3 Novembre 2011

Osservatorio sulla congiuntura

Scenario macro, tassi e aggiornamento Bce

Area Pianificazione Strategica, Research & IR

Il contributo sulle Economie Emergenti (EE) è a cura del Servizio Monitoraggio Gruppi e Rischio Paese

MONTE DEI PASCHI DI SIENA
BANCA DAL 1472

Indice

- Summary pag. 3
- La riunione della Bce pag. 4
- Tassi di riferimento e tassi di mercato pag. 5
- Cosa scontano i mercati pag. 6
- La Bce e l'inflazione pag. 7
- L'inflazione ed il potere di acquisto delle famiglie pag. 10
- Congiuntura USA pag. 11
- Congiuntura Area Euro pag. 12
- Congiuntura Italia pag. 13
- Key indicators a confronto pag. 14
- Economie Emergenti: il contesto operativo per le banche ed alcune criticità macroeconomiche pag. 15

Summary

- **Partenza a sorpresa per Mario Draghi,** che nella sua prima riunione alla presidenza della Bce, contrariamente alle attese degli analisti, **taglia il costo del denaro di 25 pbs**. Alla base della decisione, presa all'unanimità, c'è la **presa d'atto che i rischi sulla crescita sono al ribasso** tanto che la Bce ha anticipato che già a dicembre **taglierà le stime di crescita per il 2012**. Il rallentamento potrebbe addirittura tradursi in una "***mild recession***" e questo avrà sicuramente **l'effetto di calmierare i prezzi** con l'inflazione che, anche per motivi statistici, **tornerà intorno al 2% nel corso del 2012**. L'inflazione quindi non fa più paura ma, sebbene il mandato della BCE rimanga la stabilità dei prezzi di medio periodo, **preoccupa la crescita e la soluzione della crisi del debito**. Per questo Draghi ha ribadito l'importanza che anche i governi nazionali intraprendano al più presto la via delle **riforme per rilanciare la crescita e la competitività**, mentre la Bce ha dato il chiaro segnale che userà i consueti strumenti per supportare l'auspicata ripresa, lasciando intendere possibili altri tagli nei prossimi mesi. Per quanto riguarda invece le misure non convenzionali, in particolare l'acquisto di bond, il messaggio è stato chiaro: **le misure sono temporanee e di ammontare limitato**.
- Dagli **Usa giungono segnali di consolidamento**, grazie all'accelerazione del Pil nel III trim; tuttavia **le prospettive rimangono deboli ed incerte**, come sottolineano la revisione al ribasso delle stime di crescita 2011-2012 della Fed e le parole di un Bernanke, **pronto a nuovi interventi se necessario**: il **mercato immobiliare ancora instabile**, potrebbe essere sostenuto con un nuovo piano di acquisto di MBS. Delicata la situazione sul mercato del lavoro, con una **disoccupazione attesa all'8,6% nel 2012 secondo la Fed**, mentre si riaffaccia il problema della difficile **gestione del debito federale**. Il trend crescente del CPI sembra invece destinato a "**ridursi**". L'andamento contrastato dei leading indicators di ottobre sottolinea la fase di **elevata incertezza**, anche se consumi e produzione **potrebbero stabilizzarsi** negli ultimi mesi dell'anno.
- **Le stime Ocse indicano una brusca frenata** (**Pil allo 0,3%** nel 2012) per un'**Area Euro**, che sconta **l'aggravarsi della crisi del debito**. L'intesa raggiunta sul taglio del 50% del valore dei bond ellenici, sul potenziamento (a €1000Mld) della capacità dell'EFSF e sulla ricapitalizzazione del settore bancario, si scontra **con le incertezze dei leader UE** nel concordarne le modalità di attuazione e con la decisione del governo Papandreou di **richiedere un referendum popolare sul nuovo salvataggio di Atene,** richiesta su cui tuttavia, **sembra possa concretizzarsi un dietro-front**. Per i mercati, il rischio di **un default greco incontrollato** è quanto mai presente (il rendimento sul 2Y greco **tocca il 107%**) ed i timori di contagio si spostano **soprattutto sull'Italia**, non risparmiando paesi, sino ad oggi solidi, come la Francia; si attendono perciò con trepidazione **le possibili risposte provenienti dal G20**. Con una **disoccupazione salita al 10,2%**, **inflazione ben superiore al target BCE** (ferma al 3% a/a ad ottobre), **consumi deboli** ed **indicatori anticipatori in costante deterioramento**, il rimbalzo produttivo di agosto non infonde l'ottimismo necessario.
- **I buoni dati produttivi di agosto** (probabilmente condizionati da stagionalità) **non allontano le prospettive di brusco rallentamento della crescita italiana**. Ad ottobre gli indicatori anticipatori si mostrano tutti in calo e **l'inflazione** (Nic), scontando gli effetti dell'aumento dell'IVA, **sale al 3,4,% a/a**; la **disoccupazione giovanile tocca nuovi record** a settembre ed i consumi si confermano deboli. Cresce così lo scetticismo di investitori ed istituzioni internazionali nei confronti delle prospettive del Bel Paese, **sottolineato dall'andamento del rendimento sul decennale italiano che ha superato recentemente il 6,35%**; il Governo ha pertanto presentato di fronte ai leader UE **una lettera d'intenti**, con misure di rilancio economico e relativi tempi attuativi, accordandosi su interventi urgenti inerenti **dismissioni** di patrimonio, **liberalizzazioni** e **infrastrutture**.
- Deterioramento delle condizioni dei mercati finanziari delle economie emergenti (EE), con ripercussioni sui sistemi bancari. Le EE continuano tuttavia a mostrare una **relativa tenuta in termini reali** e hanno in media un export poco dipendente dall'UE, sebbene vi siano alcune criticità da monitorare.

La riunione della Bce

- Con una mossa inaspettata, nella prima riunione da presidente di Mario Draghi, **la Bce taglia tassi di 25 punti base portandoli all'1,25%**, con decisione **unanime** del consiglio direttivo. La crescita economica in area Euro risulta soggetta ad **incertezza particolarmente elevata e a downside risks, intensificati e già presenti**, che costringeranno ad una **significativa revisione al ribasso delle nuove stime di crescita per il 2012**. In un tale contesto le tensioni sui prezzi dovrebbero mitigarsi, con un'inflazione che sebbene si manterrà sopra al target Bce nei prossimi mesi, **tenderà a tornare al di sotto o prossima al 2% il prossimo anno**. Per tali ragioni la decisione sui tassi risulta pienamente coerente con il mandato della Bce sulla stabilità dei prezzi, con l'Autorità che ribadisce come un'inflazione ancorata sia un prerequisito necessario affinché la politica monetaria riesca a supportare la crescita economica. Draghi conferma che **le misure non convenzionali continueranno come previsto**, e riferendosi al **Securities Market Programme ne ribadisce la sua natura transitoria**, l'ammontare **limitato** e la **finalità** volta a ristabilire il corretto funzionamento dell'impulso monetario.
- L'intervento di oggi dell'Autorità lascia così intendere che pur in presenza di elevata inflazione, **la Bce può tagliare ulteriormente il costo del denaro**. Probabile che la prossima riduzione del tasso di riferimento **giunga nel 2012 quando sarà evidente anche il rallentamento economico per paesi quali la Germania e la Francia**.
- Tra le priorità emerse in conferenza stampa, Draghi sottolinea come per ridurre le tensioni sui titoli di Stato ''la risposta debba arrivare **dai governi nazionali** in termini di consolidamento dei conti pubblici e di riforme per favorire la crescita economica e la creazione di posti di lavoro" e che "affidarsi agli aiuti esterni'' non sia corretto. Riferendosi al Summit G-20 in svolgimento a Cannes, il presidente dell'Eurotower ha dichiarato poi di auspicarsi un **importante contributo dalla Cina** nella risoluzione della crisi del debito ed ha salutato con favore l'intesa raggiunta sull'innalzamento del core Tier1 dei principali istituti europei al 9%.
- In attesa della riunione della la BoE della prossima settimana, **la BoJ mantiene invariato il costo del denaro allo 0-0,1% ed incrementa il proprio programma di acquisto di buoni del Tesoro giapponesi** di 5000Mld di Yen.

Tassi di riferimento e tassi di mercato

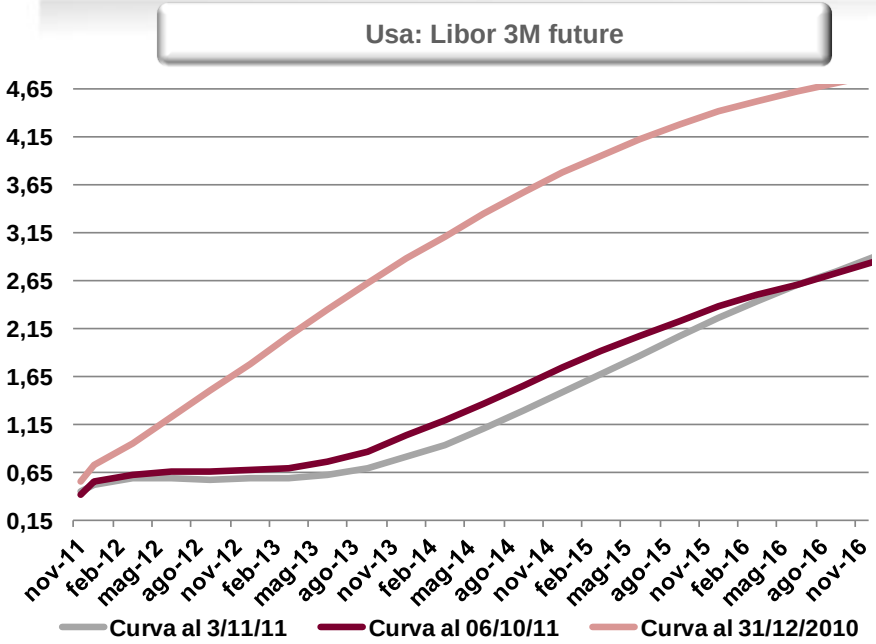
Stime BMPS	Attuale	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,25%	1,25%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Consensus Forecast*						
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%

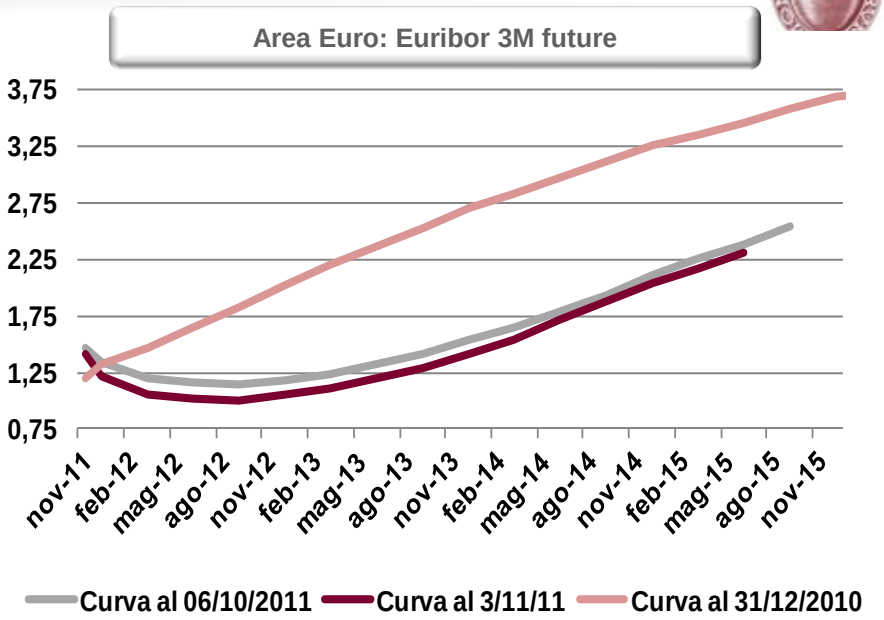
**Fonte: Bloomberg, aggiornato al 3 novembre 2011*

	Tassi Governativi Area Euro ed Usa										
	Attuale	Stime BMPS (media di periodo)					Consensus Forecast (fine periodo)				
Area Euro	03/11/11	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012
euribor 3m	1,58%	1,20%	1,19%	1,28%	1,45%	1,68%	1,32%	1,18%	1,21%	1,27%	1,36%
2Y	0,40%	0,55%	0,75%	0,85%	1,00%	1,20%	0,73%	0,77%	0,94%	1,14%	1,18%
10Y	1,90%	2,05%	2,10%	2,15%	2,20%	2,30%	2,01%	2,13%	2,29%	2,43%	2,53%
Stati Uniti											
libor 3m	0,44%	0,35%	0,40%	0,45%	0,50%	0,60%	0,36%	0,36%	0,37%	0,39%	0,44%
2Y	0,23%	0,28%	0,32%	0,40%	0,55%	0,75%	0,28%	0,34%	0,44%	0,55%	0,70%
10Y	2,04%	2,00%	2,05%	2,10%	2,25%	2,45%	2,21%	2,33%	2,52%	2,69%	2,88%

**Fonte: Bloomberg, aggiornato al 3 novembre 2011*

Cosa scontano i mercati sulle prossime mosse di Fed e Bce

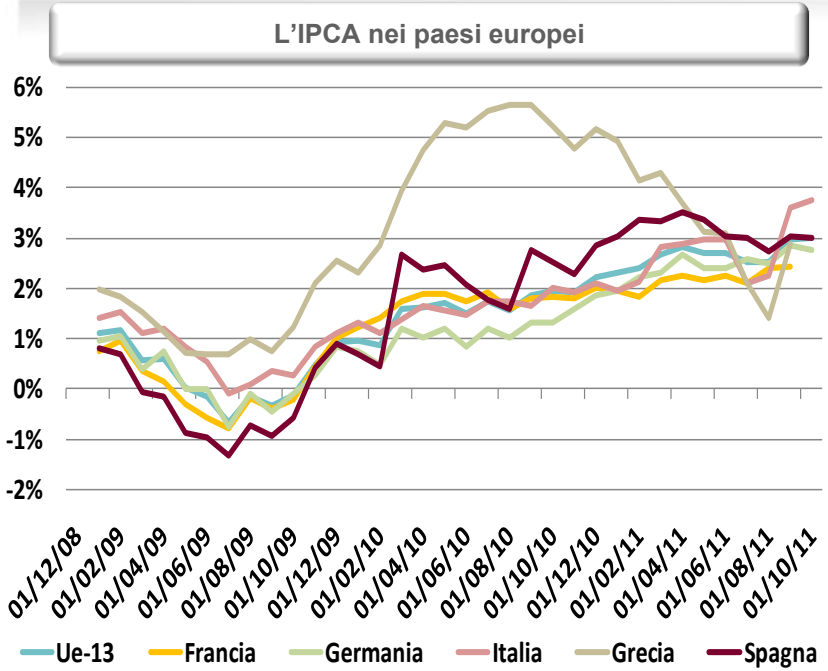


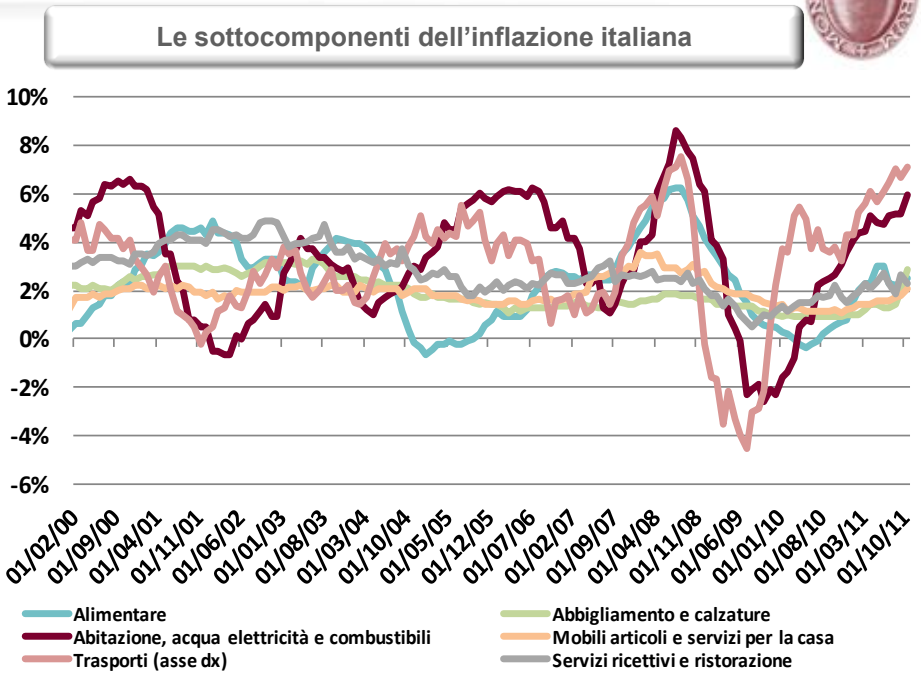


Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

- La decisione di tagliare il costo del denaro fa crescere le aspettative di ulteriori ribassi dei tassi nei prossimi mesi, così come anticipato dalla **curva dei contratti future sull'Euribor, che cala nell'ultimo mese.** La reintroduzione dell'asta ad un anno, tra le misure straordinarie decise dalla Bce nella scorsa riunione, ha già avuto effetti sui tassi Euribor, con un calo soprattutto sulle scadenze a 3M, 6M e 12M, flessione che continuerà **almeno fino al primo trimestre 2012**, aiutata sia dalla decisione di oggi, sia dalla nuova asta a 13 mesi in calendario per dicembre. Poco mossa la curva dei **tassi Libor Usa:** non si prevedono rialzi del costo del denaro dopo che la Fed ha ribadito tassi **fermi almeno fino a metà 2013.**
- Nell'ultimo mese **i tassi impliciti a scadenza sui titoli governativi sia Usa che Euro, sebbene abbiano tentato un rialzo,** sono rimasti su livelli ancora molto contenuti ed **in prossimità dei minimi storici**. In Usa il 10Y è ancora sulla soglia del 2% ed il 2Y è tornato a 0,22%. In area Euro il 10Y tedesco è all'1,9% ed il 2Y allo 0,4%. **Le tensioni sui debiti sovrani in area Euro continueranno ad alimentare il fly to quality, mantenendo i tassi ancora molto bassi anche nei prossimi anni**. Eventuali rialzi saranno solo temporanei e strettamente legati alla evoluzione della crisi del debito europea.

L'inflazione accelera ….

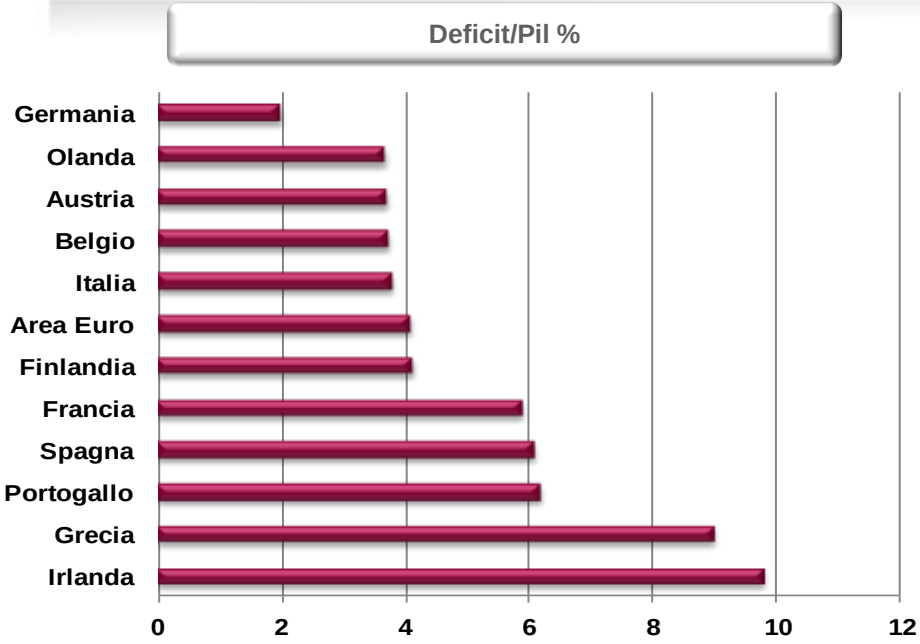


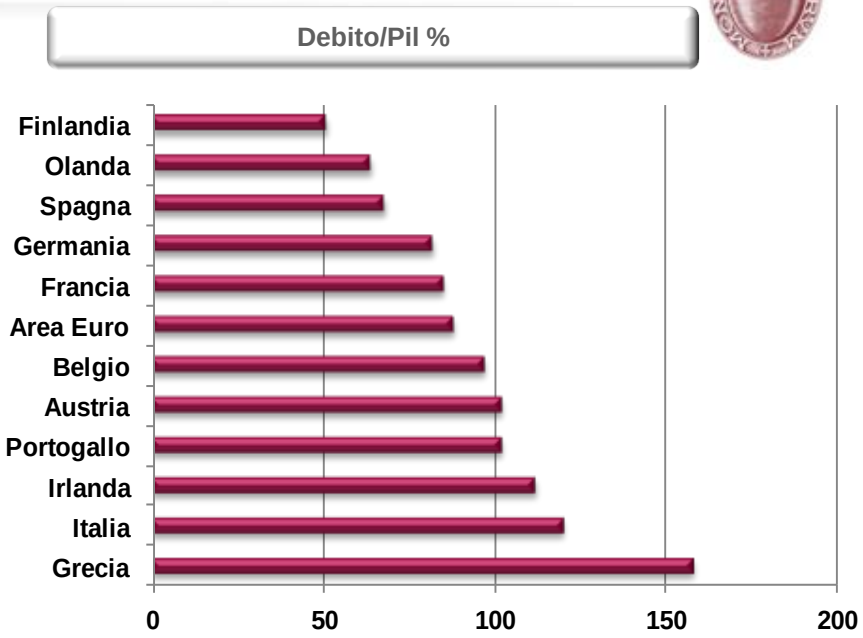


Fonte: Eurostat, Istat

➢ L'inflazione in area Euro non rallenta e **rischia di rimanere al di sopra del target Bce del 2% almeno fino ad agosto del 2012**. Malgrado il lieve rallentamento in Germania dove l'indice IPCA di ottobre, secondo le stime preliminari, è cresciuto del 2,8% a/a, dal 2,9% di settembre, **i dati spagnoli** (3% in ottobre invariata da settembre) ma **soprattutto quelli italiani** mostrano ancora **sensibili tensioni sui prezzi**. In Italia il dato di ottobre (sempre preliminare) registra una brusca accelerazione: al 3,8% dal 3,6% di settembre l'Ipca, 3,4% dal 3% di settembre il Nic. Dall'analisi delle sottocomponenti emerge che ad ottobre il dato **risente ancora degli incrementi dell'Iva introdotti a settembre ma scaricati sui prezzi solo parzialmente**. Ottobre incamera infatti l'incremento dei prezzi delle **sigarette** deciso il 19 settembre scorso (+4,5% m/m la sottocomponente tabacchi), l'aumento delle tariffe energetiche in particolare del **gas** in crescita del 5,5% congiunturale nel trimestre in corso (+2,1% m/m la sottocomponente relativa al prodotti energetici regolamentati) e l'adeguamento dei listini del **comparto abbigliamento** (+1,2% m/m). Andando ad analizzare le tendenze delle sottocomponenti che hanno un peso maggiore all'interno dell'indice emerge come sono **ancora i trasporti e l'abitazione** le due voci che maggiormente incidono sulla dinamica inflattiva con tendenziali superiori al 7% ed al 6% rispettivamente.

… ma la Bce taglia i tassi a causa del debito e…



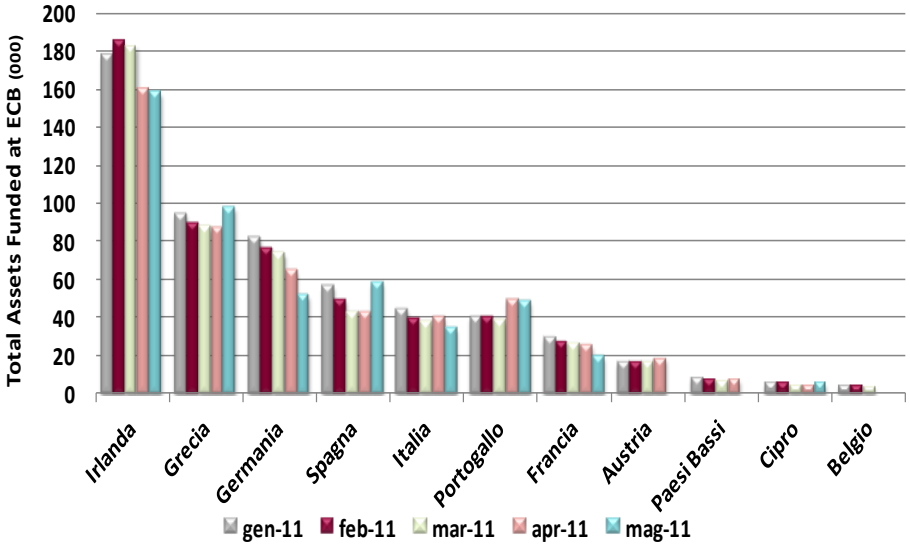


Fonte: The Economist

➢ Causa l'aumento delle tariffe, l'adeguamento dei listini in particolare nel comparto abbigliamento, e, nel caso italiano, l'incremento dell'Iva, il tasso di inflazione di ottobre della zona Euro, secondo la stima preliminare di Eurostat, è rimasto invariato al 3%, deludendo le attese di mercato che si attendevano una lieve flessione (+2,9%). Malgrado i recenti e forti rialzi dell'inflazione, la crisi del debito e le tensioni sul mercato interbancario Europeo hanno spinto la Bce a tagliare il costo del denaro ed essere **più tollerante nei confronti delle spinte inflattive. Poche infatti le armi in mano alla Bce per contrastare la crescita dei prezzi** al consumo, soprattutto in presenza di un **sensibile rallentamento economico** e di una **critica situazione debitoria di alcuni paesi dell'area Euro**. Preoccupano in particolare oltre alla Grecia, il cui default pilotato è ormai scontato, anche il Portogallo (il cui rating è sull'ultimo livello dell'investment grade) che ha un debito pubblico superiore al 100% del Pil e con un deficit oltre al 6%. **In presenza di un elevato debito pubblico** è infatti necessario scongiurare lo spettro deflazione e **l'inflazione rappresenta un'arma per ridurre i rendimenti reali** e consentire un sostenibile aggiustamento dei conti pubblici, soprattutto in contesti di bassa crescita o addirittura crescita negativa (-7,34% a/a e -1,01% il Pil della Grecia e del Portogallo rispettivamente nel secondo trimestre del 2011).

…. delle tensioni sul monetario

Funding delle banche per paese



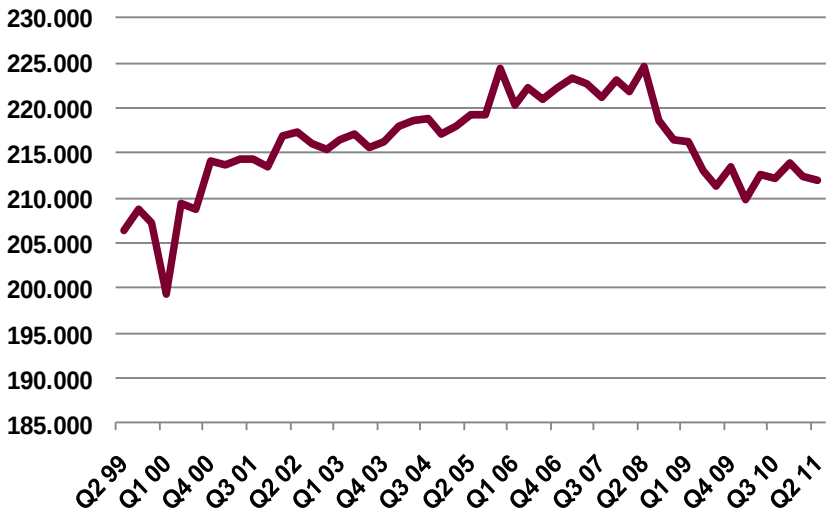
OIS EURIBOR 3M

Fonte: Bloomberg, Morgan Stanley

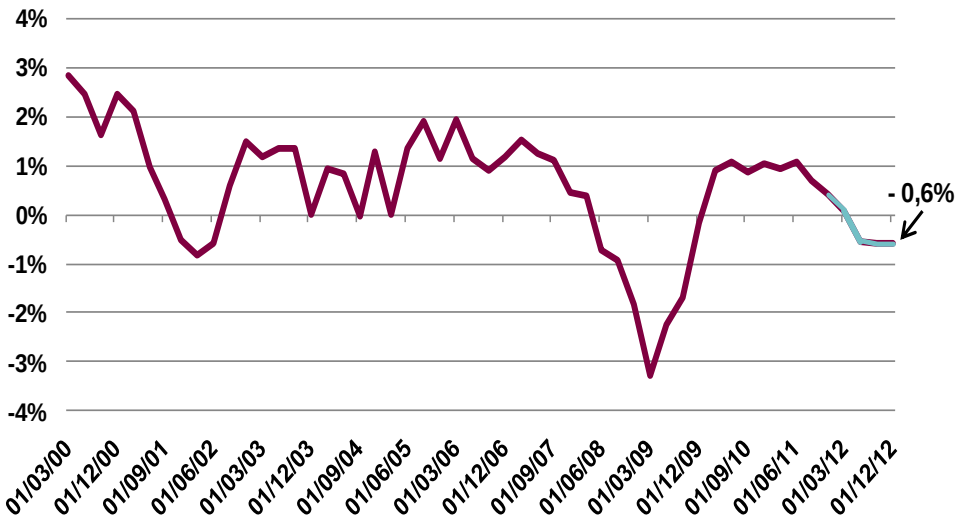
➢ Oltre al vincolo derivante dall'aggiustamento dei conti pubblici, c'è un altro motivo per cui la Bce non può permettersi di combattere l'inflazione: **l'intensificarsi delle tensioni sul monetario**. Malgrado le iniezioni di liquidità intraprese dalla Bce che, con le operazioni di mercato aperto, ha iniettato quasi 600 Mld €, c'è ancora una forte crisi di fiducia che impedisce agli istituti di credito di scambiarsi flussi sul monetario. Molte banche europee sono restie a prestare denaro ad altri istituti e preferiscono depositare presso la BCE: **i depositi presso l'istituto centrale sono infatti saliti a 229 Mld €, il massimo da oltre un anno**. **Dopo l'Irlanda e la Grecia è la Germania il paese il cui sistema finanziario ha fatto maggior ricorso alle aste Bce** in termini di ammontari finanziati nei primi 5 mesi 2011. L'introduzione di una **nuova asta di rifinanziamento a 12 mesi ha avuto già i sui primi effetti sui tassi di interesse monetari**, ma evidentemente il calo dei tassi è stato giudicato troppo lento e graduale. Qualora nei prossimi mesi i segnali di rallentamento del ciclo si intensificassero e la crisi del debito sovrano stentasse a trovare una soluzione è molto probabile che, **pur in presenza di elevata inflazione, la Bce possa tagliare ulteriormente il costo del denaro**. Probabile che la prossima riduzione del tasso di riferimento giunga nel 2012 quando sarà evidente anche il rallentamento economico per paesi quali la Germania e la Francia.

L'inflazione ed il potere di acquisto delle famiglie

Potere d'acquisto delle famiglie



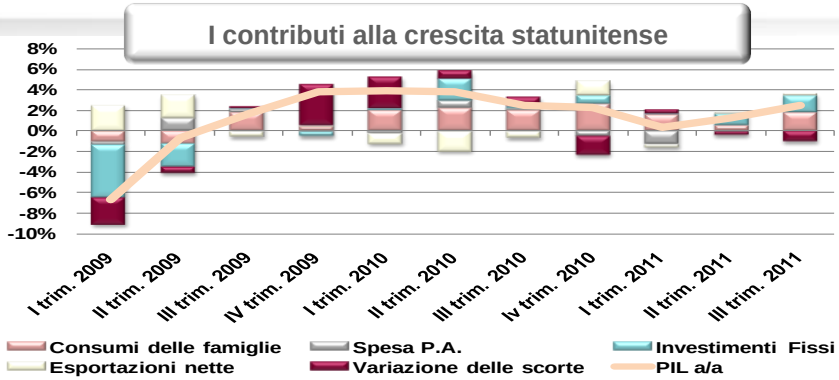
Consumi delle famiglie italiane



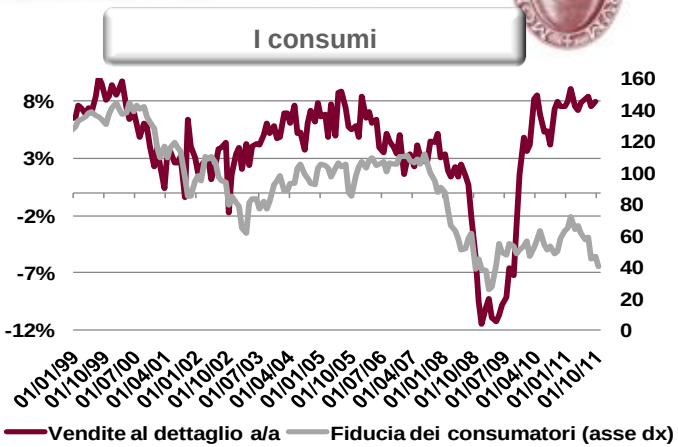
Fonte:Nostre eleborazioni su dati Istat

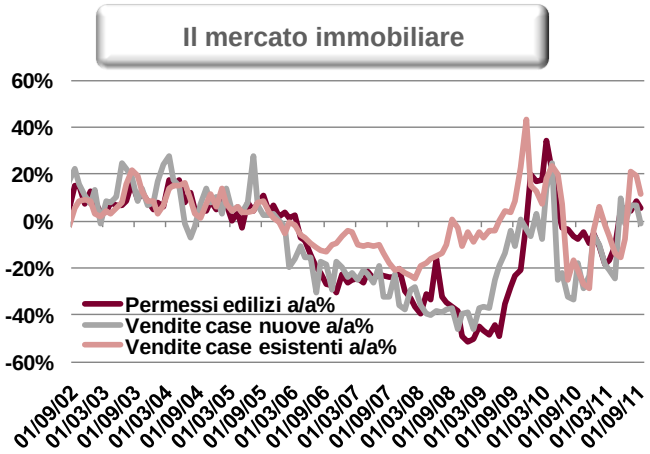
- Se da un lato quindi **l'inflazione è auspicabile per non cadere nella spirale deflattiva**, dall'altro l'accelerazione dell'indice dei prezzi al consumo comporta una **riduzione del potere di acquisto delle famiglie**.
- In Italia, ad esempio, dopo il forte calo del potere di acquisto delle famiglie registrato nel biennio 2008-2009, il dato è tornato a contrarsi su base tendenziale (-0,3% nel 2° trim. 2011) e la recente accelerazione dei prezzi al consumo (3,8% a/a l'IPCA di ottobre) continuerà a pesare sulla spesa personale. Questo va ad aggiungersi ad una **manovra fiscale restrittiva** che, secondo la revisione al documento di finanza pubblica, da un lato innalzerà **la pressione fiscale** (che potrebbe salire al 45,9%, dal 43,5 attuale e dal 40,8% del 2000) e dall'altro dovrebbe **ridurre la spesa pubblica** (la spesa per investimenti nel triennio 2011-2013 dovrebbe contrarsi del 25% rispetto al 2010) con un effetto restrittivo sull'economia.
- In questo contesto e alla luce del recente rialzo della disoccupazione, **i consumi delle famiglie dovrebbero continuare a rallentare per i prossimi 2/3 trimestri** per poi registrare un recupero nella prima parte del 2013.

Usa



Fonte: Datastream, Bloomberg





➢ **L'economia USA mostra segnali di rafforzamento**, con il Pil preliminare che nel III trim. avanza **del 2,5% t/t annualizzato** dall'1,3%, grazie al contributo dei consumi personali e degli investimenti produttivi. Tuttavia **la crescita rimane debole ed incerta** come sottolineato dalla Fed che **abbassa le stime** dell'economia: Pil all'1,65% nel 2011 dal 2,8% precedentemente stimato ed al 2,7% nel 2012 dal 3,5%, con inflazione in calo e disoccupazione ancora elevata l'anno prossimo. Bernanke è pronto ad intervenire con **nuove misure di stimolo se necessario** (ad es. introducendo obiettivi dichiarati per inflazione e disoccupazione o procedendo ad un nuovo piano di acquisto di Mortgage Backed Securities), anche se **al momento non annuncia ulteriori interventi** e sottolinea come la crisi del debito UE abbia finora pesato sulla ripresa USA. Sul fronte dei conti pubblici, inoltre, il 27 novembre prossimo, il Congresso dovrà implementare il piano di riduzione del debito (il deficit pubblico mensile a settembre sale a $64,6Mld) e se il **Supercommitee fallisse nell'accordo, non sono esclusi nuovi possibili downgrade sul merito creditizio USA**. **I leading indicators di ottobre si mostrano contrastati**, anche se gli indici Fed di Dallas e di Philadelphia, sono tornati a mostrarsi positivi. I dati produttivi di settembre confermano **sostanziale consolidamento della PI** (+3,2% a/a da +3,3% di agosto) e lieve miglioramento della capacità di utilizzo impianti; tuttavia **gli ordini di fabbrica e quelli di beni durevoli** decelerano su base tendenziale.

➢ A settembre, le **vendite al dettaglio anticipate accelerano** al 7,9% a/a dal 7,5% e reddito personale e spesa personale crescono (rispettivamente +0,1% m/m e +0,6% m/m); **le prospettive rimangono comunque incerte**, con la fiducia dei consumatori che ad ottobre scende ai minimi da marzo del 2009 (a 39,8 punti), mentre quella rilevata dall'Università del Michigan continua a migliorare (a 60,9 punti ad ottobre da 59,4 precedente).

➢ **Instabile il mercato immobiliare**: a settembre i permessi edilizi calano di 31.000 unità rispetto ad agosto, le vendite di case esistenti si riducono di 15 milioni, le vendite di case nuove e quelle di case in corso decelerano bruscamente (rispettivamente -0,9% a/a da +6,5% e +7,9% a/a da +13,1%); sale meno delle attese la spesa edilizia (+0,2% m/m). **Ancora in calo i prezzi degli immobili** (-3,8% a/a per l'indice S&P/Case-Shiller Composite-20 di agosto).

➢ **Ad ottobre la disoccupazione dovrebbe confermarsi al 9,1%**, nonostante gli occupati rilevati dall'ADP siano aumentati più del previsto e le richieste di sussidio diminuite, la scorsa settimana. A settembre **il PPI sale inaspettatamente** (+6,9% a/a) ed **il CPI continua nel trend al rialzo**, toccando il 3,9% a/a.

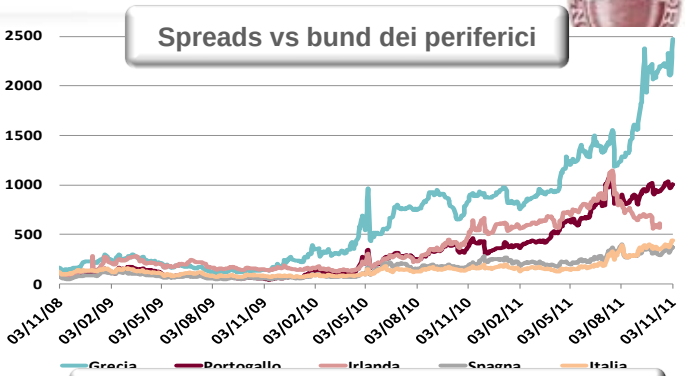
Area Euro

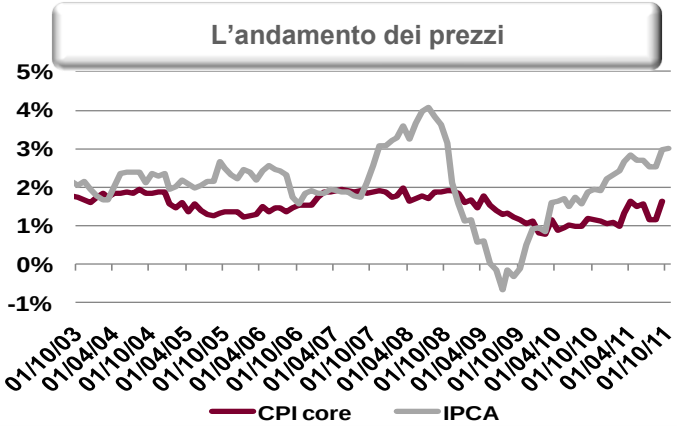
➢ **Il rallentamento in area Euro è confermano dalle recenti stime OCSE** che prevedono una forte frenata del Pil (**a +0,3% nel 2012** da +1,6% nel 2011). Ad incidere sulle prospettive europee **è soprattutto l'acuirsi della crisi del debito** ed il timore di **effetti contagio**. I leader UE hanno raggiunto un accordo che prevede il taglio del **50% del valore dei titoli di stato greci** detenuti dagli investitori privati, il potenziamento fino a **€1000Mld** della capacità di credito dell'EFSF e la **ricapitalizzazione del settore bancario** europeo: per portare il loro core Tier1 al 9%, gli istituti europei necessiteranno, secondo l'EBA, di oltre **€106Mld di capitale** (di cui 14,77Mld per le banche italiane). Tuttavia la situazione risulta quanto mai incerta: rimangono da discutere le modalità di **coinvolgimento dei privati nel salvataggio di Atene**, compreso il ruolo delle economie asiatiche e del FMI, e le tecniche di potenziamento del Fondo salva Stati (l'EFSF potrebbe operare come **assicuratore o affiancarsi ad un nuovo Special Purpose Vehicle** finanziato da investitori come il FMI). Inoltre, con un effetto dirompente sui mercati, giunge la **richiesta di referendum da parte del primo ministro ellenico Papandreou sul nuovo pacchetto di aiuti ad Atene**. I leader dell'economia globale, riuniti al G20, sono perciò chiamati a fornire risposte rapide ed esaustive e sembra abbiano incassato **il dietrofront sulla decisione di ricorrere** alla consultazione referendaria da parte della Grecia. Ma gli investitori fremono: **gli spreads vs bund dei periferici** hanno in alcuni casi superato i livelli record di questa estate, ma anche quelli di paesi **"core" come la Francia**, il cui rating è stato messo sotto revisione da Moody's, hanno registrato tensioni crescenti (il differenziale tra Oat decennale e bund ha superato i 130 bps). **Il rendimento sul 2Y portoghese supera il 20%**. I riflessi sull'economia reale sono inevitabili: **i dati produttivi di agosto parzialmente positivi**, probabilmente imputabili alla stagionalità, (ordini in rallentamento inferiore alle attese al 6,2% a/a e PI in accelerazione al 5,4% a/a) ed il recupero dell'export tedesco (+12,2% a/a ad agosto), si scontrano con il **calo continuo di Zew, Ifo, Pmi manifatturiero** (rispettivamente a -51,2, 106,4 e 47,1 punti ad ottobre), che **non lascia presagire prospettive favorevoli**.

➢ In attesa del dato di settembre sulle vendite al dettaglio, già in calo ad agosto (-1% a/a), **la fiducia dei consumatori continua a deteriorarsi** ad ottobre (a -19,9 punti da -19,1).

➢ **L'inflazione, anche ad ottobre, si mantiene inaspettatamente al 3%** ben al di sopra del target BCE. Atteso in lieve ribasso il PPI (+5,8% a/a il consensus di settembre).

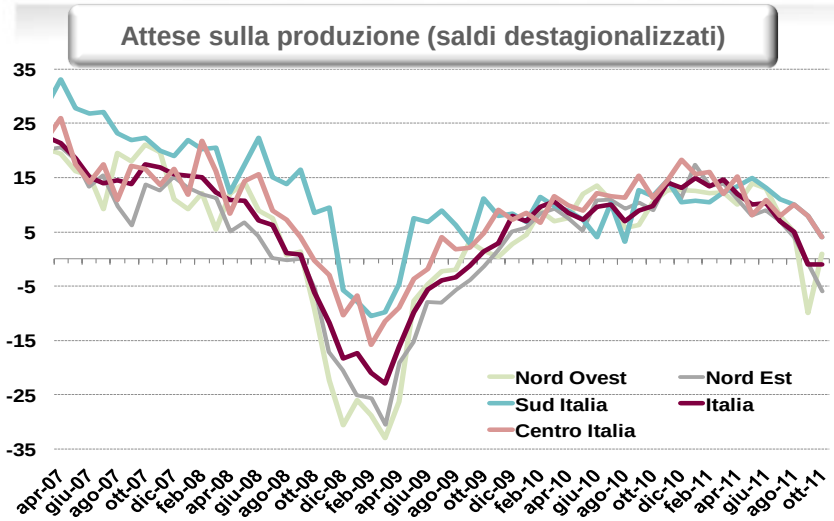
➢ **Si acuiscono le tensioni sul mercato del lavoro** con la disoccupazione che a settembre **sale al 10,2%** (rivisto al rialzo anche il dato di agosto). La massa monetaria M3 di settembre cresce del 3,1% a/a. Deficit per la bilancia commerciale dell'Eurozona ad agosto (-3,4Mld), mentre il rapporto **debito/Pil per il 2010 è stato rivisto all'85,4%** dall'85,1% preliminare.



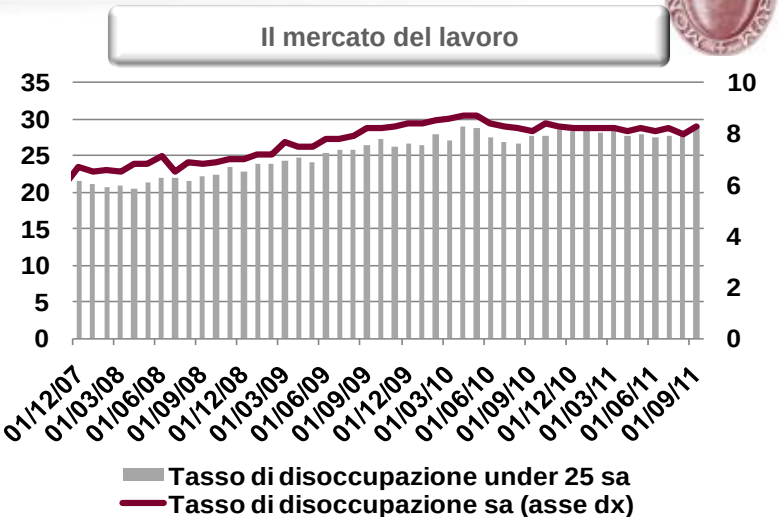


Fonte: Datastream, Bloomberg

Italia



Fonte: Datastream, Istat



- **Decelerazione in atto in Italia**, **nonostante i buoni dati produttivi di agosto**: la PI wda avanza infatti del 4,7% a/a dal -1,1% di luglio e salgono ordinativi e fatturato rispettivamente del 10,5% a/a e del 12% a/a, tuttavia risulta rilevante **l'impatto della stagionalità** su tali performance. **Anche Fitch**, dopo S&P's e Moody's, ha tagliato il rating sull'Italia portandolo da "AA-" ad "A+", mantenendo **un outlook negativo**, mentre il Governo italiano, per rispondere alle crescenti pressioni internazionali ed alla speculazione dei mercati (**per la prima volta dall'introduzione dell'€ il rendimento sul Btp decennale in asta è salito oltre il 6%),** ha presentato ai leader UE una lettera d'intenti corredata di timetable su nuove misure di rilancio economico che incideranno su mercato del lavoro, concorrenza, fiscalità delle Pmi, pubblica amministrazione e giustizia; sulla base di tali linee guida Palazzo Chigi si è accordato su un **maxiemendamento alla legge di stabilità** che prevede nell'immediato liberalizzazioni e dismissioni del patrimonio. **Gli indicatori anticipatori di ottobre continuano a segnalare rallentamento**: il **Pmi manifatturiero prosegue il calo** attestandosi a 43,3 punti dai 48,3 di settembre, ed anche il Pmi servizi è atteso confermarsi ben sotto i 50 punti; **la fiducia delle imprese continua a deteriorarsi** attestandosi a 94 punti dai 94,5 di settembre; le attese sulla produzione peggiorano decisamente nel Nord Est, nel Centro Italia e nel Mezzogiorno.
- Le vendite al dettaglio proseguono nel **trend negativo, anche se si contraggono meno del previsto ad agosto (-0,3% a/a vs il -2,3% stimato);** tuttavia **il continuo peggioramento della fiducia dei consumatori** (a 92,9 punti ad ottobre in calo per il quinto mese consecutivo) prefigura il perdurare della fase di debolezza.
- **Morde l'inflazione ad ottobre**, con il **CPI che sale** sui massimi da tre anni, **al 3,4% a/a** (Nic preliminare) dal +3% registrato a settembre: il dato armonizzato segna un +3,8% a/a; gli effetti **dell'aumento dell'aliquota dell'Iva ordinaria al 21% sembrano esplicitarsi particolarmente ad ottobre,** ma modesti aggiustamenti sono previsti anche per il mese in corso**.** In lieve decelerazione il PPI a settembre (+4,7% a/a da +4,8%).
- **Tornano ad acuirsi le tensioni sul mercato del lavoro nel mese di settembre** con la disoccupazione che si riporta **all'8,3%**, dall'8% rilevato ad agosto; **nuovo record per quella giovanile** (15-24 anni) che sale **al 29,3%**.

Key indicators a confronto

	Periodo	Usa	Dato precedente	Area Euro	Dato precedente	Italia	Dato precedente
Pil a/a	Q2 2011	2,5*	1,3	1,6	2,4	0,8	1,0
Produzione industriale a/a	agosto-11	3,2**	3,3	5,4	4,6	4,7	-1,1
CPI a/a	ottobre-11	3,9**	3,8	3,0	3,0	3,4	3,0
CPI core a/a	settembre-11	2,0	2,0	1,6	1,2	2,6***	2,4
Disoccupazione	settembre-11	9,1	9,1	10,2	10,1	8,3	8,0

** relativo al III trimestre 2011*

*** relativa al mese di settembre*

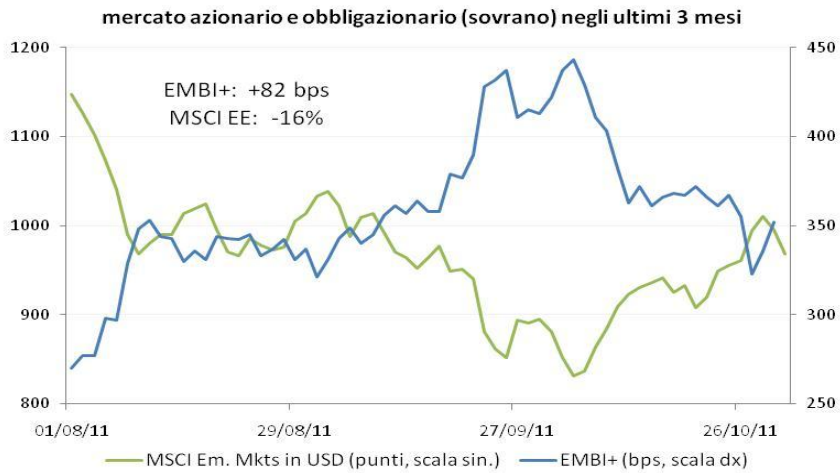
**** relativa al mese di ottobre*

NB: Per l'inflazione italiana si considera Nic + tabacco

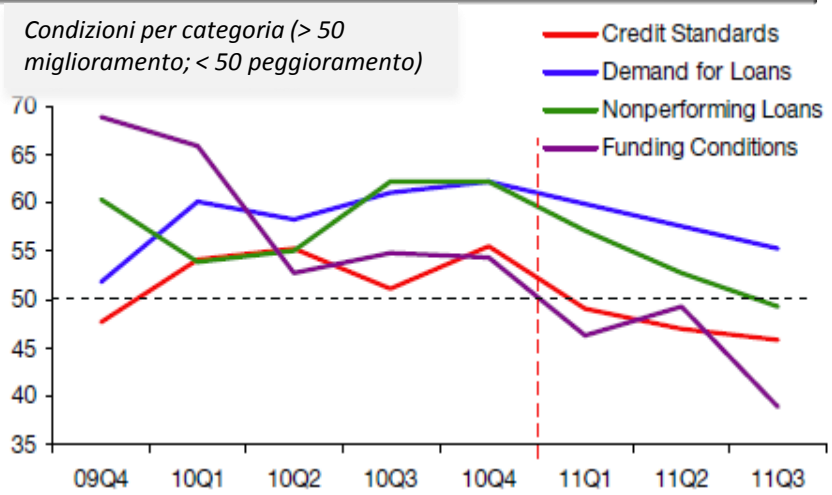
Fonte: Datastream, Bloomberg

Economie Emergenti: peggiora il contesto operativo per le banche

Evidenti le ripercussioni sui mercati finanziari…



…e sui sistemi bancari dei paesi emergenti



Elaborazione SMGRP su dati IIF, Bloomberg, MPSCS

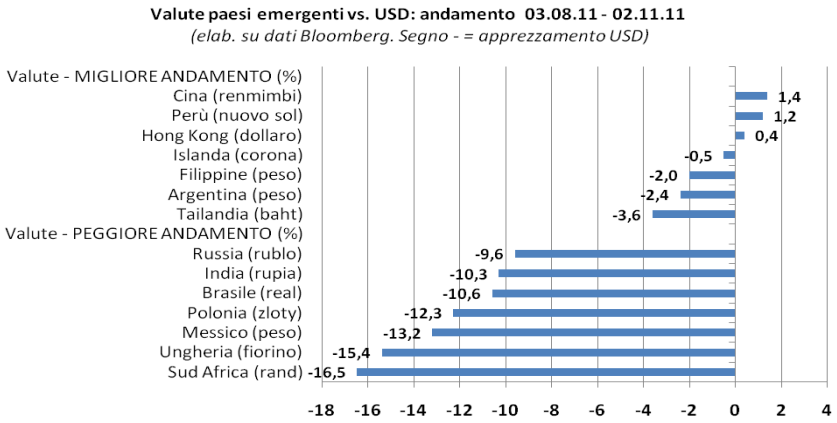
- **L'aggravamento della crisi dei debiti sovrani ha portato anche un deterioramento delle condizioni dei mercati finanziari delle economie emergenti** (EE, v. fig. di sinistra), con particolare riferimento ai listini azionari che – nonostante un parziale recupero ad ottobre - negli ultimi 3 mesi hanno perso in media il 16% (indice MSCI Em. Markets in USD, vs. -4% dell'indice S&P 500 e il -9% dell'indice EU 300) con deprezzamenti significativi soprattutto delle borse dell'Europa dell'est. Minori le tensioni fin qui registrate invece sulla maggior parte delle obbligazioni governative, anche in virtù di **posizioni fiscali che rimangono relativamente solide.**
- **Il contagio finanziario sembra invece riguardare più direttamente i sistemi bancari delle EE**, viste le loro forti interconnessioni con il sistema bancario europeo e, più in generale, la crescente avversione al rischio sui mercati interbancari. Come mostra il recente "Em. Markets Bank Lending Conditions Survey" di IIF, nel terzo trimestre 2011 c'è stato un forte **deterioramento del contesto operativo anche per le banche** (l'indice di sintesi è sceso al suo minimo storico), con significativi peggioramenti in tutte le variabili considerate (v. fig. di destra), **in modo particolare sulle condizioni di raccolta sui mercati internazionali.** Il 69% delle banche esaminate riporta infatti un restringimento delle condizioni a cui ottiene fondi sui mercati globali (mentre sono invariate le condizioni sul mercato domestico), restringimento più forte nell'Europa emergente e, in misura minore, anche in Asia. Si nota tuttavia una **relativa tenuta della domanda di prestiti** (a conferma della dinamicità dei consumi e degli investimenti domestici), **a fronte però di un nuovo generalizzato incremento dei crediti *non-performing*** (il primo nei due anni di indagini condotte da IIF). La qualità dei portafogli bancari è un aspetto da monitorare soprattutto con riferimento all'Europa centro-orientale, al Brasile (banche private) e all'India (banche pubbliche); si nota inoltre un progressivo deterioramento del mercato del credito privato in Cina.

Economie Emergenti: alcune criticità in un contesto tuttora relativamente stabile

L'export verso l'UE è rilevante solo per alcuni paesi

	Export (% su PIL, previsione 2011) - dati EIU	% Export vs. UE su tot. Export - dati ICE
Malesia	97,7	9,0
Ungheria	92,6	77,3
Vietnam	91,8	16,0
Slovacchia	88,0	84,5
Rep. Ceca	87,3	85,0
Tailandia	74,0	11,2
E.A.U.	67,6	n.d.
Brasile	11,3	21,4
Russia	29,7	53,1
India	22,2	14,6
Cina	26,3	14,8

Volatilità dei tassi di cambio nominali e deprezzamento vs. USD



Elaborazione SMGRP su dati EIU, ICE, Bloomberg

- Nonostante alcuni segnali mostrino un rallentamento del commercio globale già da agosto e nonostante il diffondersi del suddetto "contagio finanziario" **le EE continuano a mostrare una relativa tenuta in termini reali**, in primo luogo perché **la domanda di beni e servizi proveniente dall'area euro ha, nella maggior parte dei casi, un peso marginale nella formazione del PIL delle stesse EE**, soprattutto delle 4 principali (v. fig. di sinistra).
- Analizzando le potenziali vulnerabilità dei diversi paesi, si nota che, come prevedibile, **i più esposti a un'eventuale recessione dei paesi UE sono Ungheria, Slovacchia e Rep. Ceca**. La prima, inoltre, nonostante il surplus di parte corrente, ha registrato un elevato deprezzamento della valuta domestica vs. USD (fig. destra) e un significativo aumento del premio per il rischio paese, in primis a causa dell'introduzione da parte del governo di alcune misure che colpiscono la redditività e il patrimonio delle banche. Fra i paesi EMEA, inoltre, **da monitorare anche la Turchia**, la cui valuta, nonostante gli interventi difensivi da parte della Banca Centrale, sta registrando importanti pressioni al ribasso, scontando anche un crescente deficit di parte corrente. **Nel 3Q 2011 rallenta la crescita (ma anche l'inflazione) nei paesi asiatici** (Cina in testa, +9,1% a/a nel 3Q vs. 9,5% nel trim. precedente) ma i dati su vendite a dettaglio, produzione industriale e aspettative delle imprese (indici PMI) relativi a settembre-ottobre sono risultati in media migliori delle attese. I paesi più dipendenti dall'export – ma poco "esposti" all'UE - sono Malesia, Vietnam e Tailandia. Andamento abbastanza simile per **i paesi dell'America Latina dove**, a fronte di fondamentali (e finanze pubbliche) che si confermano solidi, **si nota un "rallentamento ordinato"** e dove le autorità fiscali e monetarie sembrano avere margini di intervento per sostenere la domanda interna (da agosto la BC del Brasile ha già ridotto dell'1% il tasso di riferimento). **Da monitorare l'Argentina, i cui deficit strutturali ed istituzionali stanno favorendo un nuovo importante deflusso di capitali verso l'estero** (c.d. capital flight) e un significativo aumento del premio per il rischio paese.

Contatti

Responsabile Area Pianificazione Strategica, Research & Investor Relations
Alessandro Santoni, PhD

Email: alessandro.santoni@banca.mps.it
Tel:+39 0577-296477

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 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