

22 Luglio 2009

# Osservatorio sulla congiuntura

## Scenario macro e tassi

Area Research, Intelligence & Investor Relations



<b>□ Summary</b>	<b>pag. 3</b>
<b>□ Quadro Macroeconomico Internazionale</b>	<b>pag. 5</b>
<b>□ Produzione Industriale e Pil</b>	<b>pag. 6</b>
<b>□ Indicatori Anticipatori</b>	<b>pag. 7</b>
<b>□ Inflazione</b>	<b>pag. 9</b>
<b>□ La Riunione della Bce</b>	<b>pag. 10</b>
<b>□ Le Attese su Tassi, Crescita e Inflazione</b>	<b>pag. 12</b>
<b>□ Il Pensiero del Mese</b>	<b>pag. 14</b>



□ Nelle ultime settimane sia i dati macro che le notizie giunte dal fronte societario hanno confermato l'ipotesi che la fase di contrazione più marcata dell'economia sia ormai alle spalle ma che l'atteso recupero sarà molto graduale, a causa di una domanda di consumo che rimarrà modesta per tutto il 2009. In particolare si evidenzia:

- **In Cina la crescita del Pil è stata migliore delle attese** grazie soprattutto al sostegno pubblico: il dato è stato trainato al rialzo dalla componente relativa agli investimenti pubblici (+35,9% a/a), mentre il surplus commerciale continua a contrarsi, malgrado la forte flessione delle importazioni (-20,2% a/a);

- **In Usa ed in area Euro alcuni indicatori anticipatori hanno deluso le attese:** la fiducia dei consumatori statunitensi è tornata a scendere a giugno, con un calo sia della situazione corrente che di quella prospettica; in area Euro l'Indice Zew si attesta a luglio a 39,5, dato peggiore delle attese (44,0) e in calo rispetto a giugno (42,7). L'indice di fiducia delle imprese sale nel mese di giugno ma mostra alcune flessioni nelle sue sottocomponenti; in particolare la fiducia del comparto delle vendite al dettaglio scende (a -16 dal -14 di maggio) ed il dato relativo al settore costruzioni rimane stabile sui livelli minimi (-34).

- **In area Euro prosegue il calo dei prezzi al consumo ed alla produzione:** in area Euro l'indice dei prezzi al consumo dovrebbe continuare a contrarsi anche a luglio su base tendenziale (stimiamo l'inflazione al -0,2% in agosto); la deflazione sta interessando anche la Cina (-1,7% a/a, dal -1,4% di maggio), mentre negli Usa il dato di riferimento, ovvero quello depurato dalle componenti più volatili quali prezzi dei beni alimentari e materie prime, rimane positivo ma rallenta (+1,7% a/a, dal +1,8% di maggio);

- **le trimestrali statunitensi sono migliori delle attese ma le aziende sono ancora in perdita** e le banche nella maggior parte dei casi devono accantonare a riserva quote crescenti di utili.



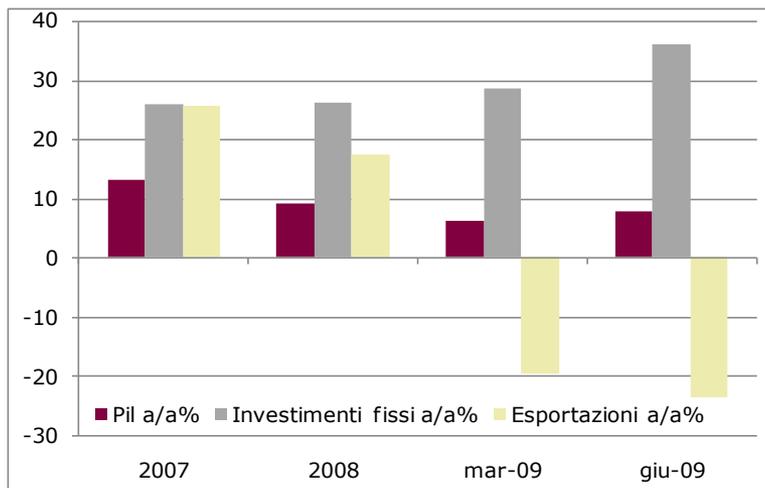
□ Nei prossimi mesi, **gli ingenti stimoli fiscali messi in atto dai governi delle principali economie mondiali, uniti ad un deterioramento del mercato del lavoro**, peseranno sulle scelte dei consumatori. Ci attendiamo quindi **un aumento del tasso di risparmio a scapito dei consumi privati**. I piani di consumo delle famiglie saranno penalizzati anche dal **calo dei prezzi al consumo**, rallentando i tempi dell'attesa ripresa. Non escludiamo comunque che a fine 2009 - inizio 2010, causa effetti base favorevoli, i dati relativi alla crescita sia in area Euro che negli Usa possano essere migliori di quanto anticipato, senza escludere però un ulteriore rallentamento nella seconda metà del 2010. **Stimiamo una crescita del Pil in area Euro nel 2009 al -4,6% a/a e nel 2010 al +0,5% a/a.**

□ Sotto tali ipotesi e tenendo conto che anche nei prossimi mesi continuerà il sostegno alla crescita da parte dei governi nazionali 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), senza escludere la possibilità di un ulteriore taglio del tasso di intervento da parte della **Bce** (il tasso Euribor ad un mese quota già allo 0,57%). Tale ipotesi è in linea con l'ultima dichiarazione rilasciata **dal capo della Fed Bernanke** secondo cui, sebbene la situazione macroeconomica stia migliorando, la politica monetaria rimarrà accomodante per un periodo di tempo sufficientemente lungo da consentire una stabilizzazione della situazione economica.

□ **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 anticipato.



Cina: Pil e investimenti fissi

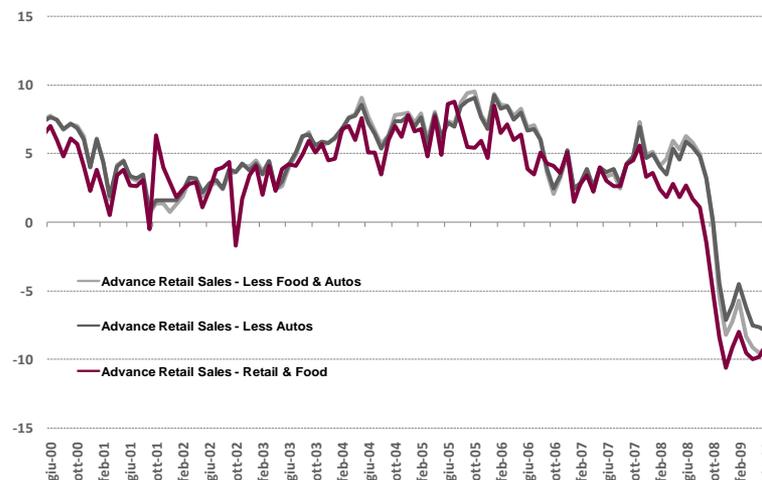


Fonte: NBS e Ceic

Il **Pil cinese** nel secondo trimestre 2009 sorprende positivamente (+7,9% a/a dal +6,1% a/a del primo trimestre) ma la crescita è trainata dagli investimenti fissi (+35,9% a/a) sostenuti dal forte incremento della spesa in infrastrutture conseguente alle misure di stimolo fiscale. Il surplus commerciale continua a contrarsi a causa di una flessione delle esportazioni (-23,5% a/a) più marcata del calo delle importazioni (-20,2%).

In Usa il recupero delle **vendite al dettaglio statunitensi** di giugno ha beneficiato delle vendite di auto sostenute dagli incentivi statali, mentre il dato depurato da tale componente registra un ulteriore rallentamento.

Usa: vendite al dettaglio (a/a %)

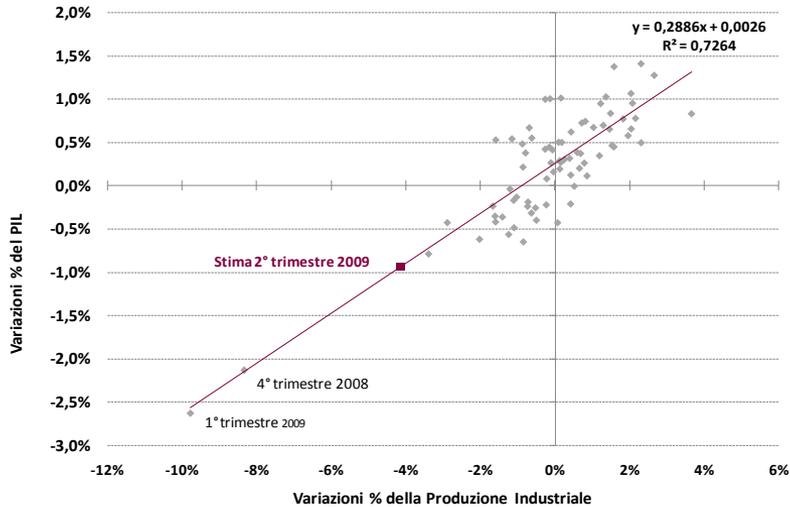


Fonte: Bloomberg

# La produzione industriale rallenta il calo



Italia: PIL t/t% e Produzione industriale t/t%

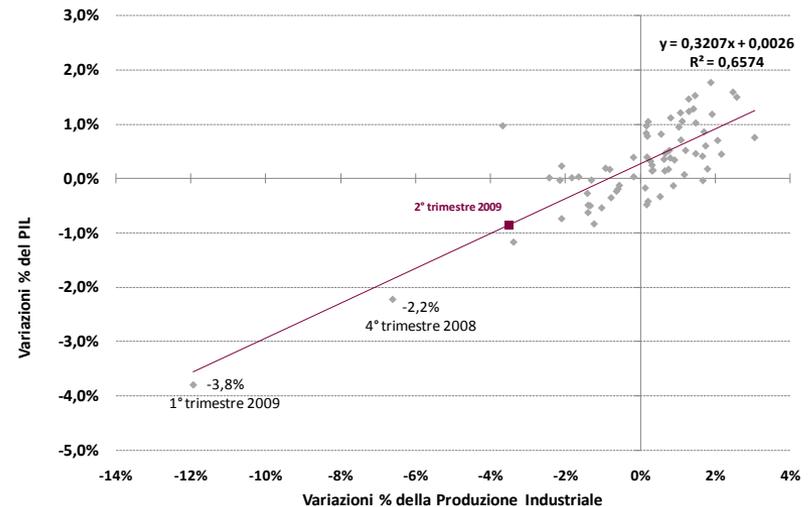


Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Istat

Proiettando i dati disponibili sul trimestre si ottengono delle variazioni trimestrali del Pil italiano e tedesco ancora negative, ma in netto miglioramento rispetto al 4° trimestre 2008 ed al 1° trimestre 2009, come evidenziato dai punti in rosso nei grafici. Nel 2° trimestre ci attendiamo il Pil italiano in calo dello 0,7% t/t, dal -2,6% del 1° trimestre ed il Pil tedesco in flessione dello -0,9% t/t, dal -3,8%.

Nel secondo trimestre dell'anno, gli ultimi dati disponibili relativi alla produzione industriale in Italia e Germania sono coerenti con una variazione del Pil dell'area Euro su base trimestrale di entrambi i paesi in rallentamento meno marcato.

Germania: PIL t/t% e Produzione Industriale t/t%

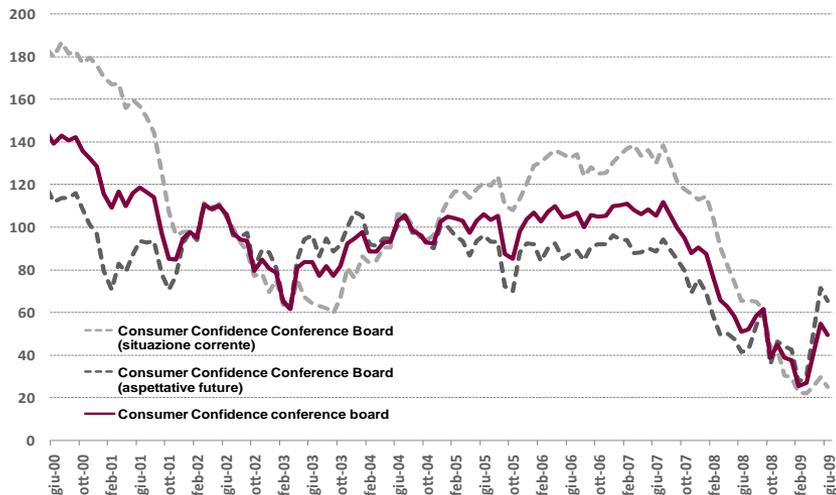


Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Eurostat

# Indicatori anticipatori: ottimismo moderato



## Indice di fiducia dei consumatori USA: situazione corrente e aspettative future

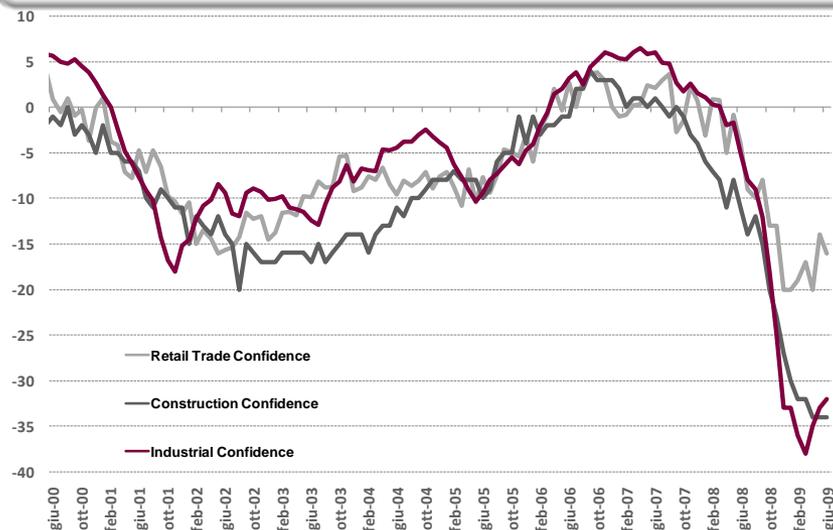


Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

□ In area Euro a giugno **l'indice di fiducia economico**, che comprende sia i giudizi delle imprese che dei consumatori, continua a migliorare anche se la sottocomponente relativa al commercio al dettaglio scende e quella del comparto costruzioni rimane invariata sui minimi storici. In crescita, sebbene a tassi più moderati, la fiducia industriale.

□ La **fiducia dei consumatori statunitensi** a giugno mostra un calo dell'indice. La flessione riguarda sia la componente prospettica che la situazione corrente. Interessante notare come il rialzo dei mesi precedenti sia da imputare principalmente al recupero delle aspettative.

## Economic Sentiment per l'Area Euro (saldi percentuali)

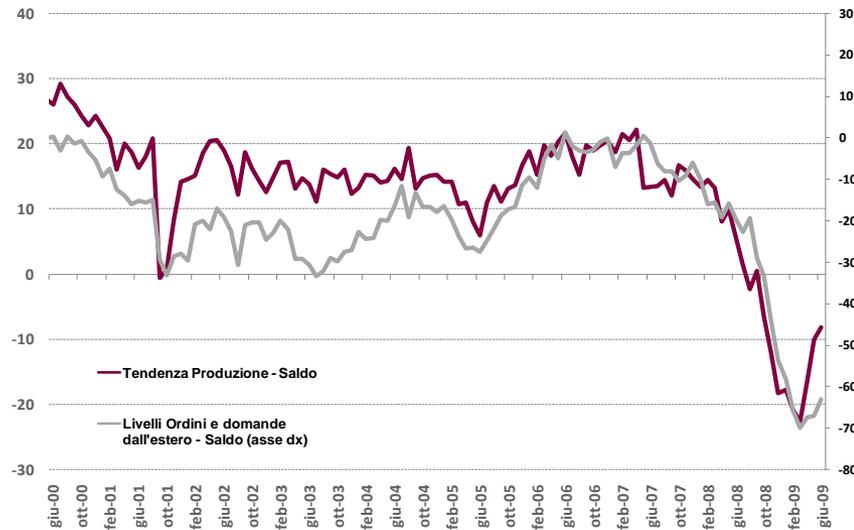


Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

# Italia: gli indicatori anticipatori



Indice ISAE: aspettative di produzione a tre mesi e giudizi su livello di ordini e domanda dall'estero (saldi destagionalizzati)



Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati ISAE

La **fiducia dei consumatori** italiani in giugno segna una moderata crescita, da 104,9 a 105,4 sui **valori più elevati dal dicembre del 2007**. In lieve flessione invece le opinioni sulla situazione personale (da 119,3 a 119,1), che rimangono comunque superiori alla media dell'ultimo anno.

In Italia, la **fiducia delle imprese continua a migliorare** trainata al rialzo soprattutto dalle aspettative di produzione mentre la sottocomponente degli ordinativi esteri migliora ma a ritmi più modesti.

Indice ISAE: clima di fiducia dei consumatori (dati destagionalizzati)

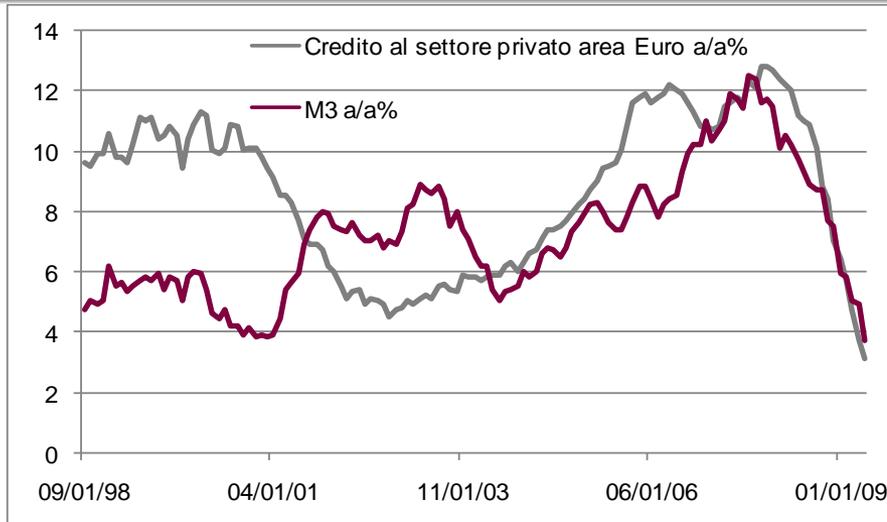


Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati ISAE

# Offerta di moneta ed inflazione



## Area Euro: credito al settore privato ed offerta di moneta

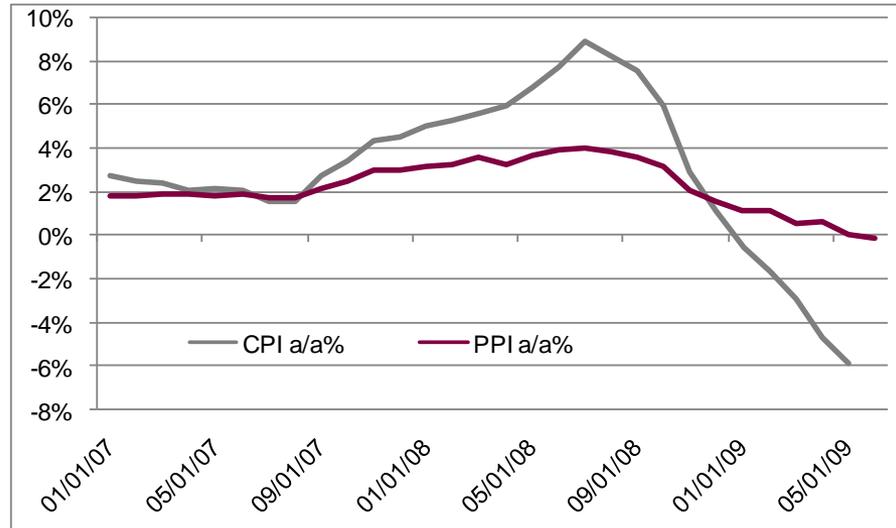


Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati BCE

□ In **calo sia i prezzi al consumo** (-0,1% a/a per il mese di giugno, dallo 0,0% a/a di maggio) **che alla produzione** (-5,8% a/a a maggio, dal -4,6% di aprile). Anche il dato al netto della componente energetica rimane fortemente negativo (-2,9% a/a). Causa effetti base favorevoli non ci attendiamo inversioni di tendenza né per il Cpi né per il PPI nei prossimi due mesi.

□ In linea con quanto avviene per l'attività economica anche **l'offerta di moneta ed il credito al settore privato in area Euro** stanno sensibilmente rallentando la crescita.

## Area Euro: Prezzi al consumo (cpi) e prezzi alla produzione (ppi)



Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Eurostat



□ La riunione della Bce si è conclusa a tassi invariati (il tasso di riferimento è rimasto **all'1%**). Nella conferenza stampa successiva alla riunione, Trichet ha ribadito che al momento l'attuale livello dei tassi rimane appropriato ma che **l'1% non è considerato dal board come il livello minimo raggiungibile**. Il tono dello **statement è stato evidentemente meno ottimista del precedente tenutosi pochi giorni prima delle elezioni europee, mentre sono stati ridimensionati i timori di inflazione e le prospettive di crescita economica**.

□ La BCE ha confermato il **piano di acquisto di 60 Mld di Euro di covered bond** (denominati in Euro ed emessi nell'area) a partire dal 6 luglio 2009. I titoli su cui è effettuato il riacquisto sono solo quei titoli ammissibili come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento della Bce e che hanno rating "AA" o equivalente, su scadenze comprese tra i 3 ed i 10 anni. La Bce acquisterà complessivamente l'8% dell'ammontare, il resto verrà sottoscritto dalle banche centrali dei singoli paesi.

# I punti principali dello statement



□ **Crescita:** Trichet ha confermato che le **prospettive di crescita per l'anno in corso rimangono "deboli"**. L'attività economica continuerà a declinare ma a tassi decrescenti, con un graduale recupero nel 2010. Relativamente alla crescita ci attendiamo che le attese della Bce possano essere eccessivamente pessimiste per il 2010 quando il Pil tornerà in territorio positivo (+0,5% a/a stima Servizio Research & Intelligence BMPS), rispetto al -0,3% che rappresenta la stima centrale dell'istituto di Francoforte. La nostra stima tiene conto dell'effetto base che, anche in presenza di una modesta crescita congiunturale, dovrebbe sostenere il dato tendenziale.

□ **Inflazione:** secondo la Bce il tasso di inflazione rimarrà in negativo solo temporaneamente, ma nei prossimi mesi l'indice dei prezzi al consumo tornerà a crescere. **I rischi di inflazione sono stati definiti bassi** rispetto a moderati nello scorso statement e le aspettative di inflazione rimangono ben ancorate. Le nostre attese sono per un'accelerazione dei prezzi molto graduale con il rischio che, in caso di ribasso dei corsi delle materie prime, in particolare del petrolio, l'indice dei prezzi al consumo si contragga su base tendenziale per un periodo più lungo di tempo. Inoltre, il forte **rallentamento** registrato recentemente dagli **aggregati monetari** non rappresenta più un fattore di rischio alla stabilità dei prezzi.

# Le attese sui tassi, sulla crescita e sull'inflazione



□ In seguito alla riunione della Bce ci attendiamo che:

- **Il tasso di intervento** rimanga invariato in attesa di conoscere i dati relativi alla crescita del secondo trimestre 2009 e di monitorare l'inflazione soprattutto nei mesi estivi quando il tendenziale è atteso in negativo. **Lo scenario di un ulteriore taglio da 25 pb nel mese di settembre o comunque entro fine anno rimane valido. A nostro avviso le sole iniezioni di liquidità nel sistema non saranno sufficienti a stimolare la domanda di credito, che continua a rallentare,** ed ulteriori tagli dei tassi saranno necessari per sostenere consumi ed investimenti.

- **Non ci attendiamo pressioni inflazionistiche nel medio termine,** soprattutto qualora i prezzi delle materie prime tornino a scendere.

- **Inoltre gli stimoli fiscali messi in atto sia in area Euro che in Usa,** uniti ad un deterioramento del mercato del lavoro, **peseranno sulle scelte dei consumatori. Ci attendiamo quindi un aumento del tasso di risparmio a scapito dei consumi privati.** I piani di consumo delle famiglie saranno penalizzati anche dal calo dei prezzi al consumo (-0,1% a/a l'inflazione in area Euro a giugno). A nostro avviso, **l'inflazione in area Euro si manterrà in negativo anche nel terzo trimestre dell'anno,** mentre è prevista in lieve accelerazione nel 2010 (0,8% a/a).

# Previsione tassi di interesse



## Previsioni tassi d'interesse

	Attuale	Tassi di fine periodo		Media del periodo	
		q3 2009	q4 2009	2009	2010
Tasso riferimento Bce	1,00%	0,75%	0,75%	0,75%	1,25%
Tassi Euribor 3M	0,94%	1,00%	1,00%	1,19%	1,30%
Tasso 2Y	1,28%	1,25%	1,40%	1,32%	1,75%
Tasso 10 Y	3,42%	3,20%	3,30%	3,17%	3,50%
Tasso BTP 10Y	4,34%	4,50%	4,60%	4,55%	4,70%
Tasso Swap 2Y	1,75%	1,50%	1,65%	1,65%	2,00%
Tasso Swap 10Y	3,65%	3,35%	3,45%	3,40%	3,65%

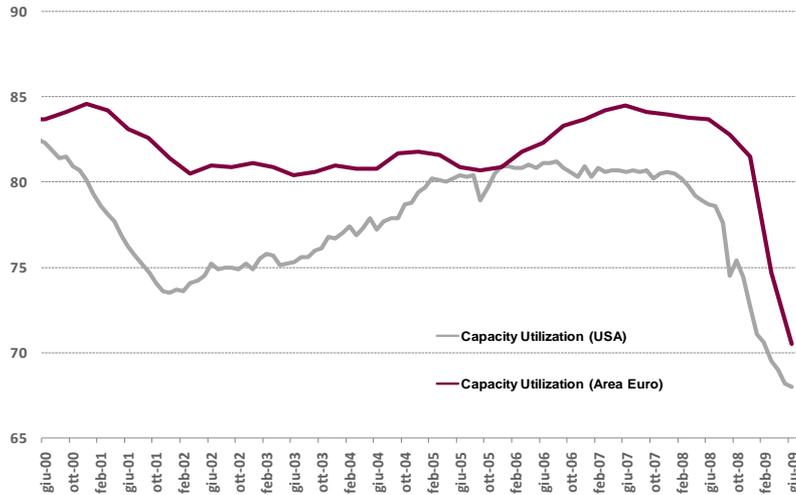
\* il tasso di riferimento BCE degli anni 2009 e 2010 è quello di fine periodo

Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

# Pensiero del mese: l'accumulo delle scorte e i piani di investimento possono condizionare la velocità della ripresa?



### Utilizzo Capacità Produttiva (%): USA e d Area Euro

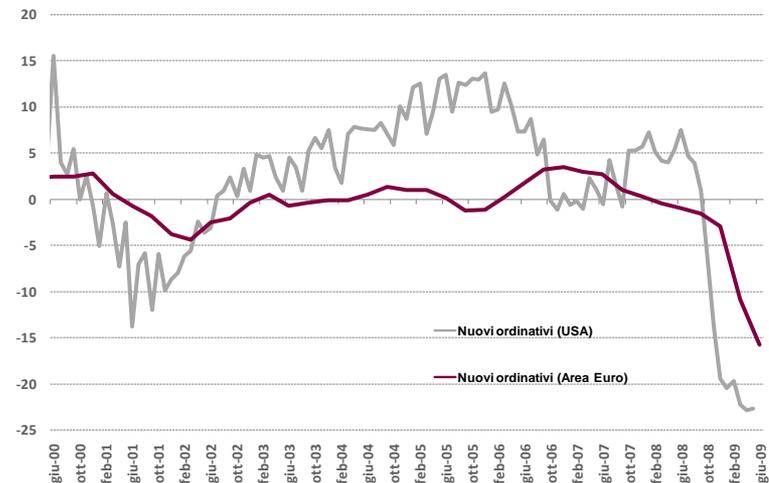


Elaborazione Servizio Research e Intelligence su dati Bloomberg

❑ In **area Euro ed in Usa** gli **ordinativi industriali** continuano a contrarsi a ritmi molto elevati. Qualche segnale di stabilizzazione sembra emergere negli Usa ma la flessione di maggio è stata comunque del 22,7% a/a. Inoltre le imprese nei prossimi mesi difficilmente aumenteranno gli **investimenti** prima di recuperare parte della capacità produttiva in eccesso.

❑ La fase di decumulo delle scorte di prodotti finiti è in atto ormai da diversi mesi sia in area Euro che in Usa, **ma il processo di riaccumulo di prodotti finiti sarà molto lento soprattutto** nelle economie avanzate. Nelle principali economie avanzate infatti **il calo delle scorte dei prodotti finiti è ancora accompagnato da una riduzione continua della capacità di utilizzo degli impianti e da ordinativi in calo.**

### Area Euro ed Usa: nuovi ordinativi industriali a/a%



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

#### Distretti e Territori

Pietro Ripa – Giuseppe Alfano

#### Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: [lucia.lorenzoni@banca.mps.it](mailto: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](http://www.mps.it)