8 Settembre 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
- Le attese sulla crescita mondiale pag. 7
- Fiscal dominance e conseguenze sui govies pag. 8
- Congiuntura USA pag. 10
- Congiuntura Area Euro pag. 11
- Congiuntura Italia pag. 12
- Cenni sulla manovra correttiva pag. 13
- Key indicators a confronto pag. 14
- Economie Emergenti pag. 15

Summary

- In occasione della riunione della Bce, conclusasi a tassi invariati, Trichet ha ammesso i rischi al ribasso sulla crescita in un contesto di accresciuta incertezza al livello globale, a fronte invece di rischi bilanciati sul'inflazione. I mercati scontano una **politica monetaria più accomodante in futuro:** il tasso implicito sui contratti Euribor anticipa tassi prossimi all'1% per tutto il 2012. A nostro avviso **l'ipotesi di un taglio del costo del denaro è ancora poco probabile** mentre è **certo che la Bce manterrà le eccezionali misure di rifinanziamento**, con la possibilità di reintrodurre anche la scadenza 1y, con conseguente pressione al ribasso sui tassi monetari. La sola iniezione di liquidità rischia però di non essere sufficiente a stimolare la crescita europea e soprattutto a ristabilire credibilità nell'area Euro. Sebbene Trichet abbia ribadito con forza l'indipendenza della BCE nel garantire la stabilità dei prezzi, la situazione dei conti pubblici ed i problemi di liquidità rischiano di aggravarsi ulteriormente costringendo la Bce ad aumentare l'intervento nel mercato dei bond. In un contesto di **fiscal dominance** che riguarda ormai tutte le principali aree mondiali (area Euro, Usa e UK), **la sostenibilità del debito diviene il problema primario** per riportare la fiducia degli investitori. La Bce, che ha già abbandonato la **clausola di "no bailout",** potrebbe decidere di **aumentare temporaneamente gli acquisti di bond** per contenere il **cost of funding** dei paesi periferici, schizzato ormai a livelli record, in modo da garantire tassi sostenibili in attesa di un consolidamento dei loro conti pubblici e dell'entrata in vigore del nuovo Esfs o di un eventuale mercato degli eurobond. In **Usa**, ad esempio, malgrado il **rapporto debito/entrate fiscali sia prossimo a quello greco, il QE della Fed ha mantenuto** il cost of funding a livelli storicamente bassi ed il trend è destinato a proseguire soprattutto sul tratto a medio/lungo in seguito all'operazione twist. Malgrado la perdita della tripla A il debito Usa è ancora percepito come il free risk per eccellenza.
- La **crescita** quindi rimarrà anche nei prossimi mesi il **main driver** delle azioni di politica monetaria delle principali BC soprattutto alla luce delle forti revisioni al ribasso diffuse nell'ultimo mese dalle case di investimento, dalle Autorità Monetarie e dai principali istituti di ricerca relativamente alle principali aree mondiali (area Euro ed Usa in primis). **Segnali negativi anche per l'Italia** che, dopo il debole recupero del 2011, potrebbe addirittura tornare in recessione nel 2012. A nostro avviso, complice anche il necessario consolidamento dei conti pubblici, **la crescita italiana dovrebbe passare allo 0,4% nel 2012**, dal +0,8% di quest'anno. **La recessione rimane ancora un'ipotesi poco probabile sebbene non impossibile, soprattutto nel caso in cui si deteriori ulteriormente la situazione dei debiti sovrani.**
- **E' soprattutto l'andamento economico statunitense su cui si concentrano gli sguardi degli analisti**: la prima economia mondiale, dopo aver perso la tripla A, **rivede al ribasso la crescita nel II trim. 2011** (all'1% t/t annualizzato dall'1,3% preliminare), ed il calo dei principali indicatori anticipatori di agosto, nonostante il leggero recupero dei dati produttivi di luglio, "**gela" le speranze di lieve ripresa** per il II semestre. In un contesto di debolezza della domanda interna, tensioni occupazionali, mercato immobiliare asfittico, vincoli sul debito federale ed inflazione elevata **è inevitabile** (per allontanare i timori di recessione) **un nuovo intervento della Fed**, mentre Obama **annuncia misure di rilancio del mercato del lavoro** e nuovi piani di spesa.
- Sull'altra sponda dell'Atlantico, **l'Area Euro sconta i pesanti piani di austerità varati dai governi nazionali** e registra una crescita del **Pil nel II trimestre inferiore alle previsioni** (+1,6% a/a vs il +1,7% preliminare). Il crollo dei principali indicatori anticipatori di agosto (Zew, Ifo, Pmi manifattura) e **la debolezza dei dati della Germania** (nonostante il sorprendente balzo della PI tedesca di luglio) lasciano **presagire ancora decelerazione**, accompagnata da un'inflazione ancora **lontana dal target BCE** (+2,5% a/a il CPI di agosto). **Il rischio che l'Unione non riesca a contenere la crisi del debito**, rimane critico per la ripresa europea, alla luce di un probabile slittamento nell'operatività dell'Efsf, di mancata convergenza sulla creazione di un mercato di Eurobond e di crescente instabilità politica.
- Intanto si sono moltiplicate le **pressioni internazionali sull'Italia**, dove **dovrebbe venire approvata definitivamente a fine settimana la manovra correttiva** (54,2Mld) che consentirà di raggiungere il "close to balance"di bilancio entro il 2013. **L'intervento inciderà inevitabilmente sulla crescita italiana,** che già vive una fase di decelerazione: **il Pil nel II trim. è atteso in ribasso** (a 0,8% a/a dal +1% del I trim.) in scia alla frenata della PI di giugno, ed il Pmi manifatturiero di agosto **segnala possibile contrazione**. La manovra **impatterà anche sull'inflazione** (+2,8% a/a ad agosto) attraverso l'annunciato incremento dell'IVA. In tale contesto le agenzie di rating si concentrano sull'Italia, con **Moody's che entro il 15 settembre potrebbe rivedere il proprio giudizio sul merito creditizio del Bel Paese**.
- **Segnali di "contagio finanziario" si registrano anche nelle economie emergenti** (deprezzamento delle borse e incremento del premio per il "rischio banche"), dove peggiora anche a fiducia delle imprese. Ciononostante, la domanda interna rimane dinamica e dovrebbe sostenere la crescita del PIL fino alla fine del 2011

La riunione della Bce e le nuove stime di crescita ed inflazione

- Tassi invariati in **occasione della riunione di oggi 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	
Giugno 2011	2011	2012	2011	2012
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%*
Settembre 2011				
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%*

Tassi di riferimento e tassi di mercato

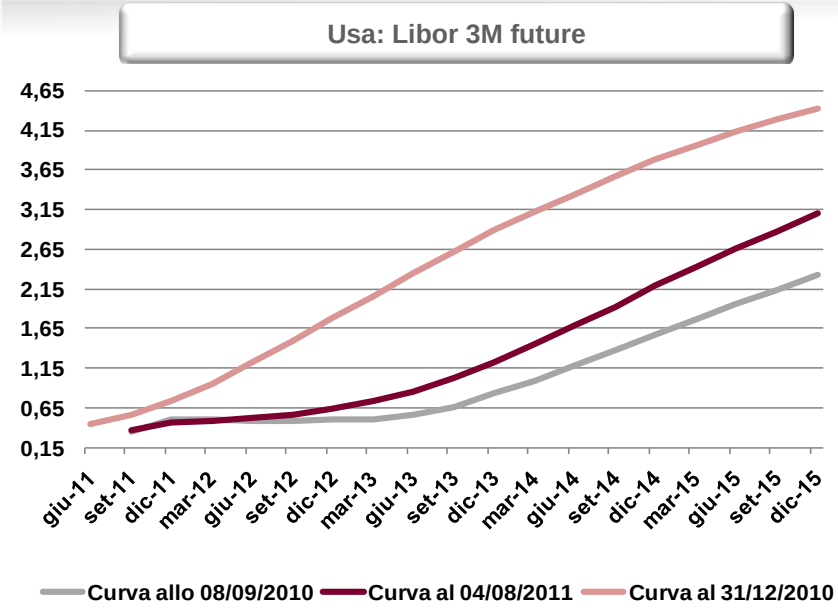
Stime BMPS	Attuale	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Consensus Forecast*							
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,75%	2,00%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%

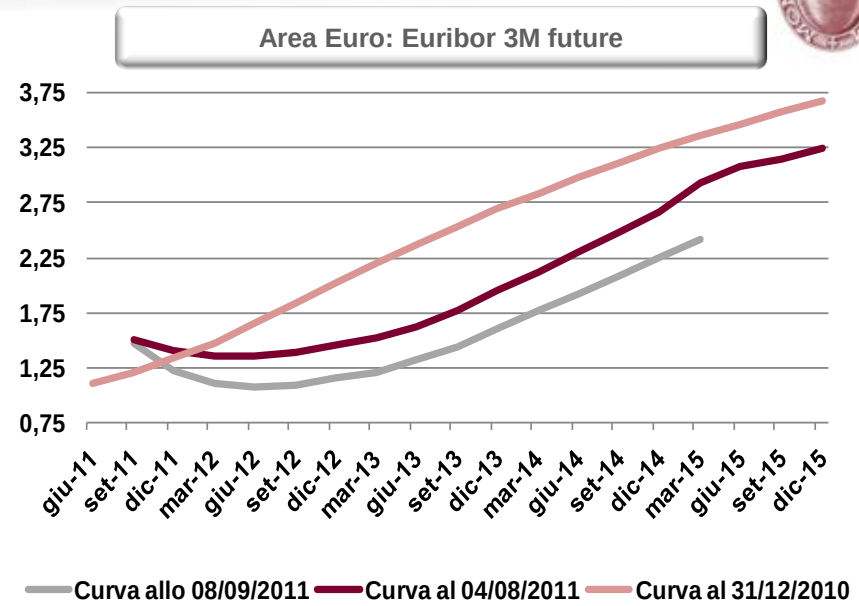
**Fonte: Bloomberg, aggiornato all'8 settembre 2011*

	Tassi Governativi Area Euro ed Usa												
	Attuale	Stime BMPS (media di periodo)						Consensus Forecast (fine periodo)					
Area Euro	08/09/11	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012
euribor 3m	1,53%	1,48%	1,35%	1,19%	1,28%	1,45%	1,68%	1,39%	1,48%	1,59%	1,73%	1,91%	2,11%
2Y	0,47%	0,65%	0,75%	0,85%	0,95%	1,05%	1,20%	0,89%	1,17%	1,46%	1,68%	2,06%	2,37%
10Y	1,89%	2,05%	2,15%	2,20%	2,40%	2,60%	2,80%	2,35%	2,55%	2,76%	2,91%	3,05%	3,17%
Stati Uniti													
libor 3m	0,34%	0,31%	0,35%	0,40%	0,45%	0,50%	0,60%	0,29%	0,30%	0,35%	0,41%	0,54%	0,63%
2Y	0,19%	0,20%	0,22%	0,30%	0,40%	0,55%	0,75%	0,25%	0,38%	0,52%	0,70%	0,96%	1,13%
10Y	2,03%	2,17%	2,35%	2,60%	2,90%	3,10%	3,30%	2,32%	2,59%	2,79%	2,98%	3,20%	3,35%

**Fonte: Bloomberg, aggiornato all'8 settembre 2011*

Cosa scontano i mercati sulle prossime mosse di Fed e Bce





Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

- Il riaccendersi dei timori sulla sostenibilità del debito pubblico per molti paesi dell'area Euro, Italia compresa, ha generato nelle ultime settimane **un forte movimento di fly to quality** con i tassi di rendimento sui titoli benchmark tedeschi che hanno registrato **decisi cali soprattutto sulla parte a lunga della curva, con il 10 anni che ha toccato il minimo storico di 1,823%**, nel giorno della conferenza stampa di Trichet.
- Molto **ridimensionate anche le aspettative sui futuri rialzi dei tassi di interesse da parte della Bce**. Malgrado le tensioni sui prezzi non si plachino, l'aggravarsi della crisi del debito ed i tagli alle stime di crescita, hanno ridimensionato le aspettative. **Il mercato sconta tassi euribor al di sotto dell'attuale livello del tasso di intervento Bce**. Visto l'aggravarsi della situazione del debito in Europa e le tensioni sul mercato interbancario con, lo spread FRA-Ois3M che ha raggiunto i valori di marzo 2009, **non è escluso che la Bce aumenti le misure straordinarie** per garantire liquidità al sistema finanziario generando nuove pressioni al ribasso sui tassi interbancari.

La 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*

Le nostre stime

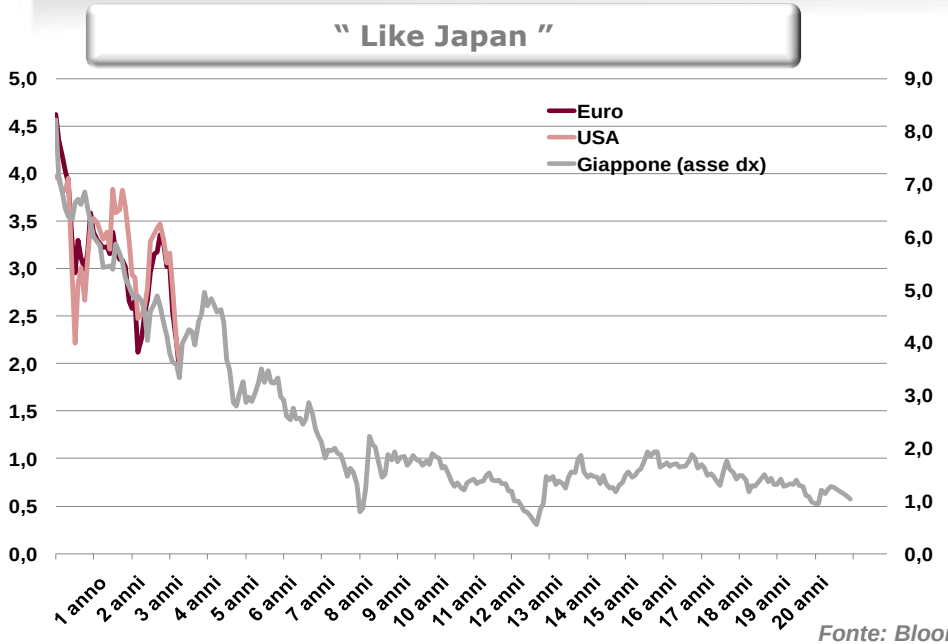
	2010	2011	2012
Pil	**1,2%**	**0,8%**	**0,4%**
Consumi nazionali	**0,6%**	**0,7%**	**0,4%**
Investimenti fissi lordi	**2,3%**	**-0,1%**	**-0,7%**
Esportazioni	**8,9%**	**4,5%**	**2,5%**
Importazioni	**10,3%**	**4,7%**	**2,1%**

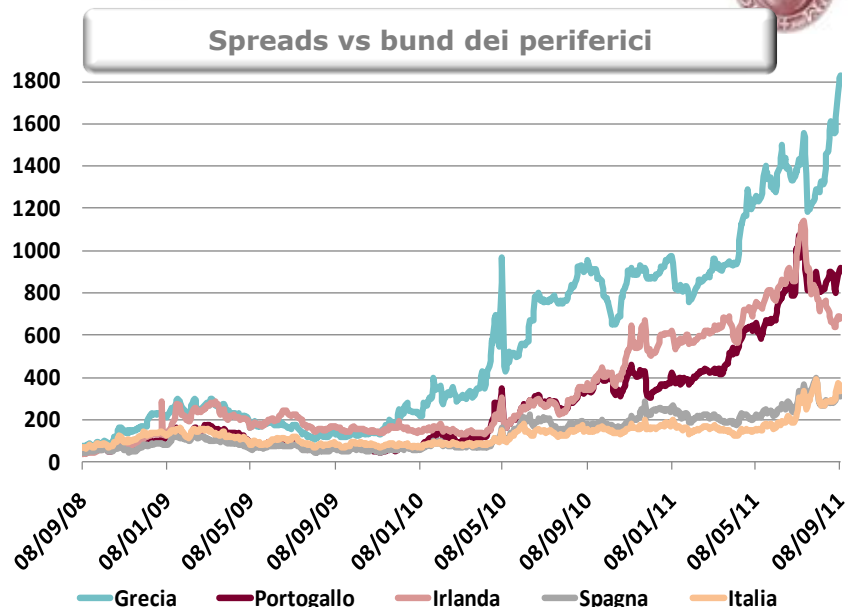
- Nell'ultimo mese le principali case di investimento hanno sensibilmente **rivisto al ribasso le stime di crescita di Europa e Usa**. Rispetto alle attese di primavera, la revisione maggiore riguarda **l'Area Euro dove la crescita del 2012** viene nella maggior parte dei casi **dimezzata.** In deciso **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.
- **A nostro avviso dopo una crescita dello 0,8% per l'anno in corso il Pil italiano tornerà a rallentare nel 2012 (+0,4%): investimenti** e **consumi delle famiglie** sono le due componenti che incideranno maggiormente sul rallentamento, complice anche **l'aggiustamento fiscale annunciato**.

La fiscal dominance e …..

- 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%).**

…. l'effetto sui tassi governativi

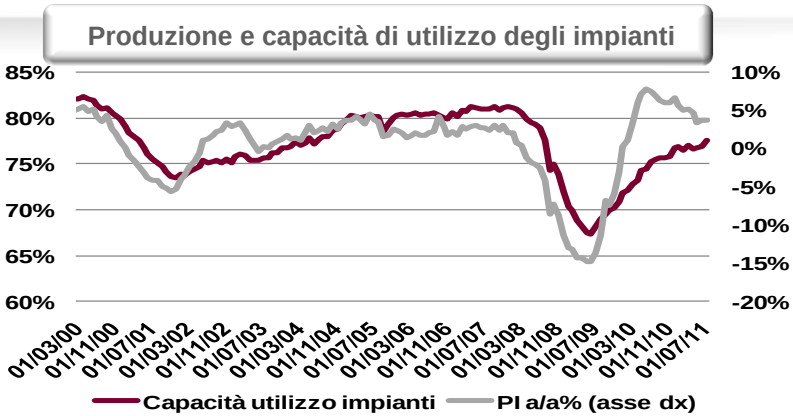




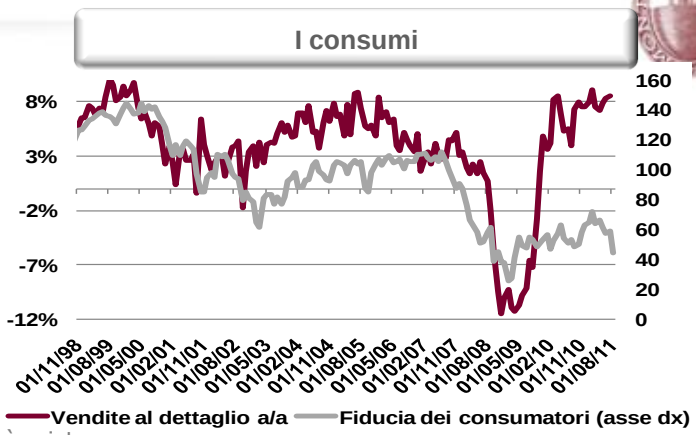
Fonte: Bloomberg

- **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**.

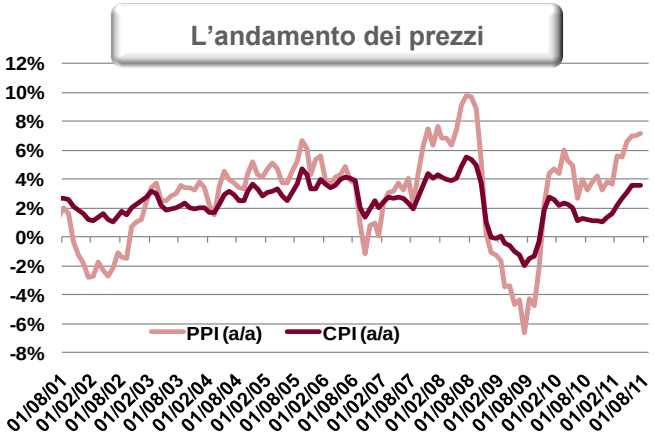
Usa



Fonte: Datastream, Bloomberg



➢ **Prosegue la fase di debolezza della crescita USA** (che per la prima volta si è vista downgradare **il proprio rating ad AA+** da S&P's), con il Pil del II trimestre che viene ulteriormente rivisto al ribasso **all'1% t/t annualizzato** dall'**1,3%** preliminare. Il rallentamento, certificato dalla lettura del Beige Book, spinge gli analisti ad attendersi **un intervento della Fed durante il meeting del 20-21 settembre**: probabile l'utilizzo di una cd. "operazione twist" (con l'obiettivo di aumentare i rendimenti a breve termine e contemporaneamente abbassare i rendimenti a lungo termine, attraverso la compravendita di treasuries). Nel frattempo **Obama,** ha svelato una serie di misure governative di rilancio (con interventi sul mercato del lavoro e nuovi programmi di spesa). I principali indicatori anticipatori, **tutti in calo ad agosto, continuano a segnalare rallentamento**, nonostante nel mese di **luglio siano giunti alcuni segnali produttivi positivi**: la PI infatti registra una variazione del 3,7% a/a (accelerando più del previsto m/m), la capacità di utilizzo impianti sale più delle attese (al 77,5%) e gli ordini di beni durevoli e quelli di fabbrica tornano ad avanzare su base congiunturale; **sale inaspettatamente l'Ism servizi** di agosto.

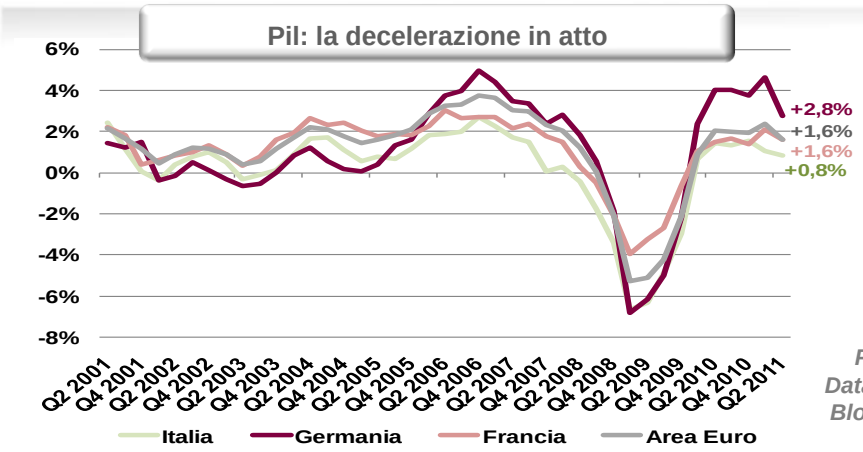


➢ A luglio, le **vendite al dettaglio anticipate avanzano** (all'8,5% a/a dall'8,3% precedente) e reddito personale e consumo personale salgono su base congiunturale (rispettivamente +0,3% e +0,8%). Tuttavia **la fiducia dei consumatori di agosto crolla a 44,5 punti** dai 59,2 precedenti, ed anche la fiducia rilevata dall'Università del Michigan si mostra in calo, **segnalando prospettive future per i consumi tutt'altro che rosee**.

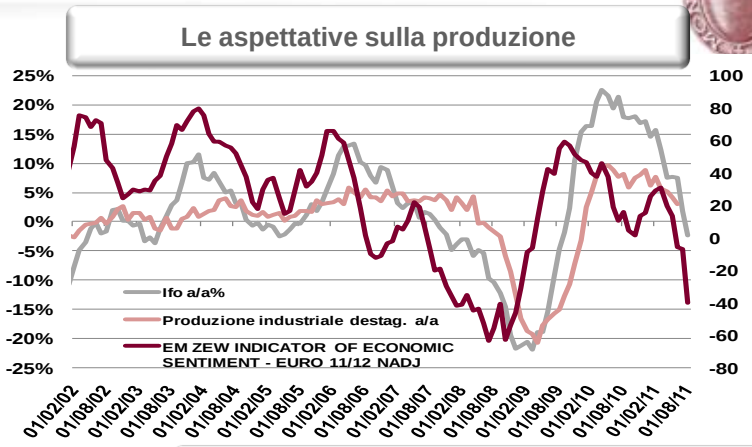
➢ **Tensioni sul mercato immobiliare**: a luglio su base congiunturale flettono le vendite in corso di abitazioni, di case nuove, di case esistenti, i permessi e la spesa edilizia. Ancora in calo i prezzi degli immobili (-4,52% a/a per l'indice S&P/Case-Shiller Composite-20 di giugno). La US Federal Housing Finance Agency ha avviato **un azione legale contro alcuni big del credito** per aver distorto la qualità dei titoli legati ai mutui subprime venduti durante la bolla immobiliare.

➢ **Ad incidere pesantemente sull'andamento dell'economia Usa è il mercato del lavoro**: ad agosto la disoccupazione rimane invariata al 9,1% e nei settori non agricoli non si registra nessuna nuova assunzione, mentre sono 3000 i posti in meno nel settore manifatturiero; le nuove richieste di sussidio la scorsa settimana tornano a salire. **A luglio i prezzi alla produzione accelerano**(+7,2% a/a da +7%) **e l'inflazione**, contrariamente alle attese di ribasso, si mantiene sui livelli di giugno al 3,6% a/a, **continuando il trend rialzista intervenuto da inizio anno**.

Area Euro



Fonte: Datastream, Bloomberg



➢ Il dato preliminare sulla crescita dell'Area relativa al II trimestre mostra **un rallentamento superiore al previsto** (+1,6% a/a vs il +1,7% preliminare ed il 2,4% del I trim) **complici i vari piani di austerità** varati dai governi nazionali per il risanamento delle proprie finanze pubbliche. La recente sconfitta del partito della Merkel nelle elezioni regionali tedesche, le garanzie reali che Finlandia e Germania richiedono ad Atene per contribuirne al salvataggio e la proposta di creare un mercato di eurobond, che ancora non trova consenso unanime, **rischiano di far slittare l'erogazione di nuove aiuti alla Grecia ed il "varo" effettivo dell'Efsf**, **alimentando la volatilità dei mercati**: i rendimenti dei titoli periferici hanno reagito salendo decisamente nell'ultima settimana e soprattutto sul breve. I timori di nuove necessità di ricapitalizzazione per alcuni grandi istituti bancari europei alimentano le turbolenze dei listini. In questo contesto di **incertezza, il crollo di Zew ed Ifo** (rispettivamente a -40 e 108,7 punti lo scorso mese) ed il **Pmi manifatturiero ampiamente sotto quota 50** ad agosto, prefigurano una **prosecuzione del rallentamento in atto**; già a giugno la PI (sa) e gli ordini industriali dell'Area segnavano una brusca decelerazione (rispettivamente +2,9% a/a da +4,2% e +11,1% a/a da +13,8%). Anche in **Germania**, il **Pil** nel II trimestre **frena decisamente** (+2,8% a/a swda da +4,6%) e continua la **decelerazione dell'export**, tuttavia la **PI a luglio balza a sorpresa** del 10,1% a/a dal 6,6%.

I rendimenti governativi dei periferici

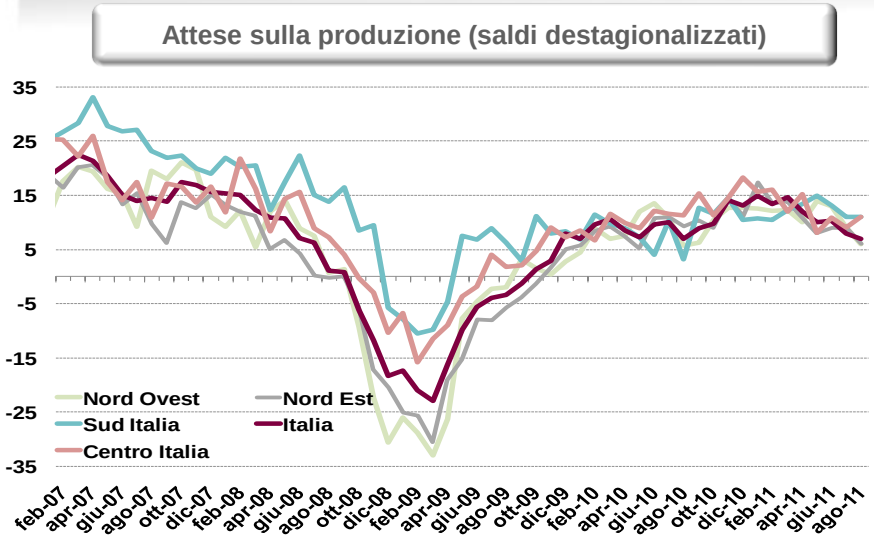
	Govies 10Y	VARIAZIONE (bp)	
	Last price (%)	-1W	-1M
PRT	11,1	95,2	45,9
IRL	8,7	16,3	-122,5
ITA	5,3	12,0	-1,5
GRE	20,2	238,9	507,1
ESP	5,0	-2,3	-12,8
	Govies 2Y	**VARIAZIONE (bp)**	
	Last price (%)	-1W	-1M
PRT	14,6	270,5	250,6
IRL	9,4	155,9	-383,4
ITA	4,0	54,7	42,1
GRE	55,1	1213,9	2123,8
ESP	3,4	9,9	14,6

➢ A luglio le vendite al dettaglio, pur rimanendo negative, recuperano più del previsto (-0,2% a/a da -0,7%), ma **la fiducia dei consumatori continua a scendere ad agosto** (-16,5 punti dai -11,2 precedenti).

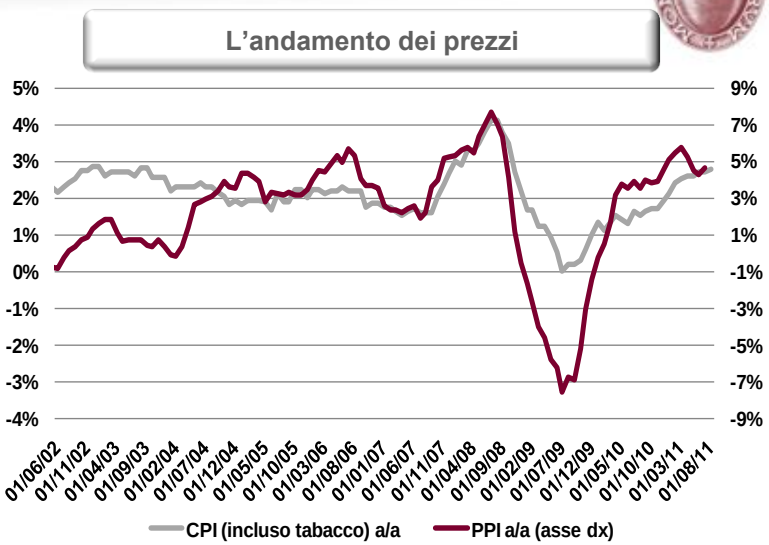
➢ In un contesto di crescita in rallentamento, **l'inflazione si mantiene piuttosto elevata ed al di sopra del target BCE**, con il CPI stimato dell'Eurozona invariato ad agosto al 2,5% a/a. In rialzo i prezzi alla produzione di luglio (+6,1% a/a da +5,9% precedente).

➢ **La disoccupazione a luglio rimane al 10%**, segnalando come le tensioni sul mercato del lavoro non siano ancora ricomposte. La massa monetaria M3 di luglio cresce del 2% a/a dal +1,9% di giugno. Surplus per la bilancia commerciale dell'Eurozona di giugno, (€0,9Mld dagli 0,2Mld di maggio).

Italia

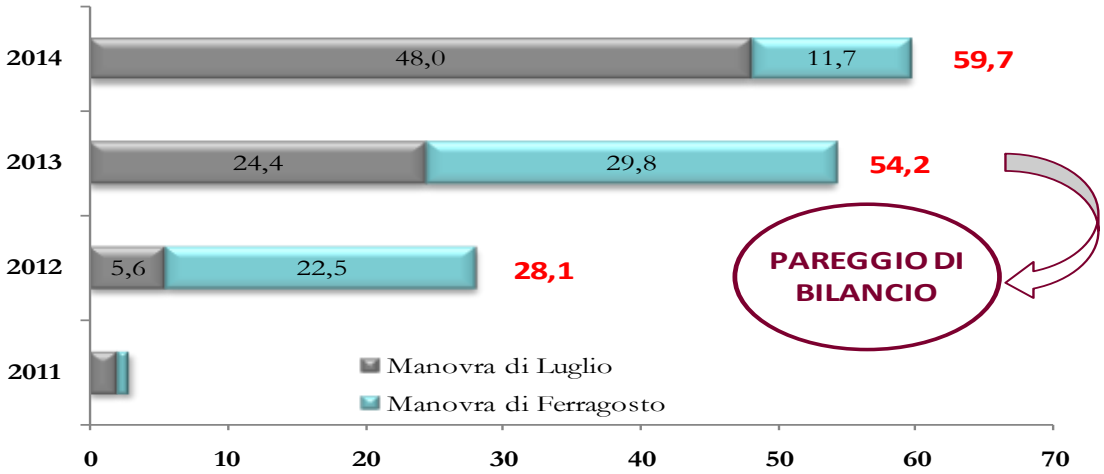


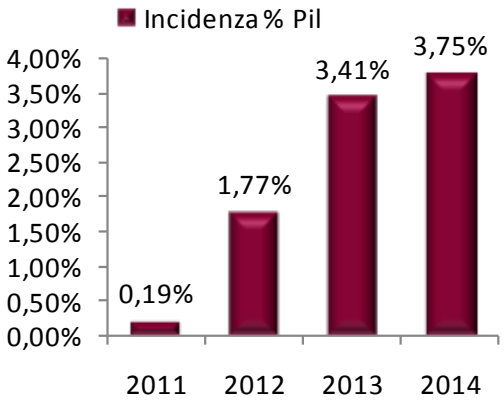
Fonte: Datastream, Istat



- **Decelera la crescita italiana**, con gli analisti che si attendono la conferma di un Pil nel II trimestre allo 0,8% a/a dal +1% del primo trim. 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%.

Italia: la manovra finanziaria





Fonte:Stampa specializzata

- All'indomani della manovra finanziaria di luglio, si è resa necessaria l'approvazione di un'ulteriore manovra, denominata "**manovra di ferragosto**", per via dei bassi margini di miglioramento ottenuti sui mercati finanziari e della poca credibilità dei governi periferici nell'opera di risanamento dei conti pubblici. **Il decreto finale**, approvato ieri al Senato (in attesa dell'approvazione alla Camera) si pone come **obiettivo quello di "avvicinare" il raggiungimento del pareggio di bilancio al 2013, contrariamente alla manovra di luglio che lo poneva al 2014**.
- Complessivamente, alla luce dei nuovi importi, la scomposizione anno per anno va suddivisa così: **28,1 Mld€ nel 2012** (rispetto ai 5,6 Mld€ della manovra di luglio); **54,2 Mld€ nel 2013** (rispetto ai 24,4 Mld€ di luglio); infine 59,7 Mld€ nel 2014 (rispetto ai 48 Mld€ di luglio); per un intervento complessivo (misure di luglio più nuova manovra) che vale oltre l' 8% del Pil.
- Dopo le ripetute modifiche, apportate in questo mese, il testo del decreto verte su tre misure attuative: la prima prevede l'innalzamento di un punto percentuale **dell'aliquota ordinaria dell'Iva, dal 20% al 21%**, che dovrebbe portare circa 4,2 Mld€ annui nelle casse dello Stato. La seconda, sul **contributo di solidarietà**, pari al 3% sui redditi che superano i 300mila € annui; i soggetti coinvolti sarebbero 34mila, con un gettito di 53 Mln€ nel 2012 e 144 nel 2013 e 2014. L'ultimo dei tre provvedimenti in materia di **lotta all'evasione fiscale**, prevede l'arresto per chi evade oltre 3 Mln€, purchè la somma evasa corrisponda al 30% del fatturato.

Key indicators a confronto

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

** relativo a luglio*

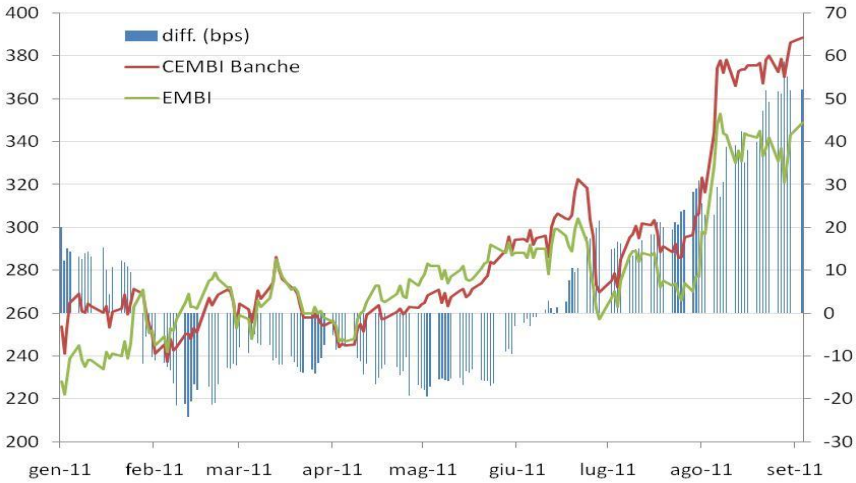
*** relativa al mese di agosto*

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

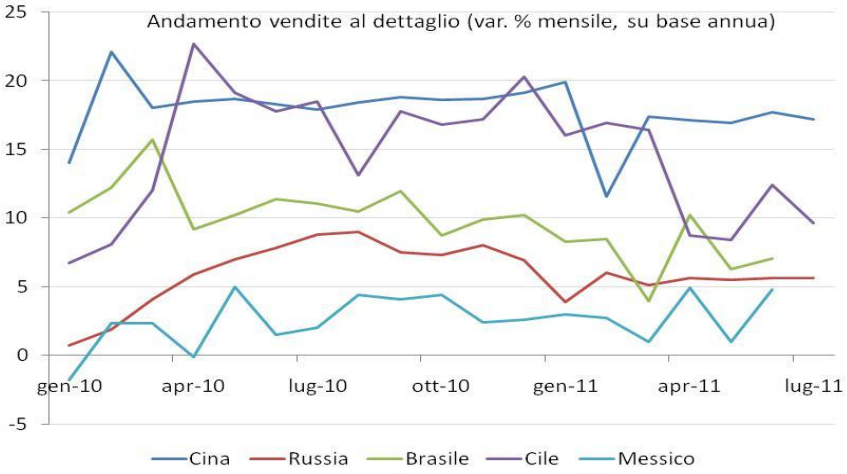
Fonte: Datastream, Bloomberg

Economie Emergenti: segnali di contagio finanziario

Aumentano i premi per il "rischio banche" degli emergenti



La domanda interna delle EE dovrebbe essere la principale trainante della crescita nel 2H2011



Elaborazione SMGRP su dati Bloomberg

- Gli shock finanziari registrati nelle economie consolidate nel corso dell'ultimo mese hanno determinato, come effetto immediato, un **forte deprezzamento delle borse dei paesi emergenti** (che hanno "bruciato" i guadagni realizzati nei primi mesi dell'anno), **con particolare riferimento al settore finanziario/bancario.** Allo stesso tempo, a partire da luglio, **il premio per "rischio banche"** (sintetizzato dal CEMBI spread di settore) **sta aumentando a un ritmo molto maggiore rispetto al premio per il rischio paese** (EMBI spread), tendenza che si è rafforzata da agosto (v. fig. sinistra), nonostante i buoni fondamentali economici e patrimoniali fin qui mostrati dalle stesse istituzioni bancarie. I timori degli investitori sembrano però riguardare principalmente la qualità dei portafogli crediti, in deterioramento in alcuni paesi chiave quali Brasile (specie per le banche private) e India (banche pubbliche).
- Altra conseguenza diretta delle citate turbolenze finanziarie è il **peggioramento della fiducia delle imprese anche nelle EE**, evidente nel calo generalizzato degli indici PMI manifatturieri nel mese di agosto, con le sole eccezioni di Cina (50,9 vs. 50,7 di luglio) e Sud Africa (ancora però sotto la soglia dei 50 punti). Ad incidere negativamente sono soprattutto le incertezze relative all'export, **legate anche al calo del commercio mondiale nel secondo semestre** (-0,6% vs. trimestre precedente, prima riduzione trimestrale da giugno 2009). Dall'altro lato, **si continua a notare una certa dinamicità dalla domanda interna** (si veda la tenuta delle vendite al dettaglio anche nei mesi di giugno e luglio in alcune EE, fig. di destra), che dovrebbe comunque sostenere la crescita del PIL fino alla fine del 2011, risentendo anche positivamente dello stop (che non sembra solo momentaneo) ai rialzi dei tassi di interesse di riferimento delle Banche Centrali (con la BC brasiliana che ha addirittura tagliato di 50 p.b. il tasso benchmark portandolo al 12%), meno preoccupate da un'inflazione che, quasi ovunque, continua però ad aumentare.

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