



## Il punto settimanale sulla congiuntura

18 - 22 maggio 09

### Sintesi

I cattivi risultati pubblicati da diverse banche europee, come anche indicatori economici più negativi, non hanno provocato un vero eccesso febbrile sui **mercati finanziari**. I CDS, che permettono di coprirsi in particolare contro il rischio di default di una banca, sono risaliti solo leggermente, non rimettendo fondamentalmente in causa la caduta osservata durante le ultime settimane. Nella zona euro sono scesi anche gli spread sui tassi a breve termine, suggerendo un'attenuazione della crisi di liquidità.

Gli indicatori **americani** relativi ad aprile sono stati meno entusiasmanti, con la leggera contrazione delle vendite al dettaglio e il calo della produzione industriale. In questo ultimo settore il ritmo di contrazione è però nettamente diminuito, segno che il fenomeno di riduzione massiccia delle scorte volge al termine e che una ripresa tecnica non è lontana. La ripresa dell'attività sarà però lenta. In aprile, la fiducia dei consumatori ha continuato a risalire.

Nella **zona euro**, gli ultimi dati relativi all'evoluzione del PIL mostrano che l'attività si è fortemente contratta da settembre: il PIL è in effetti diminuito del 4,1% tra settembre 2008 e marzo 2009. Il crollo dell'attività in Germania (-6% nel periodo) ha pesantemente influenzato tutta la zona.

L'onda di ottimismo ha perso vigore, provocando un'inversione di tendenza sul **mercato obbligazionario**. Negli USA il tasso degli IRS a 10 anni, che era salito dal 2,97% del 20 aprile al 3,38% dell'8 maggio, è da allora sceso al 3,20% il 15 maggio. Nella zona euro il tasso degli IRS ha seguito la tendenza impressa dal tasso corrispondente americano.

**Il prossimo numero sarà pubblicato il 2 giugno.**

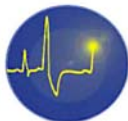
### Punti da tenere sotto controllo

- Negli Stati Uniti, le statistiche sul mercato immobiliare (il 19 maggio) e gli indicatori precursori (il 21 maggio)
- Nella zona euro, la bilancia commerciale in marzo (il 18 maggio) e gli indici dei direttori di acquisto in maggio (il 21 maggio)

### Tabella di sintesi

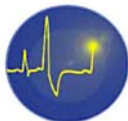
	Corso	Scarto	
	15 maggio	-1 settimana	-1 anno
<b>Petrolio greggio (Brent) (\$/barile)</b>	56,60	-0,5%	-54,2%
<b>Tasso di cambio</b>			
EUR/USD	1,352	0,7%	-12,6%
USD/JPY	95,02	-3,9%	-9,4%
EUR/CHF	1,502	-0,8%	-8,1%
EUR/GBP	0,891	0,0%	11,7%
<b>Borse</b>			
Dow Jones	8.268,64	-3,6%	-36,4%
Nikkei	9.265,02	-1,8%	-35,0%
Eurostoxx50	2.364,10	-4,0%	-38,7%
<b>Banche centrali</b>			
USA	0,25%	0 pb	-175 pb
Giappone	0,10%	0 pb	-40 pb
Zona euro	1,00%	0 pb	-300 pb
Svizzera*	0,38%	0 pb	-237 pb
Regno Unito	0,50%	0 pb	-450 pb
<b>Tasso degli IRS a 10 anni</b>			
USA	3,20%	-18 pb	-125 pb
Giappone	1,34%	-5 pb	-54 pb
Zona euro	3,54%	-12 pb	-112 pb
Svizzera	2,56%	-10 pb	-101 pb
Regno Unito	3,81%	-22 pb	-145 pb

\*Svizzera: media della forchetta per il libor a 3 mesi



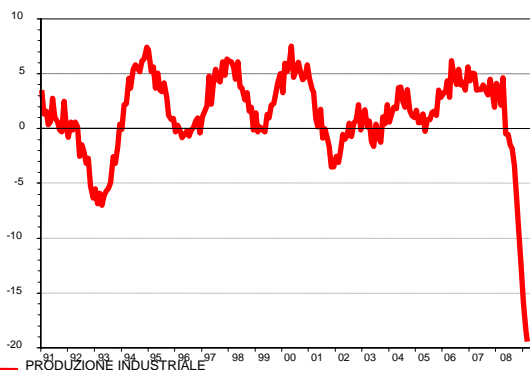
## Congiuntura: USA

<p><b>USA: esportazioni, importazioni e bilancia commerciale (milioni di USD)</b></p> <p>In migliaia 240 220 200 180 160 140 120 100 80 60</p> <p>In migliaia 25 30 35 40 45 50 55 60 65 70</p> <p>— ESPORTAZIONI (BENI E SERVIZI) — IMPORTAZIONI (BENI E SERVIZI) - - - BILANCIA COMMERCIALE (R.H.SCALE)</p> <p>In marzo, le esportazioni americane sono calate del 2,4% rispetto a febbraio. Le importazioni sono calate solo dell'1,0%. Il deficit della bilancia commerciale è quindi passato da 26,1 miliardi di USD in febbraio a 27,6 miliardi di USD in marzo, il che rappresenta sempre un grande miglioramento rispetto al marzo del 2008, quando il deficit aveva raggiunto 57,4 miliardi di USD. Il deficit commerciale con il Canada (il principale partner commerciale degli Stati Uniti) è diminuito in marzo. Ma il deficit commerciale con la Cina e la zona euro è nuovamente aumentato. Paragonate a un anno fa, in marzo le esportazioni sono scese del 17,4% e le importazioni del 27,0%.</p>	<p><b>USA: vendite al dettaglio (milioni di USD)</b></p> <p>In migliaia 400 380 360 340 320 300 280 260</p> <p>— VENDITE AL DETTAGLIO</p> <p>Le vendite al dettaglio (in valore nominale) sono scese dello 0,4% in aprile su base mensile, dopo una diminuzione dell'1,3% in marzo. Sono soprattutto l'elettronica, i mobili e l'abbigliamento ad aver registrato vendite meno facili il mese scorso. E' stato registrato un aumento dello 0,2% nella vendita di vetture rispetto a marzo. Rispetto ad aprile 2008, il fatturato nominale dei dettaglianti è calato del 10,1% nell'aprile del 2009.</p>
<p><b>USA: tasso d'inflazione</b></p> <p>6 5 4 3 2 1 0 -1</p> <p>— TASSO D'INFLAZIONE — TASSO D'INFLAZIONE SOGGIACENTE</p> <p>Sotto l'impulso dei prezzi dell'energia, l'inflazione americana è passata dal -0,45% di marzo al -0,62% di aprile. L'energia costava il 2,4% in meno in aprile rispetto a marzo e del 24,5% in meno rispetto all'aprile del 2008. Senza contare l'energia, l'inflazione americana ha toccato il 2,13% in aprile. L'inflazione soggiacente, che non tiene conto dell'alimentazione e dell'energia, è passata dall'1,77% in marzo all'1,91% in aprile.</p>	<p><b>USA: produzione industriale (indice) e tasso di utilizzo delle capacità</b></p> <p>114 112 110 108 106 104 102 100 98 96</p> <p>— PRODUZIONE INDUSTRIALE — TASSI DI UTILIZZO (R.H.SCALE)</p> <p>Dopo un calo dell'1,7% della produzione industriale americana in marzo, è seguita una nuova diminuzione, certo più limitata, dello 0,5% in aprile. Il tasso di utilizzazione delle capacità di produzione è passato dal 69,4% in marzo al 69,1% in aprile, il livello più basso dall'inizio di questa serie nel 1967.</p>



## Congiuntura: zona euro

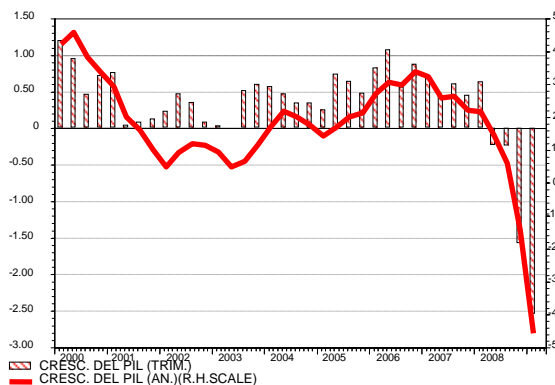
**Zona euro: produzione industriale dal 1981 (crescita a un anno)**



Nella zona euro, la produzione industriale è diminuita del 2,0% in marzo rispetto a febbraio, per il settimo mese consecutivo. In Germania, (-0,4%), in Francia (-1,4%), in Italia (-4,6%) e in Spagna (-3,5%), l'industria ha prodotto meno che in febbraio.

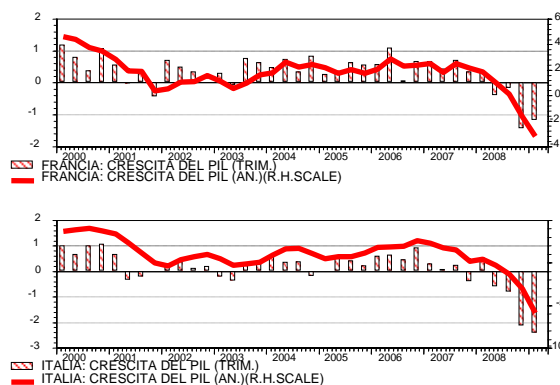
Rispetto al marzo del 2008, nella zona euro la produzione industriale è scesa del 20,2% nel marzo di quest'anno. In Germania, la diminuzione ha raggiunto il 21,7%, in Francia il 15,9%, in Italia il 23,8% e in Spagna il 24,7%.

**Zona euro: crescita del PIL (a un trimestre e a un anno)**



Nei primi tre mesi del 2009, l'economia della zona euro si è contratta per il quarto trimestre successivo. Il PIL è diminuito del 2,5% rispetto al quarto trimestre del 2008, la performance peggiore mai registrata. Se confrontato al primo trimestre del 2008, il PIL è sceso del 4,6%. I dati disastrosi sono soprattutto dovuti alla Germania, dove il PIL ha perso il 3,8% rispetto al quarto trimestre e il 6,9% rispetto al primo trimestre del 2008.

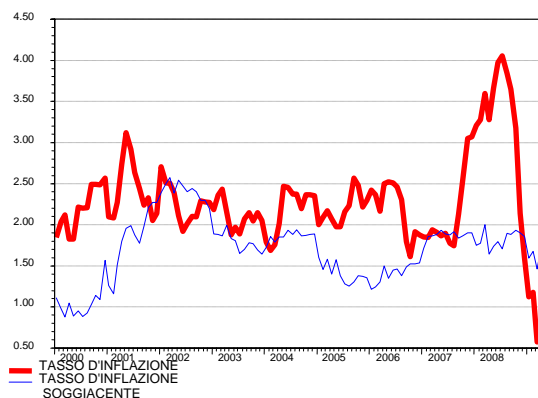
**Francia, Italia: crescita del PIL (a un trimestre e a un anno)**



In **Francia**, il PIL è sceso dell'1,2% nel primo trimestre del 2009 rispetto al quarto trimestre del 2008. Il consumo delle persone fisiche è aumentato ancora dello 0,2%, ma questa schiarita è stata totalmente annullata dagli investimenti (-2,3%) e dalle esportazioni (-6,0%). Le importazioni sono diminuite del 5,3%. Ma è soprattutto il forte calo delle scorte che ha provocato la crescita economica negativa. Il PIL francese è sceso del 3,2% rispetto al primo trimestre del 2008.

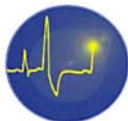
Il PIL **italiano** è calato del 2,4% su base trimestrale e del 5,9% su base annuale.

**Zona euro: tasso d'inflazione**

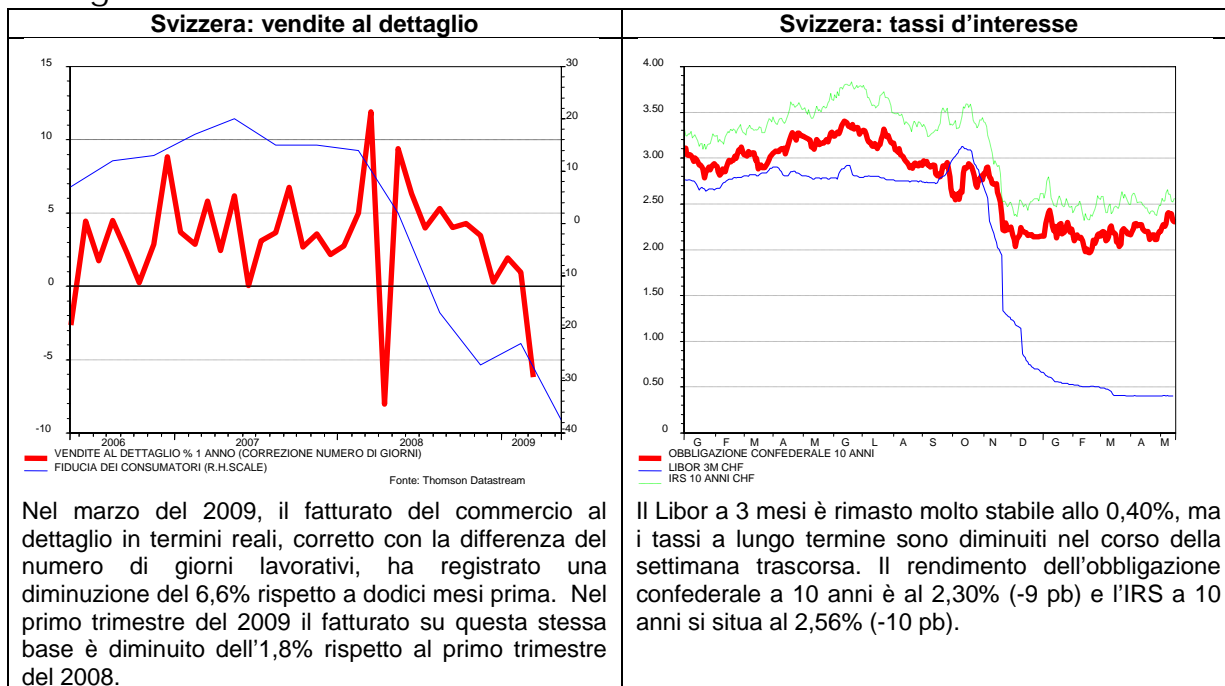


Nella zona euro, i prezzi al consumo hanno fatto registrare un progresso dello 0,36% in aprile rispetto a marzo. L'inflazione ammontava quindi allo 0,62% in aprile, rispetto allo 0,58% in marzo. La debolezza dell'inflazione è imputabile ai prezzi dell'energia, che sono certo aumentati dello 0,3% in aprile rispetto a marzo, ma erano pur sempre inferiori dell'8,7% rispetto a un anno fa. Energia a parte, l'inflazione in aprile si situava all'1,69%.

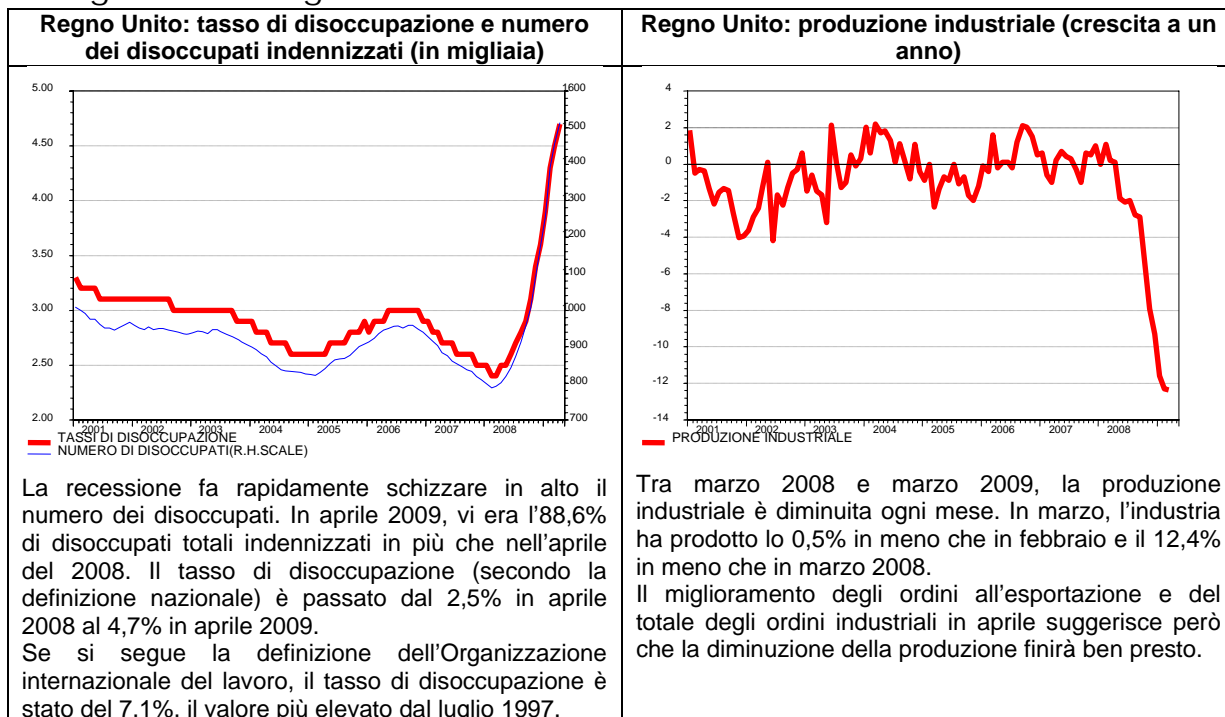
L'inflazione soggiacente, che non tiene conto dell'energia, dell'alimentazione, dell'alcol e del tabacco, è passata dall'1,46% in marzo all'1,78% in aprile.

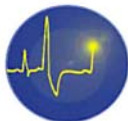


## Congiuntura: Svizzera

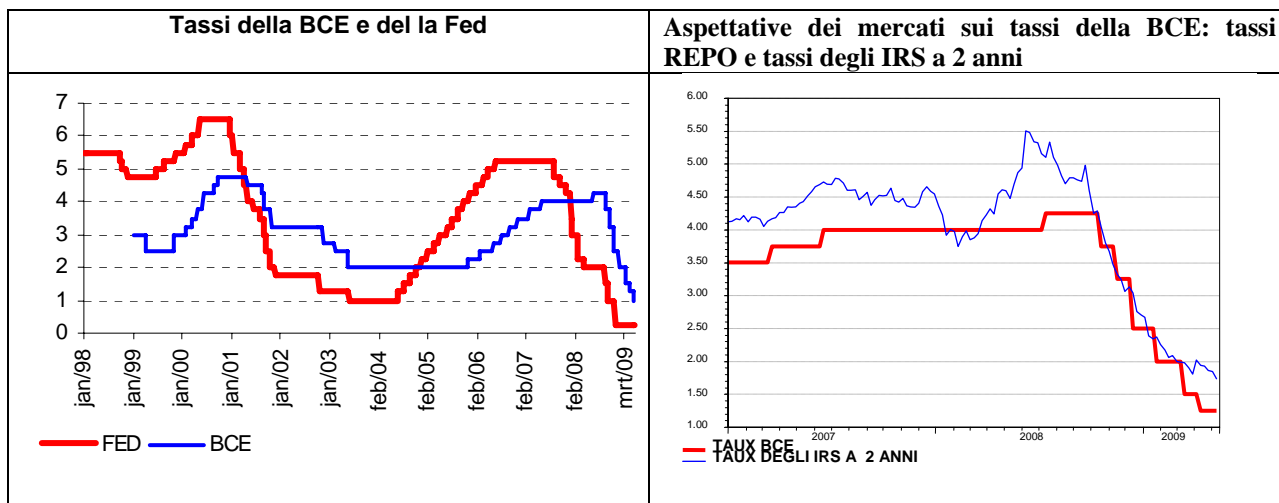
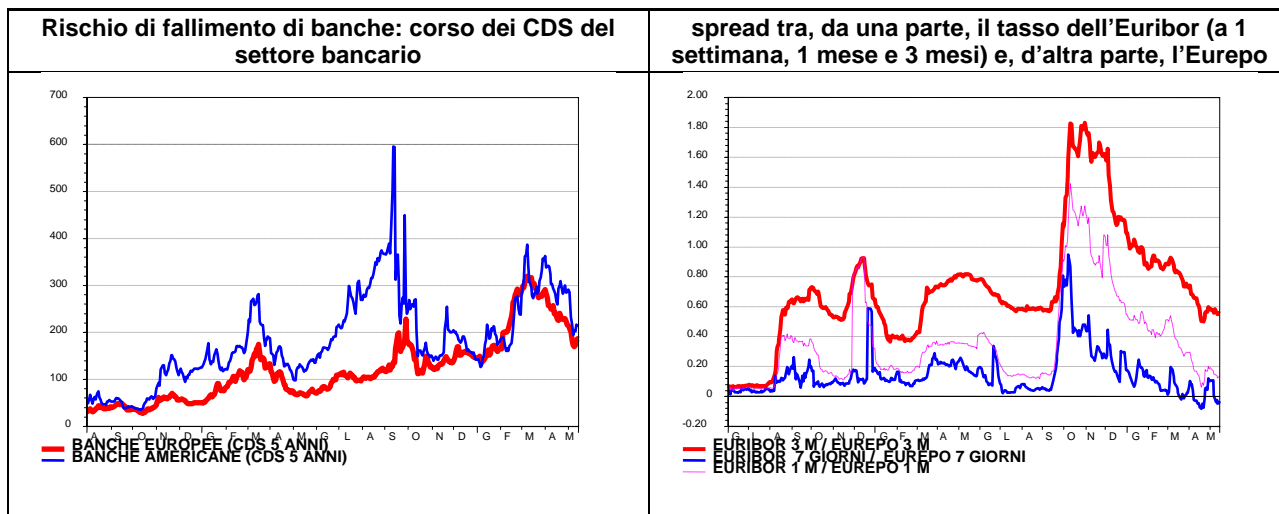


## Congiuntura: Regno Unito





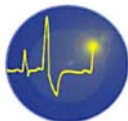
## Mercato monetario



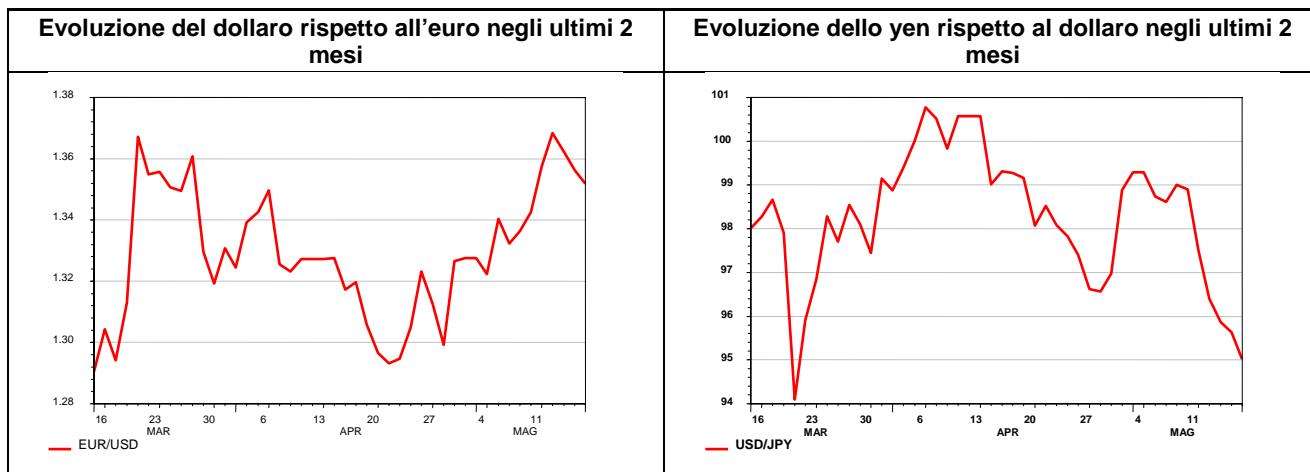
I «credit-default swaps» (CDS), che permettono di coprirsi in particolare contro il rischio di default di una banca, sono leggermente risaliti; questa evoluzione non rimette però fondamentalmente in causa la caduta osservata durante le ultime settimane. Gli spread sui tassi a breve termine si sono notevolmente allargati negli USA e sono scesi leggermente nella zona euro. I cattivi risultati, pubblicati negli ultimi giorni da diverse banche europee, hanno quindi avuto una minima influenza, tanto sui CDS, quanto sugli spread; contrastano con i risultati positivi, pubblicati precedentemente dai colleghi americani.

Indicatori economici più negativi inciteranno la Fed a proseguire la propria politica iper-stimolante, che si tradurrà in un'iniezione massiccia di liquidità.

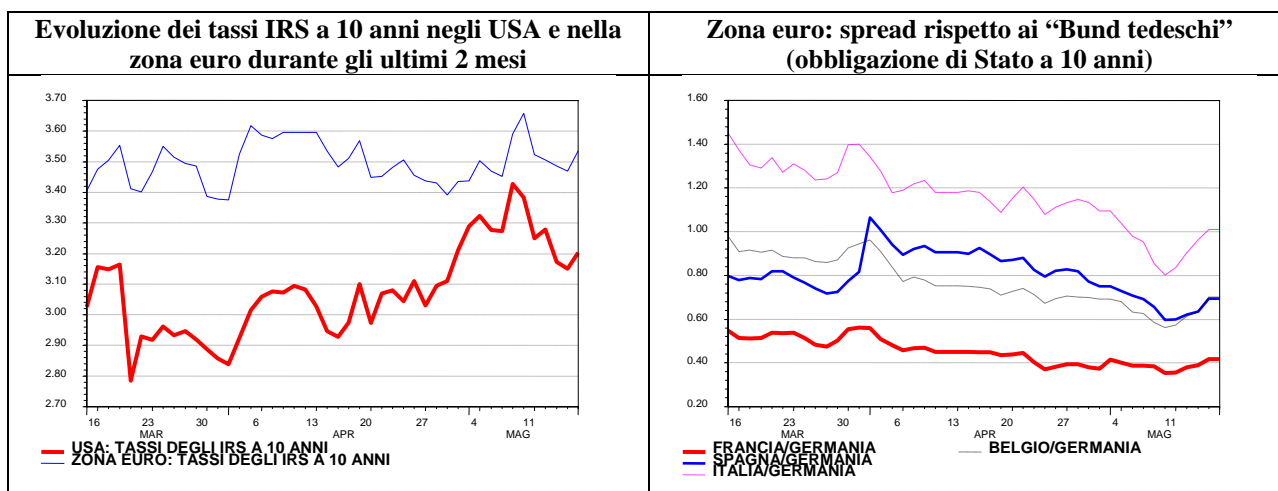
Nella zona euro la caduta severa del PIL nel 1° trimestre mette la BCE sotto pressione, comportando un leggero calo del tasso degli IRS a 2 anni. Facciamo notare che delle opinioni divergenti dei presidenti di diverse banche centrali nazionali suggeriscono che la BCE è divisa. L'aumento dell'inflazione soggiacente all'1,8% in aprile dà un argomento al partito dei falchi.



## Mercato dei cambi



## Mercato obbligazionario

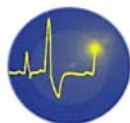


Fino al 12 maggio l'euro si è rinforzato rispetto al dollaro (fino a 1,368 EUR/USD), perché gli investitori osano prendere maggiori rischi man mano che le prospettive economiche migliorano. Dal 13 maggio il progresso dell'euro si è fermato per il disaccordo della BCE sugli acquisti di obbligazioni e a seguito della pubblicazione di dati sul PIL peggiori del previsto nella zona euro. Il 15 maggio, 1 euro valeva 1,352 dollari.

L'onda di ottimismo ha perso vigore, provocando un'inversione di tendenza sul **mercato obbligazionario**. Negli USA il **tasso degli IRS a 10 anni**, che era salito dal 2,97% del 20 aprile al 3,38% dell'8 maggio, è da allora precipitato al 3,20% il 15 maggio. Anche le statistiche meno buone inciteranno la Fed ad accrescere gli acquisti di obbligazioni al fine di spingere i tassi verso il basso e stimolare così l'economia.

Nella zona euro il tasso degli IRS ha seguito la tendenza impressa dal tasso corrispondente americano. L'evoluzione del PIL nel 1° trimestre è stata francamente negativa. Il tasso degli IRS a 10 anni è quindi riacceso dal 3,66% dell'8 maggio al 3,54% una settimana più tardi.

Gli **spread** tra i tassi obbligazionari dei differenti Paesi della zona euro sono ricominciati a salire. Con il rinfocolarsi del pessimismo, gli investitori hanno preferito in una certa misura le obbligazioni tedesche, tradizionalmente più sicure.



## Calendario

Paese/regione	Indicatore	Periodo	Unità	Consenso	Valore precedente
Lunedì 18 maggio					
Zona euro	Bilancia commerciale	Marzo	Importo	n.d.	-4,0 miliardi EUR

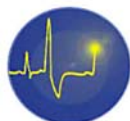
Martedì 19 maggio					
Stati Uniti	Apertura nuovi cantieri	Aprile	Numero	530.000	510.000
	Numero dei permessi edili	Aprile	Numero	530.000	516.000
Germania	Indicateur ZEW	Maggio	Indice	n.d.	13,0
Italia	Bilancia commerciale	Marzo	Importo	n.d.	-837,0 mio. EUR
Regno Unito	Tasso d'inflazione	Aprile	% m/% a	0,4%/2,4%	0,2%/2,9%

Mercoledì 20 maggio					
Germania	Prezzi alla produzione	Aprile	% m/% a	n.d.	-0,7%/-0,5%
Italia	Ordinativi industriali	Marzo	% m/% a	-3,5%/-30,0%	-1,5%/-32,7%

Giovedì 21 maggio					
Stati Uniti	Indicatori precursori	Aprile	% m	0,6%	-0,3%
Zona euro	Indice dei direttori degli acquisti (industria manifatturiera) (1 <sup>a</sup> stima)	Maggio	Indice	37,5	36,7
	Indice dei direttori degli acquisti (servizi) (1 <sup>a</sup> stima)	Maggio	Indice	44,0	43,8
Regno Unito	Vendite al dettaglio	Aprile	% m/% a	0,5%/2,5%	0,3%/1,5%

Venerdì 22 maggio					
Italia	Vendite al dettaglio	Marzo	% m/% a	-0,1%/n.d.	-0,7%/-3,1%
Regno Unito	Crescita del PIL	1° trimestre	% t/% a	-1,9%/-4,1%	-1,9%/-4,1%

*m: crescita a un mese  
t: crescita a un trimestre  
a: crescita a un anno  
n.d.: non disponibile*



## Previsioni economiche

* previsioni di Dexia Banque	PIL (cresc. a un anno)			Tasso d'inflazione			Saldo operazioni correnti (in % del PIL)		
	2008	2009*	2010*	2008	2009*	2010*	2008	2009*	2010*
USA	1,1	-2,3	2,0	3,8	-0,8	1,3	-4,7	-3,2	-3,5
Zona euro	0,7	-4,0	1,3	3,3	0,7	1,3	-1,0	-0,8	-0,6
Germania	1,0	-5,4	1,7	2,6	0,7	1,1	-	-	-
Francia	0,3	-2,6	1,2	2,8	0,6	1,2	-	-	-
Italia	-1,0	-4,6	1,1	3,3	1,0	1,5	-	-	-
Spagna	1,2	-3,2	0,9	4,1	0,6	1,4	-	-	-
Belgio	1,0	-2,1	1,5	4,5	0,4	1,3	-	-	-
Regno Unito	0,7	-3,8	0,7	3,6	1,6	1,5	-1,7	-1,4	-1,5
Svizzera	1,8	-2,2	0,1	2,4	-0,2	1,0	9,9	11,0	9,0
Giappone	-0,7	-5,7	1,1	1,4	-1,3	-0,6	3,2	2,2	2,8
Corea del sud	2,2	-2,7	4,0	4,7	2,9	2,6	-0,7	1,9	1,4
Tailandia	2,7	-3,2	3,7	5,5	-1,8	2,5	-0,1	2,2	1,4
Cina	9,1	6,5	8,0	5,9	-1,8	1,2	9,5	7,2	6,6
Taiwan	0,1	-5,0	3,4	3,5	-0,9	1,2	6,4	6,5	6,2
Singapore	1,1	-8,5	4,3	6,5	1,2	1,8	14,8	12,0	15,0
Brasile	5,7	1,0	3,2	5,7	4,6	4,0	-1,9	-2,2	-2,0
Messico	1,6	-1,0	2,3	5,1	4,1	3,6	-1,3	-2,3	-1,8
Argentina	6,5	-1,0	2,0	8,6	7,2	7,6	2,7	0,3	0,8
Polonia	5,0	-0,2	2,1	4,4	3,5	2,3	-5,5	-3,8	-4,0
Repubblica Ceca	3,1	-3,7	1,8	6,3	1,7	2,2	-2,9	-2,3	-2,4
Ungheria	0,7	-5,6	0,9	6,0	4,3	3,5	-8,9	-4,8	-4,9
Il mondo	3,1	-1,9	2,5	5,0	1,6	2,7	-	-	-

*Finito di scrivere il 18 maggio 2009.*

**Autori:** Jacques De Pover, Stefan Farkas, Stefan Hulpiau,

**Direttore della pubblicazione:** Pascal Poupelle – Amministratore – Direttore Generale di Dexia Crédit Local – 1 passerelle des Reflets – La Défense 2 – TSA 92002 – 92919 LA DEFENSE Cedex.

**Direttore responsabile:** Frank Lierman – Spaanse Kroonlaan, 27 – 3000 Lovanio.

La riproduzione di elementi di questa pubblicazione è autorizzata indicandone la fonte. Le informazioni presentatevi sono fornite a titolo puramente documentale e non coinvolgono la nostra responsabilità.