



## Il punto settimanale sulla congiuntura

15 - 19 giugno 2009

## Sintesi

Negli **USA** gli indicatori continuano a suggerire che il peggio è alle spalle. Le iscrizioni settimanali alle liste di disoccupazione hanno infatti proseguito il movimento verso il basso iniziato il 2 aprile. D'altro canto le vendite al dettaglio in maggio hanno confermato la tendenza alla stabilizzazione del consumo registrata da novembre. Nel solco della crisi finanziaria, gli indicatori delle tensioni (spread; CDS; ecc.) hanno consolidato il buon miglioramento registrato da diverse settimane.

Nella **zona euro**, l'economia italiana ha conosciuto un primo trimestre 2009 disastroso. Se confrontato al quarto trimestre del 2008, il PIL è sceso del 2,6%. L'inflazione francese nel maggio del 2009 ha toccato il -0,25%. Era dal 1957 che non era negativa.

Non è scemata la brusca tensione osservata all'inizio del mese sui tassi degli IRS a 2 anni su entrambi i lati dell'Atlantico. Questo tasso tende a prefigurare l'evoluzione dei tassi delle banche centrali. I mercati temono che la **Fed** rialzi il tasso guida più rapidamente del previsto e che la **BCE** abbia definitivamente fermato il movimento di riduzione dei tassi. L'aumento dei prezzi petroliferi ne è in parte responsabile, aumento che rifiuta gli scenari di deflazione a beneficio degli scenari di un ritorno a un'inflazione positiva. Un rialzo dei tassi della Fed è però prematuro e rischierebbe di uccidere la ripresa che si annuncia.

Dopo l'impennata del tasso degli **IRS** americano a 10 anni registrata dal 15 maggio, il mercato si è calmato la settimana scorsa. Molto semplicemente, il livello del 4% è divenuto appetibile per gli investitori. Nella zona euro, dal 15 maggio il tasso degli IRS è rimasto in buona parte lontano dal rimbalzo del suo corrispondente americano. Siccome la zona non soffre di un importante deficit della bilancia commerciale come gli USA, è meno dipendente degli investitori internazionali per il finanziamento del deficit di bilancio.

**Il prossimo numero sarà pubblicato il 22 giugno.**

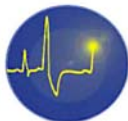
## Punti da tenere sotto controllo

- Negli USA, i nuovi cantieri per la costruzione di alloggi e i permessi edili (il 16 giugno), la produzione industriale (il 16 giugno), il tasso d'inflazione (il 17 giugno) e l'indice precursore (il 18 giugno)
- Nella zona euro, il tasso d'inflazione (il 16 giugno) e la bilancia commerciale (il 17 giugno)
- L'evoluzione dei prezzi petroliferi, considerata la loro influenza sull'inflazione
- La Fed intensificherà il programma di acquisto di obbligazioni del Tesoro?

## Tabella di sintesi

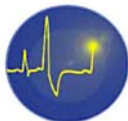
|                                    | Corso     | Scarto       |         |
|------------------------------------|-----------|--------------|---------|
|                                    | 12 giugno | -1 settimana | -1 anno |
| <b>Greggio (Brent) (\$/barile)</b> | 70,92     | 4,9%         | -46,3%  |
| <b>Tasso di cambio</b>             |           |              |         |
| EUR/USD                            | 1,400     | -1,2%        | -9,2%   |
| USD/JPY                            | 98,22     | -0,1%        | -9,0%   |
| EUR/CHF                            | 1,510     | -0,6%        | -6,3%   |
| EUR/GBP                            | 0,854     | -2,9%        | 7,9%    |
| <b>Borse</b>                       |           |              |         |
| Dow Jones                          | 8.799,26  | 0,4%         | -27,5%  |
| Nikkei                             | 10.135,82 | 3,8%         | -27,0%  |
| Eurostoxx50                        | 2.509,22  | 0,2%         | -29,2%  |
| <b>Banche centrali</b>             |           |              |         |
| USA                                | 0,25%     | 0 pb         | -175 pb |
| Giappone                           | 0,10%     | 1 pb         | -41 pb  |
| Zona euro                          | 1,00%     | 0 pb         | -300 pb |
| Svizzera*                          | 0,38%     | 0 pb         | -238 pb |
| Regno Unito                        | 0,50%     | 0 pb         | -450 pb |
| <b>Tasso degli IRS a 10 anni</b>   |           |              |         |
| USA                                | 4,06%     | -14 pb       | -82 pb  |
| Giappone                           | 1,44%     | 4 pb         | -67 pb  |
| Zona euro                          | 3,79%     | -7 pb        | -122 pb |
| Svizzera                           | 2,81%     | -4 pb        | -99 pb  |
| Regno Unito                        | 4,29%     | 8 pb         | -138 pb |

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



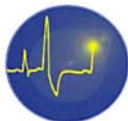
## Congiuntura: USA

|  |  |
|--|--|
| <p><b>USA: vendite al dettaglio (indice)</b></p> <p>— VENDITE AL DETTAGLIO</p> <p>In maggio le vendite al dettaglio americane hanno registrato un progresso dello 0,5% in valore nominale rispetto ad aprile (ad aprile erano ancora diminuite dello 0,2% rispetto a marzo). In maggio sono state venduti più autoveicoli (+0,5%), più materiali di costruzione e più capi di abbigliamento rispetto ad aprile. L'aumento del fatturato delle pompe di benzina è dovuto soprattutto all'aumento dei prezzi dei carburanti.</p>   | <p><b>USA: mercato degli alloggi (in migliaia)</b></p> <p>— NUOVI CANTIERI<br/>— PERMESSI EDILI</p> <p>Il 16 giugno sarà pubblicato il numero di nuovi cantieri per gli alloggi e il numero di nuovi permessi edili per maggio. A marzo e ad aprile è diminuito il numero di nuovi cantieri e di permessi edili. Nell'aprile del 2009, rappresentava quindi la metà della cifra dell'aprile del 2008.</p>  |
| <p><b>USA: esportazioni e importazioni (in volume, media mobile a 3 mesi, milioni di dollari)</b></p> <p>— ESPORTAZIONI<br/>— IMPORTAZIONI</p> <p>Il deficit della bilancia commerciale americana è aumentato in aprile per il secondo mese consecutivo per raggiungere 29,2 miliardi di dollari. Le esportazioni <b>nominali</b> (-2,3% su base mensile) sono diminuite maggiormente delle importazioni nominali (-1,4%). Tuttavia, negli ultimi mesi l'evoluzione della bilancia commerciale è stata falsata dall'aumento dei prezzi petroliferi, il che fa impennare artificialmente il valore delle importazioni. <b>In volume</b>, la diminuzione delle esportazioni sembra essere arrivata al termine.</p> | <p><b>USA: tasso d'inflazione</b></p> <p>— TASSO D'INFLAZIONE<br/>— TASSO D'INFLAZIONE SOGGIACENTE</p> <p>Le cifre dell'inflazione per il mese di maggio saranno pubblicate il 17 giugno. A causa del calo dei prezzi dell'energia, l'inflazione del mese di marzo (-0,45%) e di aprile (-0,62%) è stata negativa. Anche in maggio, l'inflazione dovrebbe verosimilmente stabilirsi sotto lo zero. L'importante aumento dei prezzi del petrolio (+18,7% su base mensile in maggio) frenerà però la tendenza al calo dell'inflazione.</p> |

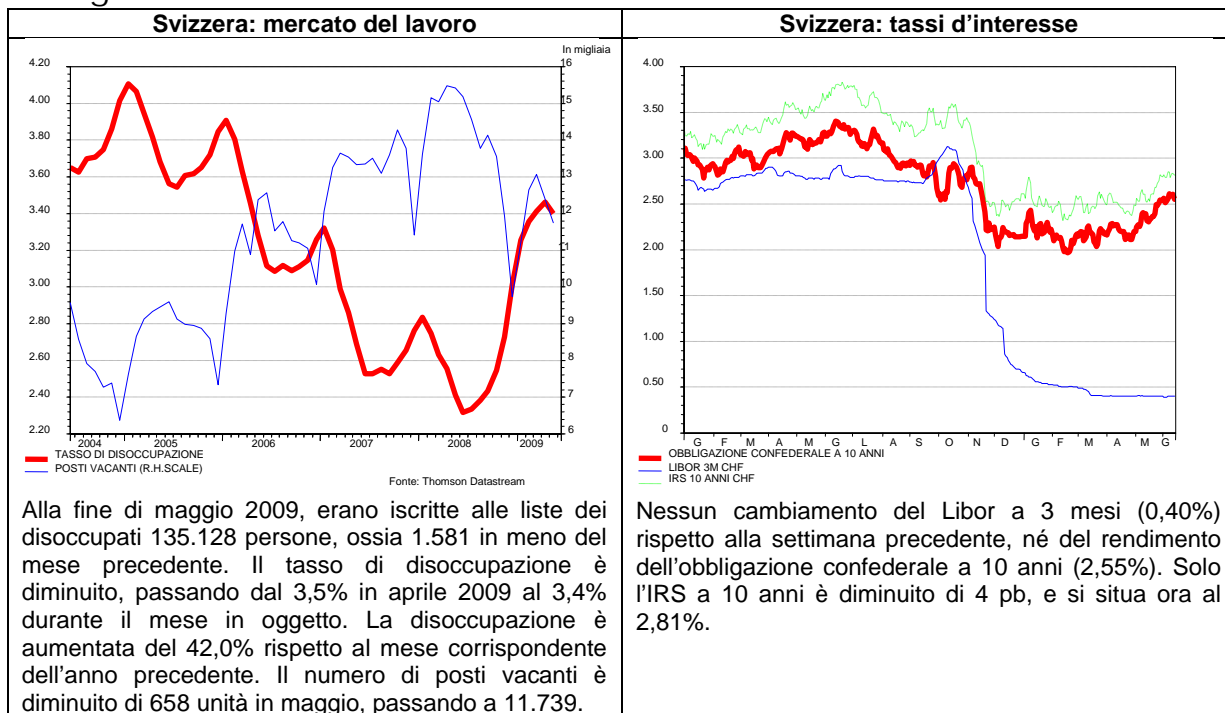


## Congiuntura: zona euro

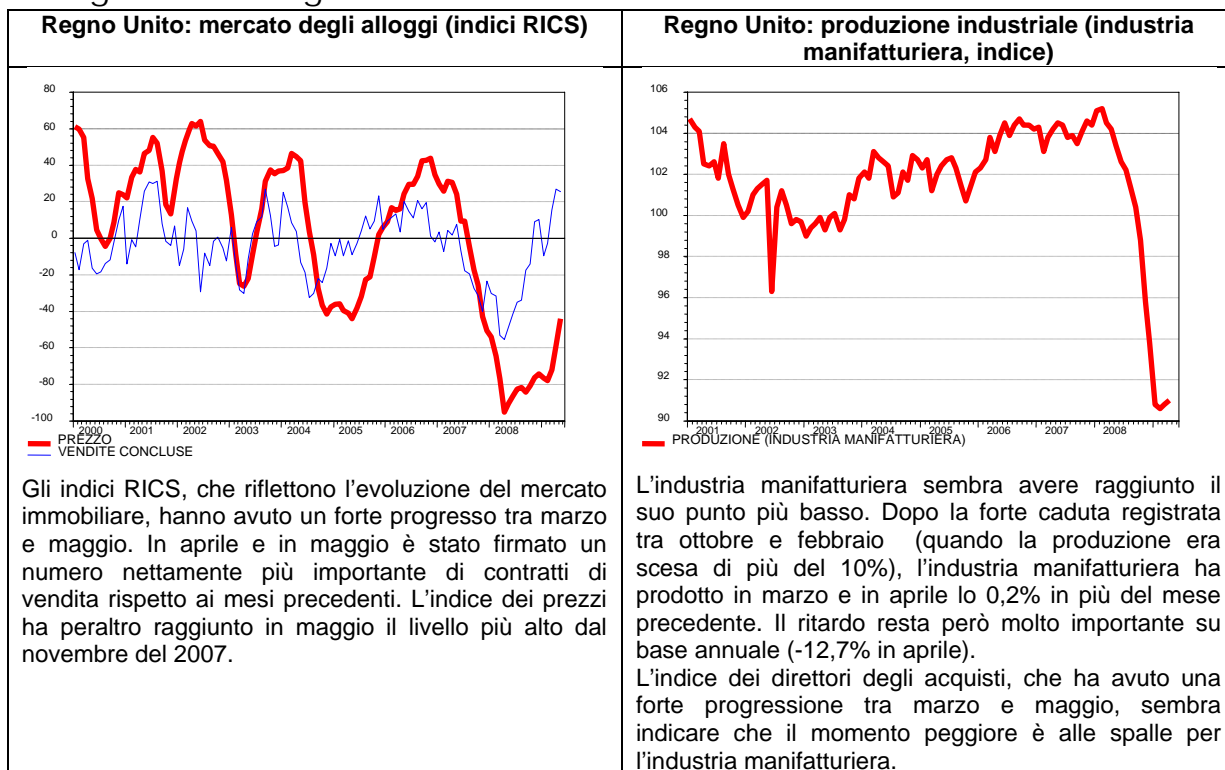
|  |   |
|--|---|
| <p><b>Germania: produzione e ordini industriali (media mobile a 3 mesi, crescita a un anno)</b></p> <p>— PRODUZIONE INDUSTRIALE<br/>— ORDINATIVI (INDUSTRIA MANIFATTURIERA)(R.H.SCALE)</p> <p>Dopo un progresso dello 0,3% in marzo, la produzione industriale tedesca (compreso il settore della costruzione) è diminuita dell'1,9% in aprile su base mensile, in ragione del calo della produzione di beni d'investimento (-6,4%). In raffronto all'aprile del 2008, l'industria tedesca ha prodotto il 21,6% in meno nell'aprile 2009.</p> <p>Abbiamo assistito a una stabilizzazione degli ordini nell'industria manifatturiera in aprile rispetto a marzo, quando erano aumentati del 3,7% rispetto a febbraio. A un anno d'intervallo, gli ordini sono però scesi del 37,1% in aprile.</p> | <p><b>Italia: PIL, investimenti, consumo privato ed esportazioni (crescita a un trimestre)</b></p> <p>■ PIL ■ INVESTIMENTI ■ CONSUMO ■ ESPORTAZIONI</p> <p>L'economia italiana ha conosciuto un primo trimestre 2009 disastroso. Se confrontato al primo trimestre del 2008, il PIL è sceso del 2,6%.</p> <p>Dato che le esportazioni (-11,8%) si sono contratte più fortemente delle importazioni (-9,2%), il commercio esterno ha generato un contributo economico negativo. Anche gli investimenti (-5%), il consumo delle famiglie (-1,1%) e l'importante diminuzione delle scorte hanno fatto decrescere il PIL.</p> <p>Questo è calato del 6% rispetto al primo trimestre del 2008.</p> |
| <p><b>Zona euro: produzione industriale (indice)</b></p> <p>— PRODUZIONE INDUSTRIALE</p> <p>La produzione industriale (al di fuori del settore della costruzione) della zona euro è scesa in aprile per il dodicesimo mese consecutivo (dell'1,9% rispetto a marzo). Il calo più importante è stato quello dei beni strumentali (-2,7%).</p> <p>In raffronto all'aprile del 2008, il settore industriale ha prodotto il 21,6 % in meno nell'aprile del 2009.</p>   | <p><b>Francia: tasso d'inflazione</b></p> <p>— FRANCIA: TASSO D'INFLAZIONE<br/>— FRANCIA: TASSO D'INFLAZIONE SOGGIACENTE</p> <p>In maggio i prezzi al consumo in Francia sono cresciuti dello 0,15% rispetto ad aprile. Dato che l'aumento mensile dei prezzi (+0,53%) in maggio 2008 è stato più sostanzioso, l'inflazione francese è scesa in maggio 2009 al -0,25%. Non era più stata negativa dal 1957. Malgrado un leggero aumento dei prezzi dell'energia (+0,2%) rispetto ad aprile, è stata ancora molto meno alta in maggio (-17,1%) di un anno fa.</p> <p>L'inflazione soggiacente (a parte alimentazione, energia, alcol e tabacco) è leggermente salita in maggio all'1,59%.</p>  |

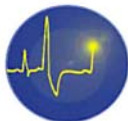


## Congiuntura: Svizzera

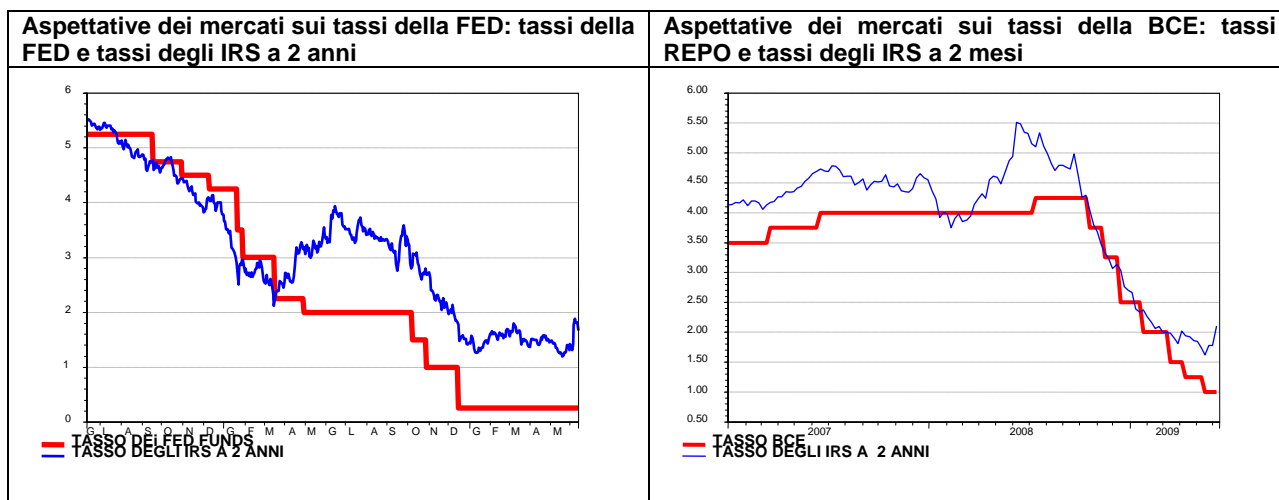
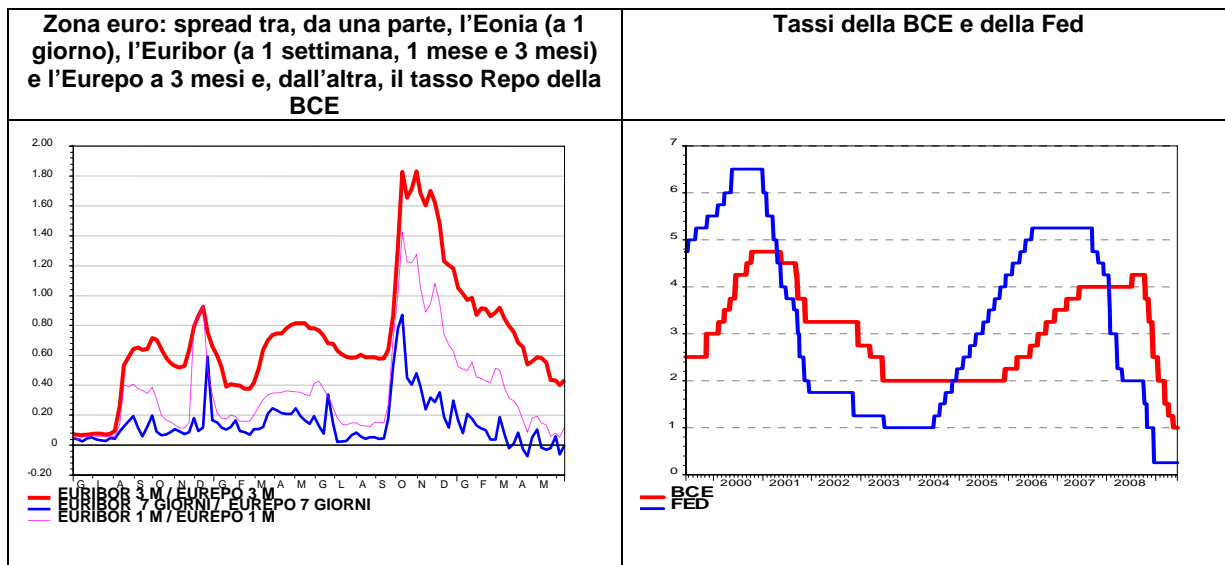


## Congiuntura: Regno Unito



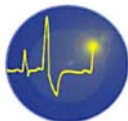


## Mercato monetario

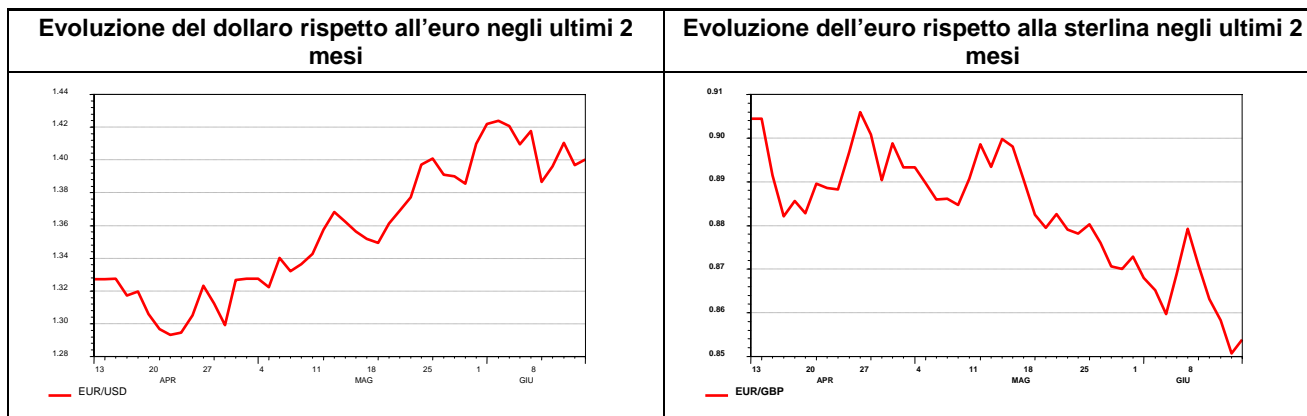


Nel solco della crisi finanziaria, gli spread dei tassi a breve termine e i CDS del settore bancario (che permettono di coprirsi contro i rischi di fallimenti bancari), hanno consolidato il buon miglioramento registrato da diverse settimane. Diverse banche americane rimborseranno in anticipo gli aiuti ricevuti dal governo. Ciò conferma che i mercati e gli analisti erano troppo pessimisti sulla situazione finanziaria delle banche americane.

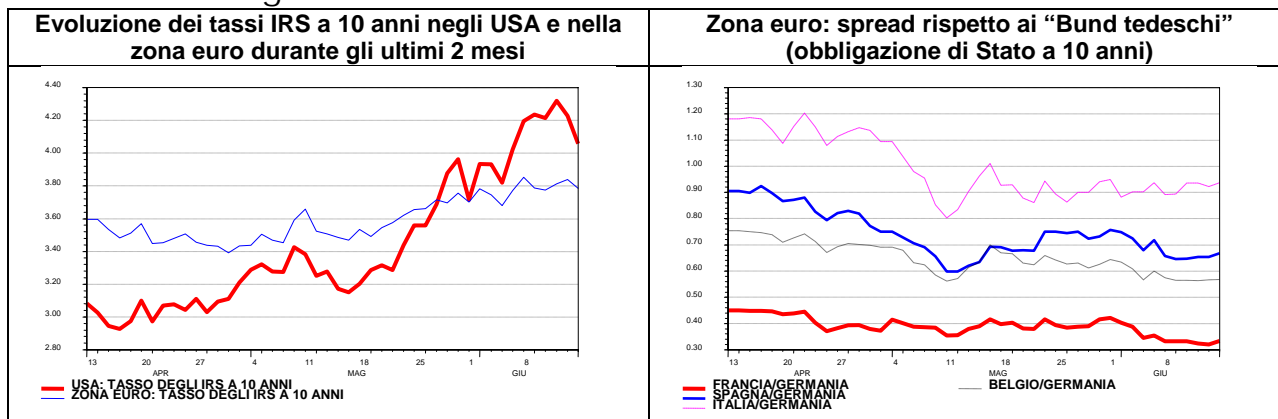
La brusca tensione osservata all'inizio del mese sui tassi degli IRS a 2 anni si è ridotta su entrambi i lati dell'Atlantico. Questo tasso tende a prefigurare l'evoluzione dei tassi delle banche centrali. I mercati temono che la Fed rialzi il tasso guida più rapidamente del previsto e che la BCE abbia definitivamente fermato il movimento di riduzione dei tassi. L'aumento dei prezzi petroliferi ne è in parte responsabile, aumento che rifiuta gli scenari di deflazione a beneficio degli scenari di un ritorno a un'inflazione positiva. Un rialzo dei tassi della Fed è però prematuro e rischierebbe di uccidere la ripresa che si annuncia.



## Mercato dei cambi



## Mercato obbligazionario



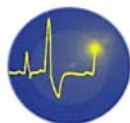
La settimana scorsa l'euro ha cominciato facendo un ruzzolone sotto il livello di 1,40 EUR/USD, perché il numero di posti di lavoro soppressi negli Stati Uniti era meno elevato del previsto. La diminuzione del rating dell'Irlanda è servita da sostegno supplementare per il dollaro. La divisa americana non è però riuscita a conservare il suo progresso, vista l'inquietudine che regna sui mercati a proposito delle finanze pubbliche dello Zio Sam. La sterlina ha avuto un'impennata di 0,87 sterline / 1 euro a 0,85 sterline, grazie agli indicatori economici d'oltremarica favorevoli e in ragione della dissipazione della crisi politica che ha scosso il Regno Unito.

Negli USA il tasso degli IRS a 10 anni era schizzato in su dal 3,20% del 15 maggio al 4,20% del 5 giugno. All'origine di questo rimbalzo, vi sono notizie meno negative sull'evoluzione dell'economia, l'inversione delle attese in materia di inflazione (dalla deflazione all'inflazione moderata), la sfiducia degli investitori rispetto all'impennata dei debiti pubblici, come anche le minacce della Cina e della Russia di acquistare meno obbligazioni del Tesoro americano.

Durante la settimana scorsa, il mercato si è calmato e il 12 giugno il tasso degli IRS si è abbassato leggermente al 4,06%. Molto semplicemente, il livello del 4% è divenuto appetibile per gli investitori. All'avvicinarsi della riunione della Fed la settimana prossima, i mercati si chiederanno se la Fed intensificherà il suo programma di acquisto di obbligazioni del Tesoro al fine di influenzare il movimento dei tassi verso il basso.

Nella zona euro, il tasso degli IRS è più stabile del suo corrispondente americano. E' passato dal 3,54% del 15 maggio al 3,85% del 5 giugno e al 3,79% del 12 giugno. Siccome la zona non soffre di un importante deficit della bilancia commerciale come gli USA, è meno dipendente degli investitori internazionali per il finanziamento del deficit di bilancio.

Nella settimana trascorsa, l'attenzione è stata anche attirata dal secondo declassamento del rating dell'Irlanda. Questo ha comunque poca influenza sugli spread (rispetto alle obbligazioni tedesche) dei principali paesi della zona euro.



## Calendario

| Paese/regione    | Indicatore | Periodo | Unità | Consenso | Valore precedente |
|------------------|------------|---------|-------|----------|-------------------|
| Lunedì 15 giugno |            |         |       |          |                   |
|                  |            |         |       |          |                   |

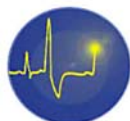
|                   |                                  |              |         |            |            |
|-------------------|----------------------------------|--------------|---------|------------|------------|
| Martedì 16 giugno |                                  |              |         |            |            |
| Stati Uniti       | Prezzi alla produzione           | Maggio       | % m/% a | 0,6%/-4,4% | 0,3%/-3,7% |
|                   | Apertura nuovi cantieri          | Maggio       | Numero  | 480.000    | 458.000    |
|                   | Numero dei permessi edili        | Maggio       | Numero  | 500.000    | 498.000    |
|                   | Produzione industriale           | Maggio       | % m     | -0,9%      | -0,5%      |
|                   | Tasso di utilizzo delle capacità | Maggio       | %       | 68,4%      | 69,1%      |
| Zona euro         | Costo della mano d'opera         | 1° trimestre | % a     | 2,9%       | 3,8%       |
|                   | Tasso d'inflazione               | Maggio       | % m/% a | 0,0%/0,0%  | 0,4%/0,6%  |
|                   | Tasso d'inflazione soggiacente   | Maggio       | % a     | 1,6%       | 1,8%       |
| Germania          | Indicatore ZEW                   | Giugno       | Indice  | 35,0       | 31,1       |
| Italia            | Tasso d'inflazione               | Maggio       | % m/% a | 0,2%/0,9%  | 0,2%/0,9%  |
| Regno Unito       | Tasso d'inflazione               | Maggio       | % m/% a | 0,3%/2,0%  | 0,2%/2,3%  |

|                     |                                |              |         |                    |                     |
|---------------------|--------------------------------|--------------|---------|--------------------|---------------------|
| Mercoledì 17 giugno |                                |              |         |                    |                     |
| Stati Uniti         | Tasso d'inflazione             | Maggio       | % m/% a | 0,3%/-0,9%         | 0,0%/-0,7%          |
|                     | Tasso d'inflazione soggiacente | Maggio       | % a     | 0,1%/1,8%          | 0,3%/1,9%           |
|                     | Bilancia corrente              | 1° trimestre | Importo | -85,0 miliardi USD | -132,8 miliardi USD |
| Zona euro           | Bilancia commerciale           | Aprile       | Importo | -1,5 miliardi EUR  | 0,4 miliardi EUR    |
| Regno Unito         | Numero di disoccupati          | Maggio       | Numero  | +60.500            | +57.100             |
|                     | Tasso di disoccupazione        | Maggio       | %       | 4,9%               | 4,7%                |

|                   |                               |        |         |                 |             |
|-------------------|-------------------------------|--------|---------|-----------------|-------------|
| Giovedì 18 giugno |                               |        |         |                 |             |
| Stati Uniti       | Indice precursore             | Maggio | % m     | 0,9%            | 1,0%        |
| Italia            | Bilancia commerciale          | Aprile | Importo | -200,0 mio. EUR | 82 mio. EUR |
| Regno Unito       | Vendite al dettaglio          | Maggio | % m/% a | 0,4%/-0,3%      | 0,9%/2,6%   |
| Svizzera          | Riunione della banca centrale | Giugno | %       | 0,25%           | 0,25%       |

|                   |                         |              |         |            |             |
|-------------------|-------------------------|--------------|---------|------------|-------------|
| Venerdì 19 giugno |                         |              |         |            |             |
| Germania          | Prezzi alla produzione  | Maggio       | % m/% a | 0,0%/-3,6% | -1,4%/-2,7% |
| Italia            | Tasso di disoccupazione | 1° trimestre | %       | 7,3%       | 6,9%        |

*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                    | -2,5  | 2,0   | 3,8                | -0,8  | 1,3   | -4,7                                     | -3,2  | -3,5  |
| Zona euro                    | 0,6                    | -4,0  | 1,3   | 3,3                | 0,7   | 1,3   | -1,0                                     | -0,8  | -0,6  |
| Germania                     | 1,0                    | -5,5  | 1,7   | 2,6                | 0,7   | 1,1   | -  | -     | -     |
| Francia                      | 0,3                    | -2,6  | 1,2   | 2,8                | 0,6   | 1,2   | -  | -     | -     |
| Italia                       | -1,0                   | -4,7  | 1,1   | 3,3                | 1,0   | 1,5   | -  | -     | -     |
| Spagna                       | 1,2                    | -3,4  | 1,0   | 4,1                | 0,6   | 1,4   | -  | -     | -     |
| Belgio                       | 1,0                    | -2,4  | 1,5   | 4,5                | 0,4   | 1,3   | -  | -     | -     |
| Regno Unito                  | 0,7                    | -3,8  | 0,7   | 3,6                | 1,7   | 1,5   | -1,7                                     | -1,4  | -1,5  |
| Svizzera                     | 1,6                    | -2,4  | -0,3  | 2,4                | -0,6  | 1,0   | 9,9                                      | 11,0  | 9,0   |
| Giappone                     | -0,7                   | -6,4  | 1,0   | 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                                     | 2,8   | 1,6   |
| Tailandia                    | 2,7                    | -3,2  | 3,4   | 5,5                | -1,5  | 2,5   | -0,1                                     | 5,7   | 2,5   |
| Cina                         | 9,1                    | 7,1   | 8,0   | 5,9                | -1,8  | 1,2   | 9,7                                      | 7,8   | 7,0   |
| Taiwan                       | 0,1                    | -5,0  | 3,4   | 3,5                | -0,9  | 1,2   | 6,4                                      | 6,7   | 7,0   |
| Singapore                    | 1,1                    | -7,5  | 4,3   | 6,5                | 1,2   | 1,8   | 14,8                                     | 12,0  | 15,0  |
| India                        | 6,9                    | 6,0   | 7,5   | 9,2                | 2,2   | 3,5   | -4,7                                     | -3,8  | -3,8  |
| Polonia                      | 4,8                    | 0,8   | 2,2   | 4,4                | 3,5   | 2,3   | -5,5                                     | -3,8  | -4,0  |
| Repubblica Ceca              | 2,8                    | -4,0  | 1,8   | 6,3                | 1,7   | 2,2   | -2,9                                     | -2,3  | -2,4  |
| Ungheria                     | 0,4                    | -6,0  | 0,7   | 6,0                | 4,3   | 3,5   | -8,9                                     | -4,8  | -4,9  |
| Russia                       | 5,8                    | -3,5  | 2,5   | 14,1               | 13,0  | 11,5  | 6,1                                      | 0,5   | 1,0   |
| Il mondo                     | 3,1                    | -2,0  | 2,6   | 5,1                | 1,4   | 2,7   | -  | -     | -     |

*Finito di scrivere il 15 giugno 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 – B-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.