

8 Ottobre 2009

Osservatorio sulla congiuntura

Scenario macro, tassi e aggiornamento Bce

Area Research, Intelligence & Investor Relations



➤ Summary	pag. 3
➤ Quadro macro internazionale	pag. 4
➤ Congiuntura italiana	pag. 6
➤ Produzione industriale e Pil	pag. 7
➤ La riunione della Bce	pag. 8
➤ Le attese sui tassi di interesse	pag. 9

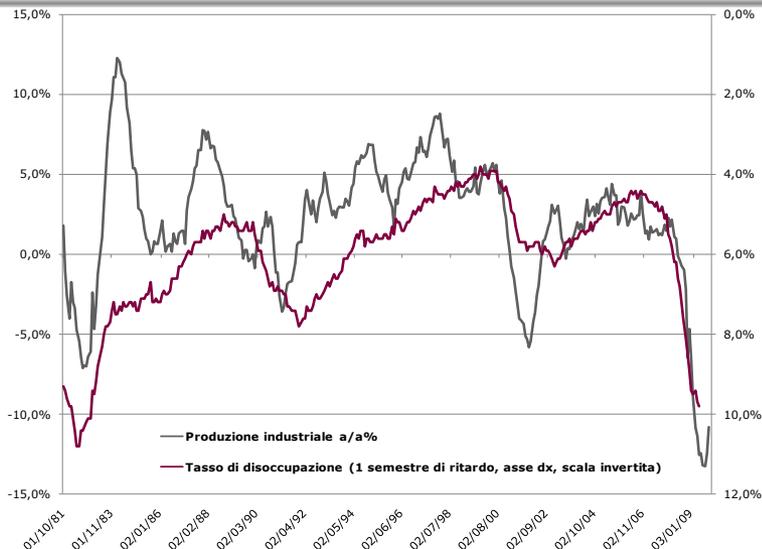


- Nelle ultime settimane, **in area Euro**, i dati relativi ai principali indicatori anticipatori hanno deluso le attese di mercato. A settembre l'indice il Pmi del settore manifatturiero, l'indice Zew per l'intera area Euro e l'indice Ifo tedesco sono cresciuti meno delle attese. I dati deludenti hanno generato perplessità sulla forza della ripresa. Anche **la produzione industriale** dell'intera area Euro ad agosto ha registrato una flessione (-0,3% m/m) sebbene prosegua un lieve miglioramento su base tendenziale (-15,9% a/a, dal -16,7% di luglio). Accelera il calo dei prezzi al consumo. Secondo i dati preliminari, l'inflazione in area Euro a settembre è scesa dello 0,3% a/a, dal -0,2% di agosto.
- Relativamente agli **Usa**, i dati relativi al **Pil** del secondo trimestre sono stati rivisti al rialzo (-0,7% t/t annualizzato, da -1%). In disaggregato emerge una forte debolezza dei **consumi privati** e degli **investimenti**, mentre la **spesa pubblica migliora il suo contributo alla crescita** così come le **esportazioni nette** grazie, non tanto ad un accelerazione delle merci esportate, ma ad un **calo delle importazioni**. Anche negli Usa molti **indicatori anticipatori** di settembre deludono le attese ed i dati relativi al **mercato del lavoro** evidenziano una crescita della disoccupazione ed un calo degli occupati non agricoli superiori al consensus.
- In **Italia**, l'inflazione continua a rimanere abbondantemente sottocontrollo. La lettura preliminare diffusa dall'Istat mostra un'inflazione allo 0,2% a/a in settembre, dal +0,1% di agosto. In calo in molte aree territoriali la fiducia delle imprese a settembre, mentre al livello nazionale il dato diffuso dall'Isae rimane stabile rispetto ad agosto.
- La fragilità della ripresa si è tradotta in un atteggiamento estremamente cauto sia da parte delle autorità monetarie che dei governi nell'implementazione e nei tempi di attuazione della "exit strategy". E' convinzione delle autorità monetarie e fiscali dei principali paesi che la **riduzione della liquidità sui mercati finanziari e il rientro delle politiche di bilancio saranno attuate in modo molto graduale** per non compromettere la debole ripresa in atto. Ha sorpreso quindi la decisione della **Banca Centrale australiana** di rialzare il tasso di interesse al 3,25% dal 3%. L'Australia a differenza di **Area Euro ed Usa** chiuderà il 2009 con una crescita positiva. A nostro avviso la mossa non sarà seguita prima della seconda metà del 2010 né dalla Fed né dalla Bce e le parole di Trichet in occasione della riunione di ottobre lo confermano.

Quadro macro internazionale



Usa: produzione industriale e tasso di disoccupazione



Usa: inflazione a/a%

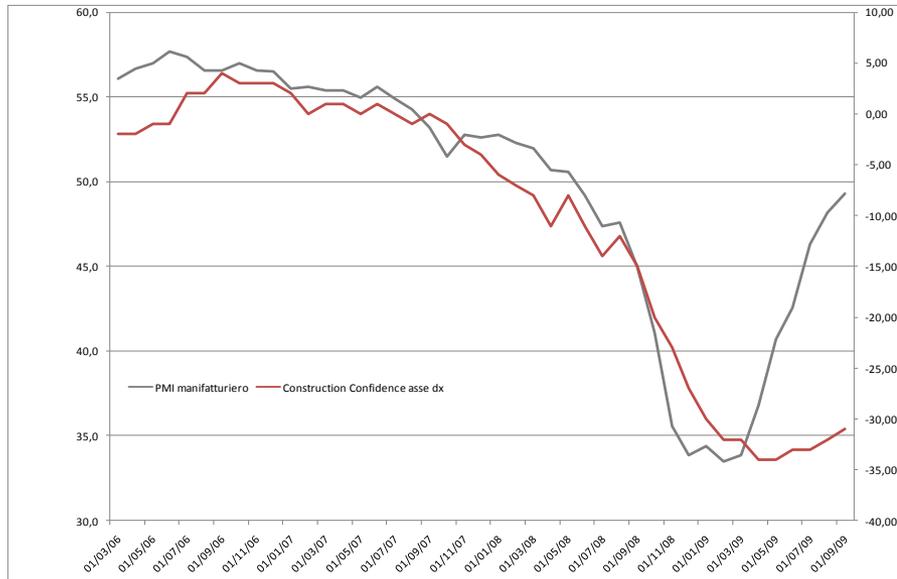


➤ Relativamente agli **Usa** la revisione del **Pil** ha comportato un deterioramento degli **investimenti fissi**, mentre migliorano lievemente i **consumi privati** anche se il loro **contributo rimane negativo**. In miglioramento le **esportazioni nette**, grazie al calo delle importazioni, e la **spesa pubblica**. 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. L'inversione di tendenza della produzione industriale, seppur modesta, appare comunque incoraggiante e segnala la possibilità di un miglioramento del **mercato del lavoro**, miglioramento che **storicamente segue con circa sei mesi di ritardo l'inversione del ciclo economico (vedi grafico)**. L'entità del miglioramento del mercato del lavoro sarà fondamentale per sostenere la ripresa nel 2010 che potrebbe comunque mostrare una certa fragilità a causa del graduale rientro delle politiche fiscali e monetarie espansive.

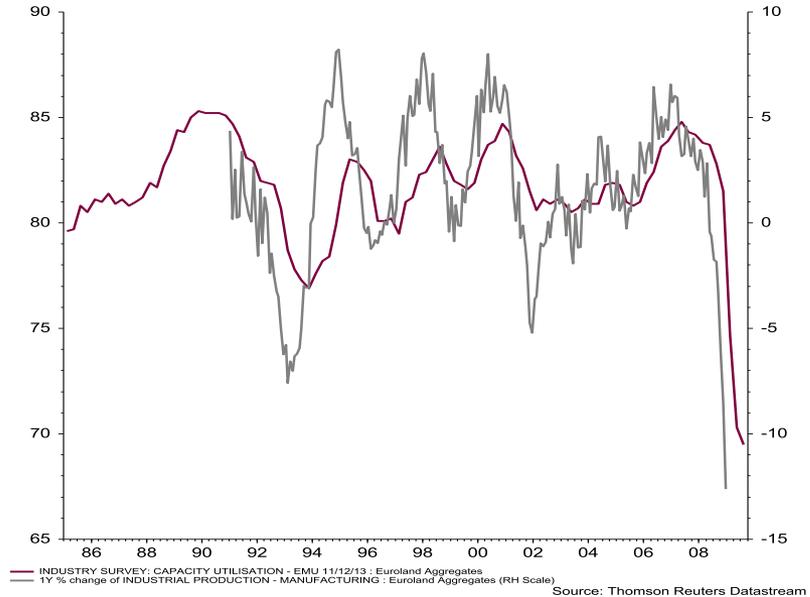
➤ Relativamente ai **prezzi** sta emergendo qualche **flebile segnale di riduzione della deflazione** dei prezzi alle importazioni (a 15% a/a, dal -19,2% di luglio) e dei prezzi alla produzione (-4,3% a/a, da -4,8% di luglio), ma la dinamica inflattiva rimane abbondantemente sottocontrollo. Non escludiamo la possibilità di temporanee e molto contenute spinte sui prezzi al consumo negli ultimi 3 mesi del 2009 ma **a partire dal 2010 l'inflazione, compresa la core, tornerà a rallentare** sotto l'ipotesi di un prezzo del petrolio sostanzialmente stabile e di un effetto base favorevole, in attesa che la ripresa economica diventi più solida.



Pmi manifatturiero e fiducia settore costruzioni



Produzione industriale e tasso utilizzo impianti

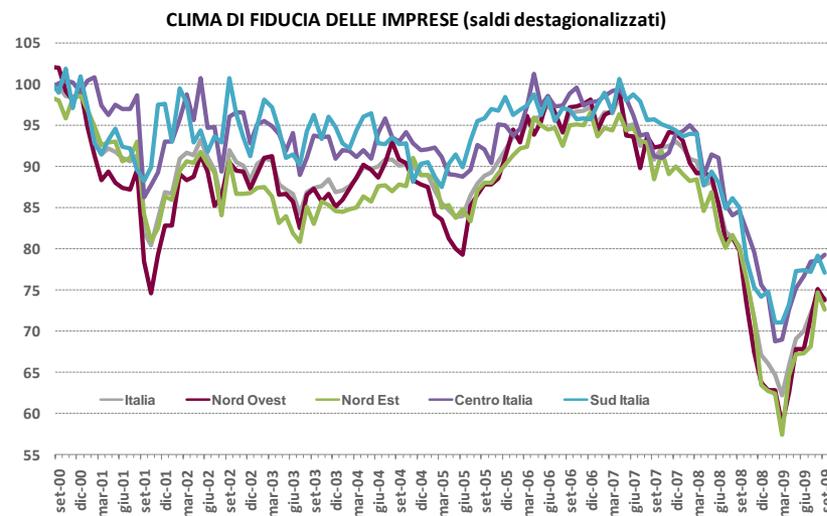
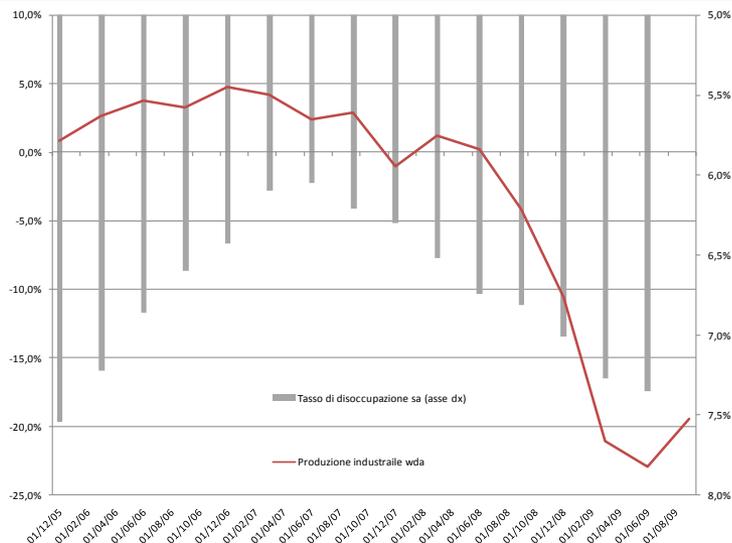


➤ Il dato finale del Pil del secondo trimestre mostra una flessione superiore alla prima lettura. In disaggregato deludono le **esportazioni**, rimangono deboli i **consumi**. Il sensibile **contributo** giunto dalla **spesa pubblica** è alla base della **revisione del Pil dell'intera area Euro al -4,1% nel 2009 (rispetto al -4,6% precedentemente atteso)**. Per il 2010 manteniamo un cauto +0,6% causa **l'incertezza della ripresa**. Malgrado stia proseguendo **la fase di decumulo delle scorte nei magazzini** la **probabilità di una ricostituzione rapida delle scorte è molto bassa** per due motivi principali. La **deflazione, spostando in avanti i piani di investimento delle imprese e le scelte di consumo delle famiglie**, già penalizzate dall'aumento della disoccupazione, **mantiene contenuta la domanda**. Inoltre, anche ammesso che la spesa privata riparta prima di quanto anticipato, le imprese hanno un'ampio margine per incrementare la produzione e ricostituire le scorte senza tornare ad investire a causa della **capacità produttiva in eccesso**.



Italia: produzione industriale wda e tasso di disoccupazione

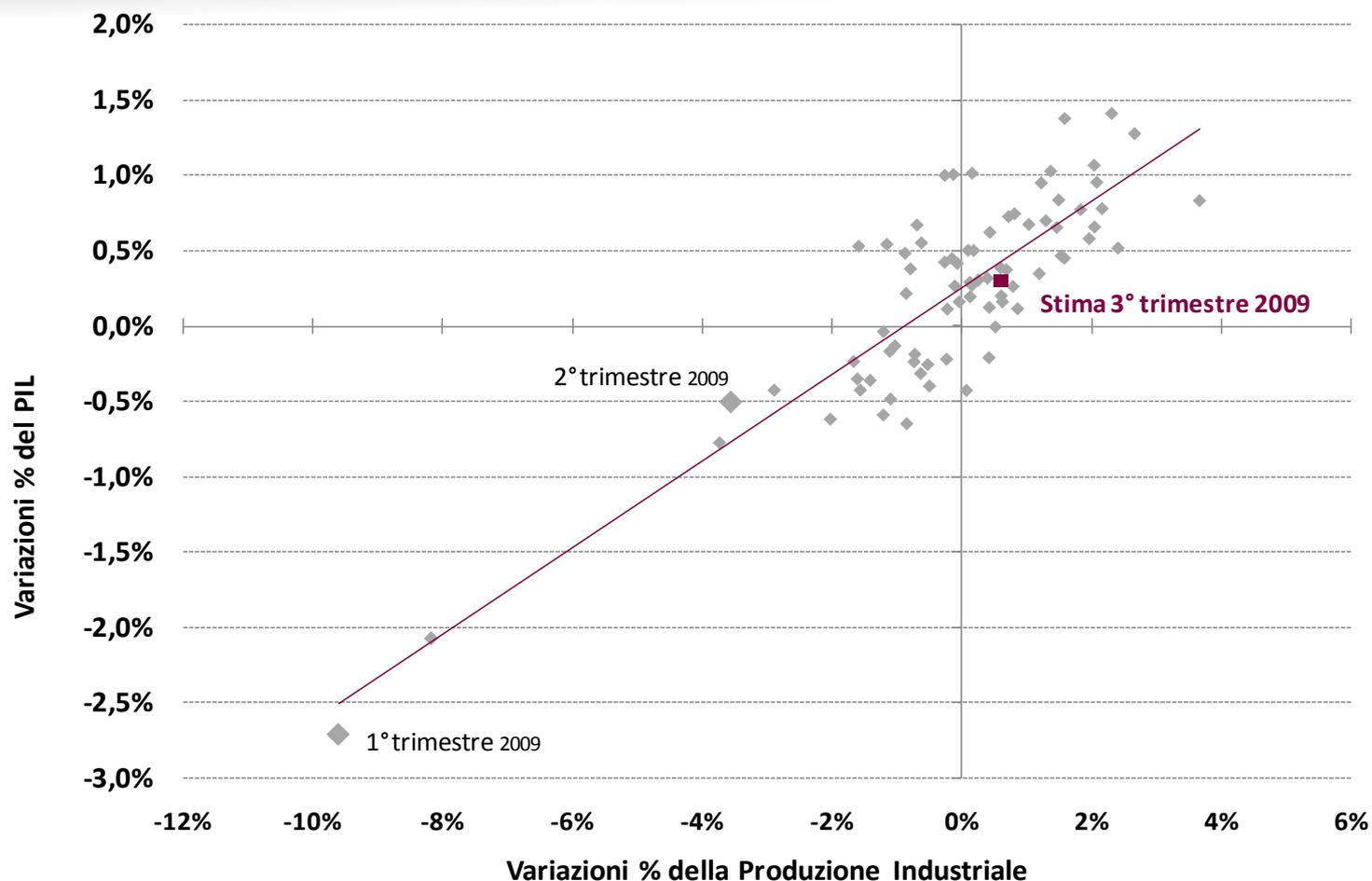
Indice fiducia Isae



➤ **In Italia**, i dati relativi alla produzione industriale avvalorano l'ipotesi di un miglioramento nel terzo trimestre dell'anno, miglioramento che dovrebbe riflettersi anche sul dato relativo al Pil. Nei prossimi mesi malgrado una stabilizzazione dell'economia dovremmo comunque assistere ad una prosecuzione del deterioramento del mercato del lavoro che risponde con ritardo all'inversione del ciclo economico. Relativamente ai prezzi al consumo, a settembre l'Istat ha fornito la stima preliminare della crescita dei prezzi al consumo con un tendenziale che si è attestato al +0,2%, dal +0,1% del mese precedente.

➤ Contrastati ed in disaggregato **deludenti gli indicatori anticipatori**. L'indice relativo alla **fiducia delle imprese** diffuso dall'**Isae** ha mostrato a settembre una sostanziale stabilità interrompendo la fase di recupero iniziato nella primavera scorsa. In disaggregato inoltre il dato evidenzia un calo in particolare degli ordinati e dei livelli di produzione. Ad eccezione del Centro Italia, scomponendo per le aree territoriali, tutte le aree registrano un calo del clima generale.

Pil italiano del 3° trimestre atteso in aumento



➤ La stabilizzazione della produzione industriale a luglio e le anticipazioni di Confindustria relative ai dati di agosto e settembre sono coerenti con **una crescita del Pil dello 0,3% t/t. Si tratterebbe del primo incremento positivo congiunturale dal primo trimestre 2008.**



➤ 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 confermato che al momento **l'attuale livello dei tassi rimane appropriato**, segnalando che la Bce non ha alcuna fretta di rialzare i tassi di interesse. Le dichiarazioni confortano l'ipotesi che prima di rialzare i tassi di interesse la Bce drencherà la liquidità in eccesso nel sistema intervenendo tempestivamente qualora l'ammontare di moneta in circolazione mini le aspettative di inflazione. Di seguito i principali punti dello statement:

➤ **Crescita**: il ciclo economico si sta stabilizzando ma rimane ancora **molta incertezza**. Sebbene gli indicatori anticipatori segnalino una certa stabilizzazione della congiuntura economica **la ripresa potrebbe essere disomogenea**. Il tasso di disoccupazione è destinato a crescere nei prossimi mesi ed i dati diffusi sono così volatili che è necessaria estrema cautela nella loro interpretazione. Tra i rischi al ribasso Trichet ha citato le possibili interazioni negative fra l'economia reale e il settore finanziario, i nuovi **rincari del petrolio** e delle altre materie prime, **le maggiori spinte protezionistiche** e la possibilità di una correzione disordinata **degli squilibri internazionali**.

➤ **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.



➤ 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 a breve la pendenza di 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.

Tabella 1: previsioni tassi di interesse

	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	0,74%	0,80%	0,80%	1,23%	1,15%
Tasso 2Y	1,28%	1,30%	1,35%	1,32%	1,65%
Tasso 10 Y	3,10%	3,30%	3,40%	3,17%	3,50%
Tasso swap 2Y	1,67%	1,65%	1,65%	1,80%	1,75%
Tasso swap 10Y	3,37%	3,45%	3,40%	3,50%	3,65%



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
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 - Giovanni Rossi

Rating e Debito

Simone Maggi - Paola Fabretti - Daniela Di Iorio

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 0577-294591



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

www.mps.it