8 Maggio 2009

Osservatorio sulla congiuntura

Scenario macro e tassi

Area Research, Intelligence & Investor Relations

MONTE DEI PASCHI DI SIENA
BANCA DAL 1472

Summary

- **Pil italiano** atteso in calo del 3,5% nel 2009. La nostra stima è più ottimista del consesus perché l'Italia è entrata in recessione prima dell'area Euro. Nel 2008 il Pil italiano si è contratto dell'1% rispetto ad una crescita di +0,7% registrata in area Euro.

- In **Usa gli ultimi dati sul Pil** sono relativi al primo trimestre 2009. La nota positiva è stata l'incremento della spesa per consumi delle famiglie (+1,5% il contributo alla crescita trimestrale annualizzata), ma continuano a contrarsi in modo marcato gli investimenti fissi che tolgono alla crescita l'8,83%.

- **Inflazione attesa in calo** sia in area Euro che in Italia. L'ipotesi di una prosecuzione del rallentamento nella crescita dei prezzi al consumo rimane valida anche alla luce dei recenti rialzi registrati dai prezzi delle materie prime.

- **L'impatto dei rialzi dei prezzi delle materie prime sarà soprattutto sui prezzi alla produzione.** I tendenziali dei prezzi alla produzione sono ormai ampiamente negativi nelle principali aree mondiali.

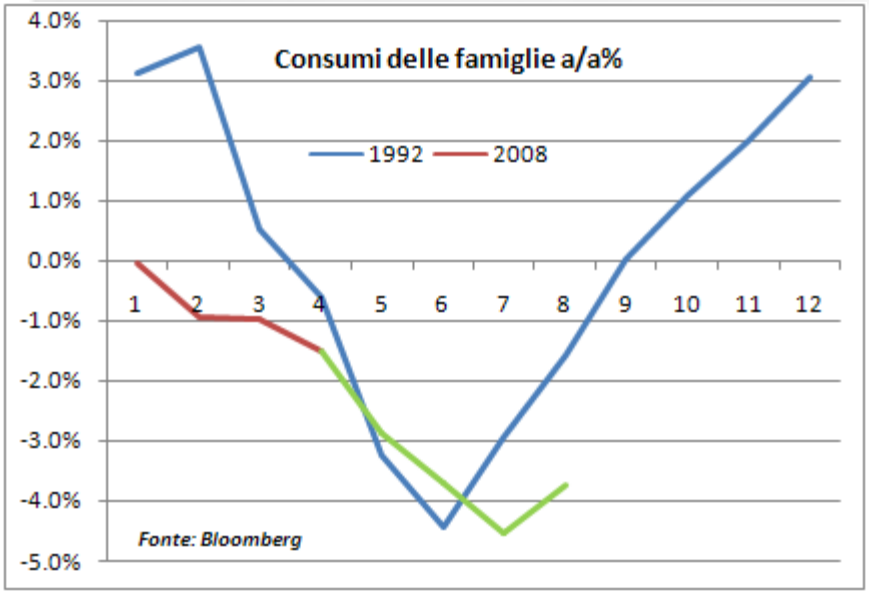
- BCE: il taglio dei tassi non è terminato. La riunione della Bce del 6 di maggio si è conclusa con un ulteriore taglio del tasso di riferimento che è stato portato all'1%. Nella conferenza stampa successiva alla riunione **Trichet non ha escluso la possibilità di ulteriori tagli dei tassi**, affermando che l'1% non è considerato dal board come il livello minimo raggiungibile.

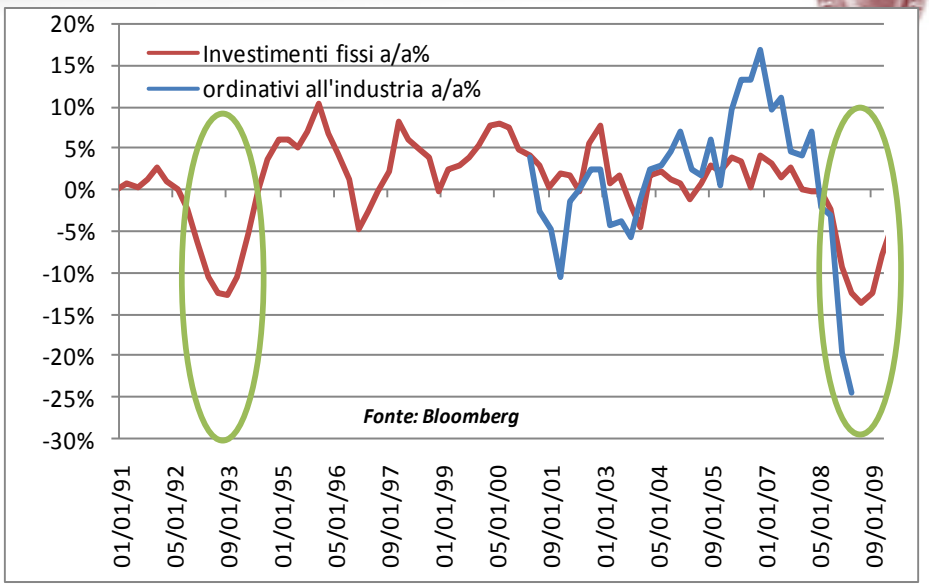
Quadro macroeconomico

LO SCENARIO MACRO (var. %)	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dec-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dec-09	2008	2009	2010
Prodotto interno lordo Italia	**0.4%**	**-0.4%**	**-1.3%**	**-2.9%**	**-4.4%**	**-4.2%**	**-3.5%**	**-1.6%**	**-1.0%**	**-3.5%**	**0.2%**
Consumi Privati	*0.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.5%*	*-2.9%*	*-3.7%*	*-4.5%*	*-3.8%*	*-0.9%*	*-3.7%*	*-0.4%*
Spesa Pubblica	*0.4%*	*0.7%*	*0.8%*	*0.6%*	*0.9%*	*0.9%*	*1.2%*	*1.5%*	*0.6%*	*1.1%*	*0.9%*
Investimenti	*-0.1%*	*-0.2%*	*-2.2%*	*-9.3%*	*-12.2%*	*-13.6%*	*-12.4%*	*-7.8%*	*-2.9%*	*-11.5%*	*-2.1%*
Importazioni	*-2.4%*	*-2.7%*	*-4.1%*	*-8.8%*	*-14.2%*	*-18.0%*	*-19.9%*	*-16.5%*	*-4.5%*	*-17.1%*	*-4.1%*
Esportazioni	*-0.5%*	*0.0%*	*-3.6%*	*-10.7%*	*-17.7%*	*-19.4%*	*-19.1%*	*-13.4%*	*-3.7%*	*-17.4%*	*-2.2%*
Prodotto interno lordo Area Euro	**2.1%**	**1.4%**	**0.6%**	**-1.5%**	**-3.1%**	**-3.5%**	**-3.7%**	**-2.4%**	**0.7%**	**-3.3%**	**0.5%**
Consumi Privati	*1.4%*	*0.4%*	*0.1%*	*-0.5%*	*-1.1%*	*-1.3%*	*-1.6%*	*-1.3%*	*0.4%*	*-1.4%*	*0.6%*
Spesa Pubblica	*1.5%*	*2.1%*	*2.2%*	*2.3%*	*2.5%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.3%*	*2.0%*	*2.3%*	*2.0%*
Investimenti	*3.0%*	*1.5%*	*-0.1%*	*-5.0%*	*-10.6%*	*-11.3%*	*-11.1%*	*-7.4%*	*-0.2%*	*-10.1%*	*-0.2%*
Importazioni	*3.7%*	*2.4%*	*1.7%*	*-2.9%*	*-12.6%*	*-16.6%*	*-18.3%*	*-14.2%*	*1.2%*	*-15.4%*	*-0.5%*
Esportazioni	*5.0%*	*3.7%*	*1.8%*	*-5.8%*	*-13.6%*	*-18.7%*	*-19.3%*	*-13.9%*	*1.2%*	*-16.4%*	*-0.2%*
Inflazione	**Mar-08**	**Jun-08**	**Sep-08**	**Dec-08**	**Mar-09**	**Jun-09**	**Sep-09**	**Dec-09**	**2008**	**2009**	**2010**
Italia	*2.8%*	*3.6%*	*4.0%*	*2.8%*	*1.5%*	*0.9%*	*0.4%*	*1.1%*	*3.3%*	*1.0%*	*1.0%*
Area Euro	*3.4%*	*3.6%*	*3.8%*	*2.3%*	*1.0%*	*0.1%*	*-0.1%*	*0.5%*	*3.3%*	*0.3%*	*0.8%*

- **PIL ITALIANO** ATTESO IN CALO DEL 3,5% NEL 2009. L'AUMENTO DELLA DISOCCUPAZIONE DOVREBBE IMPATTARE NEGATIVAMENTE SUI CONSUMI PRIVATI. IL CALO DEGLI ORDINATIVI INDUSTRIALI NEI PRIMI DUE MESI DELL'ANNO COMPATIBILE CON UNA PROSECUZIONE DELLA CONTRAZIONE DEGLI INVESTIMENTI.
- **PIL EUROPEO** ATTESO AL -3,3%. ANCHE IN AREA EURO FORTE L'IMPATTO DEL CALO ATTESO DEI CONSUMI (-0,9% IL CONTRIBUTO ALLA CRESCITA TRIMESTRALE DEL 1° TRIMESTRE 2009). MENO FORTE L'IMPATTO DEL SALDO DI BILANCIA COMMERCIALE (-0,2% IL CONTRIBUTO ALLA CRESCITA TRIMESTRALE), A CAUSA DI UNA FLESSIONE DELLE IMPORTAZIONI.
- **INFLAZIONE IN RALLENTAMENTO** PER ITALIA ED AREA EURO. IN AREA EURO TENDENZIALE ATTESO IN NEGATIVO NEL TERZO TRIMESTRE DELL'ANNO.

Rischi Crescita Italia



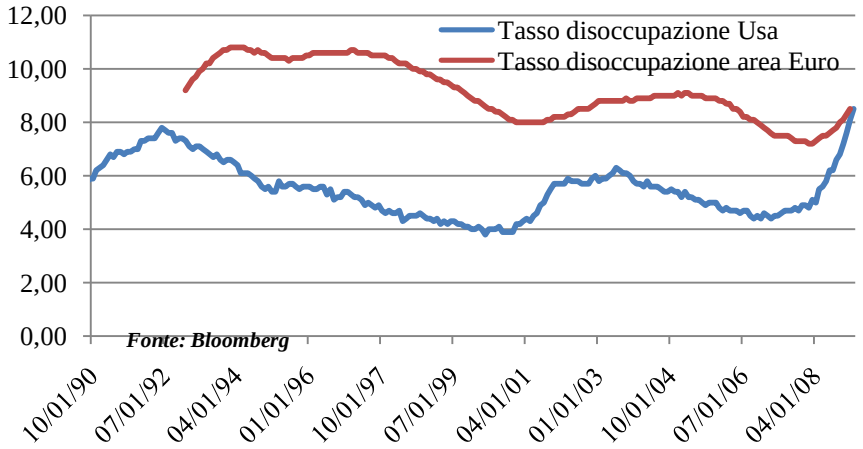


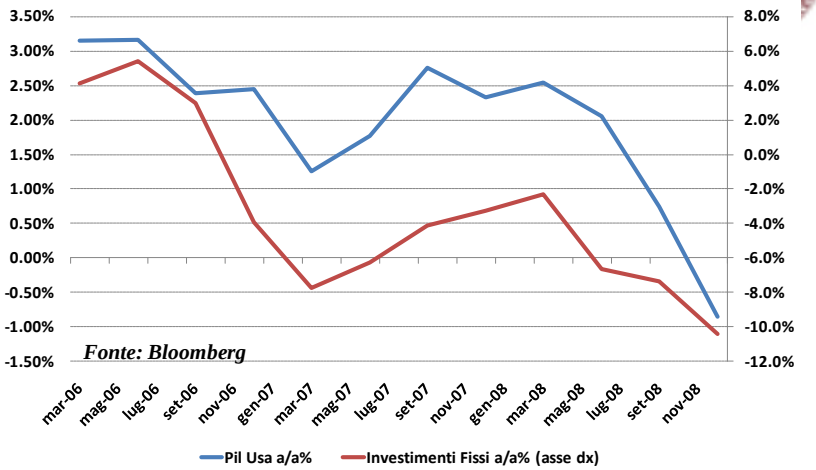
Le attese sono per una contrazione del Pil del 3,5% nel 2009. La stima più ottimista del consesus deriva dal fatto che l'Italia è entrata in recessione molto prima dell'area Euro. Nel 2008 il Pil italiano si è contratto dell'1% rispetto ad una crescita di +0,7% registrata in area Euro.

Le variabili su cui porre attenzione nei prossimi trimestri e che potrebbero essere peggiori delle attese:

- **Consumi delle famiglie**: nella recessione del 1992-1993 i consumi delle famiglie hanno avuto una contrazione più marcata e più rapida. In verde le nostre stime per il 2009.
- **Investimenti fissi:** i dati disponibili nei primi due mesi dell'anno sembrano indicare un calo più forte nei prossimi trimestri di quanto anticipato e molto maggiore della precedente recessione.

Quadro macro internazionale

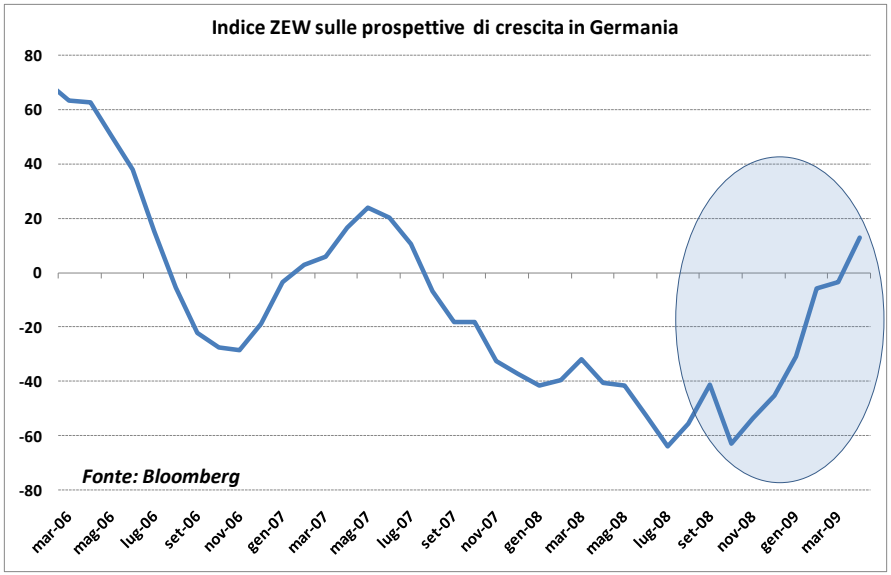


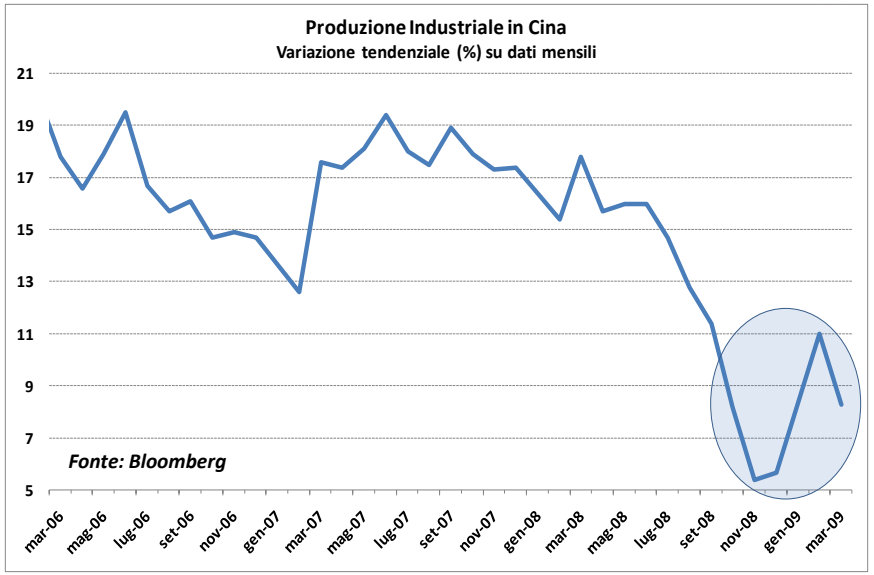


➢In **area Euro** gli ultimi dati del Pil disponibili sono quelli relativi all'ultimo trimestre 2008. Tali dati evidenziano un calo più delle esportazioni (-5,8% a/a nel IV trim. 2008), degli investimenti (-5% a/a) ed una flessione, seppur più modesta, dei consumi delle famiglie (-0,5% a/a). La **contrazione dei consumi** è destinata a divenire più marcata nei prossimi trimestri a causa del **deterioramento del mercato del lavoro.**

➢**In Usa** gli ultimi dati sul Pil sono relativi al primo trimestre 2009. La nota positiva è stata l'incremento della spesa per consumi delle famiglie (+1,5% il contributo alla crescita trimestrale annualizzata), ma continuano a **contrarsi in modo marcato gli investimenti fissi** che tolgono alla crescita l'8,83%. Anche escludendo gli investimenti residenziali il contributo rimane ampiamente negativo (-6,04%). Positivo il contributo alla crescita del comparto estero ma solo grazie al fatto che **le importazioni si contraggono più delle esportazioni** (-34,1% e -30% t/t annualizzato rispettivamente).

Qualche segnale di relativo ottimismo

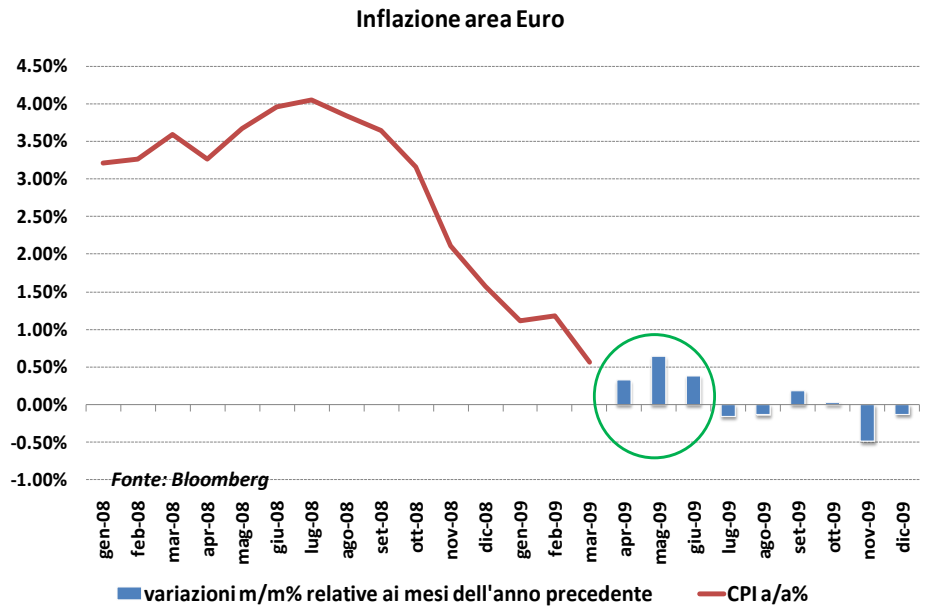


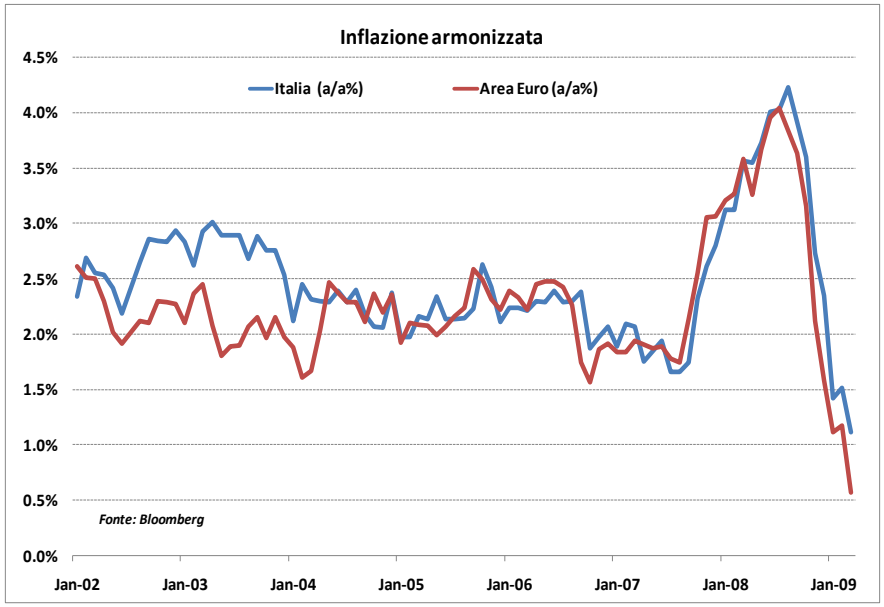


➢Gli ultimi dati relativi **allo Zew** mostrano dei recuperi ma l'indice è risalito poco sopra allo zero (13 ad aprile 2009), dai 71 punti di gennaio 2006. Rimangono ancora molto deboli i segnali che giungono dagli indicatori anticipatori dei paesi europei. Sebbene in aprile gli indici Pmi abbiano registrato rialzi con valori che in gran parte dei casi sono risultati sopra consensus, i loro livelli sono rimasti ampiamente al di sotto della soglia dei 50 punti, livello che divide la fase di espansione da quella di contrazione.

➢La **produzione industriale cinese** dopo il forte rimbalzo è tornata a rallentare. Si tratta di un tasso di crescita al di sopra dell'8%, ma lontano dai picchi del 19% toccati nel 2007. Anche in Cina il sondaggio Pmi è salito per il quinto mese consecutivo.

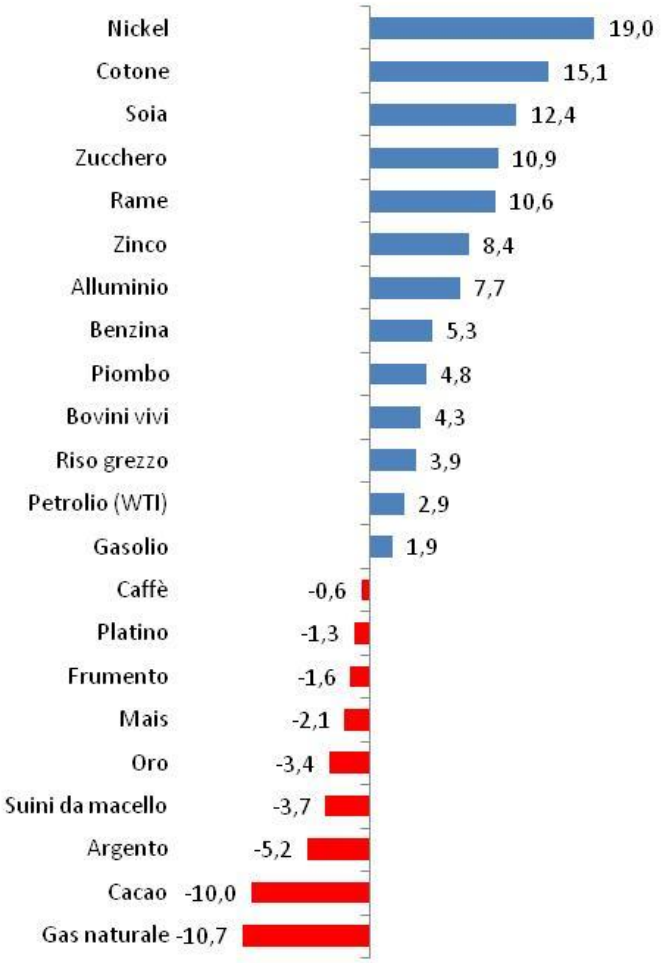
I prezzi al consumo



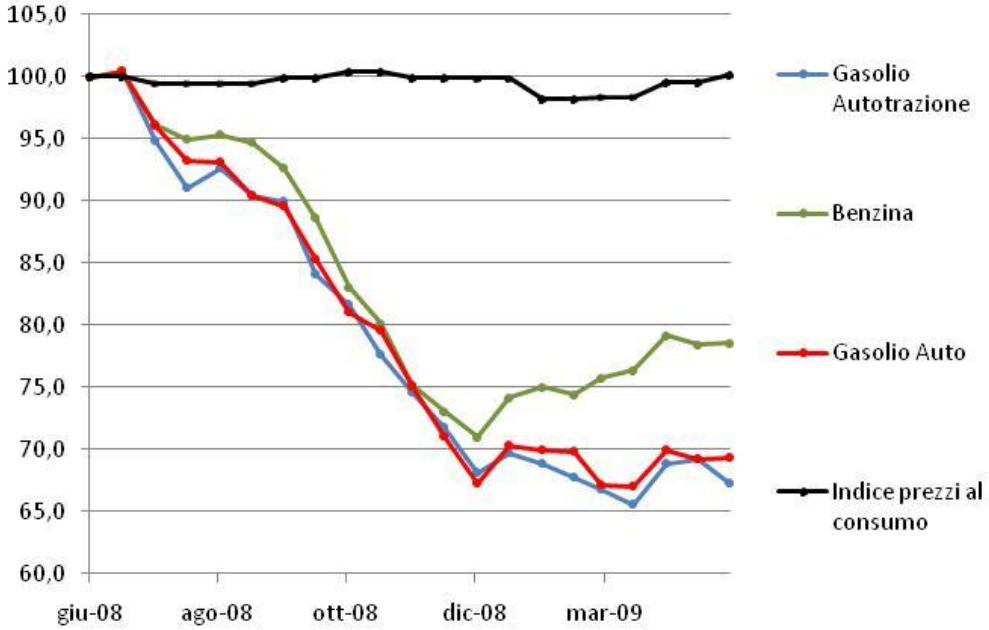


- **Inflazione attesa in calo** sia in area Euro che in Italia.
- In area Euro il tendenziale è atteso in negativo nei mesi estivi (già a partire da giugno) a causa di effetti confronto particolarmente positivi, come evidenziato nel grafico.
- In Italia **tendenziale di marzo è sceso all'1,2% dall'1,6 di febbraio.** Le stime preliminari di aprile, effettuate sulla base delle rilevazioni delle città campione, prevedono un lieve rialzo (+1,3% a/a) ma le attese per i mesi futuri sono per un ulteriore rallentamento, in particolare tra maggio e giugno.

Il rialzo dei prezzi delle materie prime

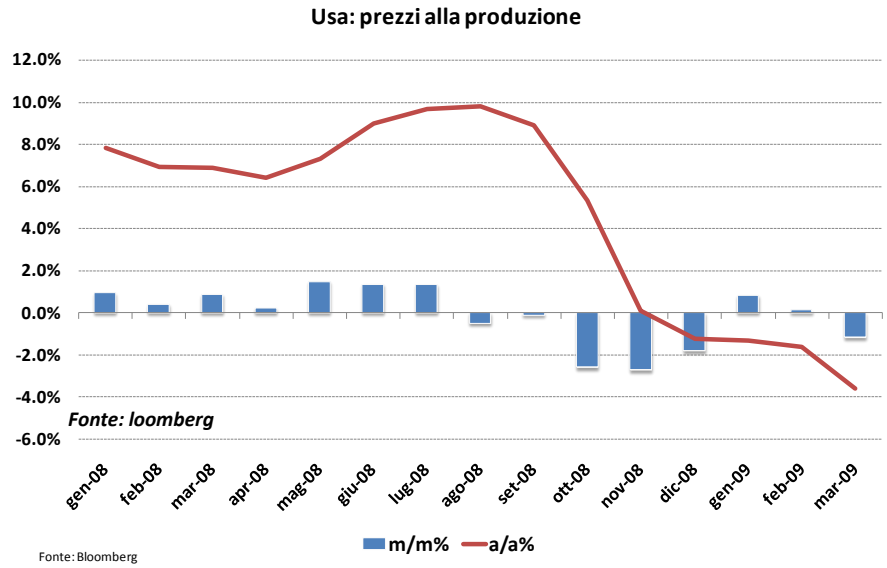


Variazione dei prezzi di aprile in US$

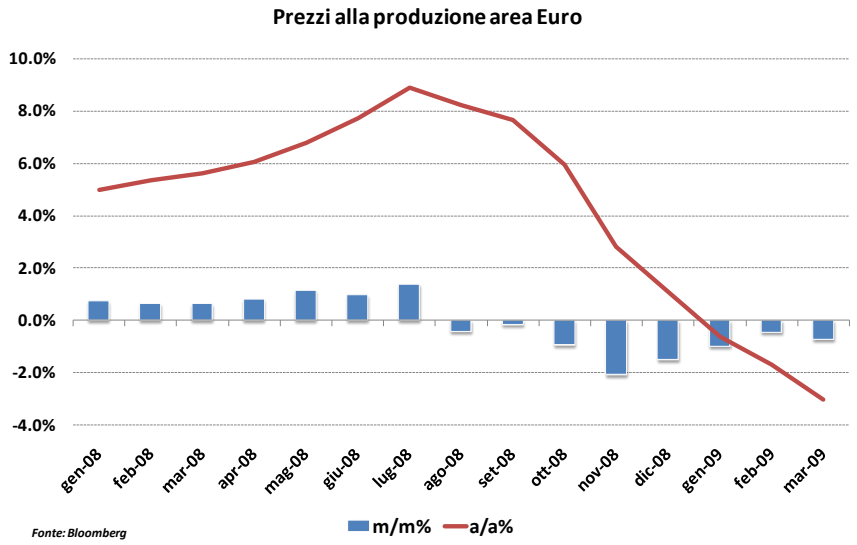


- L'ipotesi di un ulteriore rallentamento nella crescita dei prezzi al consumo rimane valida nonostante i recenti rialzi registrati dai prezzi delle materie prime. Le maggiori tensioni si sono avute sui metalli industriali che in primis impatteranno sui prezzi alla produzione.
- Mentre i prezzi dei carburanti (borsa merci di Firenze, in €), che hanno anche effetti immediati sui prezzi al consumo, hanno registrato rialzi in marzo e lievi flessioni in aprile.

In profonda deflazione i prezzi alla produzione



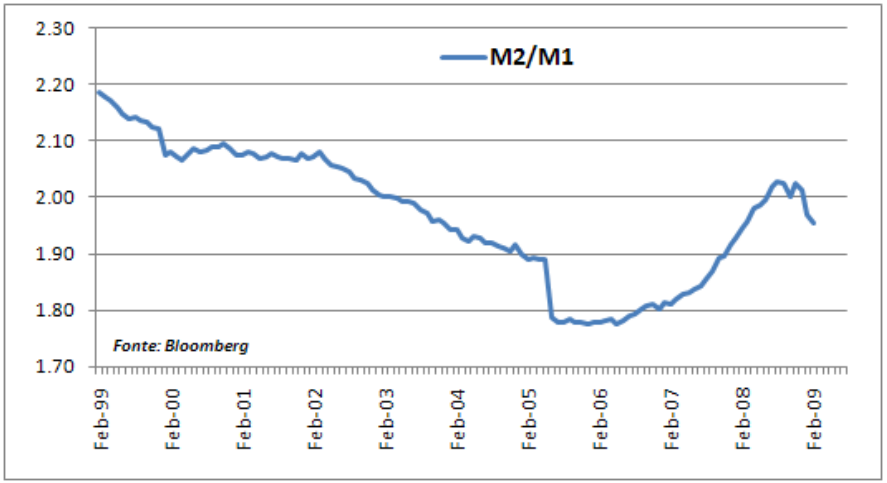
Fonte: Bloomberg

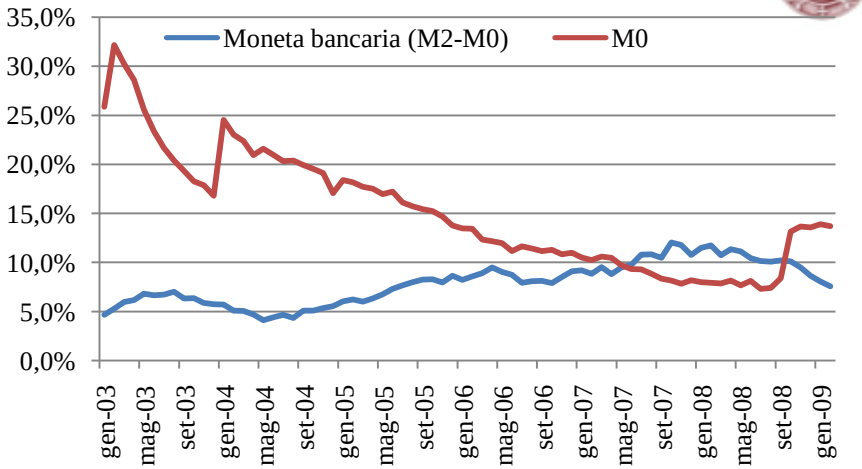


Fonte: Bloomberg

- L'impatto dei rialzi dei prezzi delle materie prime sarà soprattutto sui prezzi alla produzione. I tendenziali dei prezzi alla produzione sono ormai ampiamente negativi nelle principali aree mondiali.
- In Usa l'ultimo dato disponibile (marzo) mostra un tendenziale a -3,6%. Simile la situazione in area euro: -0,7% m/m e -3% a/a. In Cina i prezzi alla produzione si sono contratti del 6%.
- In Italia l'indice dei **prezzi alla produzione** di marzo ha registrato la quarta contrazione consecutiva su base tendenziale (-4,6%).
- Esiste quindi un ampio margine prima che i rialzi dei prezzi delle materie prime generino tensioni sui prezzi alla produzione tali da poter giustificare il trasferimento di tale incremento sui prezzi finali di vendita ed avere così un impatto significativo sul Cpi.

Gli aggregati monetari



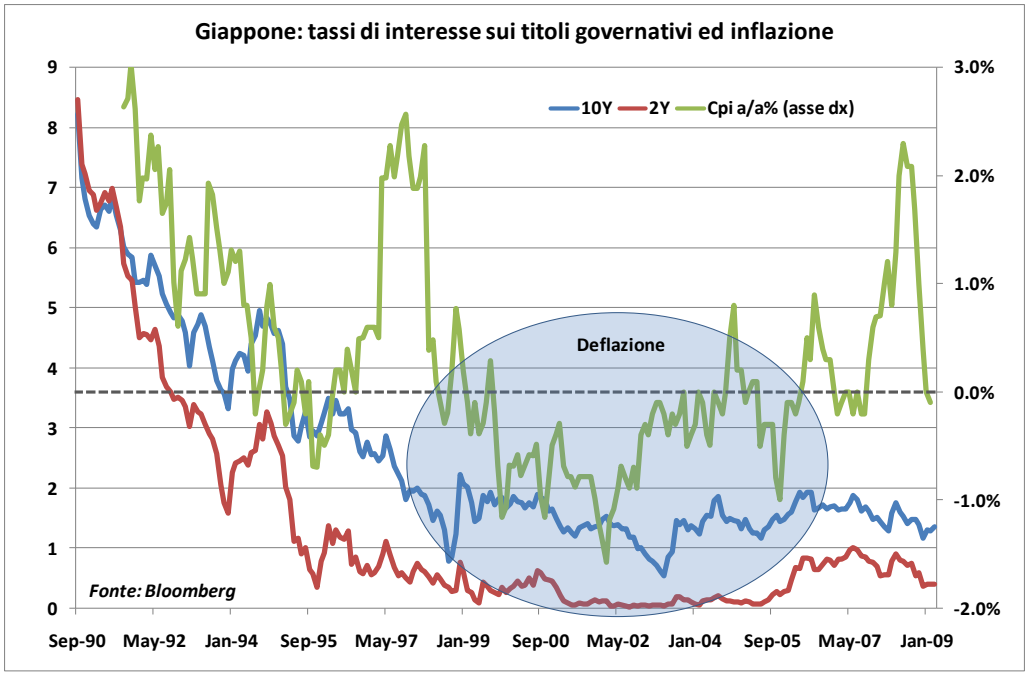


- Da un analisi degli **aggregati monetari** è evidente come negli ultimi mesi si sia verificato uno spostamento verso gli strumenti più liquidi con il rapporto M2/M1 che è tornato a scendere.
- Interessante evidenziare l'andamento della **moneta bancaria** (M2-M0). L'aggregato si muove infatti in controtendenza con la base monetaria a causa di un rallentamento nel tasso di crescita dei depositi. La ridotta crescita della moneta bancaria potrebbe aver risentito della riduzione degli impieghi messa in atto dalle banche.

BCE: il taglio dei tassi non è terminato

- La riunione della Bce del 6 di maggio si è conclusa con un ulteriore taglio del tasso di riferimento che è stato portato all'1%. Nella conferenza stampa successiva alla riunione **Trichet non ha escluso la possibilità di ulteriori tagli dei tassi**, affermando che l'1% non è considerato dal board come il livello minimo raggiungibile. Tutto dipenderà dai prossimi dati relativi a crescita ed inflazione e a tale proposito Trichet ha aggiunto che **le stime di crescita ed inflazione che saranno pubblicate a giugno dalla Bce saranno peggiori** delle precedenti.
- L'ipotesi più probabile è che la Bce rimanga in stand-by in attesa 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 nei mesi di settembre o comunque entro fine anno rimane valido**.
- **Confermiamo la permanenza dello steepening di curva.** Storicamente lo **"steepening"** di curva avviene in concomitanza di una politica monetaria espansiva. Tale andamento si inverte quando le aspettative sono per una prossima inversione di politica monetaria. L'ipotesi di una riduzione del differenziale sul tratto 2-10 Y e quindi l'inizio del movimento di "**flattening"** della curva dei tassi è plausibile a partire **dall'ultimo trimestre 2009**. Da inizio aprile lo spread è passato da 171 pb, agli attuali 200 pb. Rimane valida l'ipotesi di un **movimento di flattening più marcato a partire dai mesi finali dell'anno in corso**.
- **Non escludiamo il rischi di temporanei rialzi dei tassi di interesse di mercato** in particolare sul tratto medio-lungo nelle prossime settimane, ma tali movimenti rimarranno comunque all'interno di un trend principale di tassi calanti. La situazione economica ancora debole dovrebbe infatti contenere le spinte al rialzo sui tassi almeno fino alla metà del 2010, malgrado la recente euforia dei mercati.

La deflazione giapponese ed i tassi



- L'ipotesi di tassi governativi in calo **non ipotizza una deflazione**.
- Dall'esperienza giapponese emerge che **durante la deflazione il tasso decennale è rimasto al di sotto del 2%, oscillando in un corridoio tra l'1 ed il 2%.**

Previsione tassi

Previsioni BMPS

	Tassi di fine periodo				Media del periodo	
	Attuale	q2 2009	q3 2009	q4 2009	**2009**	**2010**
Tasso riferimento Bce	1.00%	1.00%	0.75%	0.75%	1.00%	0.88%
Tasso 2Y	1.36%	1.16%	1.05%	1.03%	1.25%	1.35%
Tasso 10 Y	3.37%	3.00%	2.85%	2.80%	2.91%	2.80%
Tasso BTP 10Y	4.22%	4.20%	4.15%	4.20%	4.24%	3.90%
Tasso Swap 10Y	3.58%	3.30%	3.15%	3.10%	3.23%	3.10%

Previsioni di consensus

Tasso riferimento Bce

	tassi di fine periodo						
	q2 2009	**q3 2009**	**q4 2009**	**q1 2010**	**q2 2010**	**q3 2010**	**q4 2010**
Deutsche Bank	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
UBS	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
Goldman Sachs	1.00%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
JPMorgan	0.75%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

Tasso 10 Y

	tassi di fine periodo			
	q2 2009	**q3 2009**	**q4 2009**	**q1 2010**
Deutsche Bank	2.50%	2.25%	-	2.25%
UBS	2.50%	2.70%	2.80%	
Goldman Sachs	2.70%	2.90%	-	3.10%
JPMorgan	2.85%	2.75%	-	2.90%

Stime tassi di riferimento Bce in collaborazione con Capitalservices e Wealth Management

Contacts

Contacts

GRUPPOMONTEPASCHI

Research Intelligence & IR
Alessandro Santoni
Email: alessandro.santoni@banca.mps.it
Tel:+39 0577-296477

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

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

Autori pubblicazione:
Lucia Lorenzoni
Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it
Tel: +39 0577-294673
Giuseppe Fontana
Email: giuseppe.fontana1@banca.mps.it
Tel:+39 0577-294678

MONTE DEI PASCHI DI SIENA

BANCA DAL 1472

www.mps.it