece, **l'indice si è ridotto** da 52 a 49,6, denotando, nonostante il dato sulla produzione industriale a settembre sia stato migliore delle attese, il perdurare di incertezze circa la sostenibilità della ripresa del paese (e dell'area dell'Est Europa in generale).

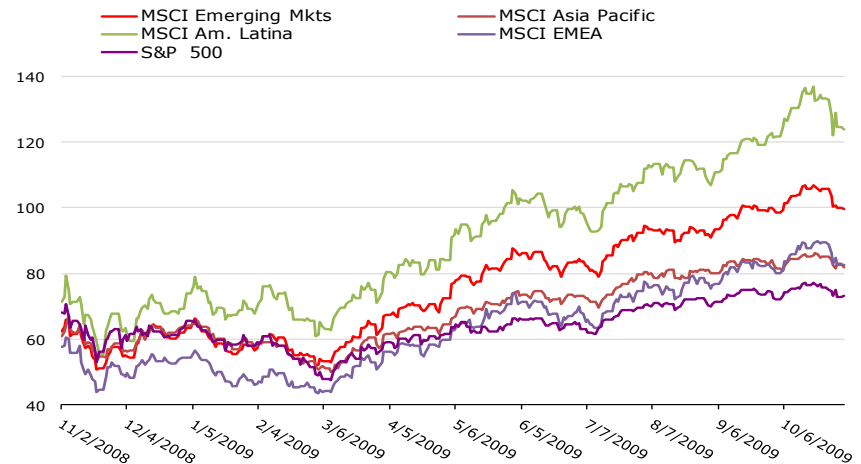
Paesi emergenti (2/2): correzione degli indicatori di mercato da metà ottobre



Flussi di capitali privati vs. EE (Usd mio)



S&P 500 vs. MSCI Emergenti (in Usd-01.01.07= 100)



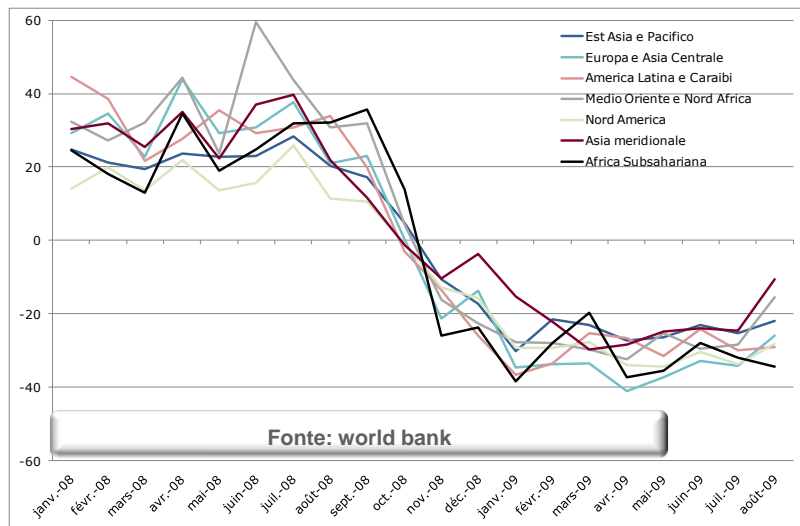
Elaborazione SCCE su dati IIF e Bloomberg

➤ L'interesse degli investitori privati vs. le EE, attratti da buone prospettive macro e da rendimenti relativamente elevati, in un contesto di ampia liquidità, si è rafforzato generando nel trimestre luglio-settembre un **consistente afflusso di capitali** che ha contribuito a compensare il crollo del primo trimestre. I dati diffusi da IIF a ottobre mostrano che tali flussi si sono indirizzati soprattutto **vs. i mercati azionari ed obbligazionari** (a fronte di un netto calo dei prestiti bancari, che in passato rappresentavano la maggiore componente) **e vs l'area asiatica e latino-americana**. Ciò si è tradotto in un forte **apprezzamento delle borse e delle valute** e, contestualmente, in una **riduzione degli indicatori di rischio** CDS e EMBI spread (questi ultimi scesi su livelli pre-fallimento Lehman). Tuttavia nelle ultime due settimane si riscontra **un'inversione di tendenza** interpretabile come il frutto della combinazione di diverse dinamiche: da un lato la **presa di profitto** da parte degli investitori sulle operazioni di *carry trade* sul dollaro, dall'altro la percezione che probabilmente le variabili finanziarie hanno corso troppo negli ultimi mesi, rispetto ai fondamentali macro. Ma si insidiano anche **incertezze sulle politiche** che potranno essere messe in atto dalle autorità delle EE (si veda la "Tobin Tax" introdotta in Brasile) **per contenere l'apprezzamento dei cambi** e/o un'eccessiva valutazione **degli assets finanziari**.

Focus: le evidenze del commercio estero



Esportazioni mondiali a/a%



Dry baltic index



➤ E' interessante analizzare l'andamento del **commercio mondiale** per capire se gli scambi stanno tornando a crescere in modo sostenuto, dopo la forte contrazione dei mesi passati (**-20%** rispetto al 2008). Il commercio mondiale rappresenta, infatti, uno dei principali motori della crescita ed un suo recupero rappresenterebbe un ottimo segnale per ipotizzare una crescita sostenuta e sostenibile nei prossimi mesi e non trainata soltanto dalle ingenti misure di sostegno pubblico e di politica monetaria. Dai dati a disposizione emerge che i segnali di recupero del commercio mondiale sono ancora molto modesti. Le variazioni tendenziali delle esportazioni mostrano come, **ad eccezione dell'Asia Meridionale e del Medio Oriente**, tutte le aree mondiali stiano assistendo ad una stabilizzazione del tasso di caduta più che ad un recupero, con variazioni che ad agosto si sono attestate tra il -21% ed il -34%, rimanendo in media con i dati 2009. **Il costo dei noli**, sintetizzato nel baltic dry index, che storicamente anticipa segnali di inversione del ciclo degli scambi internazionali, fino ad ottobre non ha registrato mutamenti significativi di tendenza. La crisi, oltre ad aver sensibilmente ridotto la domanda mondiale, potrebbe aver generato una crisi di fiducia che ha spinto i produttori ad essere più attenti nel dare credito alle loro controparti estere, con conseguente riduzione del **grado di apertura dei diversi paesi**. Inevitabile **l'effetto negativo sulla crescita di medio periodo**.



- La riunione della Bce di ottobre si è conclusa a tassi invariati (tasso di riferimento è rimasto all'1%). Nella conferenza stampa successiva alla riunione, Trichet ha dichiarato che le eccezionali misure per dare liquidità ai mercati non potranno essere mantenute per sempre. La Bce discuterà di eventuali modifiche delle misure in atto nella riunione di dicembre, ma ogni misura per drenare liquidità e garantire la stabilità dei prezzi sarà introdotta in modo molto graduale. Di seguito i principali punti dello statement:
- **Crescita**: il ciclo economico si sta stabilizzando, ma rimane ancora **molta incertezza**. Sebbene gli indicatori anticipatori segnalino un certo miglioramento della congiuntura economica ci sono alcuni dati, fra cui le vendite al dettaglio di settembre, che evidenziano ancora incertezza. I dati diffusi sono ancora volatili ed è necessaria estrema cautela nella loro interpretazione.
- **Inflazione**: malgrado l'attuale deflazione, nel medio termine la Bce si attende che l'inflazione si mantenga in territorio positivo e che l'evoluzione complessiva dei prezzi e dei costi rimanga moderata a causa del perdurante **ristagno della domanda**. Le **spinte sui prezzi rimangono quindi contenute** e le aspettative di inflazione sono stabilmente ancorate.
- **Conti pubblici**: i governi nazionali dovranno **consolidare i loro bilanci pubblici** non appena possibile, attenendosi ai dettami del patto di stabilità. Il ritiro degli stimoli fiscali rappresenterà un altro fattore di incertezza per la crescita nel 2010.
- Intanto la BoE ha lasciato invariati i tassi di interesse, ma ha deciso di aumentare di 25 Mld di £ l'acquisto di bond che vanno ad aggiungersi ai 175 Mld di acquisti già effettuati. La decisione di aumentare il limite del quantitative easing giunge dopo il report del 23 ottobre, che evidenziava una contrazione dell'economia anche nel terzo trimestre.



➤ L'estrema cautela emersa dallo statement della Bce dovrebbe mantenere elevata la domanda per i titoli obbligazionari su tutte le scadenze. Malgrado qualche pressione sui tassi, la pendenza della curva dovrebbe rimanere poco variata, vista l'estrema cautela con cui la Bce procederà ad invertire la politica monetaria. **Possibili temporanee tensioni soprattutto sui tassi a breve**, in concomitanza di qualche dato macro che spinga gli operatori ad ipotizzare l'implementazione dell'exit strategy da parte della Bce in tempi più brevi di quanto atteso. La delicata situazione congiunturale rimarrà, comunque, il fattore principale che guiderà la dinamica dei tassi nel trimestre in corso.

	Attuale	Tassi di fine periodo		Media del periodo	
		q4 2009	q1 2010	2009	2010
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,25%
Tassi Euribor 3M	0,72%	0,80%	0,80%	1,23%	1,15%
Tasso 2Y	1,33%	1,30%	1,35%	1,32%	1,65%
Tasso 10 Y	3,36%	3,30%	3,40%	3,17%	3,50%



This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions there from or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information.



Contacts

Head of Research Intelligence & IR

Alessandro Santoni

Research e Intelligence

Stefano Cianferotti
Email: stefano.cianferotti@banca.mps.it
Tel: +39 0577-294591

Investor Relations

Elisabetta Pozzi
Email: elisabetta.pozzi@banca.mps.it
Tel: +39 0577-293038

Macroeconomia e Congiuntura

Lucia Lorenzoni - Giuseppe Fontana

Rating e Debito

Simone Maggi - Paola Fabretti

Mercati Creditizi

Marcello Lucci – Antonella Rigacci – Raffaella Stirpe

Distretti e Territori

Pietro Ripa – Giuseppe Alfano

Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni
Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it
Tel: +39 0577-293753

Si ringraziano per il prezioso contributo Ilaria Petraglia e Giovanni Rossi .



**MONTE
DEI PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472

www.mps.it