

9 Settembre 2011

Italia:una frenata annunciata

Area Pianificazione Strategica, Research & IR





Le nostre stime

	2010	2011	2012
Pil	1,2%	0,8%	0,4%
<i>Consumi nazionali</i>	0,6%	0,7%	0,4%
<i>Investimenti fissi lordi</i>	2,3%	-0,1%	-0,7%
<i>Esportazioni</i>	8,9%	4,5%	2,5%
<i>Importazioni</i>	10,3%	4,7%	2,1%

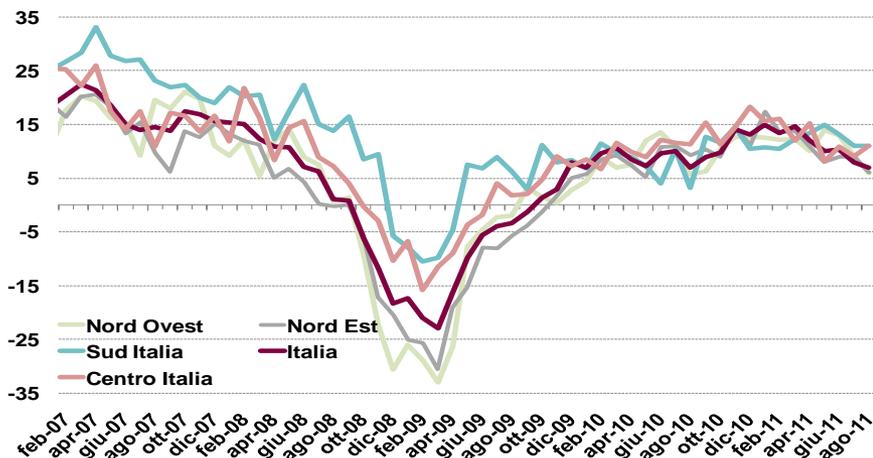
➤ **L'Istat conferma nel secondo trimestre 2011 la frenata del Pil italiano**, così come era emerso dalla prima lettura. **La vera sorpresa sono i consumi delle famiglie che accelerano lievemente** (+0,2% t/t, dal +0,1% del I trim.) e che rappresentano **il principale contributo della domanda interna alla crescita**, mentre **gli investimenti come nelle attese continuano a decelerare** (+0,2% t/t, dal +0,5% del I trim) **così come la spesa pubblica** (0% t/t, dal +0,5% t/t), entrambe con contributo nullo all'espansione. **In rallentamento anche le esportazioni** (+0,9% t/t, dal +1,1%), mentre **si contraggono le importazioni** (-0,5% t/t, dallo 0%). Si tratta comunque di una **decelerazione dovuta**, dopo la forte crescita dell' export mondiale registrato nel 2010 (pari a circa il 22% dopo il -22% del 2009) e che dovrebbe arrestarsi nella seconda metà del 2012.

➤ **Cosa attendersi nei prossimi trimestri?** La dinamica dei principali indicatori anticipatori segnala un ulteriore rallentamento nei prossimi 3/6 mesi. In linea con il rallentamento **mondiale, secondo le nostre stime, la crescita italiana risulterà dello 0,6% a/a nell'ultima metà del 2011 rispetto allo 0,9% del primo semestre. Nel corso del 2012 il Pil italiano continuerà a rallentare (+0,4%): investimenti e consumi delle famiglie** sono le due componenti che incideranno maggiormente sul rallentamento, complice anche **l'aggiustamento fiscale annunciato**.

... e la congiuntura lo conferma

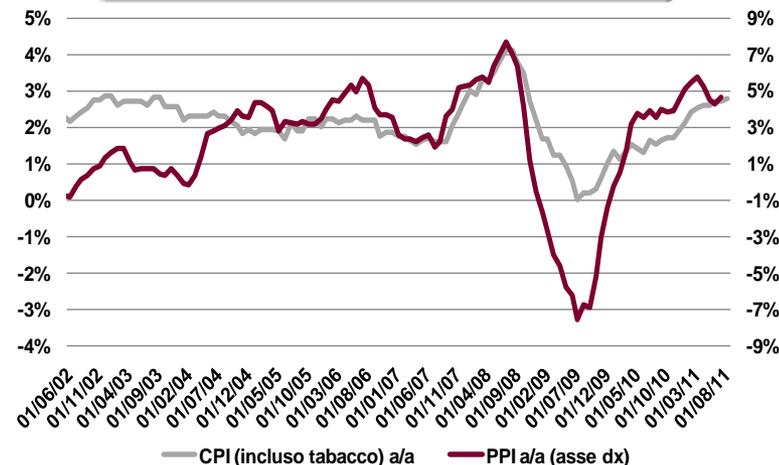


Attese sulla produzione (saldi destagionalizzati)



Fonte:
Datastream,
Istat

L'andamento dei prezzi



- La lettura finale del Pil nel II trimestre, **allo 0,8% a/a dal +1% del primo trim.**, conferma il rallentamento in atto. Aumentano intanto le pressioni internazionali **"affinché gli obiettivi annunciati di miglioramento delle finanze pubbliche siano pienamente confermati e concretizzati"** (Trichet), e il governo italiano **"comunichi chiaramente** le decisioni adottate nella manovra correttiva" (Monti), che nel frattempo, dopo vari emendamenti, sta completando l'iter di approvazione parlamentare; duro anche il monito di Draghi, che ricorda come **l'acquisto di bond da parte della BCE, sia un evento temporaneo** che non può sostituire una politica nazionale tesa alla disciplina del bilancio e al rilancio della crescita; l'Italia resta inoltre **sotto osservazione da parte di Moody's per un possibile declassamento di rating**. In un tale contesto d'incertezza, spicca il dato sulla PI wda in forte rallentamento a giugno (+0,2% a/a da +2%) e quello sul **Pmi manifatturiero, che ad agosto torna pesantemente sotto la soglia critica dei 50 punti** che segnala contrazione; sempre ad agosto in ribasso (a 48,4 punti) il Pmi servizi. Qualche segnale positivo giunge dalla **fiducia delle imprese che risale dai minimi da oltre un anno**, grazie ad attese sulla produzione in risalita nel Centro Italia, e dal mercato auto, con le nuove immatricolazioni che tornano ad avanzare (+1,5% a/a ad agosto).
- **Continuano le difficoltà dal lato dei consumi**, con le vendite al dettaglio che proseguono nel loro **trend negativo** (-1,2% a/a a giugno da -0,4% precedente) e la fiducia dei consumatori che scende per il **terzo mese consecutivo** (a 100,3 punti ad agosto da 103,7 di luglio).
- I dati preliminari sull'inflazione di agosto evidenziano un lieve rialzo, **con il CPI che sale al 2,8% a/a** dal 2,7% di luglio (il dato armonizzato registra un +2,2% a/a da +2,1%). Le pressioni inflattive rimangono legate principalmente alla volatilità dei prezzi dell'energia, ma risentiranno dell'aumento dell'IVA che attende di essere ratificato in manovra. In salita a luglio **i prezzi alla produzione**, al 4,7% a/a dal 4,3% di giugno.
- **Sul mercato del lavoro**, a luglio la disoccupazione si mantiene **invariata all'8%** (è dal luglio del 2009 che la disoccupazione non scende sotto tale livello), con quella giovanile in lieve discesa, ma ancora ben al di sopra del 27%.

Le previsioni di crescita mondiale



Le stime dei principali contributori

aprile-11

	Area Euro		Italia		Usa	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Citigroup	1,8%	1,3%	1,0%	1,0%	2,8%	3,2%
Morgan Stanley	1,7%	1,3%	1,0%	1,0%	2,9%	3,6%
J.P. Morgan	2,2%	2,2%	1,4%	2,1%	2,5%	2,8%
Prometeia	1,5%	1,2%	0,9%	1,0%	3,0%	2,9%
IMF	1,6%	1,8%	1,1%	1,3%	2,8%	2,9%

settembre-11

	Area Euro		Italia		Usa	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Citigroup	1,7%	0,6%	0,6%	-0,3%	1,6%	2,1%
Morgan Stanley	1,7%	0,5%	0,7%	-0,3%	1,8%	2,1%
J.P. Morgan	1,6%	0,9%	0,6%	0,6%	1,4%	1,2%
Prometeia*	2,0%	1,6%	0,9%	0,9%	2,3%	2,5%
IMF	1,7%	1,3%	0,8%	0,5%	1,6%	2%

* Stime di luglio 2011

➤ Nell'ultimo mese le principali case di investimento hanno sensibilmente **rivisto al ribasso le stime di crescita di Europa e Usa**. Rispetto alle attese di primavera, la revisione maggiore riguarda **l'Area Euro dove la crescita del 2012 viene nella maggior parte dei casi dimezzata**. In deciso **rallentamento anche gli Usa** che però dovrebbero continuare **a crescere a tassi superiori al 2%**. Fa eccezione JPMorgan che si attende una crescita all'1,2% per il prossimo anno.

➤ **Crescita in stallo per l'Italia** che nel 2012 potrebbe addirittura entrare **nuovamente in recessione**, secondo quanto riportato da Citigroup e Morgan Stanley.

La riunione della Bce e le nuove stime di crescita ed inflazione confermano il rallentamento “generale”



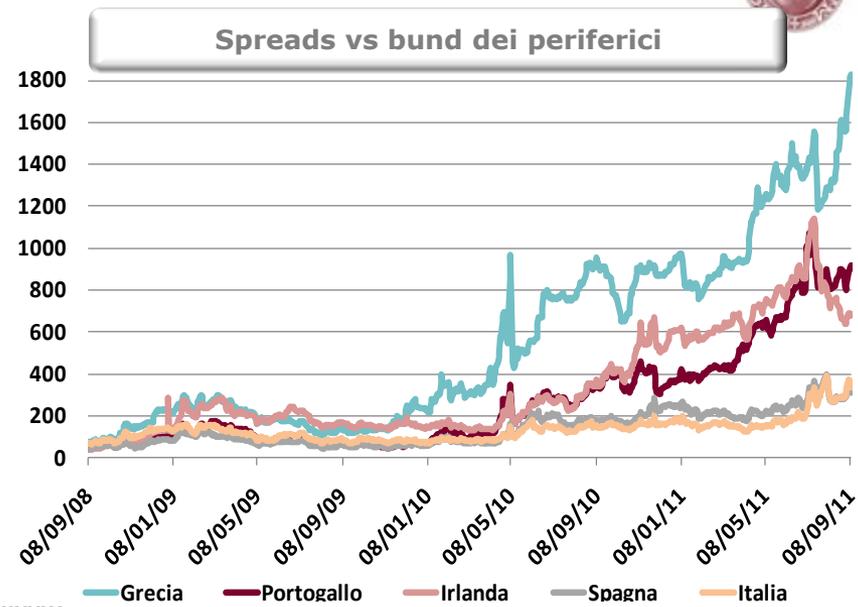
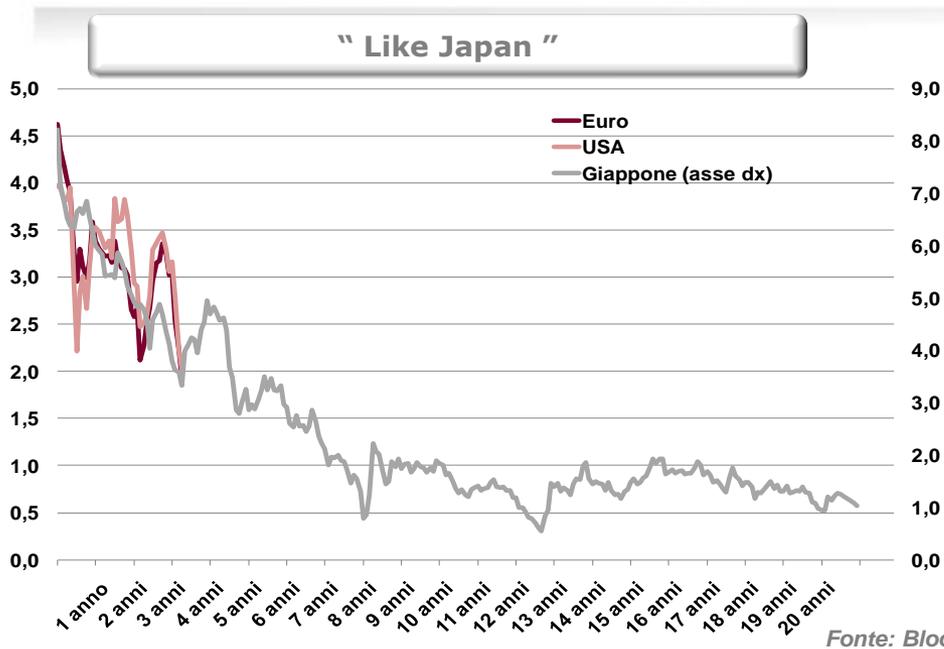
- Tassi invariati in **occasione dell'ultima riunione della Bce, mentre Trichet si mostra più preoccupato per l'incertezza al livello globale e per la crescita futura** che non per l'inflazione, su cui i rischi rimangono bilanciati. Secondo Trichet, infatti, sebbene il mandato della Bce resti la stabilità dei prezzi di medio periodo, il contesto è caratterizzato da un'elevata incertezza ed i dati macro confermano una decelerazione della crescita economica, su cui permangono rischi al ribasso. Anche le stime di crescita diffuse trimestralmente dall'istituto sono state abbassate: scende infatti la stima centrale sia per il 2011 che per il 2012; stabili invece i valori dell'inflazione per il biennio. Alla luce della conferenza stampa odierna, **l'ipotesi di un tasso di riferimento all'1,50% a fine 2011 è ancora realistica, ma la prosecuzione delle misure straordinarie di rifinanziamento dovrebbe comportare un calo dei tassi sul mercato monetario.**
- Tra le priorità emerse in conferenza stampa, oltre alla necessità per molti governi nazionali di intraprendere **misure addizionali per consolidare i conti pubblici.** Relativamente all'Italia Trichet ha ribadito che la manovra è arrivata "dopo alcune esitazioni, alcune complessità" ma che "alla fine si è visto qualcosa che va nella direzione dell'impegno iniziale".
- In UK, **la BoE mantiene invariati tassi d'interesse allo 0,50%** così come il programma di acquisto di bond da 200 Mld £ a trimestre.

Stime BCE	Range		Stima centrale	
<u>Giugno 2011</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>
Inflazione	2,5 - 2,7%	1,1 - 2,3%	2,6%	1,7%
Pil	1,5 - 2,3%	0,6 - 2,8%	1,9%	1,7%
<u>Settembre 2011</u>				
Inflazione	2,5 - 2,7%	1,2 - 2,2%	2,6%	1,7%
Pil	1,4 - 1,8%	0,4 - 2,2%	1,6%	1,3%



- Il recente ma deciso rallentamento in atto nelle principali economie mondiali (Usa, Area Euro e UK), così come dimostrano i principali indicatori anticipatori e come confermato dai recenti tagli delle stime di crescita delle principali case di investimento ed istituti di ricerca, spingerà la politica monetaria ad essere accomodante almeno per tutto il 2012 in un contesto di **fiscal dominance**. Il **deterioramento dei conti pubblici e del merito creditizio** delle principali aree sviluppate mondiali costringe le banche centrali ad alterare la propria politica monetaria che diviene funzionale non solo a sostenere l'economia ma anche ad **evitare crisi di liquidità e perdita di credibilità** del paese di far fronte ai propri impegni nel breve periodo, in attesa che, nel medio periodo, avvenga il necessario risanamento delle finanze pubbliche. Il mezzo utilizzato sono le **operazioni di mercato aperto**: si acquistano titoli sul mercato secondario **garantendo così un basso cost of funding** affinché il consolidamento dei conti pubblici sia oltre che credibile sostenibile.
- L'implementazione di tali misure è di entità molto diversa a seconda del paese esaminato ed anche gli effetti sul cost of funding variano notevolmente. **In Usa l'azione della Fed sul mercato dei titoli di stato, iniziata nel 2009, è stata ingente** (attualmente sono 893 mld \$ i titoli detenuti dalla Fed) ed il supporto al mercato dei govies proseguirà almeno fino a metà 2012. L'aggressiva politica monetaria ha consentito ai titoli di stato statunitensi di continuare ad essere considerati i **titoli free risk per eccellenza** malgrado la perdita della tripla A ed i deludenti indicatori di solvibilità. Se si guarda infatti al **rapporto tra il debito e le entrate fiscali degli Usa**, considerando solo i dati del governo centrale, gli Usa sono al **325%, un dato superiore addirittura al 315% di Irlanda e poco inferiore del 360% della Grecia, rispetto al 170% di Francia e del 190% in Germania, e del 220% del Regno Unito**.
- Anche in UK la BoE ha recentemente dichiarato che continuerà ad acquistare titoli di stato. Il QE è iniziato nel marzo del 2009, e da allora la BoE ha stabilito un ammontare fisso di titoli di stato da acquistare per ogni trimestre (attualmente di 200 Mld £), ammontare che nell'ultima riunione è stato oggetto di discussione per un possibile aumento.
- In area Euro invece la Bce, sebbene si trovi in un contesto di fiscal dominance, ha **acquistato bond dei paesi periferici in quantità molto limitate (129 Mld €)**, lasciando **ampio spazio all'incertezza ed alla speculazione**. Il risultato è stato quello di non riuscire a garantire un cost of funding sostenibile per i paesi dell'area euro in attesa di un loro consolidamento dei conti pubblici credibile agli occhi degli investitori internazionali. **Se da un lato è vero che il trattato della Bce non consentirebbe la monetizzazione del debito, dall'altro è evidente che le autorità hanno ormai rinunciato alla clausola di "No bailout"**. In questo contesto quindi, per riportare credibilità in area Euro, potrebbe essere auspicabile che la Bce inizi ad acquistare massicciamente titoli sul mercato comunicando al più presto agli investitori che esiste un prestatore di ultima istanza, invece di attenersi ad un trattato in parte già violato. **Attendere la riforma dell'Efsf o la nascita di un mercato degli Eurobond con le lentezze decisionali che caratterizzano l'area Euro potrebbe essere troppo tardi per recuperare una situazione ormai deteriorata (il 2Y greco ha superato il 55%)**.

... e l'effetto sui tassi governativi



➤ **In Usa la fiscal dominance ha generato un forte calo dei tassi di interesse** con il 10 anni che è sceso all'1,906%. Sotto l'ipotesi che anche nei prossimi mesi la Fed continuerà ad assecondare la politica fiscale e che in area euro e tensioni continueranno a permanere è probabile assistere ad una prosecuzione del calo dei tassi di interesse benchmark e soprattutto nell'ipotesi di un rallentamento economico già in atto.

➤ La delicata situazione europea con l'ormai **quasi scontato default di Atene** e la mancanza di un meccanismo automatico di salvataggio ha fatto crescere la domanda per i titoli di stato tedeschi considerati, a torto o a ragione, l'unico risk free dell'area Euro. **Il tasso decennale tedesco è a 1,823%, minimo storico.** In mancanza di una soluzione in tempi rapidi della crisi del debito **il trend al ribasso dei tassi benchmark tedeschi potrebbe proseguire nel medio periodo**, anche se non si escludono temporanee inversioni di tendenza.

➤ **In controtendenza invece i tassi dei paesi periferici dell'area Euro.** Malgrado il piano di riacquisto di bond da parte della Bce, l'esigua entità dell'intervento ha comunque generato un rialzo dei rendimenti impliciti a scadenza con **un allargamento di tutti gli spread dei periferici ed un aumento dei CDS.** Il movimento, a meno di un cambiamento di rotta nella gestione dell'emergenza che al momento, viste le divisioni interne all'area Euro appare improbabile, **è destinato a proseguire.**

Contatti

Responsabile Area Pianificazione Strategica, Research & Investor Relations

Alessandro Santoni, PhD

Email: alessandro.santoni@banca.mps.it

Tel:+39 0577-293753

Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it

Tel:+39 0577-293753

Nicola Zambli

nicola.zambli@banca.mps.it

+39 0577-298593

Si ringraziano Annachiara Di Loreto e Filippo Cortonesi per la preziosa collaborazione alla stesura del report

Disclaimer

This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions therefrom or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information



**MONTE
DEI PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472

www.mps.it