

Sintesi

Per il 2008 **negli Usa** le attese sono per una crescita del **Pil in rallentamento all'1,8%**, con possibilità non trascurabile che si spinga nel *range* 1,3-1,5%. Il fattore chiave è ancora una volta rappresentato dal settore immobiliare con l'aggravante eventuale di ripercussioni negative anche dal lato del credito al consumo. Sul fronte **prezzi** l'attesa è per una sostanziale moderazione dopo il rientro delle recenti pressioni inflattive. L'attesa è per la continuazione della fase di taglio dei tassi nel corso del primo semestre del 2008 fino a raggiungere **il livello del 3,5% entro giugno** che potrebbe essere mantenuto per la restante parte dell'anno. Sul fronte **tassi di mercato** l'attesa è di un trend calante che potrebbe emergere soprattutto nella prima parte dell'anno e che potrebbe trovare il suo apice nel secondo/terzo trimestre. La **curva dei tassi** potrebbe continuare ad irripidirsi approssimativamente fino al terzo trimestre ma con ritmo decrescente.

In **area Euro** le attese per il 2008 sono per una **crescita** in rallentamento all'1,6% dal 2,6% del 2007 ed un'**inflazione** che in media potrebbe attestarsi al 2,5%, dal 2,2% del 2007, con una forte accelerazione nella prima parte dell'anno. I principali rischi a tale scenario risiedono nel prolungamento oltre le attese della crisi del mercato creditizio e nel rallentamento del settore immobiliare, in particolare quello spagnolo. In tal caso la crescita potrebbe scendere sotto l'1,6%. Al momento sembra più verosimile che la Bce mantenga i tassi fermi fino alla prima metà dell'anno. In seguito il rallentamento della crescita dovrebbe portare le autorità monetarie a ridurre il tasso di riferimento **fino al 3,50% a fine 2008**. I **tassi di mercato** governativi sono attesi stazionari nel primo trimestre e successivamente in trend calante soprattutto sulla parte biennale.

Nel 2008 in **Giappone** è possibile un ridimensionamento della crescita del paese, che essendo molto dipendente da fonti esterne (esportazioni) potrebbe soffrire il rallentamento economico degli Usa e dell'Europa. Per il 2008 in **Cina** la crescita dovrebbe rallentare come conseguenza delle misure restrittive implementate dalla PBC in maniera più decisa, e del rallentamento globale in atto. Il Pil 2008 potrebbe calare intorno al 10% a/a, mantenendo comunque un tasso di crescita molto elevato

Con riferimento al **mercato valutario**, è attesa la continuazione del deprezzamento del Dollaro concentrata però nel solo primo trimestre. Successivamente ed in modo particolare nel secondo semestre. È atteso una fase di recupero del biglietto verde fino alla soglia di 1,37 a fine 2008.

Il **principale rischio** alla base dello scenario delineato per Usa, area Euro e Giappone contempla la **revisione al ribasso della crescita** come effetto di una possibile maggiore penalizzazione ai consumi Usa derivante dall'estensione della crisi anche al credito al consumo. In questo caso le previsioni sui tassi andrebbero riviste al ribasso e sarebbe cancellata l'ipotesi di apprezzamento del biglietto verde soprattutto nel quarto trimestre.

Per il 2007, la maggior attenzione alla variabile rischio potrebbe consentire la stabilizzazione della fase di allargamento degli spread sui titoli governativi dei **paesi emergenti** verificatasi nel secondo semestre del 2007.

Con riferimento alle **materie prime**, le performance attese sono nettamente inferiori rispetto a quelle del 2007. Il settore che potrebbe essere maggiormente penalizzato è quello dei metalli industriali mentre invece potrebbe sovraperformare quello degli agricoli, beneficiando del maggior utilizzo in chiave energetica oltre che dell'aumento della domanda mondiale per scopi alimentari.

Scenario di mercato

Il 2007 è stato l'anno in cui la **crisi immobiliare Usa ha cominciato ad essere più evidente** esplicando i suoi effetti sulla crescita soprattutto nel secondo semestre, in concomitanza con la manifestazione delle ripercussioni di carattere finanziario che la citata crisi ha comportato. I segnali di rallentamento del primo semestre sono pertanto divenuti più incalzanti nel corso dei successivi sei mesi, inducendo la Fed a tagliare i tassi complessivamente di 100pb in soli 4 mesi. I segnali di ripercussioni sul sistema finanziario erano già emersi tra febbraio e marzo: in quel momento la crisi del settore dei mutui *subprime* veniva però percepita come sostanzialmente sotto controllo trattandosi di una fattispecie nettamente minoritaria rispetto all'intero universo dei mutui Usa. Nei mesi successivi la crisi dei veicoli finanziari (*conduit*, *Siv ecc.*) e le relative ripercussioni negative sulle banche sponsor sono state tali da innescare una vera e propria crisi di liquidità, tuttora in corso, al punto da costringere le principali banche centrali mondiali a cospicue iniezioni di liquidità.

I tassi di mercato si sono comportati di conseguenza, emulando in buona parte l'andamento che già si era verificato nel 2006: il rialzo della prima parte dell'anno è stato ribaltato nella seconda parte (Fig.1). Tale andamento è stato più marcato negli Usa piuttosto che in area Euro: ne è stata riprova il differenziale sul comparto decennale dove i tassi Usa si sono riposizionati al di sotto di quelli europei.

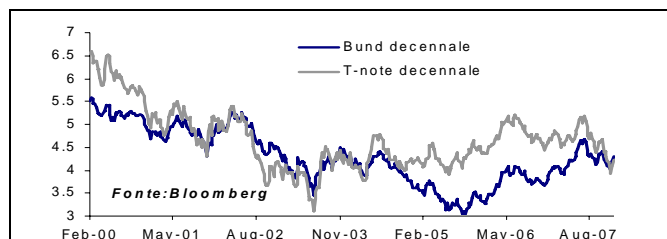


Fig 1 Tassi decennali governativi

La pendenza di curva del comparto governativo ha registrato un generale trend di irripidimento molto lieve in area Euro ed invece molto accentuato negli Usa dove il segmento 2-10 anni governativo si è spinto fino a 100pb a fronte invece di circa 30pb in area Euro. Alla base di tale andamento la diversa fase di politica monetaria: a fronte dei tagli della Fed si è infatti contrapposto l'immobilismo della Bce, bloccata dal risveglio delle pressioni inflattive, con i prezzi al consumo arrivati al 3,1% a/a a novembre.

Per il 2008 lo scenario contempla un **rallentamento ulteriore dell'economia Usa** che dovrebbe riflettersi in un andamento analogo, benché meno marcato, anche in **area Euro**. **Crescita attesa e tassi di riferimento** dovrebbero raggiungere **pressoché gli stessi livelli** nelle due aree collocandosi **rispettivamente a 1,6%-1,8% ed al 3,5%**. Con riferimento ai diversi trimestri si dovrebbe però assistere ad andamenti meno allineati nelle due aree.

Negli Usa nella prima parte dell'anno dovrebbe essere più evidente il rallentamento della crescita. La possibilità di un recupero nell'ultimo

trimestre del 2008 è molto legata all'entità delle ripercussioni attese in termini di restringimento del credito al consumo. Gli ultimi sondaggi tra banche effettuati dalla Fed segnalano come il restringimento del credito e relative condizioni interessi soprattutto i consumatori ed in misura minore le aziende. Più in particolare tale andamento è accentuato nel caso dei mutui residenziali, mentre invece sono segnalate condizioni stabili per il **credito al consumo**, in particolare il settore *revolving* (carte di credito). Occorre però considerare come sia già in atto un incremento del tasso di morosità nel credito al consumo. Lo scenario di riferimento contempla **un incremento ulteriore della morosità** in tale comparto tale da indurre le banche a conseguenti restrizioni del credito, sebbene di entità inferiore rispetto a quelle registrate nel comparto mutui.

La crescita del Pil Usa del 2008 pertanto si prefigura molto più sbilanciata verso le esportazioni nette con riferimento ai principali contributori positivi, a fronte invece di un marcato ridimensionamento dell'apporto dei consumi ed una contestuale sostanziale neutralità o solo lieve apporto positivo degli investimenti, in buona misura grazie all'incremento delle scorte.

In questo contesto per il 2008 l'attesa è di un **trend calante dei tassi di mercato** che potrebbe emergere soprattutto nella prima parte dell'anno e che potrebbe trovare il suo apice nel secondo/terzo trimestre. Nell'ipotesi di un'estensione solo moderata (e non acuta) della fase di restringimento del credito anche al comparto del credito al consumo, si potrebbe ipotizzare un lieve recupero e/o una stabilizzazione dei tassi nell'ultimo trimestre dell'anno.

La **curva dei tassi** potrebbe **continuare ad irripidirsi approssimativamente fino al terzo trimestre ma con ritmo decrescente**. Successivamente per fine anno le condizioni di pendenza di curva potrebbero risultare meno ripide rispetto ai picchi massimi segnati in precedenza.

Pertanto **per fine 2008 i tassi biennali sono attesi al 3,2% a fronte del 4% sul decennale**.

Lo scenario delineato è **fortemente esposto al rischio di revisione al ribasso** a causa della possibilità che i consumatori possano essere penalizzati in modo più marcato attraverso il canale del credito al consumo. Molto dipenderà dai tempi di permanenza della crisi di liquidità tuttora in corso. Nell'ipotesi in cui tali rischi dovessero materializzarsi, **i tassi di mercato sarebbero passibili di revisioni al ribasso di 25/50 pb soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno**, quando tra l'altro potrebbe essere percepito come più temibile il possibile minor apporto alla crescita mondiale da parte della Cina nella fase post-olimpiadi.

Anche in **area Euro** le attese sono per un **rallentamento della crescita** che potrebbe risultare più evidente soprattutto tra il secondo ed il terzo trimestre, quando risulterebbero più evidenti gli impatti del rafforzamento dell'Euro nei mesi precedenti e della progressiva estensione della crisi immobiliare Usa ad alcuni paesi dell'area come la Spagna che negli anni scorsi ha contribuito in modo determinante alla crescita del Pil e dell'occupazione dell'area. Quest'ultima potrebbe risentire anche della impossibilità da parte della Bce di tagliare i tassi di riferimento nel primo semestre a causa dell'atteso posizionamento dell'inflazione anche oltre il 3,5% nel primo trimestre, in conseguenza

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

di uno sfavorevole effetto confronto che espone maggiormente al rischio di rialzi ancora più marcati, nel caso di tensioni inattese sul fronte energetico e/o alimentare.

Di conseguenza i **tassi di mercato dell'area potrebbero evidenziare un andamento sostanzialmente stazionario o lievemente rialzista nel primo trimestre del 2008. Successivamente** ed in modo particolare nel secondo semestre, potrebbe essere più evidente l'emergere di un **trend ribassista** che potrebbe interessare in modo più marcato la parte a breve termine, dando luogo ad una fase di irripidimento della curva. A tal proposito è bene precisare che dovrebbe comunque trattarsi di un irripidimento graduale, dal momento che altrettanto graduale dovrebbe essere l'implementazione dei due tagli dei tassi attesi nella seconda parte del 2008 da parte della Bce.

In questo contesto **per fine 2008 i tassi di mercato attesi in area Euro sul comparto biennale e decennale governativi sono rispettivamente pari a 4,15% e 3,65%.**

Come nel caso degli Usa anche per l'area Euro lo scenario delineato presenta **considerevoli rischi di revisione al ribasso per la crescita**, in considerazione principalmente della manifestazione degli effetti del restringimento del credito a sua volta molto dipendente dalla durata della crisi di liquidità in corso. L'ultimo sondaggio tra banche europee effettuato dalla Bce, segnala come nell'area il tightening del credito sia stato più accentuato verso aziende piuttosto che verso consumatori. Il prolungamento e l'accentuazione di tale andamento potrebbe pertanto avere effetti più marcati sull'occupazione e in ultima istanza sui consumi.

Con riferimento al **mercato valutario**, il 2007 ha evidenziato la **continuazione del trend di deprezzamento del Dollaro verso Euro** soprattutto nella seconda parte dell'anno, quando è stato più evidente il restringimento (fino all'inversione) del differenziale di crescita e tassi attesi a causa dell'impatto della crisi immobiliare con i noti risvolti sul piano strettamente finanziario. Non a caso i nuovi massimi storici del cross EuroDollaro sono stati raggiunti nel periodo in cui la Fed ha cominciato ad implementare diversi tagli dei tassi di riferimento.

Come premessa allo scenario per il 2008, può essere opportuno ricordare come gli scambi sui mercati valutari risultino sempre più riconducibili a ragioni finanziarie piuttosto che reali. I dati del recente report triennale redatto dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) evidenziano come, nell'ambito dei circa 3200 Mld\$ (di cui circa 1000 Mld\$ sul mercato spot) di scambi medi giornalieri rilevati ad aprile 2007, solo il 17% sia ricollegabile a clientela commerciale. Inoltre sta sempre più aumentando il peso negli scambi delle valute dei paesi emergenti, passato nell'ultimo triennio dal 15% al 20%, verosimilmente in conseguenza dell'aumento del ricorso ad operazioni di carry trading.

Alla luce di tali considerazioni lo scenario per il 2008 evidenzia la **possibilità di un ulteriore deprezzamento del Dollaro concentrato soprattutto nel primo semestre** e più in particolare nel primo trimestre, quando potrebbe risultare più evidente la dicotomia in tema

di decisioni di politica monetaria della Fed (da cui sono attesi ancora tre tagli dei tassi) e della Bce, per la quale ci attendiamo sì due tagli dei tassi ma non prima del secondo semestre. Nel primo trimestre pertanto il cross potrebbe anche avvicinarsi nuovamente ai precedenti massimi storici o lievemente superarli, in considerazione dell'amplificarsi della crisi immobiliare e finanziaria Usa. **Successivamente (in modo particolare nel secondo semestre) il Dollaro potrebbe gradualmente e lievemente apprezzarsi** in considerazione di: 1) inizio della fase di taglio dei tassi anche da parte della Bce; 2) eccessivo scostamento rispetto al livello di equilibrio indicato dalla parità del potere d'acquisto che, in base a diverse modalità di calcolo, identifichiamo nel *range* 1,16-1,20; 2) avvicinamento alle elezioni presidenziali Usa di novembre. Come già precisato, l'apprezzamento potrebbe però essere solo moderato dal momento che la crescita Usa nel 2008 potrebbe aver bisogno di fare affidamento ancora sul contributo positivo delle esportazioni nette. In altri termini il biglietto verde nella seconda parte dell'anno si manterrebbe su livelli storicamente ancora deboli sebbene lontano dalle punte minime raggiunte verso Euro presumibilmente nel primo semestre. Si tratterebbe in sostanza di mantenere un delicato equilibrio in cui il Dollaro dovrebbe cercare di offrire sostegno alla crescita evitando al contempo di penalizzare eccessivamente le riserve valutarie detenute in larga parte ancora in Dollari ed in buona misura (anche se in trend decrescente) investite in Treasury Usa. **In sintesi per fine anno il Dollaro è atteso posizionarsi a 1,37 vs. Euro.**

Tale scenario è esposto ai rischi di ulteriore penalizzazione della crescita Usa prima citati, nel qual caso **i tagli della Fed potrebbero estendersi fino al 3%**. In questo contesto occorrerebbe eliminare dallo scenario l'ipotesi di apprezzamento del biglietto verde nella seconda parte dell'anno, anche in considerazione in quel caso della potenziale accentuazione del processo di ricomposizione delle riserve valutarie mondiali a svantaggio del biglietto verde. Allo stesso tempo il primo trimestre è esposto al rischio di apprezzamento del biglietto verde nel caso di pressioni inflattive tali da impedire l'implementazione di tagli dei tassi da parte della Fed.

Con riferimento allo **Yen**, la valuta nipponica nel 2008 potrebbe essere particolarmente esposta all'eventualità di marcato *repricing* del rischio sui mercati finanziari. Qualora il rallentamento dell'economia globale fosse più forte del previsto, e tale da far calare i mercati azionari in modo sostanziale, potremmo assistere ad un marcato apprezzamento della valuta nipponica vs le principali valute mondiali, indipendentemente dall'andamento dell'economia giapponese. In caso di rallentamento moderato, la parte centrale dell'anno appare quella in cui più verosimilmente potrebbe verificarsi un **apprezzamento vs Dollaro** con il cross che potrebbe posizionarsi temporaneamente sotto 100. L'apprezzamento però sarebbe limitato e temporaneo poiché l'economia giapponese non pare in grado di sostenere un marcato apprezzamento verso il biglietto verde. Di conseguenza lo Yen ha **margini maggiori di apprezzamento vs Euro**, in linea con l'atteso apprezzamento del Dollaro vs. Euro dal secondo trimestre.

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

Usa

Il 2007 è stato caratterizzato da due diverse fasi: le favorevoli aspettative di crescita presenti nella prima parte dell'anno sono state profondamente riviste al ribasso nel secondo semestre, in seguito all'emergere in modo più evidente della crisi immobiliare con le conseguenti ripercussioni finanziarie. Complessivamente la crescita del 2007 dovrebbe attestarsi al 2,2% dal 2,9% del 2006. Nel 2007 è continuata la contribuzione negativa della componente investimenti residenziali (in media -0,86% nei primi nove mesi del 2007) che era già emersa durante tutto il 2006. L'elemento di novità rispetto al passato è stato invece rappresentato dalla contribuzione fortemente positiva delle esportazioni nette: tra il secondo ed il terzo trimestre 2007 l'apporto alla crescita è stato in media dell'1,34%.

Sul fronte prezzi il 2007 dovrebbe concludersi con un ridimensionamento della media sia dell'indice generale (2,9% a/a da 3,2% del 2006) sia di quello core (2,3% a/a da 2,5% del 2006). A tal proposito va però rilevato che il ridimensionamento degli indici tendenziali della prima parte dell'anno è stato seguito da un trend opposto negli ultimi mesi del 2007, a causa principalmente delle componenti energia, alimentare e parallelamente anche di quella trasporti, quest'ultima principale responsabile degli impatti indiretti (c.d. *second round effects*) sull'indice core delle tensioni provenienti dal fronte energetico. Si tratta di un elemento che ha attirato l'attenzione degli operatori oltre che di alcuni membri della Fed, a causa di alcuni fattori strutturali alla base della crescita della componente alimentare che potrebbero pertanto comportare pressioni al rialzo anche per il prossimo anno. Si è invece ridimensionata la dinamica tendenziale degli indici inerenti la componente affitti, passata dal 4,3% di gennaio al 3,1% di novembre.

Il favorevole andamento delle entrate fiscali soprattutto nella prima parte dell'anno ha consentito un ulteriore miglioramento dei conti pubblici: il rapporto deficit pubblico/Pil è passato da 1,9% ad 1,2% nell'anno fiscale 2007 conclusosi lo scorso settembre. Allo stesso tempo il trend di deprezzamento del Dollaro ha consentito un miglioramento del deficit di partite correnti, il cui rapporto rispetto al Pil è passato da circa 6,5% al 5,1% del terzo trimestre del 2007.

Per il 2008 le attese sono per una crescita del Pil che dovrebbe attestarsi all'1,8%, con possibilità non trascurabile che si spinga nel range 1,3-1,5%. Il fattore chiave è ancora una volta rappresentato dal settore immobiliare con riferimento al quale è lecito parlare di vera e propria recessione, stando all'enorme mole di dati che fotografano da un lato il forte calo delle negoziazioni e dall'altro la contestuale riduzione dei prezzi. Lo scorso anno in ottica 2007 il *consensus* degli analisti era pressoché unanime nel ritenere possibile un impatto diretto derivante dal calo degli investimenti residenziali. Più dibattuto era invece la manifestazione di un impatto indiretto ossia inerente i consumi delle famiglie, anche a causa della difficoltà di quantificazione di tale potenziale fenomeno collegato al venir meno di una novità per l'economia Usa rappresentata dall'estrazione di valore

dagli immobili. Per il 2008 il *consensus* attuale appare abbastanza uniforme nel contemplare l'ipotesi di effetti sia diretti sia indiretti derivanti dalla crisi immobiliare. Quella che quest'anno è invece più dibattuta è l'entità dell'impatto sui consumi.

Prima di avventurarsi in nostre quantificazioni del fenomeno è opportuno avere un quadro di sintesi dello *status quo*, partendo dall'analisi del c.d. **Mortgage Equity Withdrawal (MEW)**, ossia dell'estrazione di valore dagli immobili misurata dalla differenza tra gli incrementi trimestrali dei mutui e quella degli investimenti residenziali. Tale differenza, se positiva, rappresenta quella quota parte dei mutui erogata ed utilizzata per scopi diversi dall'acquisto di immobili, verosimilmente destinata ai consumi. Nel periodo 2002-2006 l'estrazione di valore misurata in questo modo è stata mediamente pari a circa 240Mld\$ su base annua, pari mediamente all'1,8% del Pil, con picchi massimi prossimi al 3% agli inizi del 2006. Nei primi nove mesi del 2007 tale percentuale si è drasticamente ridotta in media allo 0,7% del Pil. Come si può osservare dalla Fig.1, tale forte diminuzione si ricollega in ultima analisi al ridimensionamento dei prezzi immobiliari che, in base all'indice S&P/Case Shiller del terzo trimestre, si sostanzia in cali su base annua nell'ordine di circa il 5%.

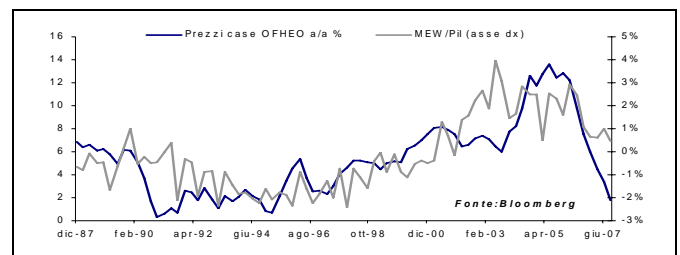


Fig 1 Prezzi case vs. estrazione valore immobili

L'andamento calante dei prezzi delle case potrebbe ancora continuare nel corso di buona parte del 2008, a causa della necessità di smaltire il forte accumulo di invenduto. Nel caso del comparto delle case esistenti, le cui negoziazioni rappresentano circa l'85% del totale, il tempo medio di invenduto ad ottobre ha raggiunto il livello record di 10,8 mesi.

L'ipotesi di prezzi immobiliari calanti per buona parte del 2008 porta alla conseguente assunzione anche di un ridimensionamento del MEW che potrebbe arrivare ad assumere valori negativi.

Con riferimento all'impatto diretto della crisi immobiliare, ci limitiamo ad osservare che la contribuzione degli investimenti residenziali è stata negativa per ben sette trimestri consecutivi, a partire dagli inizi del 2006 e tale potrebbe rimanere almeno fino al primo semestre del 2008. Si tratta di una serie ben superiore anche all'ultima crisi del immobiliare verificatasi a cavallo tra il 1990 ed il 1991, quando i trimestri di contribuzione negativa della citata componente furono "solo" quattro. Tale indicazione già di per sé segnala come la crisi immobiliare in atto sia verosimilmente una delle più profonde mai verificatesi negli Usa dal dopoguerra ad oggi.

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

Con riferimento invece all'impatto indiretto **potremmo immaginare che il rapporto MEW/Pil si possa spingere il prossimo anno fino al minimo storico di circa -2% del '94.**

In questo contesto si potrebbe immaginare che i consumatori Usa trovino supporto nel ricorso al più tradizionale credito al consumo. Si tratta in realtà di un fenomeno che si è già in buona misura manifestato, a giudicare dal tasso di crescita annuo del credito al consumo soprattutto nella forma *revolving* (principalmente carte di credito) che ad ottobre ha raggiunto il 7,4%, il livello massimo dalla fine del 2001. Nel frattempo si è già cominciato a verificare un evidente rialzo del tasso di morosità proprio sul credito al consumo che, nel caso delle carte di credito, ha raggiunto il 4,3%, livello massimo da metà del 2003. Si tratta di un fenomeno che, sebbene in forma più contenuta rispetto a quanto accaduto nel comparto dei mutui residenziali (in questo caso si è raggiunto il picco massimo degli ultimi 14 anni), ha interessato tutte le forme di credito al consumo estendendosi anche ai mutui non residenziali (Fig.2).

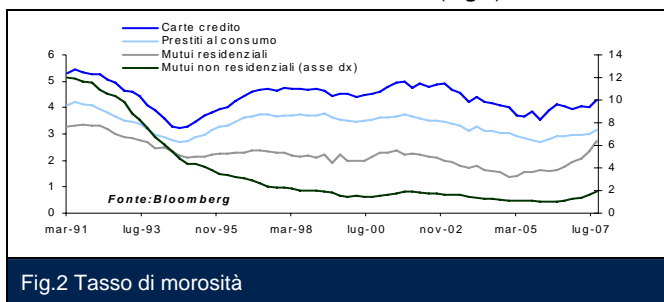


Fig.2 Tasso di morosità

Di conseguenza il 2008 si prefigura come un anno in cui la crisi immobiliare dovrebbe esplicare il suo impatto massimo sulla crescita sia in forma diretta (investimenti residenziali) sia indiretta (consumi), con l'aggravante del potenziale impatto negativo derivante anche dal ridimensionamento del supporto offerto dal credito al consumo per effetto da un lato del restringimento del credito e dall'altro del già crescente tasso di morosità.

Come si può notare dalla Fig.3, il calo del MEW non si è ancora riflesso in modo proporzionale sui consumi, andamento che potrebbe invece caratterizzare il 2008, soprattutto nella prima parte.

In altre parole lo scenario centrale di crescita per il 2008 (1,8%) è esposto ad un rischio elevato di revisione al ribasso fino all'1,3% in conseguenza, in ordine di importanza, di: 1) forte incremento della morosità del credito al consumo e contestuale restringimento del credito totale erogato, tali da ridurre anche il peso rispetto al Pil, attualmente pari a circa il 18%; 2) manifestazione del ridimensionamento del MEW concentrata in buona misura nel prossimo anno.

A titolo di curiosità e ricollegandosi a quanto scritto nel report annuale dello scorso anno, può essere interessante ricordare come nel novembre del 2006 la Fed di Dallas arrivò a stimare l'impatto sul Pil derivante da una riduzione del MEW nel range 0,75%-1,5% per alcuni

anni. Ebbene il 2007 dovrebbe chiudersi con un ridimensionamento della crescita dello 0,7% passando dal 2,9% del 2006 al 2,2% del 2007. Se applicassimo al 2008 il range prima citato, arriveremmo a collocare la crescita del prossimo anno in una forchetta ricompresa tra lo 0,7% e l'1,45%.

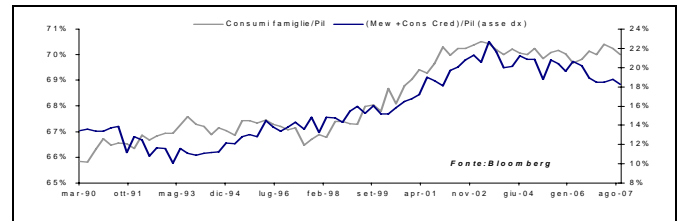


Fig.3 Consumi famiglie vs. MEW

I primi segnali di recupero della crescita potrebbero essere evidenti non prima della fine del 2008, quando potrebbero cominciare ad esplicarsi anche gli effetti dei tagli dei tassi implementati a partire dal mese di settembre 2007.

In questo contesto sarebbe esclusa l'ipotesi di una recessione se non in forma lieve nello scenario peggiore.

Sul fronte prezzi l'attesa è per una sostanziale moderazione dopo il rientro delle recenti pressioni inflattive grazie a: 1) continuazione del calo degli affitti; 2) moderazione salariale; 3) ridimensionamento o comunque arresto del trend rialzista dei prezzi energetici. Il calo della prima componente potrebbe più che bilanciare le eventuali pressioni dal lato alimentare in ragione del diverso peso delle due componenti all'interno dell'indice dei prezzi al consumo Usa (15% per la componente alimentare e 33% per quella affitti). Inoltre le pressioni salariali potrebbero risultare più contenute, in previsione di un rallentamento della dinamica occupazionale, conseguente al ridimensionamento dei consumi ed all'impatto anche sulle aziende del restringimento del credito in un contesto in cui si registra un trend marcatamente calante dell'autofinanziamento (-8% a/a nel terzo trimestre). Di conseguenza per il 2008 l'attesa sul Cpi core è di una variazione di 2,1% da 2,3%.

Con riferimento alla politica monetaria l'attesa è per la continuazione della fase di taglio dei tassi nel corso del primo semestre del 2008 fino a raggiungere il livello del 3,5% entro giugno che potrebbe essere mantenuto per la restante parte dell'anno. Laddove l'impatto del contestuale ridimensionamento del supporto offerto dal credito al consumo fosse più forte di quanto considerato nello scenario centrale, i Fed Funds potrebbero essere portati fino al 3%. La concentrazione dei tagli nel primo semestre è supportata anche dalla necessità della Fed di accorciare i tempi di rientro delle turbolenze sul mercato monetario, il cui prolungamento minaccia di tradursi in un più esteso credit crunch. Il recente lending survey di ottobre redatto dalla Fed fotografa un forte restringimento del credito riferito ai mutui residenziali, dove è stato raggiunto il livello massimo dal 1990 ossia da quando il sondaggio viene condotto.

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

Euro

Il 2007 è stato caratterizzato da un lieve rallentamento della crescita economica e da un'inflazione che, malgrado i forti rialzi degli ultimi mesi dell'anno, dovrebbe chiudere l'anno poco sopra il target del 2%. Negli ultimi anni la crescita dell'area Euro ha beneficiato molto dell'aumento degli investimenti nel settore delle costruzioni, in particolare di quelli spagnoli (Tab.1). La Spagna infatti, pur essendo la quarta economia dell'area, negli ultimi due anni ha registrato un Pil prossimo al 4% superando ampiamente non solo la crescita della Germania, ma anche dell'intera area, grazie soprattutto al più forte contributo delle costruzioni ed all'aumento dell'occupazione.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Germania	-0.3	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.3	0.0
Spagna	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
Francia	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
Italia	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
Olanda	0.1	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2
Finlandia	-0.4	0.1	0.3	0.3	0.3	0.1	0.2
Danimarca	-0.1	0.0	0.4	0.4	0.6	0.6	0.4
UK	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.0
EMU 13	0.1	0	0	0	0.1	0.3	0.0

Fonte: Commissione Europea report: forecast d'autunno
* primo semestre

Tab.1: Contributi alla crescita degli investimenti immobiliari in EU a/a%

Il 2007 in area Euro dovrebbe concludersi con un incremento medio del Pil del 2,6%, rispetto al 2,9% registrato nel 2006. La crescita in Germania dovrebbe registrare variazioni prossime al 2,7%, a fronte invece dell'1,8% e dell'1,9% rispettivamente in Italia e Francia. Il rallentamento del Pil del 2007 è da imputarsi principalmente ad una penalizzazione, seppur moderata, dei consumi privati e degli investimenti. I consumi hanno risentito sia dell'aumento dell'Iva in Germania, il cui effetto si è sentito soprattutto nel primo trimestre, sia della crisi dei mutui subprime che ha impattato sulla fiducia dei consumatori e di conseguenza sui loro acquisti. Tuttavia la buona tenuta del mercato del lavoro ha più che bilanciato il calo dei consumi legati all'Iva, con un effetto netto ancora positivo per la crescita. Il tasso di disoccupazione quest'anno ha infatti proseguito il trend calante iniziato nel 2005, registrando il minimo storico.

Il rallentamento degli investimenti fissi è da attribuire principalmente al rallentamento del settore delle costruzioni. Gli investimenti in costruzioni nel terzo trimestre sono cresciuti del 2,1% a/a, dal 7,4% del primo trimestre. Il rallentamento dei permessi per costruzioni residenziali, unito alla diminuzione delle richieste di finanziamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni, portano a pensare ad una continuazione del rallentamento del settore anche per il 2008. Il 2007 inoltre dovrebbe chiudersi con un lieve rialzo del contributo delle esportazioni nette che, malgrado il rafforzamento dell'Euro, hanno beneficiato soprattutto della buona tenuta dei beni durevoli tedeschi. Nel complesso i principali contributi alla crescita dovrebbero giungere anche per quest'anno da consumi ed investimenti (Fig.1).

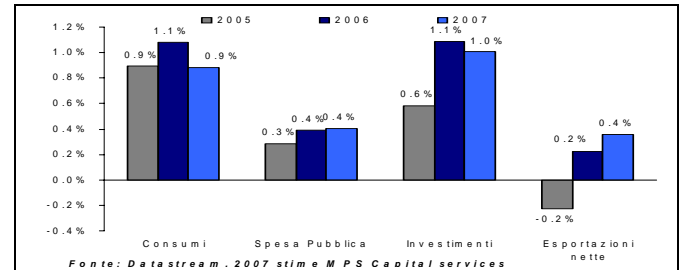


Fig.1 Area Euro: contributi alla crescita 2007

Relativamente ai prezzi, il 2007 dovrebbe concludersi con un'inflazione in linea col 2006. I rialzi più consistenti si sono registrati nel settore trasporti, energetico ed alimentare, a causa soprattutto dell'incremento dei prezzi petroliferi e delle materie prime agricole.

Il 2007 è stato caratterizzato anche dalla continuazione dell'accelerazione degli aggregati monetari. M3 a novembre è cresciuto del 12,3% a/a, rispetto all'8,5% di novembre 2006. In disaggregato emerge come da inizio anno la componente più liquida M1 abbia continuato il rallentamento iniziato a giugno 2006, mentre hanno accelerato gli aggregati M3-M2 in cui sono compresi gli strumenti di mercato. Tra le controparti di M3 hanno rallentato, sebbene ad un ritmo moderato, i prestiti per l'acquisto di case ed il credito al consumo, mentre ha accelerato la componente relativa ai prestiti al settore aziendale non finanziario, giustificato dall'aumento del volume di finanziamenti concessi per operazioni di acquisizioni e fusioni (Fig.2).

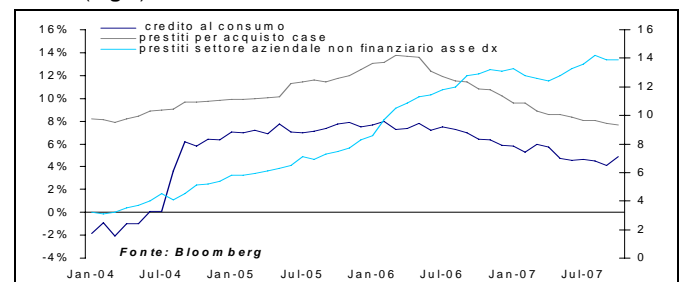


Fig.2 Area Euro: crescita annualizzata controparti M3

La buona tenuta della crescita nel 2007 ha contribuito al miglioramento delle finanze pubbliche per quasi tutti i paesi dell'area. In base alle previsioni autunnali della Commissione Europea, in Germania il 2007 dovrebbe concludersi con un bilancio che per la prima volta dal 2000 torna in positivo. In Francia il deficit/Pil dovrebbe passare a -2,6% dal -2,5% del 2006 ed in Italia a -2,3% dal -4,4% del 2006. Secondo la Commissione in Germania ed in Spagna le condizioni sono destinate a peggiorare il prossimo anno a causa dell'atteso rallentamento della crescita, mentre in Italia e Francia il deficit dovrebbe rimanere pressoché stabile (Tab.2).

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

	2005	2006	2007	2008
Germania	-3.4	-1.6	0.1	-0.1
Francia	-2.9	-2.5	-2.6	-2.6
Italia	-4.2	-4.4	-2.3	-2.3
Spagna	1.0	1.8	1.8	1.2

Stime della Commissione Europea (autunno 2007)

Tab.2 Area Euro: Bilancio governativo (% Pil)

Le attese per il 2008 sono per una crescita in rallentamento con il Pil in aumento **dell'1,6% dal 2,6%** ed un'inflazione che in media potrebbe crescere del **2,5%**, con un'accelerazione più forte nella prima parte dell'anno e soprattutto nel primo trimestre quando il tasso d'inflazione annuale potrebbe portarsi anche oltre il 3,5%. Una maggiore penalizzazione della crescita dovrebbe registrarsi nel secondo e terzo trimestre, mentre l'ultimo dovrebbe beneficiare dell'attesa di un deprezzamento dell'Euro che dovrebbe ridare forza alle esportazioni. **I rischi al ribasso sulla crescita sono da attribuirsi principalmente al rallentamento degli investimenti che dovrebbero risentire dell'indebolimento del settore immobiliare**, e ad una penalizzazione delle esportazioni nette dovuta alla forza dell'Euro ed all'atteso rallentamento statunitense. I consumi invece, così come evidenziato da alcuni indicatori anticipatori, dovrebbero risentire del peggioramento del tasso di disoccupazione, che in ogni caso rimarrebbe su livelli contenuti. Il principale rischio al ribasso sui consumi risiede nell'effetto che il prolungamento della crisi finanziaria potrà avere sulla fiducia e di conseguenza sulla spesa delle famiglie. Sui consumi privati potrebbe inoltre pesare l'elevato indebitamento del settore privato. Secondo uno studio della Bce sul settore bancario, da fine 2001 a fine 2006 l'indebitamento nell'intera UE è cresciuto in media del 23% su base annua. La maggior parte del debito delle famiglie è costituito dai prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il mantenimento per lungo tempo dei tassi su livelli bassi, ha favorito gli acquisti di case e di conseguenza un aumento degli investimenti in tale settore. All'interno dell'UE i paesi che hanno maggiormente risentito di questo fenomeno sono stati Danimarca, Irlanda, UK e Spagna, che di conseguenza hanno registrato un incremento più consistente dei prezzi delle case. Più contenuto il fenomeno in Italia e Francia e pressoché nullo in Germania (Fig.3).

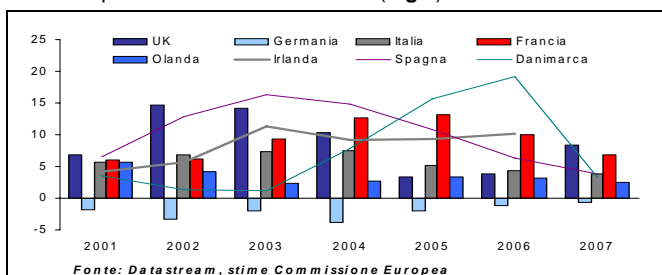


Fig.3: Prezzi case a/a%

Se poi si considera la scomposizione in vecchi e nuovi membri Ue, le divergenze sono ancora più forti. Nei nuovi paesi membri l'indebitamento per l'acquisto di case, secondo la Bce, è cresciuto del 51%, quattro volte la crescita dei vecchi membri. Tuttavia il rapporto dei prestiti per l'acquisto di case rispetto al Pil è più elevato nei vecchi membri. Se consideriamo la sola area Euro tale rapporto è risultato in forte rialzo in Spagna ed Irlanda, mentre più moderato è stato l'incremento in Italia e Francia. In Germania il rapporto è rimasto pressoché fermo dal 2003 ad oggi (Fig.4).

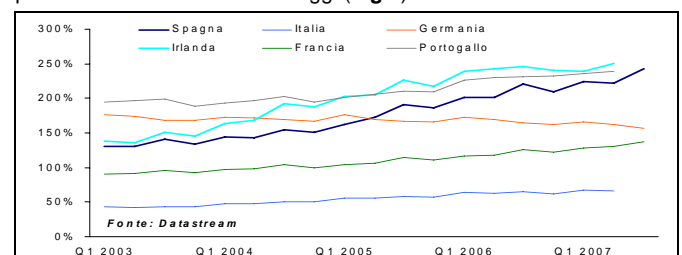


Fig.4 MFI: prestiti per acquisto abitazioni/Pil

Si presenta così un quadro piuttosto contrastato e poco uniforme all'interno della UE. Se infatti la quota totale dei mutui a tasso variabile nell'Unione Europea si è attestata nel 2006 al 68%, vi sono differenze rilevanti tra i principali paesi membri. In prospettiva i paesi più esposti al rischio di continuazione del rialzo di tassi, sono quelli che presentano percentuali di tasso variabile molto elevato sul totale dello stock di mutui, in presenza di altrettanto elevati tassi di proprietà. In base ai dati forniti dalla Bce, tra questi paesi figurano in modo particolare il Portogallo, la Spagna, l'Italia e l'Irlanda dove le percentuali dei mutui a tasso variabile superano il 60%, con punte massime intorno all'80% nel caso di Italia ed Irlanda, fino a quasi il 100% nel caso del Portogallo. Tra i paesi meno esposti figurano invece la Germania, la Francia e l'Olanda.

Tali differenze nell'ambito degli stessi paesi dell'area Euro, aumentano potenzialmente la difficoltà di decisione in tema di politica monetaria da parte della Bce. Al momento sembra quindi più probabile un **mantenimento dei tassi fermi almeno fino alla prima parte del 2008. Successivamente**, l'atteso rallentamento economico, dovrebbe portare le autorità monetarie a **ridurre il tasso di riferimento, che a fine 2008 si attesterebbe a 3,50%**. Qualora la crisi del mercato creditizio si prolungasse oltre le attese ed il rallentamento del settore immobiliare, in particolare quello spagnolo, risultasse più consistente di quanto ipotizzato, **si potrebbe assistere ad una maggiore penalizzazione della crescita che potrebbe così scendere sotto l'1,6% atteso**. Allo stesso modo le autorità potrebbero decidere di anticipare il taglio dei tassi nel secondo trimestre, quando il tasso di inflazione è atteso scendere sotto il 3%.

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

Asia-Pacifico

Nel corso del 2007 la crescita del **Giappone** è proseguita sebbene con segnali di rallentamento. Attualmente l'economia si trova nella fase di espansione più lunga dal dopoguerra: è dal secondo trimestre del 2002 che la variazione tendenziale del Pil non è negativa. Nel 2008 è possibile un ridimensionamento della crescita del paese, che essendo molto dipendente da fonti esterne (esportazioni) potrebbe soffrire il rallentamento economico degli Usa e dell'Europa.

Sul **fronte crescita** nei primi 9 mesi del 2007 i consumi privati sono stati inferiori alle attese a causa dell'andamento piatto dei salari. Il driver del Giappone continua ad essere rappresentato dalle esportazioni nette, con il rallentamento degli Usa più che bilanciato dalla crescita delle esportazioni verso Asia, Cina ed Europa. Gli investimenti aziendali si sono molto ridimensionati nel secondo e terzo trimestre, dopo il forte recupero del 2005/06. Un settore che ha penalizzato in modo inatteso la crescita è stato quello immobiliare. Il 20 giugno è stata introdotta una nuova legislazione per l'approvazione delle costruzioni che ha reso molto più lunga la procedura per ottenere le autorizzazioni (dai precedenti 21 giorni medi si è saliti fino a 90 giorni). La decisione è stata imposta in risposta ad uno scandalo del 2005 che coinvolgeva dati falsificati sulla resistenza delle abitazioni ad eventi sismici. Da luglio è avvenuto un fortissimo calo delle aperture di nuovi cantieri, culminato con un -44% a/a a settembre. Ciò ha contribuito negativamente alla crescita economica (-0,3% di contributo negativo nel terzo trimestre vs. Pil del +0,4% t/t). In seguito alle lamentele degli esponenti di settore, il governo ha apportato alcune modifiche per evitare effetti negativi sul settore.

La BoJ ha abbassato le stime di crescita per l'anno fiscale 2007 (che termina nel marzo 2008) all'1,8% a/a dal precedente 2,1%.

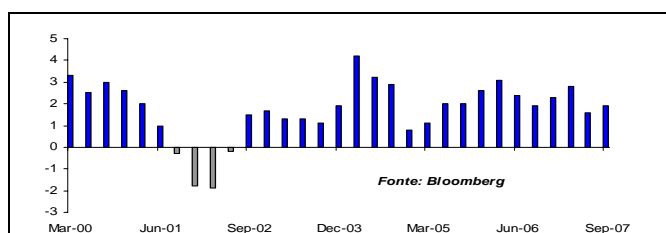


Fig. 1 Giappone: Pil reale a/a%

Con riferimento al **mercato del lavoro**, il tasso di disoccupazione si mantiene vicino ai minimi degli ultimi 9 anni, sebbene a partire dall'estate sia tornato a salire (attualmente è al 4%). Deludente l'andamento dei salari nominali, disattendendo le previsioni per il 2007 che ne ipotizzavano un aumento. Una delle ragioni è da ricercarsi nella variazione della composizione dei lavoratori, dal momento che è stato molto elevato il numero di coloro che è andato in pensione, sostituito da giovani con più basso profilo salariale. Un altro elemento importante potrebbe risiedere nella composizione degli occupati

all'interno delle aziende suddivise per dimensione. Le aziende di dimensione elevata (oltre 500 dipendenti) impiegano infatti poco meno del 30% degli occupati nazionali, mentre il restante 70% è suddiviso tra le aziende medio/piccole. Se osserviamo l'andamento degli occupati nelle 3 differenti tipologie di aziende (**Fig.2**), notiamo che per l'anno in corso il trend è stato decrescente e debole per le medie/piccole imprese, con una variazione volatile ma elevata nelle grandi aziende. Se immaginiamo le piccole/medie imprese come quelle con gran parte del business dipendente dalla domanda domestica, e le grandi con il business legato alla domanda estera, l'andamento degli occupati segnala come la domanda interna sia ancora debole. Le piccole medie imprese hanno i margini in contrazione a causa dell'aumento dei costi dell'energia (per esempio i prezzi della benzina a novembre sono saliti ai massimi storici) e di conseguenza sono restie ad aumentare i salari. La domanda di occupati è più sostenuta nelle grandi imprese probabilmente perchè la debolezza dello Yen per gran parte del 2007 ha favorito le esportazioni.

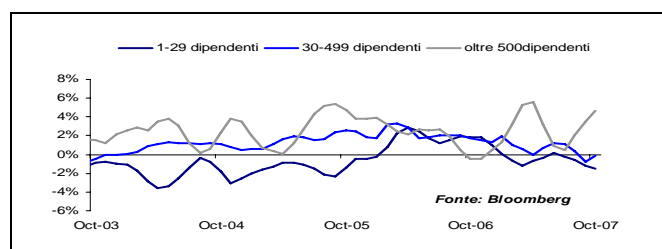


Fig. 2 Giappone: variazione tendenziale occupati nella piccola, media e grande impresa (medie mobili a 3 mesi a/a%)

Sul fronte **prezzi** l'inflazione *core* (senza alimenti) è stata negativa per gran parte del 2007. Recentemente la BoJ ha dichiarato di prestare attenzione al Cpi cosiddetto "Us style" (senza alimenti ed energia) che è negativo dal 2000 a livello tendenziale (tranne un mese di variazione nulla nel 2003). La deflazione non è ancora sconfitta: infatti il deflatore del Pil continua ad essere negativo (-0,4% a/a nel terzo trimestre). Ci sono comunque alcuni segnali di aumento dei prezzi, con riferimento ad esempio a quelli dei terreni che nel 2006 sono saliti per la prima volta in 16 anni (+0,4% tendenziale dal precedente -2,8%).

Gli **indici anticipatori** hanno fornito segnali di rallentamento per i prossimi mesi. La fiducia delle piccole imprese, dei consumatori e dei commercianti è sui minimi dal 2003. Il **Tankan report** ha anch'esso evidenziato un calo della fiducia complessiva delle imprese. L'indice relativo alle grandi imprese manifatturiere è sceso sui minimi degli ultimi 2 anni. Ci sono inoltre segnali di riduzione dei margini di profitto per le aziende, soprattutto piccole. Con riferimento agli investimenti, per l'anno fiscale 2007 le grandi imprese hanno dichiarato l'intenzione di incrementarli del 10,5% rispetto allo scorso anno. Diverso l'orientamento delle piccole imprese che invece hanno manifestato l'intenzione di ridurli del 4,6%.

Per l'anno fiscale 2008 la BoJ prevede una ripresa della crescita al 2,1% a/a. Data l'elevata dipendenza del paese dalle esportazioni e la

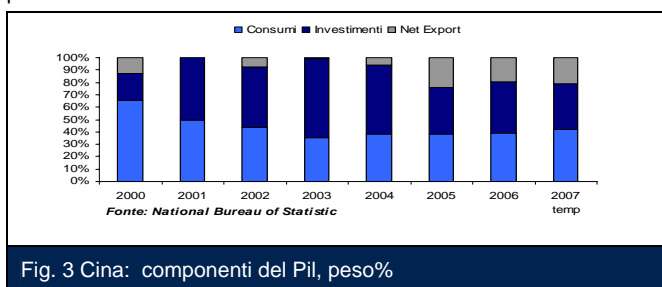
Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

debolezza della domanda interna, non è escluso che il rallentamento globale (specialmente quello europeo) possa impattare più del previsto sul Pil del 2008, facendolo rimanere in linea con il livello del 2007. A parità di altri fattori, la quota di crescita perduta sul fronte esportazioni nette, potrebbe venire compensata dal recupero del settore immobiliare nella seconda metà dell'anno fiscale. L'inflazione dovrebbe oscillare intorno allo zero per l'intero anno fiscale corrente, per poi aumentare lievemente allo 0,4% a/a nel 2008.

Con riferimento alla **politica monetaria** il governatore della BoJ ha lasciato trasparire l'intenzione di aumentare i tassi per evitare che il livello eccessivamente basso possa portare a inefficiente allocazione delle risorse e insostenibilità della crescita nel lungo termine. Allo stesso tempo il governatore Fukui (che termina il mandato nel marzo 2008) ha dichiarato che prima di provvedere ad un rialzo dei tassi occorrerà aspettare un assestamento dei mercati finanziari. Il nostro scenario prevede un rialzo non prima del terzo trimestre, a meno di un allentamento delle tensioni sui mercati monetari Usa ed europei prima del previsto.

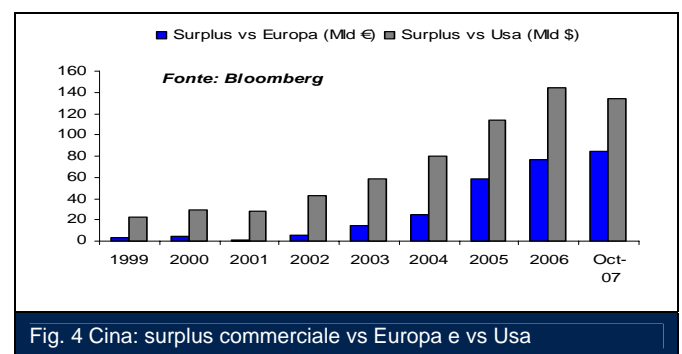
Nel 2007 **la Cina** è cresciuta oltre le attese facendo aumentare i timori di eccessivo surriscaldamento dell'economia. Nel 2008 è atteso un lieve ridimensionamento grazie a misure di politica monetaria più restrittive mirate a ribilanciare la qualità della crescita ed a contenere l'inflazione. Non sarà un'impresa facile. Di conseguenza gli squilibri dell'economia potrebbero ridimensionarsi meno delle attese il prossimo anno.



il target 2007 della banca centrale (PBC) fissato al 16%. Le vendite al dettaglio ad ottobre sono salite del 18% a/a, la produzione industriale del 17,9%, gli investimenti fissi del 26,9%. Questi tassi di crescita molto elevati evidenziano gli scarsi risultati ottenuti nel contenimento della crescita durante il 2007 nonostante i numerosi interventi di natura monetaria ed amministrativa. Quest'anno il Pil dovrebbe aumentare dell'11,5%.

Il forte tasso di crescita ha portato alla creazione di un enorme surplus commerciale che nei primi 11 mesi dell'anno ha raggiunto i 239 Mld\$, creando tensioni con gli Usa e recentemente anche con l'Europa. Lo Yuan è diventato l'osservato speciale a livello globale.

L'inflazione nel 2007 è andata ben oltre le stime della PBC. A novembre il Cpi è salito ai massimi da 11 anni, + 6,9% a/a a causa del forte aumento della componente alimentare cresciuta del 18,2%. Gli alimentari pesano per circa 1/3 dell'indice generale. Il capo economista del *National Bureau of Statistics* ha dichiarato che per l'intero 2007 l'inflazione dovrebbe attestarsi al 4,7% a/a su base annua. Nel 2008 l'andamento dei prezzi cinesi potrebbe influenzare anche le economie occidentali. Per anni la Cina è stata fonte di deflazione poiché, esportando merci a basso costo, ha contribuito a contenere l'inflazione nel mondo occidentale. Dal 2007 la situazione sta cambiando. Ad esempio l'indice Usa dei prezzi importati dalla Cina è passato dal -1,2% a/a di dicembre 2006, al +2,3% di novembre 2007. Pertanto la Cina non rappresenterebbe più una fonte di deflazione verso gli Usa e, qualora lo Yuan fosse lasciato apprezzare in misura più significativa, l'effetto sui prezzi importati sarebbe ancora maggiore.



La **crescita** nei primi 9 mesi del 2007 si è attestata all'11,5% a/a, in accelerazione dall'11,1% del 2006. Il responsabile dell'istituto statistico nazionale ha segnalato che nei primi 9 mesi dell'anno, gli investimenti hanno contato per il 42% del Pil, i consumi domestici per il 37% e le esportazioni nette per il 21%. Osservando la serie storica riportata nella **Fig.3**, è possibile notare come, sebbene il peso dei consumi sia aumentato recentemente, è ancora molto rilevante il peso delle esportazioni e degli investimenti aziendali. Le autorità governative sono molto preoccupate della situazione corrente, poiché temono che questo squilibrio a favore degli investimenti possa portare ad eccesso di produzione, con conseguente rischio di allocazione inefficiente delle risorse e possibile instabilità economica nel lungo termine. Altri indicatori segnalano condizioni di squilibrio nel paese. La liquidità è ancora eccessiva: M2 a novembre è cresciuto del 18,5% a/a, ben oltre

Sul fronte **Yuan** il 2007 è stato un anno all'insegna delle tensioni con i paesi occidentali ed il 2008 non dovrebbe essere da meno. Nella prima metà dell'anno la pressione sulle autorità cinesi è arrivata soprattutto dagli Usa che richiedevano un apprezzamento più marcato verso Dollaro. Le autorità cinesi hanno cercato di limitare l'apprezzamento il più possibile per evitare di danneggiare le proprie aziende esportatrici. A partire da metà anno anche l'Europa si è unita in modo deciso al coro degli insoddisfatti. Di recente c'è stata una visita ufficiale in Cina di alcuni importanti membri europei (Trichet, Juncker, Barroso, ecc.) per discutere dello squilibrio commerciale in atto con l'Europa. Nella **Fig.4** è possibile notare che mentre il surplus vs gli Usa nei primi 10

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

mesi del 2007 è inferiore rispetto all'intero 2006, quello verso l'Europa nel suo complesso è già superiore all'intero 2006. Il motivo di tale divergenza risiede nell'andamento del cambio. Lo Yuan da inizio anno si è apprezzato di circa il 5,5% vs Dollaro, ma verso Euro si è deprezzato di quasi il 3% con deprezzamento massimo oltre il 6,5% (Fig.5). Nel 2008 assisteremo sicuramente ad ulteriori pressioni sulle autorità cinesi. Probabilmente lo Yuan sarà lasciato apprezzare vs Euro, per evitare misure di ritorsione protezionistiche, ma c'è un fattore fondamentale da considerare. La possibilità di apprezzamento vs Euro non dipende solo dalla Cina. Sull'andamento del cross Euro/Yen influisce anche l'andamento dell'Euro/Dollaro. Essendo lo Yuan piuttosto rigido nei confronti del Dollaro, l'apprezzamento dell'Euro vs Dollaro nel corso del 2007 (+9%) è in gran parte responsabile dell'andamento del cross Yuan/Euro. Perché avvenga un apprezzamento deciso dello Yuan verso Euro occorre sia l'apprezzamento dello Yuan vs Dollaro in misura significativa, sia l'apprezzamento del Dollaro vs Euro.

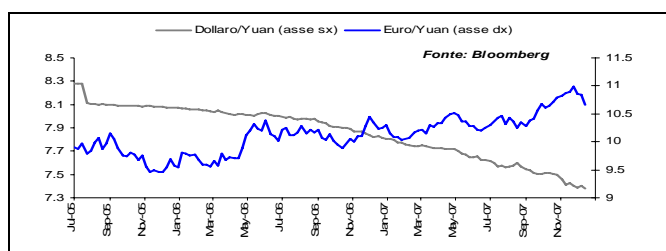


Fig 5 Cina: Dollaro/Yuan ed Euro/Yuan

Sul **fronte gestione delle riserve valutarie**, nel corso del 2007 è stato istituito un fondo sovranazionale da circa 200Mld\$ con lo scopo di ottimizzare parte delle riserve che attualmente hanno raggiunto l'incredibile ammontare di 1430Mld\$, il maggiore al mondo. Il cda del fondo **China Investment Corporation (CIC)** è sottoposto all'autorità del premier Wen Jiabao. Il fondo acquisterà piccoli pacchetti azionari di importanti società occidentali, ovviamente non solo per aumentare i rendimenti, ma verosimilmente anche con finalità politiche. Il primo acquisto è stato rappresentato da una quota del 10% in *Blackstone*, uno dei principali fondi Usa di private-equity, per circa 3Mld\$. E' previsto che in futuro una maggiore quota delle riserve possa essere allocata presso il fondo e nel 2008 sarà spesso al centro della cronaca finanziaria con numerose acquisizioni.

Per il 2008 la crescita dovrebbe rallentare come conseguenza delle misure restrittive implementate dalla PBC in maniera più decisa, e del rallentamento globale in atto. Il Pil 2008 potrebbe calare intorno al 10% a/a, mantenendo comunque un tasso di crescita molto elevato. In particolare sarà da monitorare attentamente l'evolversi della situazione nei mesi successivi alle olimpiadi di agosto, quando il rallentamento potrebbe diventare più marcato. Il quarto trimestre potrebbe pertanto registrare il tasso di crescita più contenuto dell'anno quello in cui la crescita potrebbe attestarsi ai livelli minimi dell'anno. Lo scopo

principale del governo sarà quello di stimolare i consumi e ridurre gli eccessivi investimenti, sia industriali sia immobiliari. Nel marzo del 2008 si terranno le elezioni per la scelta sia del nuovo Congresso (*National People's Congress*) sia del nuovo presidente, quest'ultimo eletto con voto diretto del popolo. Di conseguenza dopo il mese di marzo si insedierà un nuovo governo. A tal proposito il governatore della PBC si è dichiarato preoccupato dal fatto che il nuovo governo possa essere incentivato ad aumentare gli investimenti nel 2008 (come avvenuto nel 2003) in cerca di consensus tra la popolazione. L'aumento degli investimenti infatti nel breve termine spingerebbe in alto la crescita e l'occupazione. La battaglia verso un ridimensionamento dell'inflazione sarà l'altro fattore chiave del prossimo anno. A nostro avviso è difficile un ritorno dell'inflazione sotto il 4%, poiché la forte crescita del paese non faciliterà il ridimensionamento dei prezzi, soprattutto alimentari. **La politica monetaria** potrebbe diventare ancora più restrittiva particolarmente dopo le elezioni di marzo. Nel corso del 2007 il tasso di riserva obbligatoria è stato aumentato per 10 volte portando la 14,5%. I tassi sui prestiti e sui depositi sono stati aumentati per 5 volte portandoli rispettivamente al 7,29% e 3,87%.

Nel complesso nel 2008 potrebbero continuare ad essere implementate manovre restrittive in forma anche più aggressiva rispetto al 2007, utilizzando sia strumenti di politica monetaria sia di natura amministrativa. Lo *Shanghai Securities News* ha segnalato che il prossimo anno la Cina potrebbe limitare la crescita dei prestiti concessi dalle banche commerciali al 14,5%. Inoltre il paese starebbe pensando di introdurre in via straordinaria il concetto di riserva obbligatoria "differenziata". Le banche potrebbero essere obbligate a mettere a riserva una percentuale maggiore sui nuovi depositi rispetto a quelli già esistenti. Ad esempio il livello di riserva per i nuovi depositi potrebbe collocarsi tra lo 0,5% e l'1,5% oltre quello praticato su quelli esistenti (attualmente il 14,5%, Fig.6).

Il governatore della PBC, ha detto che la politica valutaria sarà utilizzata per cercare di ridurre il surplus commerciale. Sarà probabilmente consentita una maggiore flessibilità dello Yuan mediante verosimilmente un allargamento della banda di oscillazione vs Dollaro attualmente fissata al +/- 0,5%, che potrebbe essere modificata in +/- 1%.

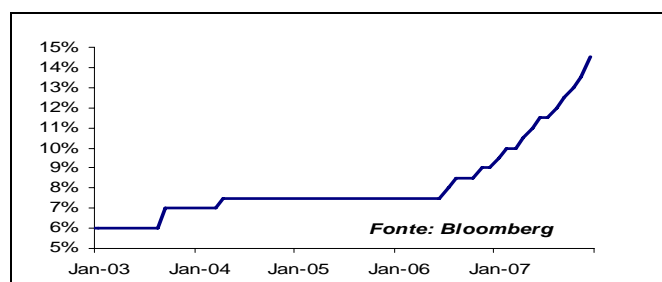


Fig 6 Cina: tasso di riserva obbligatoria

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

Paesi Emergenti

Nel 2007 nella prima parte dell'anno **gli investitori hanno evidenziato una preferenza verso asset più rischiosi**, ivi inclusi i titoli governativi dell'area emergente. A testimonianza di ciò il ridimensionamento dell'indice Embi+ spread che proprio nel primo semestre ha segnato i minimi storici.

La crisi immobiliare Usa emersa in modo più evidente nella seconda parte dell'anno ha comportato una maggiore attenzione alla variabile rischio. Di conseguenza l'indice Embi+ ha registrato un sensibile allargamento fino a segnare a fine novembre il livello massimo da ottobre 2005.

Il comparto azionario emergente complessivamente ha mantenuto un tono decisamente positivo, recuperando le perdite registrate durante la fase più acuta della manifestazione della crisi sul mercato del credito nel mese di agosto. Da inizio anno la performance dell'indice Msci dell'area si attesta intorno al 30%, grazie principalmente al favorevole andamento del mercato brasiliano.



Secondo le stime del Fmi l'area emergente dovrebbe chiudere il 2007 con una crescita stabile rispetto al 2006 e pari all'8,1% con la revisione di un rallentamento il prossimo anno al 7,6% soprattutto in seguito ad un ridimensionamento della crescita della componente asiatica, attesa passare dal 9,8% all'8,8%.

Nell'ambito dell'**America Latina**, la principale economia dell'area rappresentata da quella **brasiliiana**, nel 2007 ha accelerato il ritmo di crescita portandolo in prossimità del 5%, con l'ultimo dato sul Pil del terzo trimestre in rialzo del 5,66% a/a, il più elevato degli ultimi tre anni. La crescita è stata favorita anche dall'impatto positivo del lungo ciclo di politica monetaria espansiva posto in essere dalla banca centrale negli ultimi due anni che ha portato il tasso di riferimento dal 19,75% all'attuale 11,25%.

Nel 2007 **l'inflazione** media dovrebbe attestarsi al 3,6%, ben al di sotto del target fissato dalla banca centrale al 4,5%. Occorre però notare come negli ultimi mesi sia emerso un trend in accelerazione della dinamica dei prezzi: l'indice dei prezzi al consumo è infatti passato dal 3% di marzo al 4,2% a/a di novembre. Nell'ultimo incontro di politica monetaria del 2007 la banca centrale ha preso atto delle aumentate pressioni inflattive, il che potrebbe tradursi nella prosecuzione del mantenimento dei tassi fermi ancora per diversi mesi.

Per il 2008 le stime del Fmi sono per un rallentamento della crescita che dovrebbe attestarsi al 4%. Le entrate fiscali per il 2008 potrebbero subire una brusca riduzione a causa del mancato rinnovo della CPMF tax una tassa dello 0,38%, su tutte le transazioni finanziarie, individuali o societarie che contribuiva al 10% delle entrate governative. Per evitare l'eccessivo apprezzamento del Real, è in programma l'istituzione di un fondo sovrano che in collaborazione con la banca centrale agirà direttamente sul cambio e sul mercato monetario.

Per **l'area emergente europea** la crescita del 2007 dovrebbe attestarsi al 5,8% con la previsione del Fmi di un rallentamento al 5,2% nel 2008, in seguito principalmente al rallentamento atteso in area Euro.

L'anno è stato caratterizzato anche da alcuni **importanti eventi politici** tra cui: 1) le elezioni anticipate in Polonia e in Ucraina, dove hanno vinto schieramenti politici filo-occidentali; 2) le elezioni presidenziali in Turchia, in cui è stato eletto un presidente islamico conservatore; 3) le elezioni presidenziali in Argentina dove è stata eletta la moglie del presidente uscente Kirchner, Cristina Fernandez.

In **Russia**, il partito Russia Unita, ha vinto le elezioni parlamentari con il 64% dei seggi e molte critiche sullo svolgimento della campagna elettorale e dello scrutinio, Putin, leader del partito, entrerà in carica solo dopo il termine del mandato presidenziale. Per tali elezioni, che si terranno a marzo 2008, sarà candidato Medvedev, presidente della Gazprom, che continuerà il programma di Putin in termini di riforma strutturali del sistema sociale e sviluppo delle infrastrutture. La crescita economica si attesterà intorno al 7,4% nel 2007 e al 6,5-7% nel 2008 grazie all'aumento dei redditi e del consumo delle famiglie con un rallentamento del indebitamento.

La **Turchia**, tra i migliori performanti in termini di Embi+, ha registrato solo un aumento di 20 pb. La crescita economica per il 2007, secondo le stime del Fmi, è attesa al 5%. Per il 2008 le previsioni si attestano al 5,3%. Il terzo trimestre del 2007 ha segnalato un brusco rallentamento con la crescita del Pil attestata al 1,5% a/a, il livello più basso dal 2001. Per tale ragione la banca centrale ha invertito la direzione della politica monetaria in precedenza restrittiva, in seguito ai rialzi dei tassi di riferimento implementati nel 2006. A partire da settembre di quest'anno e fino all'ultima riunione di dicembre, il tasso di riferimento è stato infatti portato dal 17,5% all'attuale 15,75%.

Nel frattempo si è registrata un'accelerazione delle spinte inflattive con i prezzi al consumo arrivati all'8,4% a/a a novembre dal 6,9% di luglio. Di conseguenza il governatore della banca centrale Yilmaz ha dichiarato che la fase di politica monetaria espansiva potrebbe estendersi non oltre i primi mesi del 2008, a causa appunto delle citate pressioni inflattive derivanti soprattutto dalla componente energetica. Sul fronte di politica estera negli ultimi mesi sono aumentate le tensioni con gli Usa dopo l'approvazione da parte del parlamento di una mozione per l'attacco in massa alle basi del PKK in Iraq entro un anno. Nel 2008 le isole di **Malta** e **Cipro** adotteranno l'Euro.

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

Commodity

Il 2007 è stato un anno molto positivo per le materie prime, sebbene non siano mancati singoli casi negativi. L'indice *Goldman Sachs Excess Return* ha guadagnato circa il 23%, trainato dai mercati rialzi delle materie prime energetiche (+30% da inizio anno l'indice settoriale), dei metalli preziosi (+16%) e delle materie agricole (+25%). E' stato invece penalizzato il comparto dei metalli industriali (-12%) dopo aver registrato la migliore performance nel 2006.

L'andamento dei vari settori è stato particolarmente contrastante. Fino a maggio il comparto migliore è stato quello dei metalli industriali con l'indice che si è spinto fino a circa il 20% di guadagno, mentre il settore agricolo è arrivato a perdere fino al 10%. A partire da settembre è cominciato un periodo di forte rialzo per gli energetici, i preziosi e gli agricoli, a fronte di una sottoperformance degli industriali che hanno iniziato una fase di più accentuato ribasso a partire da ottobre (Fig.1). Per il 2008 il rallentamento economico globale potrebbe penalizzare le materie prime nel loro complesso. L'indice *GSCI Excess Return* non è atteso offrire rendimenti in linea con quelli del 2007. Un'eccezione potrebbe essere rappresentata dal comparto agricolo.

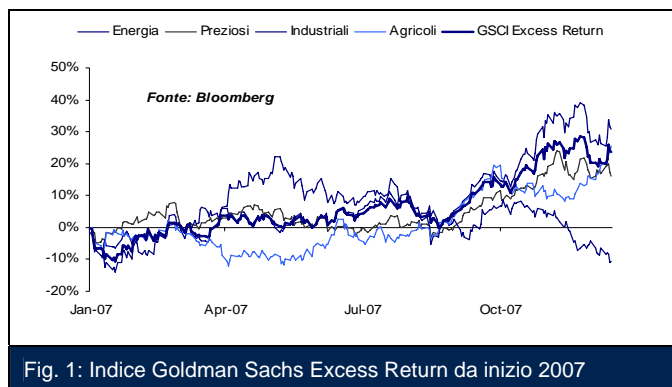


Fig. 1: Indice Goldman Sachs Excess Return da inizio 2007

Nel corso del 2007 il **greggio Wti** ha raggiunto livelli record prossimi ai 100\$/b. I prezzi hanno accelerato la fase di rialzo a partire da fine agosto, a causa di una serie di fattori concomitanti. Alle tensioni in Medio Oriente tra la Turchia ed il Pkk, si è aggiunto il calo delle scorte Usa scese ai livelli più bassi degli ultimi 2 anni (Fig. 2). Ciò ha comportato un aumento dei timori di un livello insufficiente di scorte per affrontare la domanda invernale, portando tensioni sui prezzi. A questo flusso di domanda reale si sono aggiunti anche gli speculatori, che, nella seconda parte dell'anno, hanno mantenuto in media posizioni combinate nette lunghe molto elevate. Nonostante la forte domanda globale, l'Opec ha aumentato la produzione solamente di 500.000b/g a novembre, livello ritenuto insufficiente dal mercato. Infine l'elevato livello dei prezzi è stato anche favorito dalla debolezza del Dollaro che ha reso più conveniente l'acquisto per gli operatori non statunitensi. La pendenza di curva attualmente si trova in *backwardation* (prezzi a breve più elevati di quelli a lungo termine),

benché molto ridimensionata rispetto ai livelli massimi di fine ottobre, a segnalare come la domanda si mantenga elevata. Per il prossimo anno è possibile assistere ad un ridimensionamento dei prezzi in linea con il rallentamento economico. Non prevediamo forti ribassi del prezzo, che dovrebbe comunque rimanere in media intorno ai 70\$/b.

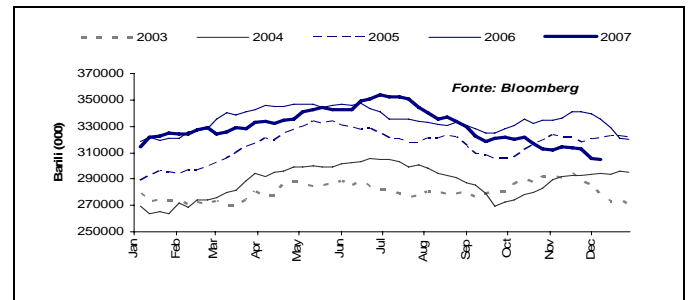


Fig. 2: scorte greggio Wti stagionalità 2003-2007

Il settore dei **metalli industriali** ha avuto un 2007 dai 2 volti: brillante fino a maggio, deludente nei restanti mesi quando hanno cominciato a manifestarsi gli effetti del rallentamento Usa e della crisi del credito. All'interno del comparto si è però distinto il piombo (+43%) su carenza di offerta in un contesto di forte domanda globale. Pressoché stabile il rame (+0,5%), spinto dalla domanda cinese. Quest'ultimo, sebbene sia in rialzo da inizio 2007, è stato molto penalizzato a partire da ottobre a causa del forte aumento delle scorte al Lme e della probabile minore domanda cinese. Gli altri metalli sono stati invece particolarmente penalizzati. L'andamento dell'alluminio (-16%), del nichel (-25%) e dello zinco (-46%) ha rispecchiato l'evoluzione dei fondamentali, con scorte in aumento ed aspettative di surplus di produzione il prossimo anno. Il 2008 potrebbe essere un anno difficile per il comparto, sebbene sia possibile una differenziazione all'interno delle singole materie prime a seconda delle caratteristiche fondamentali. In linea generale i prezzi potrebbero essere deboli soprattutto nella seconda parte dell'anno, quando il rallentamento economico potrebbe estendersi in modo più evidente all'area Euro e la domanda cinese potrebbe attenuarsi dopo le olimpiadi di agosto. Nel primo semestre i prezzi potrebbero temporaneamente beneficiare del ritorno degli acquisti cinesi dopo l'inizio del nuovo anno lunare (quest'anno ad inizio febbraio) e le elezioni del Congresso e presidenziali di marzo.

Nel 2007 i **metalli preziosi** hanno avuto un'ottima performance grazie ai seguenti fattori: 1) deprezzamento del Dollaro; 2) aumentati timori inflattivi favoriti dagli elevati prezzi degli energetici e degli alimentari; 3) ricerca di beni rifugio per fronteggiare le turbolenze del credito e le tensioni internazionali. Tali condizioni hanno comportato un recupero del 24%. Il 2008 si presenta più difficile rispetto al 2007 soprattutto nella seconda parte dell'anno, quando potremmo assistere ad un apprezzamento del Dollaro, e le pressioni inflazionistiche potrebbero attenuarsi.

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

Gli **agricoli** hanno avuto un'ottima performance nel 2007 favoriti dalla forte domanda globale (sia per alimentazione sia per bio-fuel) e da condizioni climatiche sfavorevoli al raccolto. Le scorte globali di alcuni prodotti agricoli (ad esempio il grano o la soia) si sono attestate nel 2007 su livelli storicamente molto bassi. Di conseguenza ogni minima notizia negativa per il raccolto ha agito in modo impressionante sui prezzi. Secondo il dipartimento dell'Agricoltura Usa, le scorte globali nel 2008 dovrebbero attestarsi al livello più basso dal 1976. Molto bene si è comportata anche la soia (+69%) favorita da aspettative di scorte in calo nel 2008, minori terreni dedicati a tale coltura e forte domanda cinese. **Per il 2008 l'attenzione potrebbe continuare ad essere rivolta verso le materie prime agricole**, ed in particolare verso quelle utilizzate nella formazione dell'etanolo e di energie alternative. Tra le materie prime destinate a sovraperformare potrebbero figurare quelle che nel 2007 sono state particolarmente penalizzate, come ad esempio lo **zucchero** (-9%), il cui prezzo sta scontando un forte surplus di produzione per il prossimo anno. Un'eventuale produzione inferiore alle attese e/o un impiego maggiore nella produzione di etanolo, potrebbe tradursi in un rialzo dei prezzi. Secondo il *consensus* di Bloomberg gli analisti sono piuttosto pessimisti su agricoli, oro e greggio (**Tab.1**). Inoltre gli speculatori presentano posizioni combinate nette lunghe sulla maggioranza dei future quotati negli Usa, ad eccezione del rame. In Tab.1 è altresì possibile vedere l'attuale pendenza di curva.

	2007	2008	2009	2010	2011	Cont/Back	Speculatori
WTI	89	73.5	71.4	69.5	70	Backward.	lunghi
RAME	6825	6750	5375	4315	4409	Contango	corti
ALLUMINIO	2461	2588	2469	2475	2305	Contango	n.d.
ZINCO	107.95	133.6	109	86	88	Backward.	n.d.
NICHEL	1192	1355	1195	900	775	Contango	n.d.
PIOMBO	2540	2380	1408	1137	1213	Backward.	n.d.
ORO	807	734	706	673	603	Contango	lunghi
GRANO	927	656	--	--	--	Backward.	lunghi
MAIS	417	400	--	--	--	Contango	lunghi
SOIA	1128	994.12	--	--	--	Backward.	lunghi
ZUCCHERO	10.28	10.15	--	--	--	Contango	lunghi

Fonte: Bloomberg

Tab.1: previsioni consensus analisti, posizioni degli speculatori
Pendenze di curva

Global Outlook 2008

18 dicembre 2008

	07T1	07T2	07T3	07T4	2007	2008
PIL reale %a/a						
USA	2,6	1,9	1,2 (-)	1,5 (-)	2,2	1,8 (-)
EMU	1,9	1,5	1,2	1,6 (-)	2,6	1,6 (-)
Giappone (*)	-	-	-	-	1,6	1,8
Prezzi al consumo %a/a f.p.						
USA	3,6	2,4	2,6	1,9	2,9	2,9 (-)
EMU	3,1	2,3	2,1	2,1	1,9	2,5
Tassi di interesse f.p.						
Fed Funds Target	3,75	3,5	3,5 (-)	3,5 (-)	-	-
US Treasury 2Y	2,75	2,4 (-)	2,7	3,2 (-)	-	-
US Treasury 10Y	3,85	3,60	3,60	4 (-)	-	-
BCE Refi Rate	4,00	4,00 (-)	3,75 (-)	3,50	-	-
Schatz 2Y	4	3,65(-)	3,25	3,65 (-)	-	-
Bund 10Y	4,25	4(-)	3,85	4,15 (-)	-	-
JAP Overnight Call Rate	0,50	0,50	0,75 (-)	0,75	-	-
Tassi di cambio f.p.						
EUR/USD	1,55 (+)	1,47	1,42 (+)	1,37 (+)	-	-
USD/JPY	110	100	105	105		
EUR/JPY	170 (+)	147	149 (+)	144 (+)	-	-
Petrolio						
WTI \$/b	85	75 (+)	70 (+)	70 (+)	72	75 (+)

f.p.= fine periodo ; (+) rischi al rialzo ; (-) rischi al ribasso; (*) = anno fiscale aprile – marzo

PREVISIONI

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Ottobre	Novembre
America Latina						
Paraguay				Presidenziali Parlamentari		
Euro						
Spagna			Parlamentari			
Slovenia					Parlamentari	
Nuovi membri UE						
Rep. Ceca	Presidenziali					
Cipro		Presidenziali				
Malta				Parlamentari		
Lituania					Parlamentari	
Romania						Parlamentari
Cina			Presidenziali Parlamentari			
Stati Uniti						Presidenziali
Russia			Presidenziali			

CALENDARIO SCADENZE ELETTORALI 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 del servizio.

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