

L'anno del Global Quantitative Easing

Sintesi

Per il 2008 **negli Usa** le attese sono per un **calo del Pil dell'1,6%**, con possibile di revisione al ribasso fino a -2% nel caso in cui l'impatto del piano di stimoli fiscali preannunciati da Obama manifesti i propri effetti in modo più lieve del previsto. Sul fronte **prezzi** la prima parte del 2009 potrebbe essere interessata dall'inizio di una fase deflattiva a partire già da febbraio fino ad almeno il mese di settembre. Il principale *mover* di politica monetaria sarà rappresentato soprattutto dall'inizio della politica di *quantitative easing* (controllo della quantità di moneta in luogo del tasso di riferimento), che potrebbe tradursi in tassi a lungo termine molto vicini al 2%, ossia al livello informalmente più volte indicato di equilibrio sul fronte dei prezzi. Si tratta di uno scenario per certi versi simile a quello giapponese nel corso degli anni '90 e 2000, come analizzato in un apposito focus alla fine del presente report. La **curva dei tassi** potrebbe progressivamente seguire un trend di appiattimento.

Per il 2009 in **area Euro** è atteso un **calo della crescita dell'1,5%**, che dovrebbe risentire soprattutto del calo di investimenti e consumi. In particolare il calo della crescita dovrebbe interessare soprattutto la prima parte dell'anno, mentre segnali di miglioramento più evidenti potrebbero essere collocati ad inizio 2010, ma sarebbe ancora prematuro parlare di un ritorno alla crescita. Per il 2009 l'atteso calo della crescita e dell'inflazione dovrebbe favorire ulteriori tagli del tasso di riferimento della Bce che potrebbe raggiungere l'1% nel primo semestre.

Terminato il periodo di maggiore durata dell'espansione dal dopo guerra, nel 2009 il **Giappone** potrebbe trovarsi a fronteggiare un periodo di recessione e di deflazione. Il 2009 potrebbe essere un anno di sensibile ridimensionamento della crescita anche per la **Cina**. Ci attendiamo una politica espansiva per contrastare il brusco rallentamento della crescita sia con misure fiscali sia con la politica monetaria tagliando i tassi in modo aggressivo.

Con riferimento al **mercato valutario**, la prima parte dell'anno potrebbe essere interessata da un tendenziale apprezzamento del Dollaro in conseguenza delle maggiori difficoltà tra governi che potrebbero emergere in area Euro. Nella seconda parte dell'anno si potrebbe assistere alla ripresa del trend di deprezzamento del Dollaro come conseguenza del massiccio *easing* quantitativo posto in essere dalla Fed oltre che del forte peggioramento dei conti pubblici Usa.

Il **principale rischio** alla base dello scenario delineato per gli Usa risiede nella possibilità di un recupero più accentuato e rapido dell'economia e della dinamica dei prezzi nella seconda parte dell'anno, in conseguenza dell'eventuale maggior impatto positivo delle manovre di sostegno all'economia preannunciate da Obama.

Nei **mercati emergenti**, che durante la maggior parte del 2007 e nella prima parte del 2008 avevano dato prova di una relativa tenuta, la situazione è radicalmente mutata nella seconda parte del 2008. A seguito, infatti, del protrarsi della crisi del credito e dell'indebolimento delle principali economie avanzate, le condizioni di finanziamento esterno hanno iniziato ad inasprirsi, prospettando pertanto un 2009 all'insegna di un drastico ridimensionamento della crescita.

Con riferimento alle **materie prime**, il 2008 è stato uno dei peggiori anni nonostante fino alla prima metà dell'anno il comparto avesse attirato l'attenzione degli investitori. Lo scenario recessivo depone a favore della continuazione di una fase negativa per il comparto soprattutto nella prima parte dell'anno.

Scenario di mercato

Il **2008** è stato l'anno in cui la crisi immobiliare si è tradotta in una vera e propria crisi del credito esplicando i suoi effetti prima sul sistema finanziario e successivamente su quello economico. La Fed ha proceduto a ridurre il tasso di riferimento (dal 4,25% di inizio anno all'attuale 0-0,25%) moltiplicando le diverse modalità di iniezione della liquidità nel sistema.

Tale orientamento è emerso dopo che a fine 2007 era sostanzialmente fallito il tentativo di creare un unico fondo (denominato MLEC, *Master Liquidity Enhancement Conduit*) sponsorizzato dal Tesoro e finanziato dalle banche con lo scopo di acquistare asset illiquidi.

L'**iniziale approccio** dell'amministrazione Usa è stato improntato alla risoluzione dei singoli casi, come accaduto ad esempio per la gestione del fallimento di **Bear Stearns** (metà marzo) e dei due colossi dei mutui **Fannie Mae e Freddie Mac** (7 settembre).

I limiti dell'approccio "case by case" sono però venuti pienamente a galla con il fallimento eccellente di **Lehman** il 15 settembre.

L'amministrazione Bush è così arrivata a chiedere al Congresso l'approvazione del fondo da 700Mld\$ denominato **TARP** finalizzato all'acquisizione di asset tossici dai bilanci delle banche. Tale fondo, dopo una prima bocciatura alla camera, è stato successivamente approvato il 3 di ottobre. La destinazione d'uso di questo fondo è stata poi riconvertita in un corposo processo di ricapitalizzazione del sistema bancario che ha assorbito la quasi totalità della prima tranche da 350Mld\$. All'interno di quest'ultima sono rientrati anche il piano di salvataggio del colosso assicurativo **AIG** oltre al piano di aiuti al **comparto auto**.

La crisi finanziaria ha interessato anche alcuni paesi in **Europa**, in particolare il Regno Unito e la Germania oltre che la Svizzera portando ad esempio alla nazionalizzazione di **Northern Rock** e di **Bradford & Bingley** in Uk, o ancora ad una serie di ricapitalizzazioni governative di diverse banche regionali tedesche, fino alla creazione di un mega fondo da 60 Mld\$ in cui far confluire gli asset illiquidi di **Ubs** finanziato quasi totalmente dalla banca centrale svizzera.

Di fronte all'avanzata della crisi finanziaria la risposta delle banche centrali mondiali è stata sempre più forte aumentando il numero e le modalità di piani consistenti in **iniezioni di liquidità e/o in prestito di titoli governativi** a fronte del passaggio dei titoli tossici nei bilanci delle banche centrali stesse. La Bce dal canto suo ha inoltre portato la scadenza delle aste di rifinanziamento fino a 6 mesi, annullando di fatto il meccanismo di asta a tasso variabile. Attualmente infatti la Bce concede fondi illimitati su scadenze ad 1 settimana, 3 mesi e 6 mesi.

Inoltre diversi governi europei hanno cercato di porre in essere manovre espansive in ordine sparso concedendo allo stesso tempo garanzie sui prestiti bancari e sui depositi bancari.

Se questa è in estrema sintesi la complessa evoluzione cui si è assistito nel corso del 2008, **per il 2009 lo scenario è di prosecuzione della fase recessiva emersa** in tutte le principali economie mondiali nella seconda parte del 2008. Il processo originario di forte crisi del settore immobiliare potrebbe tradursi ancora in ulteriori cali dei prezzi immobiliari e conseguente aumento dei pignoramenti negli Usa. Allo stesso tempo in area Euro il picco massimo della fase recessiva potrebbe manifestarsi nel corso inoltrato dell'anno e quindi

successivamente a quello Usa, seguendo pertanto lo stesso percorso in chiave ritardata registrato in occasione dell'inizio della fase recessiva. Come analizzato in un report della Fed di Dallas pubblicato a novembre dal titolo "*Globalization and the Changing Nature of the U.S. Economy's Influence in the World*", l'influenza del ciclo economico Usa sul resto del mondo sta evidenziando un meccanismo di trasmissione più ritardato rispetto a qualche decennio fa, con al contempo anche tempi di permanenza degli effetti più lunghi che, nell'ultimo decennio, sono stati di 6-9 trimestri nel caso dell'Europa e di 5-8 trimestri nel caso di economie come quella giapponese o quella indiana.

Di conseguenza **per il 2009 è atteso un calo del Pil sia negli Usa (-1,6%), sia in area Euro (-1,5%) sia in Giappone (-0,9%)**. Si tratta di uno scenario che tiene conto della possibilità per il 2009 di un calo del commercio internazionale così come stimato dalla banca mondiale nell'ordine del 2,1%, per la prima volta dal 1982. La stessa banca mondiale ha fissato la stima di crescita del Pil mondiale allo 0,9% dal 2,5% del 2008. Allo stesso tempo lo scenario del 2009 contempla una **fase deflattiva** nelle aree prima citate, con un'intensità ed una durata particolarmente accentuate negli Usa.

Negli Usa il primo semestre del 2009 si configura come la parte dell'anno in cui si potrebbe collocare la fase più acuta della fase recessiva. E' pur vero che in questo periodo si collocherà la pressoché certa approvazione di un nuovo colossale piano di sostegno all'economia preannunciato da Obama che potrebbe arrivare fino a 1000Mld\$. Parallelamente potrebbe essere necessaria l'approvazione un nuovo fondo per completare il processo di ricapitalizzazione del sistema bancario e al contempo procedere al riacquisto dei titoli tossici. L'approvazione di tali piani potrebbero arrivare tra gennaio e febbraio. Gli effetti dei piani di stimolo fiscale richiederanno però tempo sia a causa dei tempi tecnici di implementazione sia per la natura stessa di una parte di tali piani.

Di conseguenza, il primo semestre potrebbe concretamente risentire solo marginalmente del citato piano di stimolo fiscale, a differenza invece della seconda parte dell'anno, quando invece l'impatto potrebbe essere più evidente, sebbene la crescita in questo frangente è attesa comunque permanere sotto il potenziale.

La prima parte del 2009 inoltre potrebbe essere interessata dall'inizio di una fase deflattiva a partire già da febbraio fino ad almeno il mese di settembre, con picco minimo collocabile a metà anno.

In tale contesto il principale mover di politica monetaria sarà rappresentato soprattutto dall'inizio della politica di **quantitative easing**, che potrebbe tradursi in tassi a lungo e a lunghissimo termine molto vicini al 2%, ossia al livello informalmente più volte indicato come di equilibrio sul fronte dei prezzi in termini di crescita del deflatore core della spesa delle famiglie. Tale andamento potrebbe verificarsi in modo più o meno uniforme nel corso di buona parte del 2009, con eventuale scostamento al rialzo rispetto a tale livello nell'ultima parte dell'anno e più realisticamente agli inizi del 2010, in corrispondenza del manifestarsi dei citati impatti dei piani di sostegno fiscale. L'andamento direzionale dei tassi potrebbe invece risentire in modo marginale del forte incremento delle necessità di funding governativo (che potrebbero anche superare i 2000Mld\$ nel corso del 2009) grazie al sostanziale sostegno della Fed mediante l'implementazione del **quantitative**

Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

easing. In termini di **pendenza di curva**, la fase di irripidimento verificatasi parallelamente al processo di taglio del tasso di riferimento, potrebbe tramutarsi in una fase di appiattimento soprattutto con riferimento al segmento a lunghissimo termine, in modo particolare se l'acquisto di asset finanziari su tale mercato da parte della Fed sarà indirizzato maggiormente su questo segmento di curva.

Anche in **area Euro** le attese sono per la **continuazione della fase recessiva** iniziata tecnicamente tra il secondo ed il terzo trimestre del 2008. Rispetto agli Usa la principale differenza risiede nel fatto che in area Euro la fuoriuscita dalla fase recessiva potrebbe più verosimilmente verificarsi nel 2010 per le seguenti ragioni: 1) ritardo temporale tra i cicli Usa ed area Euro; 2) maggiore difficoltà a trovare soluzioni effettivamente coordinate tra i vari paesi.

A queste ragioni se ne possono associare altre con riferimento prettamente alla politica monetaria, in particolare con la concreta difficoltà a porre in essere manovre di *quantitative easing*, sebbene lo stesso Trichet abbia esplicitamente ammesso la presa in considerazione di tale ipotesi. Le difficoltà risiederebbero nella definizione del criterio di distribuzione tra i 15 paesi dell'area dell'acquisto di titoli del debito pubblico e, nel caso di titoli corporate, nella scelta della tipologia di titoli (*commercial paper* vs. corporate bond) oltre che dei settori beneficiari.

Tali considerazioni inducono a pensare alla **continuazione del trend primario calante dei tassi** anche in area Euro. Vista la maggiore difficoltà ad implementare una politica di *quantitative easing* di dimensione paragonabile a quella Usa, i tassi decennali europei potrebbero però stabilizzarsi su livelli superiori a quelli Usa nel corso del primo semestre, intorno al 2,5%. L'aspettativa sempre più concreta di fase deflattiva a metà anno, potrebbe comportare un progressivo appiattimento della curva nel corso dell'intero 2009. La possibilità di mantenimento di tassi Euro superiori a quelli Usa sul segmento decennale è da ricollegarsi anche all'eventuale maggiore problematicità a trovare una domanda adeguata per l'enorme mole di titoli governativi attesi in emissione nel corso del 2009. Tale rischio si ricollega in parte al potenziale minor impatto in area Euro dell'*easing* quantitativo, dal momento che in tal caso i governi dell'area dovrebbero soddisfare quasi interamente sul mercato le proprie esigenze di finanziamento.

Sul fronte valutario, il 2008 ha evidenziato una prima parte dell'anno caratterizzata da un marcato deprezzamento nominale del Dollaro vs. Euro, parallelamente anche al forte rialzo del prezzo delle materie prime, in particolare del greggio. Successivamente si è sviluppato un marcato processo di apprezzamento del biglietto verde per le seguenti ragioni principali: 1) forte processo di rimpatrio di capitali negli Usa in conseguenza della fase più acuta della crisi finanziaria; 2) percezione di un rapido ridimensionamento del differenziale dei tassi, nel momento in cui anche la Bce ha iniziato ad implementare corposi tagli del tasso di riferimento.

Lo scenario per il 2009 presenta alcuni punti di criticità. **I fattori di cui tenere conto** sono: 1) eventuale riemergere di timori inflattivi

soprattutto nella seconda parte dell'anno; 2) eventuale ripresa degli Usa anticipata rispetto all'area Euro; 3) impatto del forte aumento dell'offerta di Dollari ricollegabile al *quantitative easing*; 4) ripristino di elevati livelli di deficit sia pubblico sia di partite correnti (c.d. deficit gemelli). I primi due fattori impatterebbero potenzialmente a favore dell'apprezzamento del Dollaro, al contrario dei rimanenti due.

Per arrivare a delineare lo scenario sul Dollaro **le ipotesi di base** sono le seguenti: 1) in area Euro potrebbero emergere maggiori difficoltà nell'attuazione di manovre coordinate tra i vari paesi nella prima parte dell'anno; 2) in area Euro il *quantitative easing* non dovrebbe raggiungere le proporzioni di quello Usa; 3) gli eventuali sintomi di ripresa dell'economia Usa che arriverebbero a fine 2009 potrebbero comunque segnalare un ritmo di crescita al di sotto del potenziale; 4) nel corso del 2009 i conti pubblici Usa potrebbero registrare un netto peggioramento per la necessità di finanziamento delle ingenti manovre di supporto all'economia; 5) l'implementazione del *quantitative easing* della Fed comporta una conseguente assenza del flusso di acquisto di Dollari conseguente all'acquisto di Treasury, di agenzie e titoli corporate grazie al ruolo svolto dalla Fed in chiave di acquirente finale. Di conseguenza, lo sbilancio di partite correnti, troverebbe un riequilibrio sempre minore nella bilancia dei capitali; 6) effettiva volontà degli Usa di attuare una politica di svalutazione del Dollaro per alimentare il recupero dell'economia attraverso le esportazioni soprattutto nella seconda parte dell'anno, quando l'andamento del Dollaro potrebbe essere sinergico all'impatto positivo sull'economia dei piani di stimolo fiscale.

Sulla base di tali ipotesi **per il 2009** il trend ipotizzato per il Dollaro verso Euro è di **tendenziale deprezzamento nella seconda parte dell'anno. Nella prima parte invece** a favore del biglietto verde potrebbe pesare il flusso di rientro di capitali negli Usa alla ricerca di sicurezza, insieme ad ulteriori tagli della Bce.

I principali rischi per tale scenario sono attribuibili a: 1) rapida e sostenuta ripresa dell'inflazione già nella seconda parte del 2009; 2) accentuazione nel corso dell'anno delle difficoltà politiche all'interno dell'area Euro tali da riproporre il valore rifugio del Dollaro.

Lo scenario centrale per l'Euro Dollaro a fine 2009 contempla pertanto l'ipotesi del **raggiungimento di quota 1,50**.

Sul fronte **Yen** l'attenzione dei mercati per il 2009 sarà rivolta al cross Dollaro/Yen, attualmente sui minimi degli ultimi 13 anni ed al di sotto di soglia 90, un livello che qualora fosse confermato a lungo potrebbe indurre il Giappone ad intervenire sul mercato. Gli ultimi interventi del governo sui mercati valutari risalgono al 2004. Sulla scia della continuazione del processo di *deleveraging*, è possibile ipotizzare un apprezzamento dello Yen nel primo semestre. L'ultimazione di tale processo potrebbe portare ad una fase molto graduale di deprezzamento dello Yen vs. Dollaro, comportando una sostanziale stabilità del cross in prossimità di quota 90-100. Andamento simile potrebbe verificarsi per l'Euro/Yen con calo del cross nel primo semestre e rialzo nel secondo semestre grazie anche all'attesa del recupero dell'Euro vs. Dollaro. Il **target di fine anno vs Euro potrebbe collocarsi a 135**.

Usa

Il 2009 si prospetta come un anno caratterizzato da una crescita in calo con prime evidenze di andamento deflativo già nel corso del primo trimestre. Le corpose manovre di sostegno all'economia preannunciate dal neo presidente Obama potrebbero impattare sulla crescita in modo piuttosto graduale nella seconda parte inoltrata del 2009. In ogni caso i tempi piuttosto lunghi di riassorbimento dell'impatto economico e finanziario della crisi in atto, consentirebbero un recupero della crescita su ritmi al di sotto del potenziale.

Sul fronte della politica monetaria nel corso del 2009 la Fed è attesa implementare in modo sempre più diffuso le manovre volte ad incrementare la quantità di moneta nel sistema (c.d. *easing quantitativo*) nel tentativo di stabilizzare i tassi a lungo termine su livelli contenuti e nel frattempo tentare di far riportare in positivo la dinamica dei prezzi (c.d. *reflazione*).

Il 2008 è stato caratterizzato dal progressivo maggior impatto negativo sia della crisi immobiliare (emersa in modo evidente già nel corso del 2007) sia di quella finanziaria. Complessivamente il 2008 è atteso chiudersi con una crescita del Pil nell'ordine dell'1,2% dal 2% dell'anno precedente. Nel corso dell'anno è continuata la contribuzione negativa alla crescita della componente investimenti residenziali, in atto in modo ininterrotto sin dal primo trimestre del 2006. Nel terzo trimestre del 2008 inoltre è emersa la contribuzione negativa anche della componente investimenti immobiliari ad uso commerciale, per la prima volta dalla fine del 2006. Il Pil è stato sostenuto dalla buona contribuzione delle esportazioni nette (in media +1,6% nei primi 9 mesi del 2008).

Sul fronte **prezzi** l'anno è stato sostanzialmente diviso in due parti, con i primi sei mesi caratterizzati da un fortissimo trend rialzista, sostenuto principalmente dalle materie prime, fino a raggiungere il picco massimo del 5,6% in termini di crescita tendenziale nel mese di luglio. Nella seconda parte del 2008, il drastico calo delle commodity e in modo particolare del petrolio, ha bruscamente portato la crescita all'1,1% a/a nel mese di novembre. Mediamente la crescita dei prezzi al consumo nel 2008 dovrebbe attestarsi al 3,9% dal 2,9% del 2007.

Recentemente il **NBER** (*National Bureau Of Economic Research*) ha fissato a **dicembre 2007 l'inizio della fase recessiva** che pertanto avrebbe già superato la durata media (pari a 10 mesi) delle fasi analoghe verificatesi dal dopoguerra ad oggi. L'attuale fase di contrazione del ciclo appare pertanto essere indirizzata ad una durata almeno pari a quella record (dal dopoguerra ad oggi) di 16 mesi verificatesi dalla metà del 1981 fino al novembre dell'82.

L'impatto della crisi economico/finanziaria iniziata nel 2007 e continuata nel 2008, può essere analizzato osservando le macrovariabili dell'economia Usa. In particolare sono di particolare interesse alcuni dati contenuti nel report *Flow of Funds* pubblicato dalla Fed recentemente, con aggiornamento fino al terzo trimestre del 2008.

A tal proposito emerge ad esempio come la **ricchezza netta delle famiglie** (intesa come differenza delle attività reali e finanziarie

rispetto alle passività detenute) abbia registrato negli ultimi due anni due picchi massimi molto simili (intorno a circa l'1,8% del Pil) in corrispondenza dell'inizio del 2000 e del 2007. Risulta pertanto evidente nel primo caso l'impatto del rialzo della attività finanziarie durante il periodo della cd. *New Economy* e nel secondo caso quello del settore immobiliare (**Fig.1**).

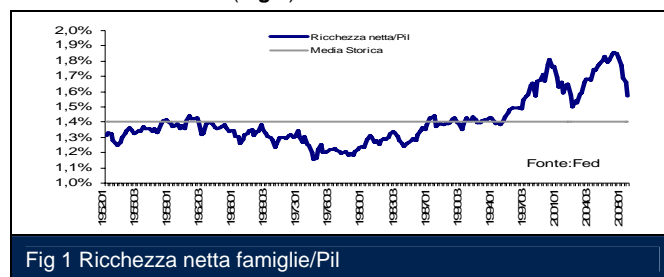


Fig 1 Ricchezza netta famiglie/Pil

In termini di supporto alla ricchezza netta, storicamente si è spesso assistito ad un'alternanza di due comparti: **immobiliare ed azionario**. Nel caso del comparto immobiliare tale misura è offerta dal c.d. *owners' equity*, definita come differenza tra il valore dello stock degli immobili rispetto a quello dei mutui. Rapportando entrambe le grandezze rispetto al Pil nominale si può verificare come storicamente si sia assistito ad un contributo di volta in volta sbilanciato solo su uno dei due fattori citati. In altri termini non si era mai assistito ad un trend analogo in termini di contribuzione del comparto immobiliare rispetto a quello azionario. Nel corso del 2008 tale alternanza verificata storicamente è stata però smentita dal momento che è risultato in **ridimensionamento il contributo di entrambe le citate componenti** (**Fig.2**).

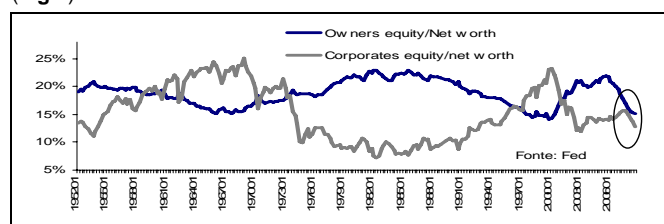


Fig 2 Componente azionaria ed immobiliare vs. ricchezza netta

Sul fronte **immobiliare**, l'estrazione di ricchezza verificatasi negli ultimi anni fino ad un picco massimo medio di circa 350Mld\$ nel corso del 2006, si è convertita in un apporto negativo, dal momento che il flusso dei nuovi mutui delle famiglie è risultato progressivamente superiore rispetto a quello degli investimenti immobiliari residenziali. I consumi pertanto non hanno più potuto beneficiare dell'apporto dell'incremento dei prezzi immobiliari, monetizzato attraverso la finanza strutturata applicata al comparto mutui.

I consumatori Usa sono riusciti inizialmente a far fronte al minor apporto dei mutui facendo ricorso al credito al consumo, fino ad arrivare al terzo trimestre del 2008 quando, complici il calo dello stock dei mutui ed il ridimensionamento dell'incremento del credito al consumo, l'**indebitamento totale delle famiglie per la prima volta**

Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

Euro

Il 2008 è stato caratterizzato da un forte deterioramento della crescita che ha interessato soprattutto gli ultimi mesi dell'anno. Dopo una crescita del 3% nel 2006 e 2,6% nel 2007, il 2008 dovrebbe concludersi con una crescita dell'1,1%, mentre nel corso del 2009 dovremmo assistere ad una variazione negativa del Pil. Sul fronte inflazione l'anno dovrebbe concludersi con una crescita dei prezzi al consumo del 3,3%, destinata a rallentare fortemente nel corso del 2009 a causa del calo dei prezzi delle materie prime e di un effetto confronto negativo.

La crisi finanziaria iniziata con lo scoppio della bolla sui mutui subprime nel 2007 ed il calo del prezzo del petrolio negli ultimi mesi dell'anno hanno causato una forte penalizzazione dell'economia reale ed un rallentamento consistente dei prezzi al consumo. Resta variegato il quadro all'interno dell'area, sebbene il rallentamento abbia interessato tutti i paesi. Le principali economie dell'area come Germania, Francia ed Italia sono entrate tecnicamente in recessione, registrando due trimestri di crescita negativi e risentendo soprattutto della penalizzazione degli investimenti, consumi ed esportazioni nette. Il 2008 per la Germania dovrebbe concludersi con una crescita del Pil dell'1,4%, in Francia dello 0,9% ed in Italia con un calo dello 0,4%. La crisi ha interessato anche le economie di altri paesi, tra cui Spagna ed Irlanda che hanno risentito soprattutto del calo del settore immobiliare.

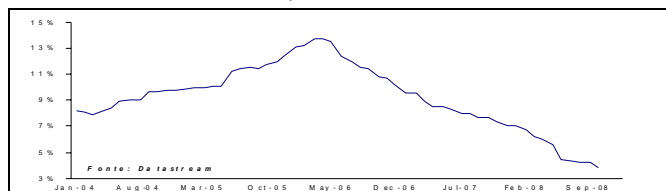


Fig.1 prestiti alle famiglie per acquisto case a/a%

Il boom degli investimenti nel settore immobiliare, guidato da bassi tassi di interesse ed in alcuni casi da un aumento della mobilità demografica, è venuto meno nel corso del 2008 con l'intensificarsi della crisi finanziaria che ha visto ridurre notevolmente i prestiti bancari per l'acquisto di case (Fig.1), generando un calo dei prezzi delle case e di conseguenza delle attività legate a tale settore. I paesi che hanno risentito maggiormente del calo immobiliare nel corso del 2008 sono stati soprattutto Spagna, Irlanda, Danimarca, mentre più marginale è stato l'impatto in Italia, Francia ed Olanda che hanno registrato un forte rallentamento dei prezzi (Fig.2).

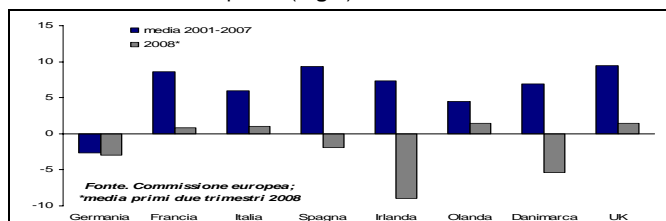


Fig.2 prezzi reali case a/a%

La crisi economica e finanziaria ha portato i vari governi dell'area a varare diverse misure a sostegno del sistema bancario e dell'economia, come l'introduzione di garanzie governative sui depositi e sulle emissioni bancarie, nonché finanziamenti atti a stimolare gli investimenti nelle infrastrutture, nel settore dell'energia pulita e delle piccole e medie imprese. In generale la Commissione europea ha approvato un pacchetto da 200 Mld€, pari in media all'1,5% del Pil di ciascun paese. Di questi 170 Mld€ saranno forniti dagli stati membri che contribuiranno in media per l'1,2% del Pil ed i rimanenti 30 Mld€ (0,3% del Pil) dall'UE e dalla Bei che dovrebbe contribuire per 15 Mld€ nei prossimi due anni. L'attuale crisi richiede anche l'intervento della BERS che dovrebbe aggiungere 500 Mln€ per i finanziari i nuovi paesi membri (Tab 1).

| MLD€ | PIANI AIUTI GOVERNI | DETTAGLIO |
|------------|----------------------------|--|
| UK | 20 GBP | Imposta massima sui redditi al 45%; esenzione fiscale per i dividendi delle società estere; taglio dell'IVA al 15% |
| SPAGNA | 11 | 8 destinati ad infrastrutture; 3 ad altri settori, tra cui 600 Mln al settore auto |
| FRANCIA | 26 | 10,5 destinati ad infrastrutture |
| GERMANIA | 31 | Previsto un altro pacchetto di aiuti a inizio 2009 |
| DANIMARCA | annunciato prima di Natale | Secondo pacchetto di stabilizzazione del settore bancario |
| PORTOGALLO | 2,16 | Rinnovamento scuole; investimenti nell'energia pulita; finanziamenti alle piccole imprese |
| NORVEGIA | da stabilire | Nuovo pacchetto fiscale finanziato dal fondo sovrano statale da 248 Mld\$ |
| TOTALE EU | 200 | 170 forniti dagli Stati membri; 30 forniti dall'UE e dalla BEI |

Tab.1 Piano Commissione europea (Mld)

Sul fronte occupazionale, in Spagna i disoccupati a novembre sono cresciuti del 42,7% a/a dal 5,3% di dicembre 2007, a causa soprattutto della penalizzazione del settore servizi (a novembre +34,7% a/a da 4,9% di dicembre 2007) e costruzione (a novembre 106,7% a/a da 19,9% di dicembre 2007). Nelle altre economie si è registrato un lieve peggioramento del mercato del lavoro italiano, mentre in Francia il tasso di disoccupazione è rimasto pressoché stabile ed in Germania si è addirittura assistito ad un calo. Il tasso di disoccupazione tedesco a novembre è infatti passato al 7,5% da 8,2% di gennaio. In generale il mercato del lavoro risente in chiave ritardata della dinamica del ciclo economico ed è quindi lecito attendersi un peggioramento nei prossimi mesi (Fig.3).

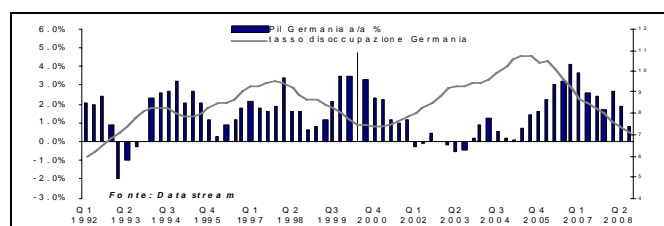


Fig.3 tasso disoccupazione e Pil a/a Germania

Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

Il 2008 è stato caratterizzato da una dinamica sostenuta degli **aggregati monetari**. M3 ad ottobre è cresciuto dell'8,7% a/a, dall'11,7% di ottobre 2007. In disaggregato si evidenzia come da inizio anno la componente più liquida M1, dopo un rallentamento dei primi mesi dell'anno, sia tornata a crescere negli ultimi mesi, parallelamente alle forti iniezioni di liquidità nel sistema. Tra le controparti di M3 hanno rallentato i prestiti per l'acquisto di case ed il credito al consumo, mentre la crescita dei prestiti al settore aziendale non finanziario, pur evidenziando un rallentamento, continua a rimanere sopra al 10%.

Il rallentamento economico ha contribuito al peggioramento delle **finanze pubbliche** per quasi tutti i paesi dell'area. In base alle previsioni autunnali della Commissione Europea, in Germania il 2008 dovrebbe concludersi con un disavanzo dello 0,5%, in Francia il deficit/Pil dovrebbe passare a -3,3% dal -3,2% del 2007 ed in Italia a -2,5% dal -2% del 2007. Secondo la Commissione le condizioni sono destinate a peggiorare il prossimo anno a causa dell'atteso calo della crescita. Solo Germania, Italia, Grecia, Olanda e Portogallo dovrebbero evitare questo trend. Un peggioramento consistente è atteso in Spagna e Irlanda, i due paesi che hanno risentito maggiormente della crisi economica. Le previsioni sopra citate sono però suscettibili di revisioni al ribasso in quanto dopo la pubblicazione del report della Commissione si sono registrati dati sulla crescita peggiori delle attese. Infine le più recenti previsioni di crescita per il prossimo anno pubblicate dalla stessa Bce sono risultate peggiori di quelle riportate dalla Commissione. Inoltre diversi governi, come la Francia, hanno già annunciato che i nuovi pacchetti di stimolo all'economia potrebbero portare i deficit in rapporto al Pil sopra il 3%.

Oltre al deficit di bilancio anche il **debito pubblico** è destinato ad aumentare soprattutto se si considera l'aumento delle emissioni che i vari governi dell'area sono chiamati ad effettuare. Ad esempio la Germania ha annunciato un totale di emissioni per il 2009 di 323Mld€, pari a circa il 50% di incremento rispetto al 2008. Se però si considera l'indebitamento totale per i singoli paesi emerge un quadro non perfettamente allineato con quello inerente la sola presa in considerazione del debito pubblico. In questo caso infatti il maggior peso del debito privato (famiglie ed imprese) tende a ribaltare l'importante situazione di favore di alcuni paesi in termini di debito pubblico come ad esempio Portogallo, UK, Spagna ed Irlanda (**Fig.4**).

particolare il calo della crescita dovrebbe interessare soprattutto la prima parte dell'anno, complice in particolare l'atteso calo della produzione di auto. Segnali di miglioramento più evidenti potrebbero essere collocati ad inizio 2010, ma sarebbe ancora prematuro parlare di un ritorno alla crescita. All'interno dell'area è atteso un forte calo del Pil tedesco (-2%), mentre in Italia il calo potrebbe aggirarsi intorno all'1,8%. Tuttavia il prolungamento delle turbolenze finanziarie e l'insufficienza delle misure adottate dai vari governi e dalla stessa Bce, potrebbero incidere pesantemente sulla congiuntura con la **possibilità di una revisione al ribasso delle stime di crescita verso l'ipotesi di un calo del 2%**.

Relativamente **all'inflazione** al momento non sussistono rischi di surriscaldamento, ma al contrario il forte calo dei prezzi delle materie prime e l'effetto confronto negativo potrebbe portare ad un pesante rallentamento dei prezzi che potrebbero chiudere il 2009 con una crescita media dello 0,5%. Il rallentamento dei prezzi potrebbe toccare il minimo nei mesi di giugno e luglio, quando **non è esclusa una fase deflattiva**, mentre nell'ultima parte dell'anno potremmo assistere ad un rialzo che porterebbe i prezzi sopra l'1% per poi raggiungere il target del 2% nel corso del 2010. Allo stesso modo in Italia il tasso d'inflazione è atteso crescere dello 0,6%, con il tendenziale che potrebbe scendere sotto lo zero nei mesi di luglio ed agosto.

Relativamente alla Bce nella prima parte dell'anno il tasso di riferimento è stato mantenuto fermo al 4%, per poi portarlo al 4,25% nella riunione di luglio al fine di frenare le forti spinte inflattive in atto. In seguito, l'intensificarsi della crisi finanziaria ed economica unita al rallentamento del tasso di inflazione, ha portato l'Istituto a ridurre il tasso di riferimento di 175 pb a 2,5%. Per il 2009 l'atteso calo della crescita e dell'inflazione dovrebbe favorire ulteriori **tagli del tasso di riferimento fino alla soglia dell'1%**, preceduto da un'eventuale pausa nel mese di gennaio a causa della difficoltà da parte di alcuni membri Bce (in particolare esponenti Bundesbank) ad ipotizzare un posizionamento sotto al 2%. Tale ipotesi viene presa in considerazione nel secondo trimestre con l'eventuale sottolineatura dell'impegno a mantenere i tassi sotto il 2% per il più breve tempo possibile. In ogni caso, l'ipotesi di adozione di misure di **easing quantitativo**, seppure in **forma molto più blanda rispetto agli Usa** a causa della difficoltà di trovare un criterio di distribuzione della manovra sui 15 paesi, potrebbe avvenire anche senza necessariamente portare il tasso Bce in prossimità di zero.

Inoltre l'operato della Bce potrebbe indirizzarsi su altri fronti, come ad esempio la **creazione di una clearing house per la gestione del mercato interbancario**, in modo da rendere effettivamente operative le garanzie sui depositi interbancari annunciate da diversi governi nel mese di ottobre.

Di conseguenza lo scenario centrale diventa di **tasso di riferimento all'1% dal secondo trimestre fino agli inizi del 2010**, con possibilità di posizionamento al di sotto di tale livello nel caso di scenario macro peggiore delle attese soprattutto sul fronte deflattivo.

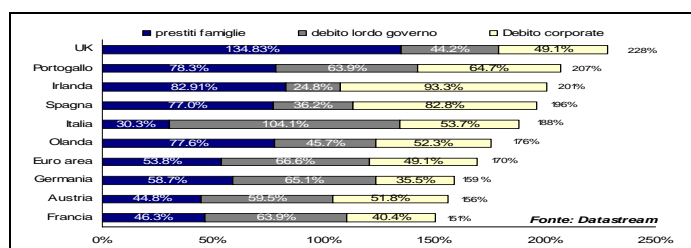


Fig.4 Debito pubblico, famiglie e corporate (%Pil),2007

Per il **2009** in area Euro è atteso un **calo della crescita dell'1,5%**, che dovrebbe risentire soprattutto del calo di investimenti e consumi. In

Asia-Pacifico

Terminato il periodo di maggiore durata dell'espansione dal dopo guerra, il 2009 potrebbe essere l'anno del "ritorno al passato" per il **Giappone** che affronterà un periodo di recessione unito al ritorno della deflazione (comunque mai del tutto scomparsa). L'elevata incertezza politica oltre alla recessione globale potrebbe rendere il 2009 un anno particolarmente negativo. Possibile un ritorno all'easing quantitativo.

Sul fronte crescita il 2008 ha visto il ritorno della recessione per la prima volta dal 2001-2002 causata dallo scoppio della bolla tecnologica. Il rallentamento globale dell'economia ha avuto un impatto pesante sull'economia nipponica ancora non abbastanza matura da poter contrastare un calo della domanda estera con il sostegno di quella interna. **I consumi nel corso dell'anno sono stati molto deludenti.** A partire da marzo fino all'ultimo dato disponibile di ottobre, la spesa delle famiglie a livello tendenziale ha sempre esibito una variazione negativa (-3,8% a/a l'ultimo valore). Nel corso dell'anno il calo della domanda dall'estero, l'apprezzamento marcato dello Yen e la crisi del credito hanno portato le aziende a ridurre gli investimenti aziendali a partire soprattutto dal secondo trimestre. Nel terzo trimestre 2008 il contributo negativo alla crescita degli investimenti aziendali è stato dello 0,3% su base trimestrale. La situazione è attesa in peggioramento: le aziende prevedono per novembre di ridurre la produzione industriale al ritmo maggiore degli ultimi 35 anni. Negli ultimi sei mesi è venuto meno anche il supporto delle esportazioni nette che, unite agli investimenti, sono state il motore della crescita dal 2003. Nel secondo e terzo trimestre la contribuzione al Pil delle esportazioni nette è stata rispettivamente dello 0% e del -0,2% su base trimestrale. A novembre si è assistito al forte calo delle esportazioni (-27% circa). Nel terzo trimestre la contrazione dell'1,8% annualizzato ha decretato l'entrata in recessione tecnica, dopo il calo già sperimentato nel secondo trimestre (-3,7% ann.). **A livello tendenziale nei primi 9 mesi del 2008 il Pil è rallentato allo 0,5%. In particolare nel terzo trimestre la variazione tendenziale è stata del -0,5%, un valore negativo per la prima volta dal secondo trimestre del 2002 (Fig. 1).** Nell'anno solare 2007 la crescita si era attestata al 2,4% a/a.

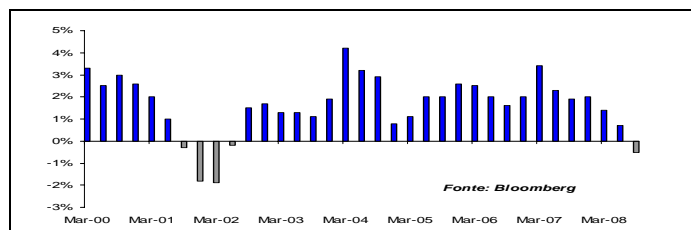


Fig. 1 Giappone: Pil reale a/a%

Per sostenere la crescita il governo ha annunciato in modo talora non molto chiaro un nuovo pacchetto di misure di sostegno all'economia per un totale di 40.000Mld Yen (444Mld\$). Oltre 13.000Mld sono destinati al contrasto della crisi, 12.000 Mld alla ricapitalizzazione delle banche, 3.000 Mld potranno essere utilizzati direttamente per aiutare

le imprese a finanziarsi, in modo particolare acquistando la carta commerciale. Le nuove spese effettive da mettere a bilancio ammontano a 10.000Mld Yen, circa il 2% del Pil, ma non sono state ancora sottoposte al parlamento. Inoltre sta maturando l'intenzione di dare incentivi fiscali per il rimpatrio degli utili maturati all'estero dalle aziende giapponesi, stimati in circa 180Mld\$. Infine il governo ha annunciato l'intenzione, previa approvazione del parlamento, di acquistare fino a 20.000Mld Yen (223Mld\$) di azioni di società detenute dalle banche per aumentare il loro capitale e supportarle nel corso del mercato azionario ribassista. Purtroppo la situazione politica è molto incerta, la popolarità del primo ministro Aso è ai minimi storici (intorno al 20% secondo i sondaggi nazionali). Entro settembre dovranno essere tenute le elezioni ma sembra probabile che si vada alle urne già nella prima parte del 2009.

Con riferimento al **mercato del lavoro**, si è assistito ad un deterioramento del rapporto impieghi/candidati sui minimi dal maggio 2004. Tale calo segnala un maggiore numero di candidati rispetto alle posizioni offerte dalle aziende. Il tasso di disoccupazione ad agosto è salito al 4,2%, massimo da circa 2 anni. Nell'ultima rilevazione si è verificato un forte calo (3,7%), ma non si tratta di un effettivo miglioramento poiché è dovuto ad un fattore tecnico: molti lavoratori hanno interrotto la ricerca di un'occupazione a causa del loro pessimismo e sono usciti dalla base di calcolo.

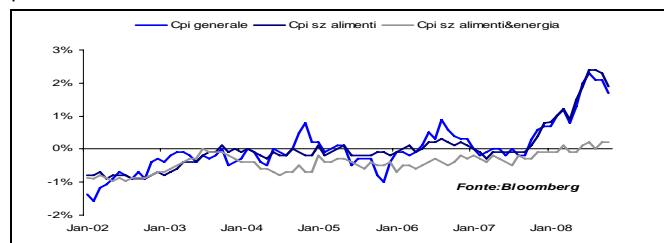


Fig. 2 Giappone: prezzi al consumo a/a%

Sul fronte prezzi nel 2008 si è assistito ad un'accelerazione dell'inflazione fino a metà anno, sulla scia del rialzo dei costi energetici. Si è trattato quindi di uno shock esogeno, dovuto a fattori esterni e non da inflazione da domanda, poiché la crescita dei prezzi al netto della componente energetica ed alimentare è stata molto lieve (Fig.2). ebbene il Cpi sia stato ampiamente positivo nel corso degli ultimi 12 mesi, il Giappone non è mai completamente uscito dalla deflazione; infatti il deflatore del Pil è negativo dal 1997 (-1,6% a/a nel terzo trimestre 2008).

Gli **indici anticipatori** non lasciano intravedere nessun segnale di recupero nei prossimi 3-6 mesi. La fiducia dei consumatori, dei commercianti e delle piccole/medie imprese è sui minimi storici. Il report Tankan del 4° trimestre ha visto il calo più marcato da 34 anni della fiducia delle grandi imprese, segnalando che le aziende potrebbero licenziare molti lavoratori e ridurre gli investimenti.

Per l'anno fiscale 2009 (che comincia ad aprile e termina nel marzo 2010) la BoJ ha ridotto ufficialmente le stime di crescita allo 0,6% dal precedente 1,5% stimato a luglio. Recentemente il governatore della

Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

BoJ ha però dichiarato che alla luce dei recenti sviluppi, il Pil nell'anno fiscale 2009 sarà negativo senza però fornire cifre. La crescita per l'anno fiscale 2008 che termina a marzo dovrebbe attestarsi allo 0,1% anziché all'1,2% atteso in precedenza. Sul fronte inflazione, il Cpi core (senza alimentari) per il 2008 dovrebbe attestarsi all'1,8% a/a, mentre quello per l'anno fiscale successivo è stato fortemente rivisto al ribasso (0% dall'1,2% tendenziale). **Per l'anno solare 2009 ci attendiamo una crescita tendenziale negativa intorno al -0,9%. Sul fronte inflazione riteniamo che potrebbero ripresentarsi timori deflazionistici con il Cpi generale che potrebbe essere negativo a livello tendenziale per molti mesi ed attestarsi su base annua al -1%.**

Con riferimento alla **politica monetaria**, per gran parte dell'anno la BoJ ha evitato di aumentare i tassi nonostante l'aumento dei prezzi, a causa dei timori che l'espandersi della crisi finanziaria potesse impattare negativamente anche sul Giappone. A partire da metà settembre le condizioni monetarie e macro si sono deteriorate sensibilmente e la BoJ è stata costretta ad abbassare i tassi. Con due tagli ad ottobre ed a dicembre da 20pb ciascuno, il tasso di riferimento è stato portato allo 0,1% con decisione mai unanime. Alla luce del rapido deterioramento dell'economia e delle tensioni elevate sul mercato monetario (il tasso interbancario Tibor a 3 mesi è sui massimi dal 1998) ha portato la BoJ a mettere in atto una serie di misure straordinarie. Ha allargato il range di collaterale accettato in cambio dei finanziamenti, includendo anche i bond corporate con rating BBB o superiore per ammontare illimitato. La banca ha anche confermato gli acquisti temporanei di carta commerciale e l'aumento degli acquisti mensili di bond governativi (1.400Mld Yen da 1.200Mld fissati nell'ottobre 2002 durante il QE). Sarà anche allargato il range di titoli inclusi negli acquisti ai bond trentennali, ai titoli a tasso variabile ed indicizzati all'inflazione. Negli ultimi mesi la BoJ ha partecipato ai programmi di swap valutari con le altre banche centrali, incluse altre banche centrali asiatiche, per migliorare la gestione delle valute. Per il 2009 la manovra sui tassi è preclusa visto il posizionamento del tasso di riferimento prossimo a zero. Anche se Shirakawa ha dichiarato che il basso livello di tassi non significa un ritorno all'easing quantitativo, in pratica tale manovra lo è di fatto. L'unica differenza è che l'obiettivo è ancora rappresentato dal tasso di riferimento e non dai depositi presso la BoJ come venne ufficializzato nel 2001.

Il 2009 (l'anno del bue secondo il calendario cinese) potrebbe essere un anno particolarmente difficile per la **Cina** sotto il profilo della crescita. Ci attendiamo una politica espansiva per contrastare il brusco rallentamento della crescita sia con misure fiscali sia con la politica monetaria tagliando i tassi in modo aggressivo.

Il 2008, che nel calendario cinese è l'anno del topo, non è stato molto fortunato. Il paese è stato colpito da una serie di catastrofi naturali (terremoti, gelate). Le olimpiadi hanno rappresentato un evento importante, ma il periodo immediatamente successivo ha visto

emergere tutti gli effetti negativi della crisi globale che fino a settembre aveva colpito la Cina in misura marginale.

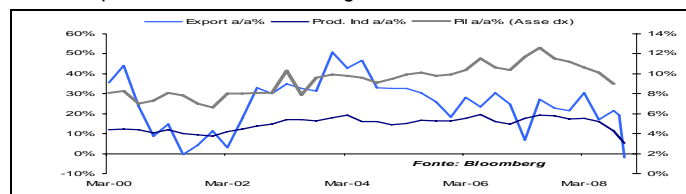


Fig. 3 Cina: Pil, produzione industriale ed esportazioni a/a%

Come evidenziato dalla **Fig.3** il Pil trimestrale ha mostrato un trend decrescente per tutto il 2008, attestandosi al 9% a/a nel terzo trimestre. Sebbene il tasso di crescita in termini assoluti sia elevato se confrontato con quelli degli altri paesi, il governo ha come obiettivo minimo quello dell'8%, cioè il livello minimo sufficiente per garantire un'occupazione soddisfacente ai propri cittadini ed evitare rivolte popolari. Purtroppo gli ultimi 3 mesi hanno evidenziato un marcato rallentamento generale. Il rialzo della produzione industriale è in brusco rallentamento a partire da luglio. In un primo momento questo è dipeso dalla chiusura di molte fabbriche nei dintorni di Pechino per ridurre l'inquinamento e consentire il normale svolgimento delle olimpiadi. Successivamente è proseguito a causa del deterioramento dell'economia globale. **A novembre la produzione industriale è cresciuta al ritmo più basso dal 1999 (data inizio serie) al 5,4% a/a.** Nello stesso mese la produzione elettrica è calata del 9,6% a/a, un segnale affidabile di forte rallentamento. Il governo stima che per raggiungere il target dell'8% di Pil, occorra mantenere una crescita della produzione industriale oltre il 12% a/a. Segnali di deterioramento si sono avuti anche dalle **esportazioni che a novembre si sono contratte del 2,2% a/a, primo calo da 7 anni.** Il surplus commerciale nei primi 11 mesi dell'anno ha continuato a salire attestandosi a circa 256Mld\$, +7,1% a/a. In difficoltà anche il settore immobiliare con i prezzi delle abitazioni che in alcune province sono calati molto dando luogo anche a proteste popolari. In base ai dati ufficiali del NDRC, i prezzi delle abitazioni nelle 70 città principali sono cresciuti dello 0,2% a/a a novembre. Considerando che a gennaio del 2008 crescevano dell'11,3% a/a e che il settore immobiliare è stato uno dei settori che ha attratto forti flussi di capitale nel paese e sostenuto la crescita, risultano evidenti di un rallentamento per l'intera economia. Gli investimenti in immobili stanno rallentando: l'incremento a novembre è stato solamente del 7,6% a/a, il minore da 3 anni circa. Inoltre le vendite di abitazioni nei primi 11 mesi sono calate del 20,6% a/a. Il dato è significativo poiché nel 2007 gli investimenti fissi totali avevano contribuito al 41% del Pil.

Il governo ha compreso che la situazione sta deteriorandosi molto velocemente ed ha annunciato **un ingente piano da 4.000Mld Yuan (circa 580Mld\$) da spalmare nei prossimi 2 anni.** Il piano è suddiviso in 10 punti principali: 1) costruzione di abitazioni a basso costo; 2) aumento delle infrastrutture nelle zone rurali; 3) miglioramento della rete dei trasporti (aeroporti, strade e ferrovie in particolare); 4) sviluppo dei servizi educativi e sanitari; 5) aumento

della protezione ambientale per ridurre l'inquinamento; 6) supporto all'innovazione industriale e tecnologica; 7) ricostruzione delle aree disastrose; 8) aumento del reddito disponibile e migliore distribuzione tra le classi sociali. Un occhio di riguardo sarà rivolto alle aree rurali con sussidi agli agricoltori; 9) incentivi fiscali che potrebbero vedere una riduzione delle tasse aziendali ed incentivi allo sviluppo tecnologico; 10) supporto finanziario al sistema per incentivare i limiti sui prestiti delle banche commerciali nel tentativo di aumentare i finanziamenti. Il governo stima che questa manovra possa apportare un 1% di crescita al Pil del 2009. Secondo le prime linee guida, circa due terzi delle risorse saranno destinate a progetti in infrastrutture.

Circa 1800 Mld saranno destinati a ferrovie, strade ed aeroporti. Altri 1000 alla ricostruzione delle aree colpite dai recenti disastri naturali. Circa 370Mld per sviluppo rurale e 40Mld in educazione e sanità. Nel quarto trimestre 2008 sono già stati impiegati 100Mld. Esistono tuttavia dei dubbi su come i fondi saranno effettivamente stanziati e sulla tempistica. Sembra inoltre probabile che ulteriori pacchetti di sostegno saranno proposti nei prossimi mesi. Il governo ha anche annunciato un obiettivo sul fronte liquidità: nel 2009 M2 dovrebbe crescere del 17% a/a. Il governo incoraggia le banche a prestare per aumentare i consumi domestici. L'obiettivo è incrementare il totale dei prestiti delle istituzioni finanziarie di 4.000 Mld Yuan.

Sul fronte prezzi l'andamento dell'inflazione è stato volatile ma simile a quello di altri paesi. Nella prima parte si è assistito ad una rapida accelerazione del Cpi che ha toccato un massimo dell'8,7% a/a a febbraio a causa soprattutto del fortissimo rialzo dei beni alimentari. I prezzi hanno continuato a stazionare su livelli elevati fino a luglio, dopodiché il calo delle materie prime ha dato luogo ad un marcato ridimensionamento. Il Cpi di novembre è cresciuto solamente del 2,4% a/a, livello più basso da gennaio 2007. Tale riduzione ha alleviato i timori inflattivi da parte del governo e della banca centrale (PBC), dando spazio a manovre di sostegno dell'economia.

Sul fronte occupazione i dati ufficiali segnalano un tasso di disoccupazione intorno al 4%, ma esistono dubbi circa l'affidabilità di tale numero. Negli ultimi mesi numerose aziende di piccole/medie dimensioni sono state costrette a chiudere e sono in atto flussi di ritorno di lavoratori dalle città alle campagne. La situazione occupazionale nel 2009 sarà molto critica e potrebbe essere fonte di tensioni sociali.

Gli **indici anticipatori** segnalano per i prossimi mesi un proseguimento della fase di rallentamento. Il Pmi manifatturiero di novembre è calato a 38,8, minimo record da quando la serie ha cominciato ad essere calcolata nel 2005.

Sul fronte gestione delle riserve valutarie, entro fine anno le riserve valutarie raggiungeranno il record di 2.000Mld\$.

Sul fronte Yuan vs Dollaro il 2008 è stato un anno dai due volti. Fino a metà luglio lo Yuan si è apprezzato velocemente guadagnando oltre il 6%. Successivamente i primi segnali di rallentamento hanno indotto le autorità a "congelare" il cross che è entrato in fase laterale tra 6,80 e 6,85. Recentemente si è assistito ad un deprezzamento dello Yuan nel probabile tentativo di favorire gli esportatori ed anche probabilmente

eliminare gli speculatori che scommettevano a senso unico sull'apprezzamento dello Yuan. Verso Euro invece l'andamento è stato ben differente con lo Yuan che si è apprezzato molto a partire dall'estate (fino ad un massimo di circa il 20%) tornando ai livelli di fine 2002. Per il prossimo anno è possibile che le autorità provino a fare deprezzare lo Yuan vs Dollaro per favorire gli esportatori, ma solo nel primo trimestre. Successivamente dovrebbe ricominciare il trend di apprezzamento dello Yuan. E' probabile che per aumentare l'efficienza della valuta le autorità optino per un allargamento della banda di oscillazione rispetto alla parità centrale fissata giornalmente che attualmente è collocata a +/- 0,50% vs Dollaro.

Con riferimento alla **politica monetaria** il 2008 ha visto un chiaro cambio di atteggiamento. Nella prima parte dell'anno la PBC ha perseguito una politica restrittiva (tramite aumento della riserva obbligatoria) ed operazioni di mercato aperto poiché l'inflazione stava aumentando ed erano presenti segnali di surriscaldamento dell'economia. A partire da settembre, alla luce del ridimensionamento dell'inflazione e del deterioramento dei dati macro si è focalizzata sul sostentamento dell'economia dando luogo ad un'aggressiva serie di tagli dei tassi benchmark sui prestiti (quello ad un anno è passato dal 7,47% al 5,31%), depositi e sulla riserva obbligatoria (dal 17,5% al 15,5% per le banche principali e 13,5% per le piccole) (**Fig.4**).

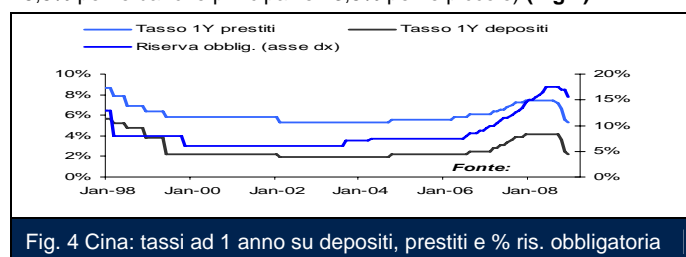


Fig. 4 Cina: tassi ad 1 anno su depositi, prestiti e % ris. obbligatoria

Per il 2009 ci attendiamo che il governo e la PBC mettano in atto una serie di misure molto aggressive per attuare la brusca frenata dell'economia che sembra inevitabile. Il governo sarà probabilmente costretto a porre in essere una serie di misure aggiuntive rispetto al piano da 4.000Mld. Finora sono state preannunciate una serie di iniziative volte ad una riduzione delle tasse ed un aumento dei rimborsi fiscali per gli esportatori, misure fiscali a sostegno del settore immobiliare, delle aree rurali, delle imprese, delle famiglie e dei listini azionari. La Cina ha ampio spazio di manovra poiché nel 2007 il surplus fiscale era pari al 2% del Pil ed il rapporto debito/Pil inferiore al 20%. **Ci attendiamo una crescita per il 2009 al di sotto della soglia dell'8% intorno al 7% con un rischio che possa calare anche al di sotto.** Soprattutto il primo semestre sarà molto critico. Sarà importante che le autorità resistano alla tentazione di far deprezzare lo Yuan nel tentativo di aiutare i propri esportatori per evitare contromisure protezionistiche. Sul fronte prezzi per il 2009 è possibile che emergano segnali deflattivi o comunque aspettative in tal senso da parte degli operatori.

Con riferimento agli enti internazionali, il direttore del Fmi ha dichiarato che la crescita nel 2009 potrebbe attestarsi al 5-6%.

Commodity

Dopo un 2007 positivo, il 2008 è stato uno dei peggiori anni di sempre per le materie prime nonostante fino alla prima metà dell'anno il comparto avesse attirato l'attenzione degli investitori. Nei primi tre mesi dell'anno al centro dell'attenzione si erano imposti i metalli industriali, preziosi e le materie prime agricole. Nel secondo trimestre gli investitori hanno alleggerito le posizioni in tali settori alla luce della debolezza dei dati macro europei ed Usa che hanno cominciato a far temere come l'Europa non fosse immune dal rallentamento Usa. Si è invece mosso in decisa controtendenza il settore energia guidato dal rialzo del greggio fino ad inizio luglio. A partire da tale mese è cominciata una marcata correzione del comparto alla luce del proseguimento dei segnali negativi sul fronte crescita (inclusi i mercati emergenti) e dell'inasprirsi della crisi finanziaria. Il fallimento di Lehman ha dato il primo colpo mortale dando luogo a marcate vendite a partire da fine settembre fino a dicembre. Per gran parte dell'anno si è discusso del ruolo che gli speculatori (sia i classici hedge fund sia investitori istituzionali come index fund, fondi pensione, banche, assicurazioni, ecc) potevano aver avuto nel processo di rialzo dei prezzi (soprattutto energia ed alimentare). L'inasprimento della crisi finanziaria ha portato tale discussione ad essere praticamente superata dalle urgenze finanziarie, ma alla luce della velocità con cui il mercato si è sgonfiato si può ritenere che il ruolo degli investitori istituzionali aveva contribuito a gonfiare le quotazioni. Una volta che la bolla del credito è scoppiata, si è assistito a liquidazioni forzate di tutti gli asset per esigenze di liquidità.

La **domanda generale** di materie prime è calata fortemente nel corso dell'anno. Possiamo trarre tale conclusione dall'andamento del Baltic Dry Index che comprende i costi di trasporto delle materie prime via mare. Da inizio anno l'indice è calato del 91%, segnale di evidente crisi della domanda. L'indice *GSCI Excess Return* da inizio anno ha perso il 50% circa con tutti i principali settori in calo. Il settore energetico ha perso il 55%, gli industriali il 52% e gli agricoli il 35%. Ha contenuto il ribasso il settore dei metalli preziosi (-6%) (**Fig.1**).

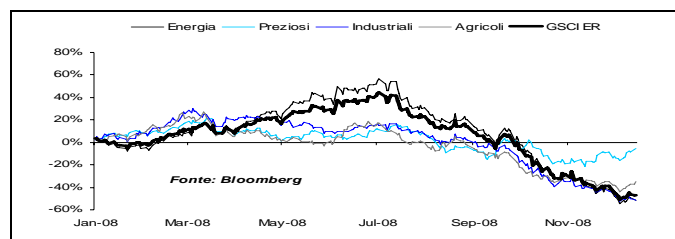


Fig. 1: performance indici GSCI Excess Return da inizio 2008

Nel corso del 2008 il **greggio Wti** (-55%) è stato al centro dell'attenzione. L'11 luglio 2008 ha raggiunto il record storico a 147,27\$/barile. Gli investitori si sono concentrati sul lato dell'offerta focalizzandosi sui timori di produzione insufficiente nei paesi non-Opec a causa dei mancati investimenti degli ultimi anni in infrastrutture, complici anche i report "Cassandre" di alcuni importanti broker

internazionali che prevedevano target a 200\$. In quel momento si riteneva che la domanda rimanesse forte poiché i mercati emergenti erano più maturi rispetto al passato e meno sensibili alla recessione Usa. A partire dall'estate però la situazione è cambiata. Innanzitutto si è assistito ad un marcato deterioramento del credito con gli investitori che sono stati costretti a vendere gli asset più liquidi (il petrolio era uno di questi) per essere in grado di rimborsare i margini di garanzia. Oltre ai forti flussi di vendita finanziari dovuti a liquidazioni forzate, gli operatori hanno cominciato a scontare lo scenario di recessione negli Usa, in Europa e forte rallentamento dei mercati emergenti. La domanda è stata rivista continuamente al ribasso dalle principali agenzie di studio del settore e dall'Opec che nell'ultimo report di dicembre prevede per il 2008 un calo della richiesta del proprio greggio dello 0,7% a/a. Per il 2009 la domanda di greggio Opec è attesa a 30,2Mln b/g, -1,4% a/a. Attualmente le scorte OCSE si collocano su livelli superiori alla media degli ultimi 5 anni: coprono 56,3 giorni di consumi, circa 4 giorni oltre la media degli ultimi 5 anni. Alla luce di ciò, con due tagli nell'ultimo trimestre (ad ottobre ed a dicembre), l'Opec ha ridotto la produzione di 4,2Mln b/g rispetto alla quota di settembre (29,045Mln b/g). Il taglio non ha avuto effetto sui prezzi che sono calati ai minimi da circa 4 anni e mezzo. Riteniamo che le quotazioni possano tornare a salire in modo marcato solamente nel lungo periodo poiché gli attuali bassi livelli di prezzo stanno rinviando i necessari investimenti. Si rischia pertanto che alla ripresa dell'economia avremo una carenza di greggio a disposizione. **Per il 2009 però ci attendiamo che le quotazioni saranno particolarmente penalizzate** nella prima parte dell'anno a causa dell'intensificarsi del deterioramento delle condizioni macro in Europa ed Asia. I prezzi potrebbero calare fino a 30\$/barile per poi recuperare fino a 60\$ nella seconda parte dell'anno.

Il **settore dei metalli industriali** è stato quello con i ribassi più marcati a causa dei segnali di forte rallentamento dalla Cina che lascia prevedere minori importazioni ed un maggiore volume di esportazioni dal paese grazie agli incentivi fiscali che il governo ha dato per sostenere gli esportatori. Le peggiori performance dell'anno sono state quelle di piombo (-67%), nichel (-61%) e zinco (-51%). In forte calo anche i principali due metalli del comparto, l'alluminio (-37%) ed il rame (-56%). Entrambi hanno visto le scorte aumentare in modo marcato al Lme, segnale evidente di domanda in forte calo. Per quanto riguarda il rame, attualmente le scorte sono sui livelli massimi dal febbraio 2004 al Lme, mentre sono in prossimità dei minimi in Cina. Non si può escludere pertanto l'acquisto imminente da parte della Cina per ricostituire le proprie scorte, anche se potrebbe trattarsi di flussi temporanei. Le scorte di alluminio si collocano invece su valore molto elevati sia al Lme (massimo da 14 anni) (**Fig.2**) sia sulla piazza di Shanghai (massimi storici). Per il 2009 la situazione si preannuncia difficile nella prima parte dell'anno, tranne il periodo in prossimità del capodanno lunare (ultima settimana di gennaio) quando tipicamente in Cina si assiste ad una fase di ricostituzione delle scorte in occasione dell'inizio dell'anno lunare. Il deterioramento delle condizioni macro globali potrebbe comunque contribuire ad un basso livello di domanda

Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

per gran parte dell'anno. Un altro segnale della difficoltà del settore minerario risulta evidente dai recenti annunci di alcune primarie società (Rio Tinto e AngloAmerican tra le altre) circa l'intenzione di ridurre fortemente gli investimenti per il 2009 a causa delle difficili condizioni del settore.

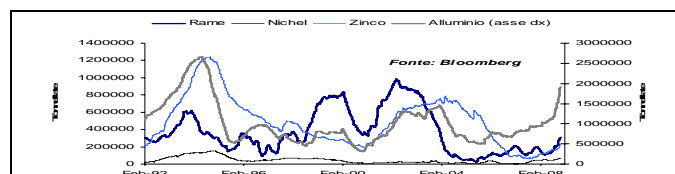


Fig. 2: scorte Lme principali metalli industriali

Nel 2008 tra i **metalli preziosi** si è messo in evidenza l'oro (-0,1%). Dopo aver raggiunto un nuovo livello nominale record il 31 marzo a quota 1033,90\$/oncia, le quotazioni hanno ritracciato tornando brevemente anche sotto soglia 700\$ ad ottobre nel momento di forti vendite sui mercati finanziari. Recentemente sono tornati copiosi gli acquisti che hanno riportato le quotazioni ben sopra gli 800\$. Nel complesso, nonostante la performance da inizio anno sia intorno alla parità, il metallo prezioso è stato apprezzato ed acquistato per le proprietà di bene rifugio nei momenti di tensioni finanziarie. Gli asset detenuti dal principale ETF aurifero del mondo, SPDR Gold Trust, hanno raggiunto a metà ottobre il nuovo record storico a 771 tonnellate circa poiché durante il culmine delle turbolenze finanziarie di ottobre, gli investitori si sono riversati sull'oro. A metà dicembre il record è stato aggiornato salendo oltre le 775 tonnellate. Nel lungo periodo ci attendiamo che l'oro possa offrire buone opportunità di investimento alla luce dei seguenti fattori: 1) la grande liquidità immessa nel sistema potrebbe portare alla lunga a pressioni inflazionistiche; 2) le tensioni finanziarie potrebbero proseguire ancora per alcuni trimestri; 3) sta aumentando l'interesse degli investitori asiatici ed in particolare delle rispettive banche centrali che detengono percentuali di riserve aurifere tra le più basse al mondo. La Cina attualmente detiene solo lo 0,9% delle proprie riserve in oro e sono frequenti le dichiarazioni di interesse all'acquisto del metallo nel lungo periodo da parte di esponenti istituzionali. E' dal 2002 che le riserve in oro non vengono aumentate. Il Giappone detiene solamente il 2,1% delle proprie riserve, così come la Russia. Si tratta di livelli molto bassi se paragonati a quelli occidentali. Ad esempio gli Usa hanno il 77% delle riserve in oro, l'Italia il 67%, la Germania il 66%. Nel 2009 l'oro potrebbe diventare particolarmente interessante a partire dal secondo semestre, mentre per il primo semestre il rischio principale è costituito dalla disinflazione/deflazione. E' lecito attendersi un forte calo dell'inflazione nei primi 6 mesi a livello globale (con possibilità di variazione tendenziale negativa del Cpi per alcuni mesi) e questo potrebbe dar luogo a timori deflazionistici tali da penalizzare l'oro. Inoltre nel primo semestre si collocano rischi di eventuale temporaneo apprezzamento del Dollaro.

Gli agricoli hanno avuto una buona partenza nella prima parte dell'anno con la maggior parte degli investitori ottimisti circa l'outlook di tali prodotti. Successivamente sono stati coinvolti dalle forti vendite. Tra i peggiori segnaliamo il grano (-36%) penalizzato dal forte rialzo record del 2007 che ha indotto molti agricoltori ad aumentare gli aciri destinati a tale raccolto per beneficiare dell'aumento dei prezzi. Per il 2009 le quotazioni potrebbero essere penalizzate (almeno fino all'estate) poiché è atteso un raccolto abbondante a livello globale. L'Usda stima un raccolto globale per la stagione 2008/09 a 682Mln tonnellate da 611Mln. I consumi dovrebbero aumentare a 656Mln da 618Mln. Le scorte globali dovrebbero aumentare a 145Mln da 119Mln. Il calo è stato più contenuto per il mais (-15%) a causa di una riduzione della produzione attesa nel 2008/09 a 786Mln da 792Mln, mentre i consumi sono attesi in aumento a 790Mln da 773Mln in base ai dati Usda. Le scorte globali dovrebbero calare da 127,8Mln a 123Mln. Calo anche per la soia (-26%) a causa delle attese di aumento della produzione globale nel 2008/09 a 235Mln da 221Mln. Considerando però l'effetto "rolling" dei future la perdita sarebbe solamente del 6%. Il motivo è da ricercare nelle attese di forti importazioni dalla Cina, anche se a settembre il governo ha dichiarato di volere ridurre la propria dipendenza dalle importazioni. In forte rialzo il cacao (+27%) su timori relativi alle scorte dalla Costa d'Avorio, principale produttore mondiale.

Secondo il consensus di *Bloomberg* per il 2009 gli analisti sono generalmente ottimisti su tutte le materie prime principali ad eccezione dell'oro (**Tab.1**). La giustificazione potrebbe risiedere nella speranza di un recupero dell'economia nella seconda parte del 2009 o nell'ipotesi di eccessive vendite sulle materie prime in seguito alla crisi finanziaria. E' possibile notare che la pendenza di curva è di contango su tutte le commodity (future con scadenza a breve inferiore al prezzo di quelli con scadenza lunga), possibile segnale di scorte adeguate sul mercato. Gli speculatori sono ribassisti sugli agricoli ad eccezione dello zucchero e rialzisti sul greggio ed oro in questo momento. Riteniamo le stime di consensus troppo ottimistiche e non condividiamo il consensus di mercato sull'oro.

| | Spot | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | Cont/Back | Speculatori |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------------|
| WTI | 42 | 62 | 82 | 90 | 95 | Contango | Lunghi |
| RAME(LME) | 2930 | 4200 | 4740 | 5732 | 5952 | Contango | Corti |
| ALLUMINIO | 1500 | 2025 | 2252 | 2535 | 2646 | Contango | n.d. |
| ZINCO | 1160 | 1200 | 1543 | 2205 | 2205 | Contango | n.d. |
| NICHEL | 10300 | 10862 | 12455 | 14219 | 16000 | Contango | n.d. |
| ORO | 850 | 800 | 825 | 790.9 | 762 | Contango | Lunghi |
| GRANO | 565 | 650.5 | 689.3 | 607 | n.d. | Contango | Corti |
| MAIS | 385 | 484.2 | 491.8 | 520.7 | n.d. | Contango | Corti |
| CAFFE' | 111 | 124 | n.d. | n.d. | n.d. | Contango | Corti |
| ZUCCHERO | 11 | 13.13 | 14 | n.d. | n.d. | Contango | Lunghi |

Fonte: Bloomberg

Tab.1: previsioni consensus analisti

Paesi emergenti

Nei mercati emergenti, che durante la maggior parte del 2007 e nella prima parte del 2008 avevano dato prova di una relativa tenuta, la situazione è radicalmente mutata nella seconda parte dell'anno. A seguito, infatti, del protrarsi della crisi del credito e dell'indebolimento delle principali economie avanzate, le condizioni di finanziamento esterno hanno iniziato ad inasprirsi, il che ha accentuato i rischi (soprattutto per i paesi con un saldo corrente negativo). Gli spread creditizi si sono pertanto ampliati, come testimoniato dall'indice EMBI+ spread, che a fine ottobre ha segnato il valore massimo dal 2003 (Fig.1). I mercati azionari emergenti hanno risentito del peggioramento dell'umore degli investitori, influenzato dai timori inflazionistici, registrando tutti una performance negativa durante l'anno e perdendo più del 40% del loro valore in dollari. La performance dell'indice Msci EM si è mantenuta nel corso del primo semestre attorno ai livelli del 2007, peggiorando invece nella seconda metà dell'anno e registrando ad ottobre il livello minimo dal 2004.

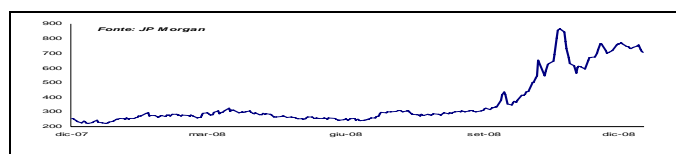


Fig. 1: EMBI+ spread da inizio 2008

Secondo le stime del Fmi l'area emergente dovrebbe chiudere il 2008 con una crescita che rallenta al 6,9% dall'8% del 2007, continuando a diminuire il prossimo anno al 6,1%, mentre il livello di inflazione per il 2008 si attesterebbe intorno al 9,4% (nel 2007 era stato del 6,4%), come confermato dal livello del CPI che in tutti i paesi dell'area è salito sopra i livelli target stabiliti dalle banche centrali.

Nell'ambito dell'**America Latina**, dopo quattro anni di forte crescita, l'economia ha rallentato il passo a causa della riduzione delle esportazioni e del crollo del prezzo delle commodity. Da evidenziare la particolare situazione dell'**Ecuador**, in default sul debito estero (come già successo nel '99) per un ammontare di 3,86 Mld\$, la cui causa è da attribuire soprattutto al crollo del prezzo del petrolio, di cui il paese è il maggiore esportatore nell'America del Sud.

Il **Brasile**, la più grande economia dell'America Latina, è stato promosso a *investment grade* da parte delle due agenzie di rating S&P e Fitch. Il Fmi prevede una crescita rallentata nel 2008 al 5,2% dal 5,4% del precedente anno, con una maggiore previsione di rallentamento per il 2009, attestandosi sul 3,5%.

L'inflazione da giugno di quest'anno si è mantenuta sopra il 6%, discostandosi così dal valore target del 4,5%, a causa soprattutto dell'aumento dei prezzi dei generi alimentari. Proprio per contrastare la spinta inflazionistica, la banca centrale ha alzato per cinque volte i tassi di riferimento, che si sono attualmente assestati sul valore dell'ottobre 2006 (13,75%), annullando così l'effetto dei tagli effettuati nel corso del 2007. Le stime del Fmi prevedono un'inflazione pari al 5,7% per il 2008 ed una lieve riduzione al 5,1% nel 2009.

Per l'**area emergente europea** la crescita del 2008, secondo il Fmi, dovrebbe rallentare al 4,5% e passare al 3,4% nel 2009, in seguito

principalmente al rallentamento atteso per l'economia dei paesi Baltici (Estonia, Lettonia e Lituania).

L'**Ungheria** ha ricevuto una linea di credito dalla Bce di 5 Mld€, oltre ad altri 25,1 Mld\$ da parte del Fmi (15,7 Mld\$), dell'UE (8,1 Mld\$) e della Banca Mondiale (1,3 Mld\$) al fine di avere fondi sufficienti a sostenere l'economia penalizzata dalla crisi finanziaria mondiale. Fitch ha inoltre abbassato il rating sul debito estero a lungo termine a BBB da BBB+ e Moody's ha portato il rating dei debiti esteri e in valuta locale a lungo termine a A3 da A2. Anche in **Ucraina** S&P ha ridotto il rating a B da B+ e il Fmi le ha accordato un prestito di 16,4 Mld\$. Le difficili condizioni politiche porteranno alle elezioni anticipate, inizialmente fissate a dicembre 2008 e in seguito rinviate al 2009 a causa della crisi economico-finanziaria.

In **Russia** le elezioni tenutesi a marzo hanno visto vincitore il favorito Medvedev, presidente della Gazprom, con Putin nominato primo ministro. I listini azionari hanno perso quasi il 70% da inizio anno, a causa anche delle tensioni interne con la Georgia, del persistente problema inflattivo che ha costretto la banca centrale ad aumentare i tassi (attualmente al 13%) e della fuga di capitali stranieri al ritmo più veloce dal 1998. Il Fmi ha stimato un livello di inflazione che passa al 14% nel 2008 dal precedente 9% del 2007. Tutto ciò ha portato all'abbassamento del rating sul debito sovrano da parte di S&P a BBB da BBB+ per la prima volta dopo 9 anni, in accordo con la riduzione dell'outlook da parte di Fitch a negativo da stabile. Essendo l'economia russa dipendente dal settore energy, il recente crollo del greggio pesa sulle stime di crescita, previste dal Fmi al 7% nel 2008 e al 5,5% nel 2009, prevedendo l'entrata in recessione del paese nei primi tre trimestri del 2009. Il forte calo del greggio, la crisi in Georgia insieme alle tensioni legate alla crisi finanziaria globale, stanno comportando un rapido processo di svalutazione del Rublo oltre che ad una consistente fuga di capitali dalla Russia ed un ridimensionamento di circa il 30% delle riserve valutarie da metà 2008 in poi.

La **Turchia** nel corso del 2008 ha fatto dei progressi limitati sul fronte delle riforme indispensabili per l'adesione all'Unione europea. Ad aprile S&P ha riformulato il giudizio sul merito creditizio del paese, portando l'outlook a negativo da stabile e mantenendo il rating a BB-. L'elevato livello di inflazione, che ha raggiunto punte del 12% a luglio e ad ottobre a causa dell'alto costo dei beni alimentari e delle commodity, ha indotto la banca centrale a rivedere da giugno il target inflazionistico al 7,5% dal 4%. Dopo un taglio di 50 pb nei primi mesi dell'anno, la banca centrale, per far fronte alla crescente inflazione, ha aumentato i tassi portandoli al livello del 16,25%. A dicembre è stato poi implementato un taglio di 125 pb, il maggiore dalla fine del 2004 e portando il tasso di riferimento al 15%, al fine di frenare le spinte recessive. Il Fmi prevede un'inflazione pari al 10,5% nel 2008, che si ridurrà all'8,4% nel 2009, mentre la crescita prevista è diminuita al 3,5% nel 2008 dal 4,6% del 2007. E' prevista a gennaio 2009 la chiusura dell'accordo con il Fmi per il rinnovo del prestito, che si aggira sui 20-25 Mld\$, molto discusso a causa del forte deficit delle partite correnti e dell'elevato debito del settore privato, nonché della dipendenza del paese dagli investimenti stranieri.

Focus: dinamica crisi Giappone anni '90

A causa dei bassi tassi d'interesse sui mutui, i prezzi immobiliari in Giappone salirono a vertiginosamente alla fine degli anni '80. Ad esempio il solo valore del terreno sotto il Palazzo Imperiale di Tokyo valeva più dell'intera California. Lo scoppio della bolla azionaria e dei terreni portò le istituzioni finanziarie sull'orlo del fallimento a causa dei mutui tossici in portafoglio. Di seguito i passaggi salienti di tale fase.

1990: il Nikkei segnò il proprio massimo storico a 38.957,44 punti sulla scia dell'entusiasmo causato dalla lunga fase di espansione dell'economia e dal forte aumento dei prezzi dei terreni.

1992: i prezzi dei terreni ebbero il primo calo tendenziale (-4,6%) in seguito alle misure messe in atto negli ultimi 2 anni da parte del governo per limitare l'aumento dei prezzi. Da allora i prezzi hanno continuato a calare fino al 2007 (+0,4% a/a). Si verificò un rallentamento dell'economia che in un primo momento fu ritenuto una temporanea normale correzione dopo una fase espansiva.

1993: il proseguimento del calo dei prezzi dei terreni comportò un ribasso del valore delle garanzie ricevute in prestito dalle banche commerciali che però non effettuarono grosse svalutazioni né accantonamenti. Furono create le CCPC (*Cooperative Credit Purchasing Company*) ossia veicoli esterni finalizzati all'acquisto dei *non performing loans* dalle banche che in cambio ricevevano una deducibilità fiscale sulla differenza tra il valore di libro e quello di vendita al CCPC.

1994-96: nel 1994 cominciò ad emergere la gravità della situazione in seguito al fallimento di due banche cooperative (Tokyo Kyowa e la Anzen Credit) che richiesero la creazione di una banca speciale (Tokyo Kyodo Bank) per gestire gli asset rimanenti. Nel frattempo il deflatore del Pil divenne negativo sancendo l'entrata in deflazione. La situazione peggiorò con lo scandalo delle **Junsen** (già nel '92 erano emersi alcuni timori a loro riguardo), società create negli anni '70 da banche, assicurazioni ed intermediari finanziari finalizzate all'erogazione di mutui immobiliari e che riportarono fortissime perdite. Nel 1996 furono create la *Housing Loan Administration Corporation* e la *Resolution Collection Bank* per gestire la liquidità di junsen e banche di credito cooperativo. Le banche commerciali riportarono svalutazioni per un totale di 5.200Mld Yen (1% Pil).

1997: piano di ristrutturazione per la Nippon Credit Bank. Divenne evidente che anche le grosse banche potevano fallire in seguito al fallimento della *Sanyo Bank*, *Hokkaido Takushoku*, *Yamaichi Securities* e *Tokuyo City Bank*. A novembre il governo dichiarò la piena garanzia dei depositi bancari sia in Yen sia in valuta straniera fino al marzo 2001.

1998-99: tra il 1998 ed il 1999 tutte le principali banche ricevettero fondi pubblici. La manovra del 98 da parte del governo fu pari al 12% del Pil (60.000Mld Yen) suddivisi in 25.000Mld per ricapitalizzare banche deboli ma solventi, 18.000Mld per nazionalizzare le insolventi e 17.000Mld per la piena protezione dei depositi. Queste misure portarono il rapporto debito pubblico/Pil al 113% nel 1998 (nel 1991 era al 64%). Nel 1998 fu creata la FSA che sostituì il MOF nella supervisione delle banche.

Giappone: *easing* quantitativo (2001-2006)

Dopo un tentativo di ripresa a fine anni '90, lo scoppio della bolla tecnologica del 2000 e la recessione del 2001 fece svanire le speranze di una possibile fuoriuscita dalla deflazione. I prezzi dei terreni erano calati dell'80% dai massimi storici. Tale contesto indusse la banca centrale a prendere una misura drastica nel marzo del 2001: l'*easing* quantitativo (QE) che si basava sui seguenti tre pilastri:

- 1) **l'obiettivo della BoJ non era più il tasso di riferimento ma l'ammontare dei depositi bancari** che le banche commerciali detenevano presso la BoJ. La BoJ obbligava a fornire ampia liquidità per un ammontare sostanzialmente superiore alla riserva obbligatoria;
- 2) **la BoJ si impegnò a mantenere il nuovo obiettivo per un lungo periodo di tempo**, ossia fino a quando il Cpi tendenziale non fosse tornato stabilmente in territorio positivo od in prossimità dello 0%;
- 3) **la BoJ decise un aumento degli acquisti di bond governativi a lungo termine (JGB)** per raggiungere il nuovo obiettivo dell'ammontare di depositi detenuti presso di lei.

Lo scopo era quello di **abbassare i tassi a lungo termine** in modo da stimolare l'economia, dare luogo ad un'accelerazione della crescita ed innescare un processo inflazionistico vista l'abbondante liquidità immessa in circolazione in modo da uscire dalla deflazione. In tale periodo il bilancio della BoJ aumentò talmente tanto da raggiungere come attivo totale il 30% del Pil. In contemporanea aumentò anche il debito pubblico del Giappone che passò dal 143% del Pil del 2001 al 172% nel 2006. Nel 1990 il rapporto era del 65% mentre nel 1995 dell'87%.

Il target sui depositi presso la banca centrale inizialmente fu fissato a 5.000Mld Yen, nel gennaio 2004 fu portato a 35.000 Mld. Per mantenere stabile il target sui depositi la BoJ cominciò ad acquistare i bond governativi a lungo termine (JGB) inizialmente per una quantità pari a 400Mld Yen al mese, aumentata nell'ottobre 2002 a 1.200Mld al mese. Alla fine del 2005 il bilancio della BoJ vedeva tra le passività in forma di depositi e moneta un valore di circa 117.000Mld Yen. Tra gli asset la BoJ deteneva circa 63.000 Mld Yen di JGB.

Il Cpi *core* divenne positivo nel novembre 2005 e nel marzo 2006 la BoJ annunciò che, date le attese di inflazione positiva nell'anno successivo, le condizioni per il QE erano terminate. Dopo 5 anni terminò così la fase di QE, l'obiettivo ritornò ad essere il tasso di riferimento overnight su prestiti senza collaterale. Nel luglio 2006 il tasso fu portato da 0% allo 0,25%. Durante tale periodo dopo circa sei mesi di fase laterale lo Yen effettivo (calcolato dalla BoJ e ponderato vs 15 valute in base al peso degli scambi commerciali con il Giappone) ha dato luogo a fasi di deprezzamento seguite da fasi di stabilizzazione. Un chiaro trend marcato di deprezzamento è cominciato a partire dal 2005 ed è durato fino alla fine del QE.

Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

| | 09T1 | 09T2 | 09T3 | 09T4 | 2008 | 2009 |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|------|----------|
| PIL reale %/a | | | | | | |
| USA | -1,3 | -2,2 (-) | -2,1 (-) | -0,8 (-) | 1,2 | -1,6 (-) |
| EMU | -1,5 | -2,1 | -1,6 (-) | -1 (-) | 1,1 | -1,5 (-) |
| Italia | -2,2 | -2,1 | -1,6 (-) | -1,3 (-) | -0,4 | -1,8 (-) |
| Giappone | -2,5 (-) | -1 (-) | -0,1 (-) | -0,1 | -0,1 | -0,9 (-) |
| Prezzi al consumo %/a f.p. | | | | | | |
| USA | -0,2 | -1,4 | -0,9 | 2 (-) | 3,9 | -0,3 (-) |
| EMU | 0,5 | -0,1 | 0,2 | 1,4 (-) | 3,3 | 0,5 (-) |
| Italia | 0,8 | -0,2 | 0,2 | 1,3 (-) | 3,3 | 0,6 (-) |
| Giappone | -0,6 | -1,5 | -1,7 | -0,4 | 1,4 | -1 |
| Tassi di interesse f.p. | | | | | | |
| Fed Funds Target | 0-0,25 | 0-0,25 | 0-0,25 | 0-0,25 | - | - |
| US Treasury 2Y | 0,5 (-) | 0,5 (-) | 0,5 | 0,5 (+) | - | - |
| US Treasury 10Y | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 2 (-) | - | - |
| BCE Refi Rate | 2,00 | 1 (-) | 1 (-) | 1 (-) | - | - |
| Schatz 2Y | 1,5 | 1 (-) | 1(-) | 1,25 (-) | - | - |
| Bund 10Y | 2,5 | 2 (-) | 1,5 | 1,85 (-) | - | - |
| JAP Overnight Call Rate | 0 | 0 | 0 | 0 | - | - |
| Tassi di cambio f.p. | | | | | | |
| EUR/USD | 1,30 (-) | 1,25 | 1,45 (+) | 1,50 (+) | - | - |
| USD/JPY | 80 (-) | 80 (-) | 90 | 90 | - | - |
| EUR/JPY | 104 | 100 | 130 | 135 | - | - |
| Petrolio | | | | | | |
| WTI \$/b | 30 | 30 | 40 | 60 (-) | 100 | 45 |

f.p.= fine periodo ; (+) rischi al rialzo ; (-) rischi al ribasso;

PREVISIONI

Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

| | Febbraio | Marzo | Aprile | Maggio | Giugno | Luglio | Settembre | Ottobre | Novembre | Dicembre | 2009 |
|-----------------------|----------|-------|--------|---------|--------|--------|-----------|-----------------|--------------------|----------------------|------|
| America Latina | | | | | | | | | | | |
| Ecuador | | | Pres | | | | | | | | |
| Messico | | | | | | P | | | | | |
| Panama | | | | Pres; P | | | | | | | |
| Argentina | | | | | | | | P (Primo turno) | | | |
| Sud Africa | | P | | | | | | | | | |
| Euro | | | | | | | | | | | |
| Lussemburgo | | | | | P | | | | | | |
| Germania | | | | | | | P | | | | |
| Portogallo | | | | | | | | | | | P |
| Membri UE | | | | | | | | | | | |
| Slovacchia | | | Pres | | | | | | | | |
| Lituania | | | | | Pres | | | | | | |
| Bulgaria | | | | | P | | | | | | |
| Romania | | | | | | | | | Pres (Primo turno) | Pres (Secondo turno) | |
| Albania | | | | | | P | | | | | |
| Norvegia | | | | | | | P | | | | |
| Ucraina | | | | | | | | Pres | | | |
| India | | | P | | | | | | | | |
| Tunisia | | | | | | | | Pres P | | | |
| Israele | P | | | | | | | | | | |
| Iran | | | | | Pres | | | | | | |
| Giappone | | | | | | | P | | | | |

CALENDARIO SCADENZE ELETTORALI 2009

P=parlamentari; Pres.=presidenziali



BUONNATALE E FELICE 2009
da MPSCS



Global Outlook 2009

23 dicembre 2008

AVVERTENZE

Il presente documento (il "Global Outlook" o semplicemente il "Documento") è distribuito da MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. ("MPS Capital Services"), a mezzo posta e/o in forma elettronica, esclusivamente ad investitori istituzionali ovvero ad operatori qualificati, così come definiti nell'art. 31 del Regolamento Consob n° 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni.

MPS Capital Services è una società appartenente al Gruppo MPS ed un intermediario autorizzato ai sensi di legge.

Il Documento è destinato esclusivamente all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela di MPS Capital Services e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di mandatari.

Le informazioni e le opinioni contenute nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede, tuttavia né MPS Capital Services né altra società appartenente al Gruppo MPS rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente Documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non vi è alcuna garanzia che risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.

Tutte le opinioni espresse nel presente documento sono soggette a modifica senza preavviso.

Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo.

MPS Capital Services e nessuna delle società del Gruppo MPS, né alcuno dei loro amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite determinate dall'utilizzo del presente Documento.

MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento.

Per esempio MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS possono svolgere attività d'investimento e d'intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di "prestito-titoli", sostenerne la liquidità con attività di "market making" su mercati regolamentati o sistemi di scambi organizzati. MPS Capital Services potrebbe strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati.

Si specifica che l'elenco dei potenziali conflitti d'interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi.

Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet www.mpscapitalservices.it ed alle relative condizioni di servizio.

Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.