

04 Settembre 2009

Osservatorio sulla congiuntura e Aggiornamento BCE

Scenario macro e tassi

Area Research, Intelligence & Investor Relations

 Key Points	p.3
 Quadro Macro e Internazionale	p.5
 Le Prospettive di Crescita e l’Inflazione Attesa	p.8
 La BCE	p.10
 Previsioni dei Tassi	p.11

❑ In **Usa** sia i **dati macro** che le **dichiarazioni del capo della Fed Bernanke** hanno confermato come **la fase di contrazione più marcata dell'economia sia ormai alle spalle**. Importante adesso sarà **la tempistica e la natura della ripresa** in una fase in cui l'economia statunitense è abbondantemente al di sotto del suo output potenziale. Rimangono ancora **forti dubbi sulla sostenibilità della crescita**, soprattutto dopo i dati sul Pil del secondo trimestre 2009, che mostrano come il **rimbalzo sia da imputare esclusivamente alla spesa pubblica** e ad un miglioramento della bilancia commerciale dovuto **al forte calo delle importazioni**.

❑ In **area Euro** sia **gli indicatori anticipatori** che i **dati sul Pil relativi al II trimestre 2009** hanno **sorpreso positivamente le attese di mercato**. L'avversa fase congiunturale si avvia ad una stabilizzazione, ma sebbene non siano ancora disponibili i dati sul Pil stimiamo che il **maggior contributo positivo** sia giunto da un miglioramento del saldo con l'estero a causa del **calo delle importazioni**, così come avvenuto in Germania dove il dettaglio dei dati è già disponibile. Segnali di moderato ottimismo per quanto riguarda gli ordinativi e le attese di produzione, ma per adesso la ripresa degli investimenti e dei consumi sembra lontana sia a causa di un **forte aumento della capacità produttiva inutilizzata** sia a causa delle **difficoltà nel mercato del lavoro**.

❑ In **Cina**, in netto **miglioramento gli indicatori anticipatori**, stabili i dati relativi alla crescita. Il Chairman della principale banca Cinese ha pubblicamente detto che c'è una *asset bubble* in Cina determinata dall'eccesso di liquidità fornita dalle banche; le autorità spingono per un aumento dei requisiti patrimoniali delle banche, decisione che sta pesando sui listini.

❑ Malgrado il migliorato clima di fiducia, sostenuto dagli ingenti stimoli fiscali messi in atto dai governi delle principali economie mondiali, nell'ultimo mese **i tassi di mercato sia in Area Euro che in Usa sono tornati a scendere** su tutta la curva. L'attenzione adesso è sulla tempistica di attuazione della exit strategy. Tempi di uscita più brevi delle attese potrebbero generare il timore che venga a mancare il sostegno alla ripresa mondiale, ripresa che fino ad ora è chiaramente spinta dalle misure di stimolo all'economia. Per contro, un eccessivo utilizzo delle politiche di stimolo rischia di avere effetti negativi su inflazione e tassi minando l'atteso recupero della domanda. Chiarimenti in tal senso giungeranno dalla riunione delle autorità monetarie e dei ministri dell'economia del 4-5 settembre prossimo.

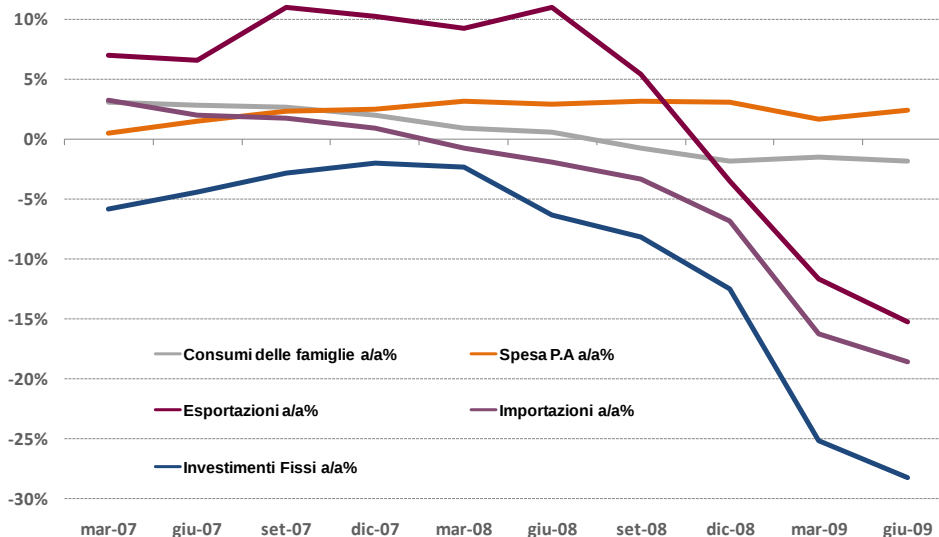
❑ Intanto la **Bce**, in occasione della consueta riunione di inizio mese, ha lasciato **invariato il costo del denaro** (tasso di riferimento all'1%, tasso sui depositi allo 0,25% e all'1,75% sulle operazioni di rifinanziamento marginale) in linea con le attese del mercato, ribadendo che vi sono **crescenti segnali di stabilizzazione dell'economia** e che **l'inflazione**, ancora negativa ad agosto, **tornerà positiva nei prossimi mesi**.

❑ Per il mese di settembre ci attendiamo **tassi di mercato in moderata flessione** fino alla fine del trimestre in corso (tasso decennale area Euro al 3,20% a fine periodo), con il tasso Euribor che potrebbe toccare nuovi minimi su tutte le principali scadenze.

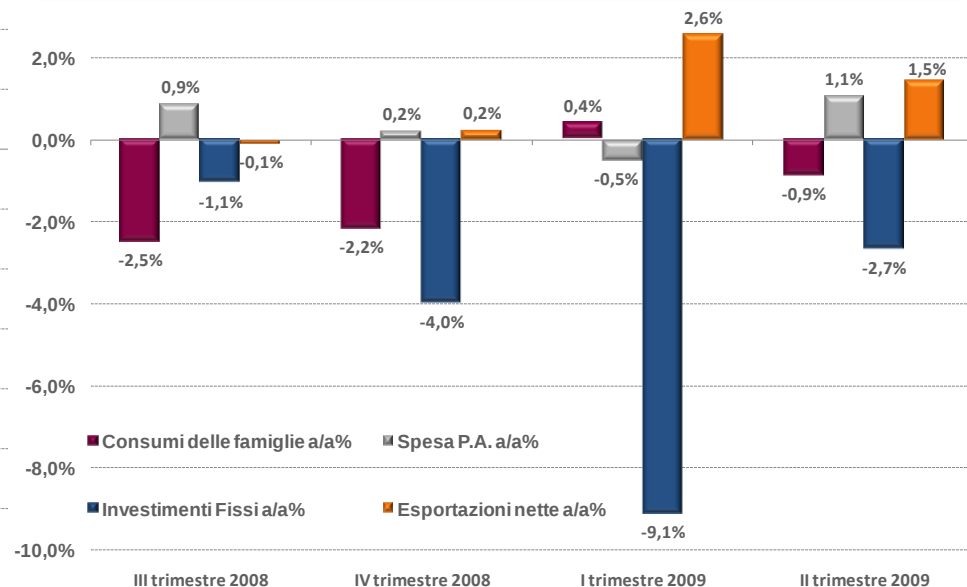
❑ **Non escludiamo la possibilità che nell'ultimo trimestre dell'anno si assista ad un moderato rialzo dei tassi di interesse** con gli operatori che anticiperanno una ripresa economica più marcata di quanto finora previsto, a meno di sorprese sulla tempistica della *exit strategy* che sarà decisa dalle principali economie mondiali oppure di nuove preoccupazioni sullo stato di salute delle banche statunitensi.

Il Pil Usa ed il peso della spesa pubblica

Componenti della domanda USA: variazioni tendenziali...



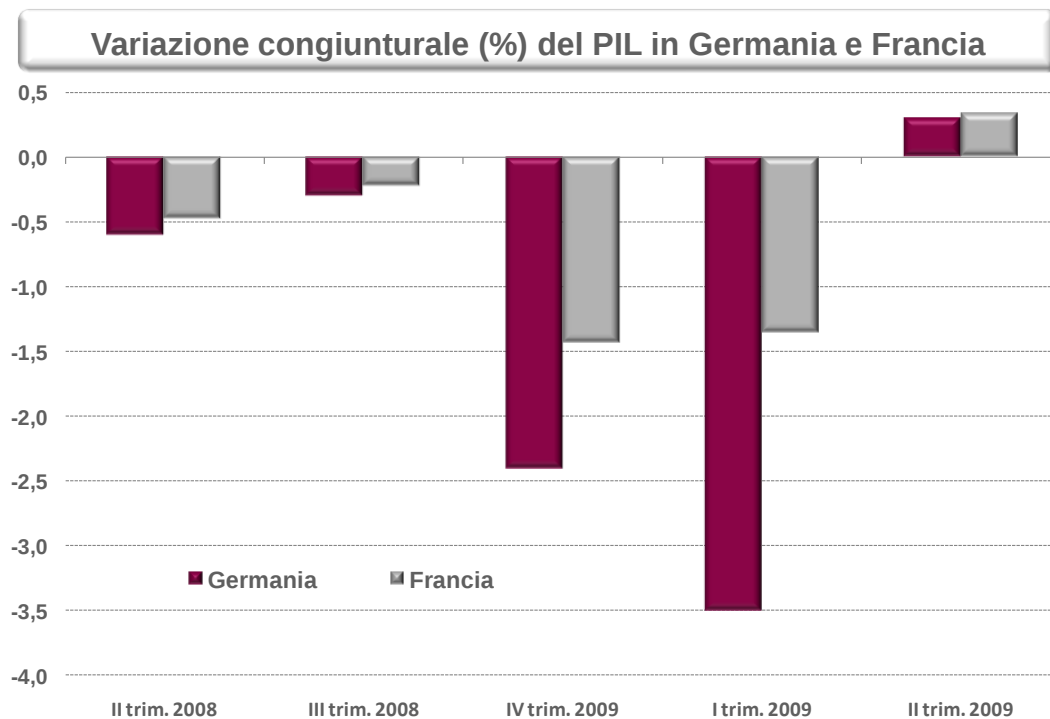
... e contributi alla crescita del PIL



Elaborazioni Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

□ A fronte di un calo dello 0,3% t/t, il Pil del secondo trimestre 2009 è sceso del 3,9% a/a, dal -3,3% a/a del primo trimestre. In occasione della diffusione dei dati l'ufficio statistico ha **rivisto fortemente al ribasso il dato del primo trimestre 2009**. All'interno **della domanda aggregata non c'è stata nessuna voce con contributo positivo se non la spesa governativa** (la spesa per consumi del governo è cresciuta del 10,9% in termini reali e la spesa per la difesa nazionale è aumentata del 13,3%). **Deludono invece i consumi delle famiglie e continua ad aumentare il tasso di risparmio in percentuale del reddito disponibile** salito al 5,2% dal 4,0% nel primo trimestre. Le stesse indicazioni emergono dai contributi alla crescita t/t annualizzati che risultano tutti negativi ad eccezione della spesa delle famiglie in servizi (+0,4%), delle esportazioni nette grazie al **forte calo delle importazioni** (-15,1 t/t annualizzato) e **del consumo pubblico** (+1,2%). Ci attendiamo una **prosecuzione della fase di stabilizzazione dell'economia Usa, con un ulteriore miglioramento del Pil sia nel terzo che nel quarto trimestre dell'anno** a causa, non solo degli **effetti delle politiche fiscali e monetarie espansive**, ma anche di un **effetto base particolarmente negativo**. La tendenza potrebbe invertirsi dalla primavera del 2010.

Area Euro: il Pil sorprende in positivo ma la domanda interna, al netto della spesa pubblica, è ancora debole

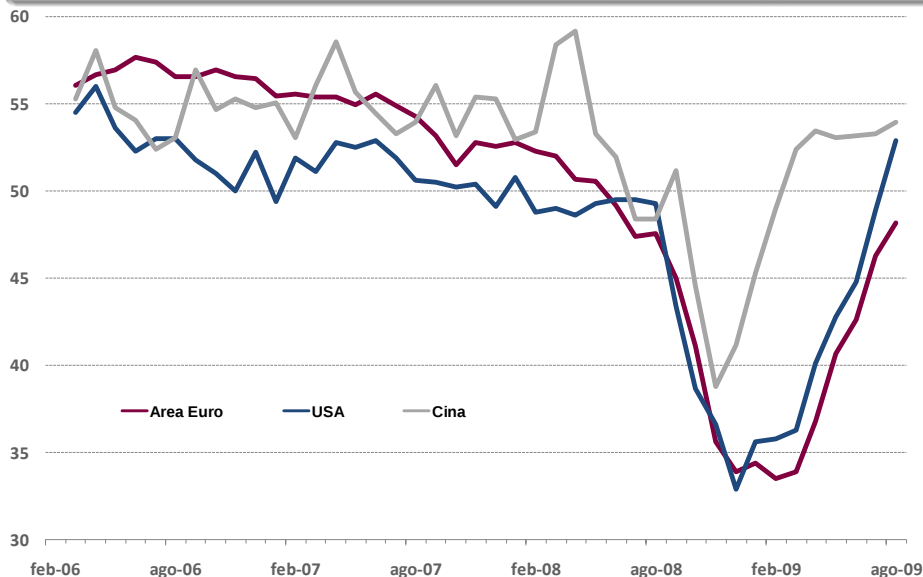


Elaborazioni Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

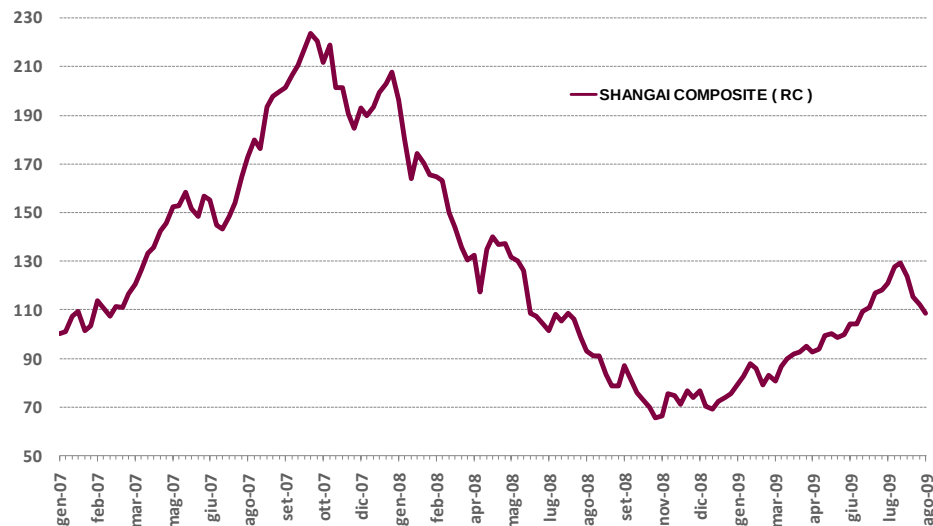
□ In area Euro sorprendono i dati relativi al **Pil tedesco e francese** del secondo trimestre 2009 che mostrano un incremento dello 0,3% t/t. Il dato tedesco (l'unico disponibile in disaggregato) mostra però il **forte contributo** che la **spesa pubblica** ha avuto sul Pil sia direttamente (+0,4% t/t) che indirettamente, attraverso i consumi delle famiglie (+0,7% t/t). Infatti, il dato dei **consumi privati, al netto della sottocomponente relativa all'acquisto di autoveicoli**, mostra un **calo dell'1% a/a**. In **Italia**, invece, anche il dato aggregato del Pil del secondo trimestre dell'anno è sceso dello 0,5% t/t. Qualora, in occasione della diffusione delle sottocomponenti della domanda aggregata, la variazione risultasse peggiore del -0,5%, le stime di Pil attualmente al -4,9% sarebbero riviste al ribasso. Il dato italiano dovrebbe comunque evidenziare un miglioramento del contributo estero a seguito del forte calo delle importazioni. La spesa per consumi delle famiglie e gli investimenti invece non dovrebbero aver subito inversioni di tendenza, rispetto al trimestre precedente, a causa delle **difficoltà del mercato del lavoro e di un'elevata capacità produttiva inutilizzata**.

Cina: in netto miglioramento gli indicatori anticipatori ma la borsa delude

PMI manifatturiero: Area Euro, USA e CINA



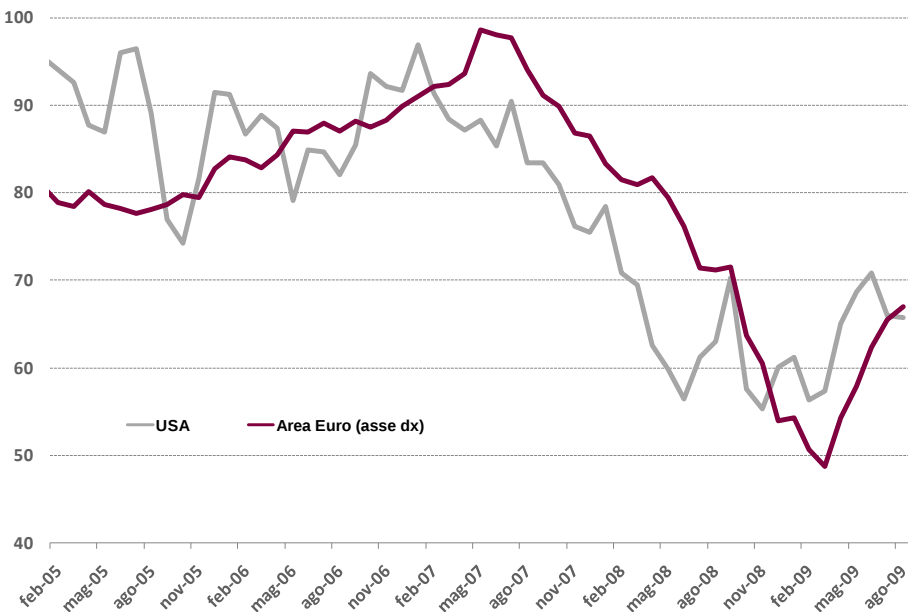
Indice azionario di Shanghai Prezzi di chiusura settimanali (base 05/01/2007=100)



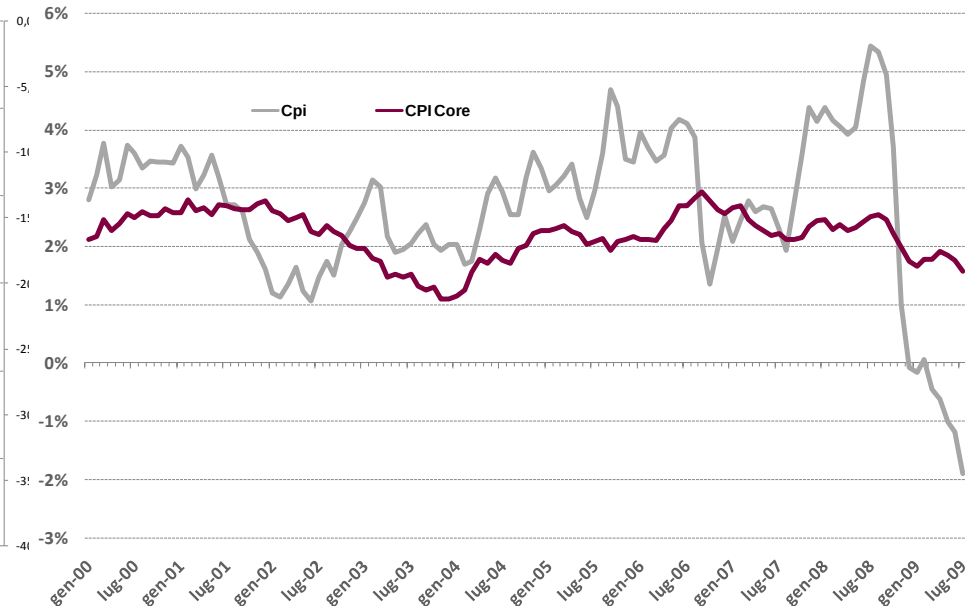
Elaborazioni Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

☐ In **Cina** sono in deciso recupero gli indicatori anticipatori. Il **Pmi del settore manifatturiero** ad agosto è **salito** a 54 toccando i massimi degli ultimi sedici mesi. In forte miglioramento la sottocomponente nuovi ordinativi e la sottocomponente relativa alla produzione, dati che dovrebbero anticipare un rafforzamento della produzione industriale nei prossimi mesi. Intanto la produzione industriale di luglio (+10,8% a/a) rimane stabile rispetto a giugno ma in ripresa rispetto al minimo relativo di aprile (+7,5%). **In calo la borsa di Shanghai** che nel mese di agosto ha perso il 21,8%. Il Chairman della principale banca Cinese ha pubblicamente riconosciuto l'esistenza di una *asset bubble* in Cina determinata dall'eccesso di liquidità fornita dalle banche; le autorità spingono per un aumento dei requisiti patrimoniali degli istituti creditizi, decisione che sta pesando sui listini.

Indici di fiducia dei consumatori in USA e Area Euro

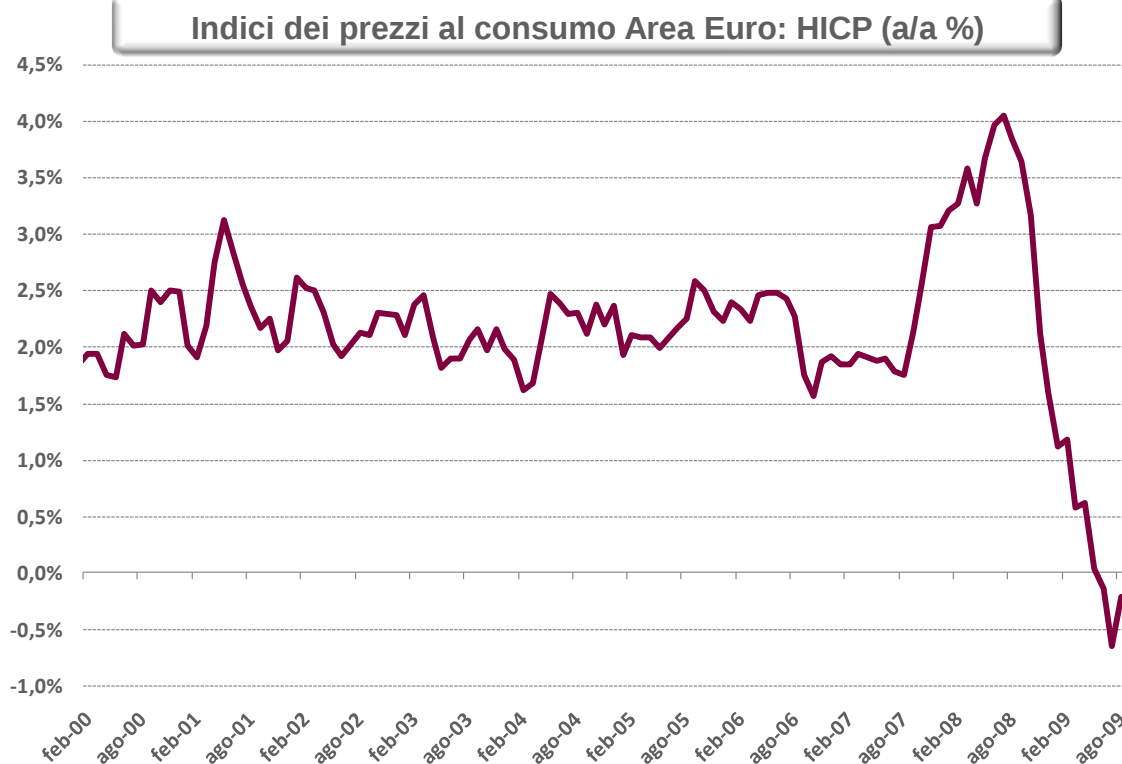


Indici dei prezzi al consumo USA: CPI e CPI Core (a/a %)



Elaborazioni Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

■ In sensibile **miglioramento** la **fiducia delle imprese industriali**. In **Usa** gli indici dei direttori di acquisto mostrano un'evidente ripresa. **Meno marcato** invece il **recupero della fiducia dei consumatori** penalizzata anche dal continuo aumento del tasso di disoccupazione. A luglio il tasso di disoccupazione è leggermente sceso (al 9,4%, dal 9,5%), ma solo a causa della diminuzione di coloro che continuano a cercare lavoro. Ci attendiamo un modesto miglioramento congiunturale del Pil statunitense, già a partire dalla seconda metà del 2009, con un calo annuale del 2,9% a/a rispetto al -4,6% atteso per l'area Euro. L'inflazione continua a scendere (-1,9% a/a, dal -1,2% a/a di giugno), ma la tendenza dovrebbe invertirsi negli ultimi quattro mesi dell'anno. Ci attendiamo il tasso medio di inflazione al -0,8% nel 2009 dal +3,8% del 2008. In rallentamento anche l'inflazione *core* (calcolata al netto dell'energia e degli alimentari), seppur positiva (all'1,6% dall'1,7% di giugno).



Elaborazioni Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

■ Anche in **Area Euro migliora** sensibilmente **la fiducia delle imprese industriali**. Gli indici dei direttori di acquisto soprattutto del settore manifatturiero, mostrano un buon incremento di produzione ed ordinativi. Meno marcato invece il recupero della **fiducia dei consumatori** penalizzata anche in questo caso dal mercato del lavoro. In area Euro a luglio il **tasso di disoccupazione** è salito al 9,5%, raggiungendo il massimo da oltre 10 anni. Secondo nostre stime, il dato è destinato a crescere ancora almeno fino alla fine dell'anno in corso. L'elevato tasso di disoccupazione ed un'inflazione ancora negativa (-0,2% a/a l'inflazione dell'area Euro ad agosto) continueranno ad impattare negativamente sulla spesa per consumi delle famiglie. Ci attendiamo un calo della spesa per consumi privati del -3,5% nel 2009 con un modesto miglioramento per il 2010 (-0,7%).

La riunione della Bce: principali punti dello statement

Nella conferenza stampa successiva alla riunione del 3 settembre della Banca Centrale Europea, Trichet ha ribadito che l'attuale livello dei tassi rimane appropriato. La riunione della Bce si è conclusa a tassi invariati: il **tasso di riferimento è rimasto all'1%**, mentre il tasso sui depositi e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale restano fermi rispettivamente allo 0,25% e all'1,75%.

❑ **Crescita:** Trichet ha confermato che i **segnali di stabilizzazione dell'economia dell'Eurozona stanno aumentando**; la **fase di ripresa sarà tuttavia molto graduale**, mentre **incertezza e volatilità restano** assai **elevate**. L'Area Euro dovrebbe beneficiare di un recupero delle esportazioni, oltre che degli importanti stimoli macroeconomici messi a punto dalle autorità e delle misure intraprese fino a questo momento per restaurare il funzionamento del sistema finanziario; nei prossimi mesi, inoltre, dovrebbe contribuire positivamente alla crescita produttiva anche il ciclo delle scorte di magazzino. **Gli economisti della BCE hanno rivisto al rialzo le previsioni trimestrali di crescita del PIL:** la stima centrale per il 2009 è passata al -4,1% a/a, dal -4,6% indicato a giugno; per il 2010 la stima centrale torna invece positiva (+0,2%) dallo 0,0% precedente. La "forchetta" individuata nelle *staff projections* è compresa, per l'esattezza, tra il -5,1 e il -4,1% nel 2009 e tra il -0,5% e il +0,9% nel 2010.

❑ **Inflazione:** secondo l'ultima stima flash il tasso di inflazione di agosto sarebbe stato leggermente negativo. Tuttavia, secondo la BCE, il calo è stato favorito soprattutto dall'effetto base indotto dall'eccezionale crescita dei prezzi delle materie prime nel 2008; il **tasso d'inflazione dovrebbe** quindi **tornare leggermente positivo nell'imminente futuro**. **Gli economisti della BCE hanno leggermente elevato le proprie previsioni di inflazione per i prossimi mesi:** per il 2009 si aspettano adesso un tasso di inflazione compreso fra il +0,2% e il +0,6%; la stima centrale è quindi tornata al +0,4%, già previsto ad inizio anno, contro il +0,3% indicato a giugno. La nuova "forchetta" individuata per l'inflazione nel 2010 è invece ricompresa fra il +0,8% e il +1,6% (stima centrale al +1,2% dal precedente +1,0%).

Previsioni tassi d'interesse

	Attuale	Tassi di fine periodo		Media del periodo	
		q3 2009	q4 2009	2009	2010
Tasso riferimento Bce	1,00%	1,00%	1,00%	1,23%	1,25%
Tassi Euribor 3M	0,81%	1,00%	1,00%	1,19%	1,30%
Tasso 2Y	1,21%	1,25%	1,40%	1,32%	1,75%
Tasso 10 Y	3,26%	3,20%	3,30%	3,17%	3,50%
Tasso Swap 2Y	1,75%	1,60%	1,65%	1,65%	1,75%
Tasso Swap 10Y	3,46%	3,35%	3,45%	3,40%	3,65%

** il tasso di riferimento BCE degli anni 2009 e 2010 è quello di fine periodo*

Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

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 therefrom 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

Investor Relations

Elisabetta Pozzi

Macroeconomia e Congiuntura

Lucia Lorenzoni - Giuseppe Fontana

Rating e Debito

Simone Maggi - Paola Fabretti

Mercati Creditizi

Marcello Lucci - Antonella Rigacci - Raffaella Stirpe – Claudia Ticci

Distretti e Territori

Pietro Ripa - Giuseppe Alfano

Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it

Tel: +39 0577-294591

Si ringrazia Marco Frigerio per la preziosa collaborazione alla realizzazione del report.



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

www.mps.it