

29 marzo 2010

Nota giornaliera

Intesa Sanpaolo  
Servizio Studi e  
RicercheMacroeconomic and  
Fixed Income  
ResearchAsmara Jamaleh  
Economista - Mercati  
Valutari

Dati macroeconomici						
Ora	Paese	Data	* Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
10.30	GB	Credito al consumo	feb	0,5 mld	0,4	0,2
11.00	EUR	Fiducia consumatori (finale)	mar	-17,0	-17,0	-17,0
11.00	EUR	Fiducia industria	mar	-13,0	-11,0	-11,0
11.00	EUR	Fiducia servizi	mar	1,0	2,0	2,0
11.00	EUR	Indice di fiducia economica	** mar	95,9	97,0	97,2
14.30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	* feb	1,4 %	1,3	
14.30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	* feb	0,0 %	0,1	0,1
14.30	USA	Deflatore consumi a/a	* feb	2,1 %	1,9	
14.30	USA	Redditi delle famiglie m/m	feb	0,1 %	0,1	0,0
14.30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	* feb	0,5 %	0,3	0,2
nd	GER	CPI (lander) a/a (prelim.)	* mar	0,6 %	0,9	1,0
nd	GER	CPI (lander) m/m (prelim.)	* mar	0,4 %	0,3	0,4
nd	GER	IPCA a/a (prelim.)	** mar	0,5 %	0,9	1,0
nd	GER	IPCA m/m (prelim.)	** mar	0,4 %	0,2	0,4
nd	GER	Prezzi import a/a	feb	1,4 %	2,1	2,2
<b>30 marzo</b>						
1.30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	* feb	1,7 %	1,5	
1.30	GIA	Jobs to applicant ratio	feb	0,46	0,47	
1.30	GIA	Tasso di disoccupazione	feb	4,9 %	4,9	
1.50	GIA	Produzione industriale m/m (prelim.)	* feb	2,7 %	-0,5	
8.45	FRA	PIL t/t (finale)	T4	0,6 %		0,6

(\*\*) molto importante; (\*) importante; (\$) già pubblicato; (R) rivisto - Fonte: Servizio Studi e Ricerche - Intesa Sanpaolo S.p.A.

Eventi		
Ora	Paese	* Evento
16:00	USA	Discorso di Geithner (Tesoro)
18:45	GB	Dale (BoE) partecipa a tavola rotonda sull'economia
18:45	GB	Discorso di Orphanides (BCE)

(\*\*) molto importante; (\*) importante; (\$) già avvenuto/pubblicato - Fonte: Servizio Studi e Ricerche - Intesa Sanpaolo S.p.A.

## Commenti e indicazioni

### DOLLARO (cambio effettivo nominale)

In questa prima parte dell'anno il dollaro ha fatto meglio rispetto al 4° trimestre del 2009, intraprendendo un trend moderatamente rialzista rispetto alla stabilizzazione dell'ultimo quarto dell'anno scorso. Le attese sono per una **stabilizzazione e/o un modesto consolidamento** sull'1m-3m. Quello che ha aiutato il biglietto verde non è stato un graduale miglioramento dell'economia USA in termini assoluti, ma in termini relativi: un ridursi del differenziale di performance rispetto ad alcune altre importanti economie, tra cui l'area euro, a sfavore di queste ultime. Sono emerse inoltre alcune criticità specifiche di questi altri Paesi (ad es. caso Grecia nell'area euro) che hanno ulteriormente aggravato la già critica situazione di fondo. Inoltre, nel confronto diretto tra economia USA e altre importanti economie, negli ultimi mesi in particolare, è andata frapponendosi - interferendo rispetto al confronto diretto -

[Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni](#)

**la Cina.** Nel dicembre 2009 la Cina ha annunciato la fine della fase espansiva e l'avvio, per quanto cauto e graduale, della fase restrittiva. L'implementazione di quest'ultima punta a prevenire un rischio di surriscaldamento dell'economia, del generarsi di una bolla nel settore immobiliare e di ascesa dell'inflazione. Se si associasse a politiche restrittive una minor crescita dell'economia cinese le altre principali economie ne risentirebbero negativamente, e non meno - o necessariamente meno - degli Stati Uniti. Questo non sarebbe solo il caso dell'area euro e "affini", ma anche di alcuni Paesi emergenti come ad es. il Brasile o non emergenti - come l'Australia - che sono andati ampliando i rapporti con la Cina, stringendo molti accordi commerciali di carattere bilaterale, soprattutto nel 2009. Anche questo, sempre in termini relativi, dovrebbe evitare al dollaro di intraprendere un trend di deprezzamento permettendogli piuttosto di infilarsi in una dinamica di tipo laterale.

Una delle variabili coinvolte nel processo di restrizione delle politiche economiche in Cina è il tasso di cambio. Si starebbero, infatti, ponendo i presupposti affinché le autorità cinesi tornino a lasciar apprezzare **lo yuan**, entro i prossimi mesi (da non escludersi già aprile) e comunque in corso d'anno. In termini puramente valutari questo dovrebbe agire a favore del dollaro e a sfavore dei rapporti di cambio di altre importanti valute, euro in primis, rispetto al dollaro. Questo in base alla stessa ragione per cui quando lo yuan era sottovalutato e ancorato al dollaro, la necessità del biglietto verde di deprezzarsi - a quel tempo - si scaricava su altre valute flessibili (quelle "sbagliate", v. euro) - non potendosi realizzarsi contro la valuta "giusta" (lo yuan) perché questa non era flessibile, ma aveva un peg fisso con la valuta statunitense. Il regime di cambio dello yuan rappresentava uno dei fattori di sopravvalutazione di alcune valute flessibili, nel nostro esempio dell'euro contro dollaro, per cui ora l'attesa modifica del regime di cambio in Cina dovrebbe invece contribuire ad abbassare il livello dell'euro rispetto al dollaro, o comunque ridurne il potenziale rialzista, e favorire di contro la divisa statunitense (ribadiamo che "favorire" non va interpretato nel senso di far intraprendere un trend rialzista marcato e protratto nel tempo, quanto semmai di consentire una stabilizzazione e/o un consolidamento, e far evitare scivoloni come quello del 2009).

#### **EURO**

A inizio dicembre l'euro **ha invertito la tendenza rialzista** che era in corso da marzo 2009, e dai massimi del 4° trimestre 2009 (1,5144 EUR/USD) ai minimi di questa settimana (in area 1,32) ha perso circa il 13%. Il primo *driver* - in ordine cronologico - di questo deprezzamento è stata la graduale **presa di coscienza (v. sopra) che la BCE difficilmente avrebbe potuto iniziare ad alzare i tassi prima** (o molto prima) **della Fed**, nonostante questa continuasse a ripetere che i tassi sarebbero rimasti straordinariamente bassi per un periodo esteso. Trattasi solo di una modalità di comunicazione diversa. Ma le conclusioni, latenti nel caso della BCE, più

manifeste nel caso della Fed, condurrebbero nella stessa direzione. In assenza di *decoupling* tra area euro e Stati Uniti a favore della prima, parrebbe poco verosimile che la BCE avvii un ciclo di rialzi dei tassi molto tempo prima della Fed, partendo tra l'altro da un livello del refi rate più elevato dei Fed Funds nonostante una combinazione di crescita/inflazione attese inferiori rispetto agli Stati Uniti.

Recentemente - secondo *driver* - è poi andato aggiungendosi lo scottante problema dei conti pubblici della **Grecia**, che ha fatto precipitare il cambio fino in area 1,32: così l'obiettivo (1,3256 EUR/USD) ribassista che avevamo in previsione è stato raggiunto. La situazione in Grecia è talmente grave - e potenzialmente compromettente per gli altri Paesi dell'area - che è stato raggiunto un accordo in linea di principio in base al quale in caso di gravi difficoltà la Grecia potrebbe ricevere aiuti dai partner dell'area euro in base ad accordi bilaterali volontari e contemporaneamente dal FMI. Questo potrebbe comportare un modesto ritracciamento tecnico dell'euro nel brevissimo termine, entro il corridoio di resistenza chiave 1,3565-1,3719. Ma in generale rimangono incertezze e qualche tensione, per cui al momento non si può escludere che il cambio arretri di nuovo in un secondo tempo verso la parte medio bassa del range 1,3500-1,3000.

Nella **seconda metà dell'anno**, soprattutto forse verso la fine, l'euro **potrebbe** però riuscire a **riprendersi**, risalendo verso il range 1,40-1,45. La principale ipotesi sottostante sarebbe lo spostamento di focus dai temi attuali verso quello - molto più grave perché di più ampia portata - del **pessimo stato dei conti pubblici USA**, con l'effetto che restrizione fiscale significherebbe anche minore crescita. Presumibilmente però, non si tratterebbe di un recupero significativo, anche se lo si guarda in rapporto rispetto al deprezzamento - più ampio - degli ultimi tre mesi. Il **caso "Grecia"** infatti rischia di non essere semplicemente un caso isolato, ma il primo sintomo emerso di una serie di problemi strutturali dell'area euro che, se latenti quando l'economia va bene, si palesano invece in modo preoccupante quando scoppia una crisi. Altro elemento che potrebbe precludere un recupero più ampio dell'euro, dell'EUR/USD soprattutto, sono le considerazioni sopra riportate (v. paragrafo USD) in merito allo **yuan**. Alle stesse conclusioni porterebbe anche il **nuovo assetto economico mondiale** che verosimilmente si formerà dopo questa crisi. In estrema sintesi, un assetto composto dagli stessi due grandi blocchi che c'erano prima - ovvero, (A) i principali paesi avanzati/industrializzati, quelli di "vecchio" stampo, come Stati Uniti, area euro, Regno Unito, etc.), e (B) gli emergenti a più alto potenziale - a ruoli però invertiti. I fondamentali economici del gruppo (B) dovrebbero fornire potenziale rialzista alle rispettive valute, riducendo lo spazio "relativo" di quelle che hanno dominato i mercati finora: euro in primis, da quando è stato introdotto nel 1999.

## STERLINA

Attese di **ulteriore indebolimento** della sterlina sull'orizzonte 1m-3m almeno verso 1,45 GBP/USD e 0,92-0,93 EUR/GBP. La fase di indebolimento è partita nel corso di questo inizio d'anno, a fronte invece di una sostanziale stabilizzazione su livelli più forti nel corso del 4° trimestre 2009. Il fattore principale dietro la tendenza recente è stato il graduale **spostamento in avanti delle aspettative di rialzo dei tassi BoE**, come conseguenza di un flusso di dati non sufficienti a poter parlare di ripresa, che la stessa BoE ha definito "fragile". La banca centrale non ha inoltre escluso che potrebbe anche tornare a finanziare il programma APF qualora si rendesse necessario. Attualmente però la posizione prevalente è di "wait and see", perché l'ultima tornata di dati avrebbe fornito segnali contrastanti.

Da mesi comunque la BoE fonda le proprie aspettative di "ripresa" non solo **(A)** sugli effetti delle passate politiche di stimolo, ma anche **(B)** sull'ipotesi di una sterlina debole. Al punto che Kate Barker (membro votante BoE) ha recentemente espresso delusione per il mancato contributo positivo alla crescita da parte delle esportazioni nette che si sarebbe dovuto registrare grazie al passato deprezzamento del cambio. Il contributo del canale estero alla crescita è stato anzi negativo, e pari a (1) -0,3% nel 3° trimestre 2009 e (2) un altro -0,2% nel 4°.

Un altro elemento ribassista è il **pessimo stato di salute dei conti pubblici**, che richiederà un lungo processo di risanamento fiscale, che si protrarrà anche oltre il 2010-2011 con effetti restrittivi sulla crescita e soprattutto sulle categorie che già sono state più penalizzate dalla crisi. Secondo Moody's sembrerebbe che il Regno Unito, come gli Stati Uniti, vada avvicinandosi sempre più alla soglia che rischierebbe eventualmente di far scattare il declassamento del rating dall'attuale AAA. Il Budget Report, come ci aspettavamo, non ha portato novità di rilievo rispetto al Pre-Budget Report di novembre: (a) previsione di dimezzamento del deficit in quattro anni, (b) misure a sostegno dei consumatori, (c) misure a favore delle piccole imprese, etc. Le previsioni di crescita 2010 - rispetto a quelle di novembre - sono state "riviste" da 1,25% a 1,00%-1,50%, e quelle per il 2011 da 3,50% a 3,00%-3,50%. **Ma Fitch ha reso noto in un comunicato che non cambia la propria view sullo stato dei conti pubblici e che il budget lascia comunque i conti pubblici "vulnerabili" ad eventuali shock.**

Un ulteriore fattore penalizzante per la divisa britannica è la coincidenza di questa fase economica molto difficile con la scadenza elettorale. Infatti, **l'approssimarsi delle elezioni** (da tenersi entro il 3 giugno) amplifica significativamente le problematiche economico-finanziarie generate della crisi. Quando i sondaggi mostrano che lo scarto tra conservatori e laburisti (già limitato) si stringe, aumenta l'incertezza collegata all'esito delle elezioni, ovvero il rischio del formarsi di un governo di minoranza, che potrebbe rendere più accidentato il necessario processo di

risanamento fiscale, senza che però questo penalizzi troppo la crescita: un gioco di equilibrismo alquanto complicato. La combinazione di tali fattori, che già hanno caratterizzato questa prima parte dell'anno, dovrebbe protrarsi almeno per una parte del 2° trimestre, a sfavore della sterlina - non solo nei confronti del dollaro ma anche contro euro: la quota di esportazioni verso l'area euro è infatti molto più ampia di quella verso gli Stati Uniti, ma la crescita attesa USA è ancora molto più ampia di quella dell'area euro.

#### **YEN**

Il *driver* principale della dinamica di fondo dello yen, (A) sia rispetto al dollaro (B) sia rispetto all'euro, sono di **differenziali** di tasso/rendimento.

Le aspettative nello scenario centrale sono che l'atteso allargarsi di tali differenziali a sfavore dello yen porti ad un **deprezzamento** della divisa nipponica all'interno del range 95-100 USD/JPY sull'orizzonte a 1m-3m circa. L'ampliamento dei differenziali dovrebbe derivare principalmente dall'avvio delle *exit strategy* da parte di Fed e BCE prima della BoJ, con conseguente aumento dei tassi attesi di mercato USA e dell'area euro, a fronte della stabilità invece di quelli giapponesi.

Si aggiunga tra l'altro che le misure espansive adottate all'ultimo incontro BoJ punterebbero anche a far scendere i rendimenti a lunga giapponesi, per cui in questo caso si avrebbe un effetto amplificatore derivante dalla combinazione di calo atteso dei rendimenti giapponesi e aumento invece di quelli USA ed europei. Se ciò non è avvenuto in questa prima parte dell'anno, **(1)** lo si deve soprattutto alla stabilità dei rispettivi tassi d'intervento (0-0,25% Fed, 1,00% BCE e 0,10% BoJ) e dei corrispondenti tassi di mercato/rendimenti - su livelli comunque bassissimi - e di conseguenza alla stabilizzazione (i.e. assenza di trend) dei differenziali. Per quanto riguarda il mese di marzo **(2)** si aggiunga almeno in parte anche l'effetto della chiusura dell'anno fiscale (31 marzo). Gli afflussi collegati al rimpatrio potrebbero aver tra l'altro più che compensato la liquidazione degli asset giapponesi che gli investitori esteri stanno effettuando in sede di ricomposizione dei propri portafogli. E gli investitori giapponesi starebbero cominciando ad acquistare titoli esteri, seppure al momento in misura estremamente ridotta. In entrambi i casi a determinare la tendenza di questi flussi dovrebbero essere congiuntamente aspettative di (A) deprezzamento dello yen e (B) stabilità del tasso ufficiale della BoJ, già bassissimo. Lo yen potrebbe accelerare verso il basso forse già sullo scavalco di trimestre, in concomitanza con la chiusura dell'anno fiscale.

L'ampio e rapidissimo calo degli ultimi giorni, da 90,00 a 93,00 USD/JPY è imputabile soprattutto al movimento rialzista di dollaro, quindi potrebbe osservarsi nel breve un modesto ritracciamento. Ma

dopo la chiusura dell'anno fiscale l'atteso ulteriore deprezzamento dovrebbe essere almeno leggermente agevolato.

Tassi di cambio: proiezioni						
	29/03/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.3448	1.3256	1.36	1.42	1.45	1.46
USD/JPY	92.57	95	97	102	100	97
GBP/USD	1.4957	1.45	1.51	1.54	1.62	1.66
EUR/CHF	1.4319	1.45	1.47	1.48	1.52	1.55
EUR/SEK	9.7257	10.00	10.20	10.00	9.50	8.95
EUR/NOK	8.0995	8.15	8.20	8.05	7.95	8.10
EUR/DKK	7.4415	7.45	7.45	7.46	7.46	7.46
USD/CAD	1.0233	1.02	1.08	1.10	1.15	1.20
AUD/USD	0.9098	0.90	0.91	0.88	0.86	0.80
NZD/USD	0.7077	0.71	0.72	0.68	0.65	0.58
EUR/JPY	124.49	126	132	145	144	143
EUR/GBP	0.8991	0.92	0.91	0.93	0.89	0.88
EUR/CAD	1.3761	1.36	1.48	1.57	1.66	1.76
EUR/AUD	1.4781	1.47	1.50	1.62	1.68	1.83
EUR/NZD	1.9002	1.87	1.89	2.09	2.22	2.51

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi di cambio: proiezioni delle variazioni					
	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	-1.4%	1.4%	5.9%	7.5%	8.9%
USD/JPY	2.6%	4.2%	9.6%	7.5%	5.2%
GBP/USD	-3.4%	0.6%	2.6%	8.0%	11.0%
EUR/CHF	1.3%	2.7%	3.4%	6.1%	8.2%
EUR/SEK	2.8%	4.9%	2.8%	-2.3%	-8.0%
EUR/NOK	0.6%	1.2%	-0.6%	-1.9%	0.0%
EUR/DKK	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
USD/CAD	0.1%	5.9%	7.5%	12.4%	17.3%
AUD/USD	-1.1%	0.0%	-3.3%	-5.5%	-12.1%
NZD/USD	0.3%	1.7%	-3.9%	-8.2%	-17.5%
EUR/JPY	1.1%	5.7%	16.1%	15.5%	14.6%
EUR/GBP	2.0%	0.8%	3.2%	-0.5%	-1.9%
EUR/CAD	-1.4%	7.4%	13.8%	20.8%	27.7%
EUR/AUD	-0.4%	1.4%	9.5%	13.7%	23.9%
EUR/NZD	-1.7%	-0.3%	10.2%	17.0%	32.0%

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni importanti

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Intesa

Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.