4 Agosto 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 Bce riattiva le misure anticrisi pag. 4
- Tassi di riferimento e tassi di mercato pag. 5
- Cosa scontano i mercati pag. 6
- Congiuntura USA pag. 7
- La manovra statunitense per l'innalzamento del debito pag. 8
- Congiuntura Area Euro pag. 9
- Il salvataggio di Atene ed il rischio contagio pag. 10
- Congiuntura Italia pag. 11
- Key indicators a confronto pag. 12
- Economie Emergenti pag. 13

Summary

- La consueta riunione mensile della Bce si chiude a tassi invariati, ma **le parole di Trichet non rassicurano i mercati**, con i listini che chiudono in rosso e lo spread BTP-BUND che si riporta sui massimi. **L'Eurotower decide infatti di riattivare le misure anticrisi** rispolverando le aste di rifinanziamento a 6 mesi e proseguendo con l'acquisto di bond; su quest'ultima decisione però manca l'unanimità e lo stesso Trichet dichiara che il programma di riacquisto non potrà tradursi in una manovra di QE come quella adottata dalla Fed, lasciando intendere che gli acquisti rimarranno di ammontare limitato. **Alla luce della riunione odierna la probabilità di un mantenimento del tasso di riferimento all'1,50% fino a fine anno risulta ancora più realistica**. Intanto Roubini dichiara che in questa fase congiunturale la Bce dovrebbe addirittura ridurre il costo del denaro.
- **Preoccupa la debolezza della crescita USA**, con il Pil che nel II trimestre 2011 sale meno delle attese (1,3% t/t annualizzato) e con il dato del I trimestre pesantemente ribassato. Gli analisti ritengono **probabile un ulteriore piano di allentamento quantitativo** per stimolare l'economia, anche se **la Fed deve tenere in dovuta considerazione le tendenze al rialzo dei prezzi** (3,6% a/a per il CPI di giugno), che un QE3 contribuirebbe ad alimentare. Inoltre, nonostante l'approvazione del piano per l'innalzamento del tetto sul debito, non è scongiurato **il rischio che gli USA perdano il rating tripla A**. I dati produttivi di giugno **confermano la debolezza** economica e gli indicatori anticipatori di luglio prefigurano incertezza. **Deludenti reddito e spesa personale,** mentre il mercato immobiliare **non riesce a stabilizzarsi**. Sempre **elevata la disoccupazione**.
- In attesa del dato preliminare sul Pil relativo al II trimestre 2011, **i dati produttivi di maggio evidenziano un probabile rallentamento della crescita in area Euro**, con la produzione industriale che continua nel suo trend di decelerazione. In particolare **lo Zew, che a luglio si mantiene negativo per il secondo mese consecutivo**, segnala debolezza per il futuro, complice anche **l'aggravarsi della crisi del debito ed i "seri rischi di contagio"**, che potrebbero realmente minare la ripresa economica europea. Gli interventi restrittivi della BCE iniziano ad impattare sul livello dei prezzi con **il Cpi che a luglio scende al 2,5% a/a** dal 2,7%, ma le vendite al dettaglio risultano ancora deboli e la disoccupazione anche a giugno si mantiene elevata (**al 9,9%** per il quarto mese consecutivo). **8 delle 90 banche** esaminate dall'EBA non hanno superato lo stress test.
- **Crescita a ritmi moderati per l'economia italiana** secondo Bankitalia, con gli analisti che si attendono **un ulteriore decelerazione del Pil nel II trimestre dell'anno** (consensus a +0,8% a/a), in considerazione anche della **brusca frenata della produzione industriale di maggio** e delle difficoltà del mercato dell'auto. Gli indicatori anticipatori di luglio segnalano ancora incertezza per il futuro, con **le attese di produzione delle imprese italiane che peggiorano in tutte le ripartizioni territoriali**. Ancora **deboli i consumi**, mentre a giugno **il mercato del lavoro registra qualche segnale di distensione** (la disoccupazione scende all'8%). **Invariata al 2,7% a/a l'inflazione di luglio**, in scia ai rincari di trasporti, utenze, sanità, tabacco e benzine, i cui effetti verosimilmente si faranno sentire anche ad agosto.
- Malgrado l'intesa sul nuovo piano di salvataggio ad Atene da 159 Mld $ e la proposta di aumentare la disponibilità dell'Efsf, nell'ultimo mese si sono **intensificati i timori di un peggioramento della crisi del debito in Europa**. A preoccupare gli investitori anche la possibilità di **un default** statunitense che però è stato **scongiurato** grazie all'aumento del tetto sul debito (2100-2400 Mld $ in 10 anni). La decisione potrebbe tuttavia non essere sufficiente ad evitare il **downgrading** da parte delle agenzie di rating, visto che **S&P's auspicava una manovra da $4000 Mld** al fine di rendere il debito sostenibile nel medio periodo.
- Nonostante la (relativa) tenuta delle EE giungono segnali che potrebbero **indebolire le aspettative di crescita nel 3 trim.** , specie dal settore manifatturiero. Nei paesi BRIC **cresce il credito interno**, favorendo l'indebitamento privato e il deterioramento della qualità dei prestiti bancari.

La Bce riattiva le misure anticrisi

- Tassi invariati in **occasione della riunione di oggi della Bce, mentre Trichet annuncia non solo l'allungamento delle misure straordinarie di rifinanziamento presso la Bce e la reintroduzione dell'operazione LTRO a 6M ma anche l'intervento dell'Eurotower per l'acquisto di titoli di stato dei paesi periferici, sebbene quest'ultima decisione non sia stata presa all'unanimità.** A causa delle rinnovate tensioni sui mercati finanziari europei la BCE ha infatti deciso di condurre un'asta di rifinanziamento supplementare (LTRO) con scadenza 6 mesi (maturity al 1 marzo 2012), a tasso fisso e full allotment. L'Autorità effettuerà inoltre nuove aste di rifinanziamento a 3 mesi il prossimo 26 ottobre, 30 novembre e 21 dicembre 2011 sempre a tasso fisso e full allotment. Le aste di rifinanziamento principale a brevissimo (MRO's) continueranno fin quando necessario e almeno fino alla scadenza del 17 gennaio 2011; tale procedura rimarrà in vigore anche per le operazioni di rifinanziamento straordinario all'Eurosistema che rimarranno in vigore almeno fino alla fine del 2011.
- Il tono tenuto oggi dal presidente della Bce ha fatto trasparire una **Bce più preoccupata per l'instabilità finanziaria e per la crescita futura** che non per l'inflazione. 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. Alla luce della conferenza stampa odierna, **l'ipotesi di un tasso di riferimento all'1,50% a fine 2011 è ancora più realistica**. I tassi impliciti sui contratti future Euribor dopo l'intervento odierno di Trichet scendono proprio ad anticipare una futura cautela nell'inasprire ulteriormente la politica monetaria. Trichet ha altresì escluso la possibilità che anche la Bce intraprenda un programma di *quantitative easing* come quello adottato dalla Fed quasi ad intendere che il **piano di acquisto di bond dovrà rimanere di ammontare limitato**. Del resto anche la mancata unanimità all'interno del consiglio direttivo su tale decisione lascia trasparire la mancanza di una linea comune in materia.
- Tra le priorità emerse in conferenza stampa, oltre alla necessità per molti governi nazionali di intraprendere **misure addizionali per consolidare i conti pubblici,** è stata indicata l'importanza di avere una **forte sorveglianza dell'eurosistema** con la necessità, per quelle banche che hanno difficoltà di rifinanziarsi sui mercati, di effettuare una ricapitalizzazione.
- In UK, **la BoE mantiene invariati tassi d'interesse allo 0,50%**: le autorità potrebbero decidere di mantenere una politica accomodante per almeno un altro anno a causa della debolezza dell'economia.

Tassi di riferimento e tassi di mercato

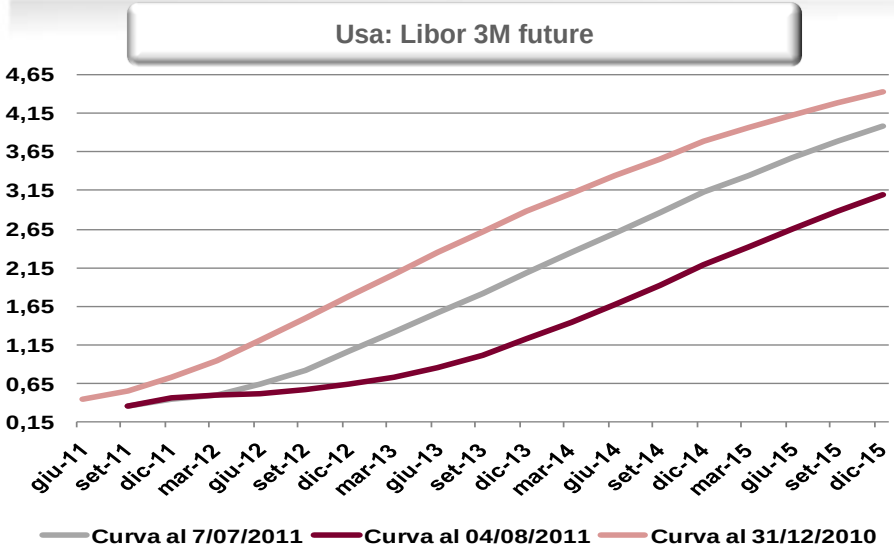
Stime BMPS	Attuale	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,50%	1,50%	1,50%	1,75%	2,00%	2,00%	2,00%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,50%	0,50%	0,75%
Consensus Forecast*							
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,50%	1,50%	1,75%	2,00%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

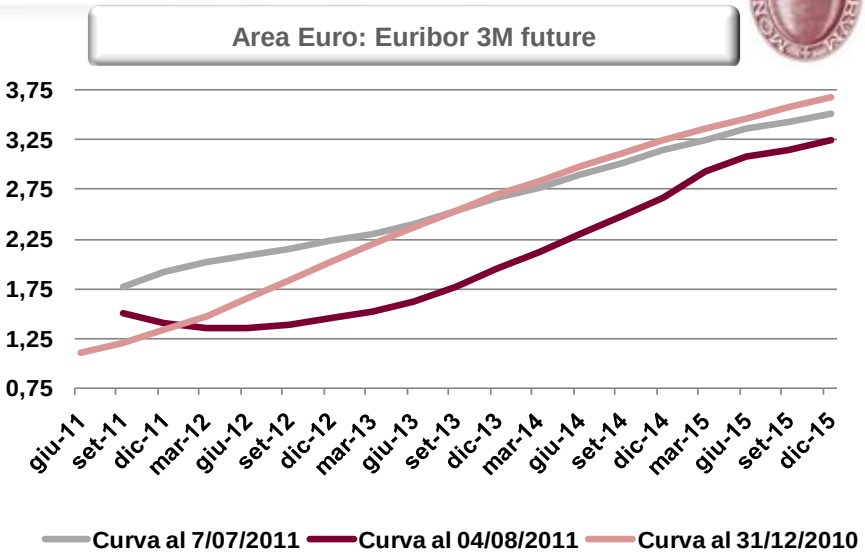
**Fonte: Bloomberg, aggiornato al 4 agosto 2011*

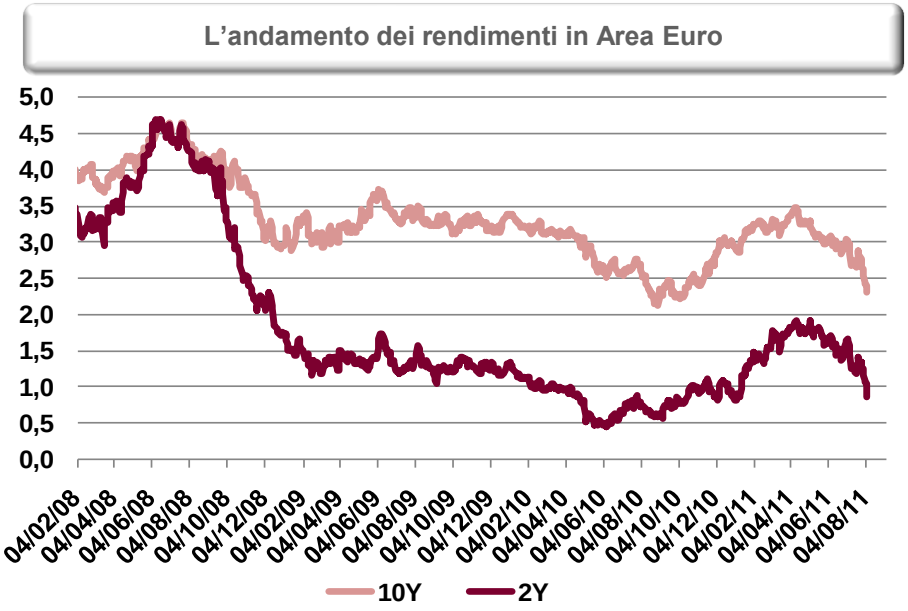
	Tassi Governativi Area Euro ed Usa												
	Attuale	Stime BMPS (media di periodo)						Consensus Forecast (fine periodo)					
Area Euro	04/08/11	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	Q3 2012	Q42012
euribor 3m	1,60%	1,70%	1,80%	2,05%	2,15%	2,10%	2,15%	1,71%	1,92%	2,15%	2,33%	2,49%	2,71%
2Y	0,86%	1,25%	1,40%	1,80%	2,10%	2,13%	2,15%	1,84%	2,13%	2,30%	2,41%	2,72%	2,89%
10Y	2,30%	2,55%	2,70%	3,05%	3,35%	3,37%	3,40%	3,26%	3,40%	3,52%	3,58%	3,71%	3,78%
Stati Uniti													
libor 3m	0,27%	0,29%	0,35%	0,45%	0,70%	0,85%	1,20%	0,28%	0,39%	0,55%	0,79%	1,15%	1,50%
2Y	0,28%	0,45%	0,60%	0,75%	1,10%	1,30%	1,60%	0,66%	0,92%	1,23%	1,51%	1,83%	2,14%
10Y	2,50%	3,10%	3,25%	3,35%	3,60%	3,70%	3,90%	3,28%	3,52%	3,72%	3,87%	4,06%	4,24%

**Fonte: Bloomberg, aggiornato al 4 agosto 2011*

Cosa scontano i mercati



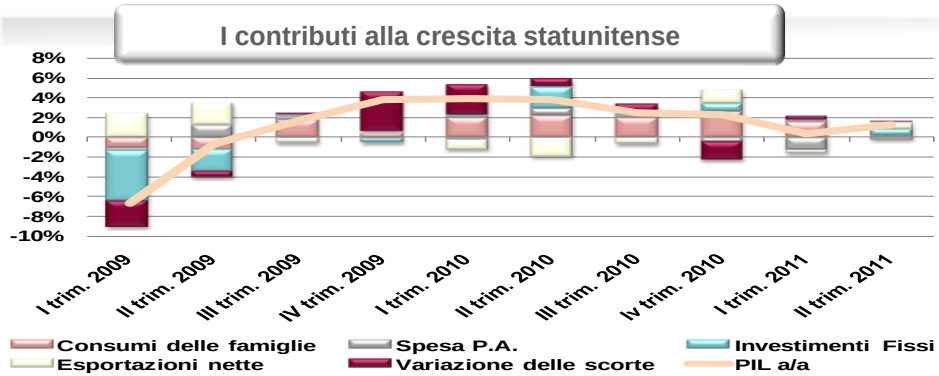




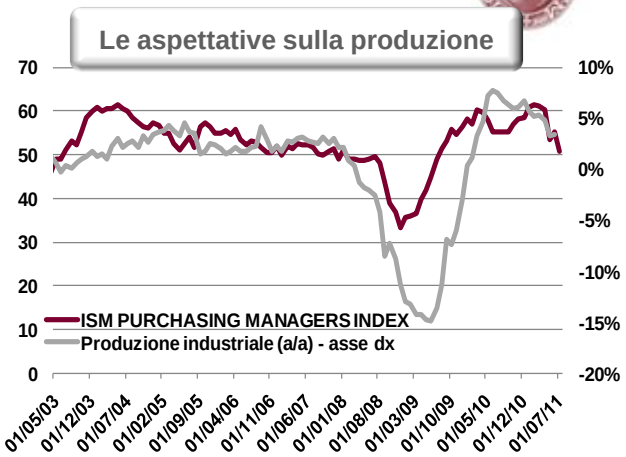
- Il riaccendersi dei timori sulla sostenibilità del debito pubblico per molti paesi dell'area Euro, Italia compresa, ha generato nelle ultime settimane **un forte movimento di fly to quality** con i tassi di rendimento sui titoli benchmark tedeschi che hanno registrato **decisi cali sia sulla parte a breve che sulla parte a lunga della curva**. **Il movimento è proseguito in modo marcato anche oggi** dopo che Trichet ha fatto intendere le mutate condizioni del contesto.
- Molto **ridimensionate anche le aspettative sui futuri rialzi dei tassi di interesse da parte della Bce**. Dopo timori generati dai recenti rialzo dell'inflazione, l'aggravarsi della crisi del debito ha ridimensionato le aspettative. Il calo dei contratti future sull'euribor a 3M è proseguito anche oggi dopo la consueta riunione mensile con il mercato che ormai **sconta il primo rialzo del costo del denaro non prima dell'ultimo trimestre 2013**.

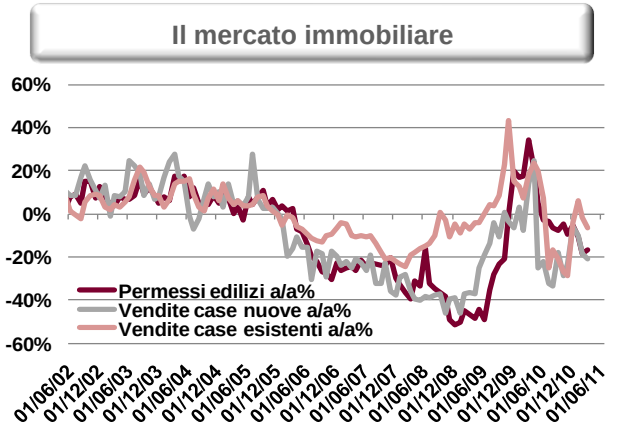
Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

Usa



Fonte: Datastream, Bloomberg





➢ **Prosegue la fase di debolezza della crescita USA**, con il Pil che nel II trimestre dell'anno avanza **dell'1,3% t/t annualizzato** (preliminare) rispetto all'1,8% atteso, e con il dato relativo al I trimestre che viene **decisamente rivisto al ribasso** (al **+0,4%** t/t annualizzato dal +1,9% stimato). Il ritmo "rallentato" con cui la crescita procede in molti distretti del paese viene confermato anche dalla lettura del Beige Book di luglio, mentre Bernanke ha sottolineato che la ragione per cui la Fed non ha ancora inteso procedere con **un nuovo piano di QE, che rimane allo studio, risulta l'elevata inflazione** (il CPI di giugno si è mantenuto al **3,6% a/a**, come a maggio, con la versione "core" in leggero progresso). **I dati produttivi di giugno risultano ancora deboli**, con la produzione industriale che avanza di un modesto 0,2% m/m e la capacità di utilizzo degli impianti inaspettatamente invariata al 76,7%; arretrano gli ordini di fabbrica (-0,8% m/m), con calo rilevante della sottocomponente relativa agli ordini di beni durevoli (-2,1% m/m). Gli indicatori anticipatori di luglio confermano **incertezza per il futuro**: Philadelphia Fed, Manifattura dello Stato di New York, Fed Dallas si mostrano in rialzo, ma Ism servizi Fed Richmond, Pmi Chicago, Ism manifatturiero risultano in calo. **L'approvazione definitiva del piano che prevede l'innalzamento del tetto sul debito federale e tagli alla spesa**, scongiura un eventuale default, ma non allontana definitivamente il **rischio di downgrade**, con Fitch che sottolinea come il profilo del debito, dal 2012 non sarà comunque coerente con la tripla A soprattutto in un contesto di crescita debole.

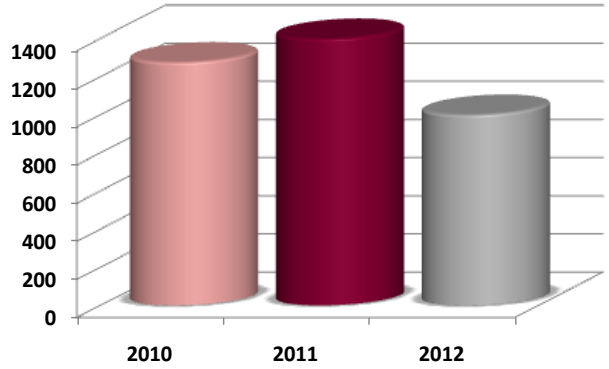
➢ A giugno, inaspettatamente, **le vendite al dettaglio anticipate tornano debolmente ad avanzare** (+0,1% m/m) e la fiducia dei consumatori di luglio sale a 59,5 punti dai 57,6 precedenti, tuttavia non si arresta il calo della fiducia rilevata dall'Università del Michigan (a luglio a 63,7 p. dai 71,5). **Deludono particolarmente i dati di giugno su reddito e spesa personale**, con quest'ultima che continua a rallentare (4,4% a/a da 4,6% di maggio).

➢ Ancora **contrastanti i dati di giugno sull'immobiliare**: se da un lato i permessi edilizi superano le attese, le vendite di case in corso avanzano del 17,3% a/a e la spesa edilizia si mantiene positiva (+0,2% m/m), dall'altro le vendite di case esistenti e quelle di case nuove registrano variazioni congiunturali negative (rispettivamente -0,8% e -1%). **Ancora in calo i prezzi degli immobili** (-4,51% a/a per l'indice S&P/Case-Shiller Composite-20 di maggio).

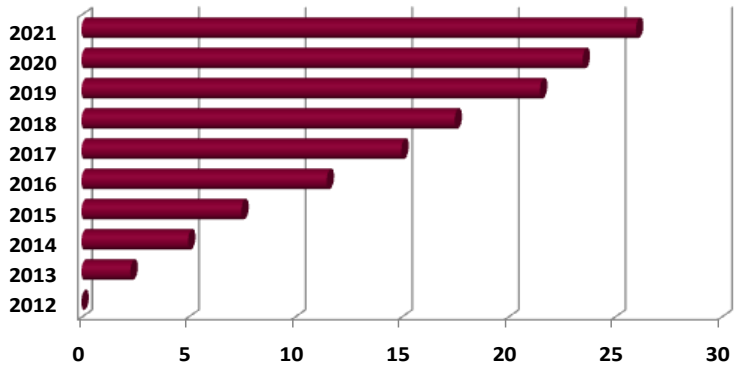
➢ **Sempre elevata la disoccupazione** che è attesa a luglio invariata al 9,2%, mentre le nuove richieste di sussidio la scorsa settimana sono debolmente diminuite (a 400.000 unità, dalle 40100 precedenti). **Inaspettatamente in calo i prezzi alla produzione di giugno** (al 7% a/a dal 7,3% di maggio).

Usa: la manovra per l'innalzamento del debito

Il deficit Usa (Mld $)



La riduzione percentuale del servizio del debito



Fonte: Congressional Budget Office e BofA Merrill Lynch Global Research

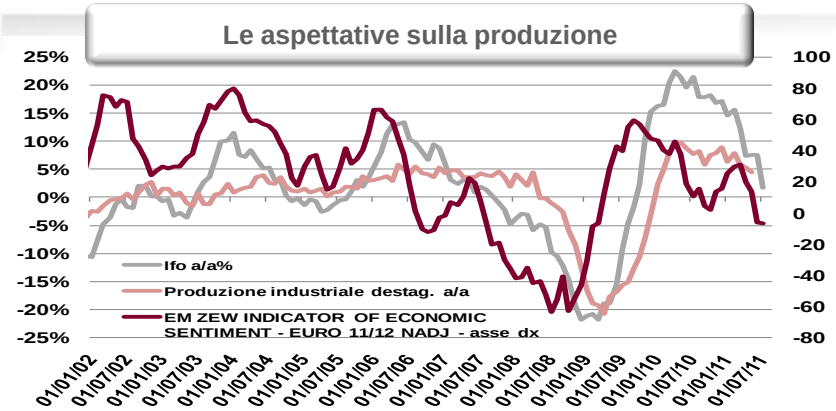
➢ Il piano approvato negli Usa al fine di innalzare il tetto sul debito pubblico di **2400 Mld** $ si articolerà in due step:

• **Innalzamento immediato del tetto del debito di 917 Mld$** che verranno finanziati con un taglio alla spesa di pari ammontare sull'orizzonte temporale di 10 anni.

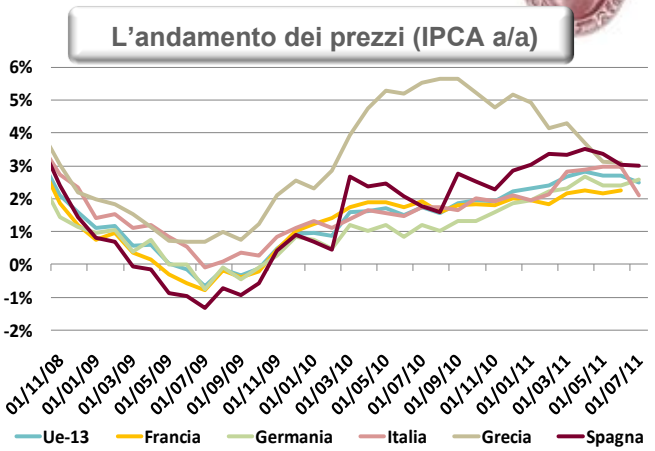
• **Ulteriore innalzamento del tetto per altri 1500 Mld $ per i prossimi 10 anni**, misura a cui sta lavorando una commissione parlamentare bipartisan e la cui adozione dovrà essere approvata dal Congresso entro il **23 dicembre** prossimo. Qualora questo secondo aumento del tetto del debito non dovesse essere approvato dal Congresso, **il presidente Obama potrà innalzarlo di 1200 Mld $** finanziati da tagli automatici di spesa che andranno ad incidere per metà sul settore della difesa e per l'altra metà sugli altri settori, escludendo però la Social Security (pensioni) e la Medicaid (sanità). **I tagli automatici di spesa entreranno in vigore a partire dall'inizio del 2013**.

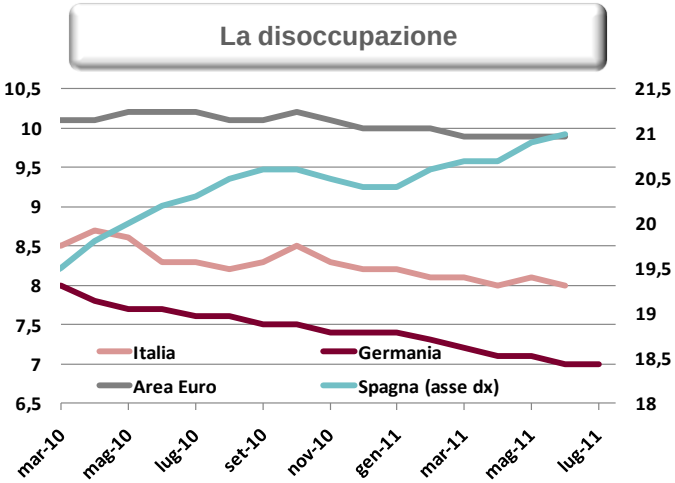
➢ Entrambe le manovre, sia quella soggetta all'approvazione del Congresso che quella che prevede la riduzione automatica di spesa, prevedono un innalzamento del tetto del debito compreso tra i 2400 Mld $ e i 2100 Mld $, **rispetto ai 4000 Mld auspicati dall'agenzia di rating S&P's e raccomandati dall'agenzia nazionale di responsabilità fiscale e riforma**. In questo contesto, sebbene la manovra abbia scongiurato un immediato default statunitense **permangono molti fattori di incertezza**. Innanzi tutto non è escluso che nei prossimi mesi, qualora il debito Usa venga giudicato non sostenibile nel medio periodo (nel 2012 il deficit sarà ancora di 1 trilione di $ pari al 7,5% del Pil), **possa giungere il downgrading** del paese. Secondariamente, preoccupa **l'effetto che il piano appena approvato avrà sulla crescita**. Il piano, sia nel caso in cui venga realizzato con tagli automatici di spesa sia nel caso in cui invece si proceda per approvazione parlamentare, avrà un impatto che per il prossimo biennio sarà compreso **tra l'1,5 ed il 2% del Pil**, con i maggiori effetti a partire dal 2013 quando verranno a scadenza anche le agevolazioni fiscali introdotte da Bush. **Per questo la crescita attesa per il prossimo biennio difficilmente potrà superare il potenziale del 2%** soprattutto alla luce del recente rallentamento (+1,3% t/t annualizzato la crescita del secondo trimestre 2011), **spingendo così la Fed a mantenere una politica accomodante per un periodo di tempo più lungo delle attese**.

Area Euro



Fonte: Datastream, Bloomberg





➢ In attesa del dato preliminare sul Pil relativo al secondo trimestre 2011, che verrà diffuso a metà agosto, **giungono segnali di rallentamento della crescita in Area Euro**. A maggio la **produzione industriale continua nel suo trend di decelerazione**, registrando un progresso decisamente inferiore alle attese (+4% a/a vs il +4,8% di consensus); benché a maggio siano tornati ad accelerare gli ordini industriali dell'area (+15,5% a/a), quelli tedeschi di giugno **hanno decelerato**, anche se meno del previsto (+9,5% a/a da +11,7%); nello stesso mese **le immatricolazioni di nuove auto in UE sono risultate fortemente negative** (-8,1% a/a). Torna negativa su base congiunturale anche la produzione edile di maggio (-1,1% m/m). **I principali indicatori anticipatori** (Zew -ancora negativo per il secondo mese consecutivo-, Ifo, Pmi manifatturiero e Pmi servizi) **tutti in calo a luglio**, continuano a segnalare prospettive deboli per il futuro. Ma **è soprattutto la crisi del debito che affligge alcuni paesi UE a destare preoccupazioni sulla tenuta del recupero europeo**, con la Bce ed il Fmi che più volte hanno richiamato l'attenzione sulla presenza di "**seri rischi di contagio**" all'interno dell'Area Euro. Sono stati pubblicati poi i risultati dello stress test sui principali istituti di credito europei: dai risultati è emerso che **8 delle 90 banche prese in esame** (tra cui 5 banche spagnole, due greche ed una austriaca) non hanno superato la prova, detenendo un Core Tier1 inferiore al 5%. Tuttavia **i regolatori dell'EBA non hanno incluso nel test il default ellenico**; secondo uno stress test parallelo condotto da JP Morgan su 27 istituti europei, **20 non avrebbero superato l'esame**; la ricapitalizzazione necessaria in questo caso agli istituti "bocciati" sarebbe risultata di 80Mld€.

➢ A giugno le vendite al dettaglio, pur rimanendo negative, **recuperano più del previsto** (-0,4% a/a da -1,9%), ma la fiducia dei consumatori di luglio scende.

➢ Gli interventi restrittivi della Bce iniziano ad impattare sul livello dei prezzi, **con il Cpi stimato di luglio che scende al 2,5% a/a dal 2,7% precedente** (in controtendenza l'inflazione tedesca che nello stesso mese sale leggermente). Anche il PPI di giugno decelera, in linea con le attese, al 5,9% a/a dal 6,2%. **La disoccupazione a giugno si mantiene ancora al 9,9%** (quarto mese consecutivo); la massa monetaria M3 di giugno cresce del 2,1% a/a dal +2,5% di maggio. Pareggio per **la bilancia commerciale dell'Eurozona di maggio**, dopo il deficit di €4,8Mld registrato ad aprile.

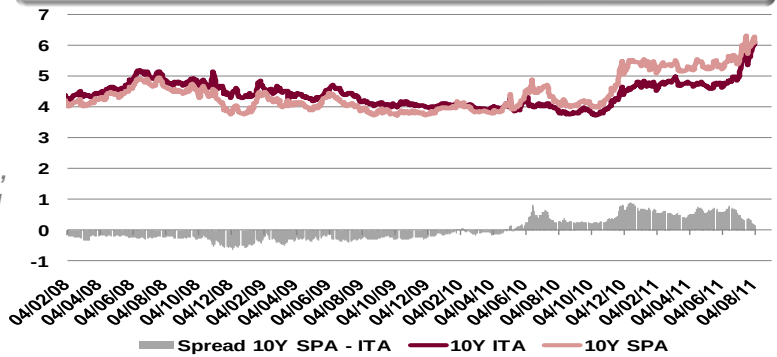
Il salvataggio di Atene ed il rischio contagio

Spread vs bund per i periferici dell'Area

	SPREAD vs. BUND 10Y			VARIAZIONE	
	Last price	-1W	- 1M	-1W	- 1M
PRT	893,0	820,4	789,0	72,6	104,0
IRL	810,6	854,3	856,2	-43,7	-45,6
ITA	391,2	319,4	189,2	71,8	202,0
GRE	1287,9	1214,2	1342,7	73,7	-54,8
ESP	399,1	340,1	237,8	59,0	161,3

Fonte: Datastream, Bloomberg

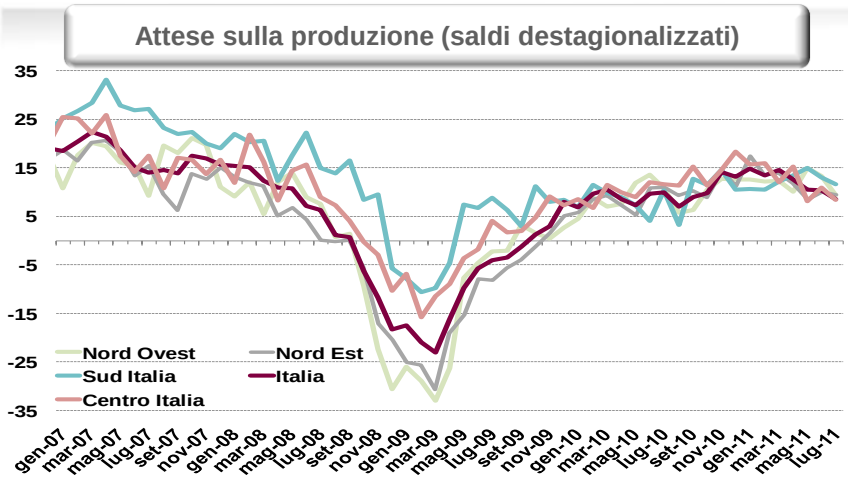
Lo spread fra il decennale italiano e quello spagnolo

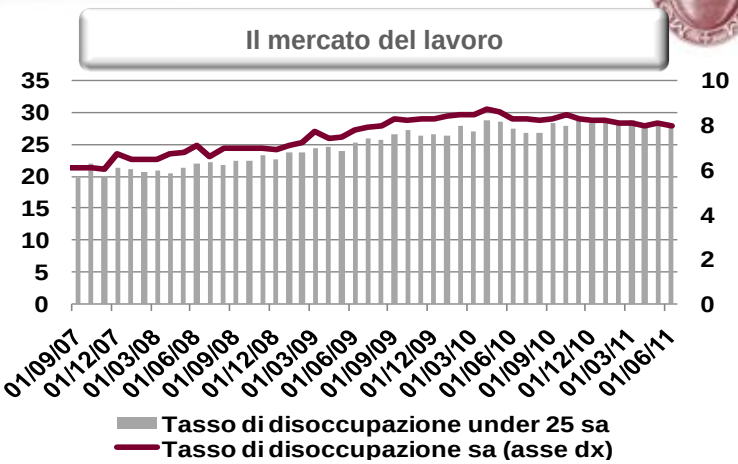


➢ Durante il vertice di metà luglio i leader UE hanno raggiunto l'intesa sul nuovo salvataggio di Atene, al quale parteciperanno anche gli investitori privati (su base volontaria), adottando un vero e proprio **"Piano Marshall" da €159Mld**, €73Mld dei quali provenienti dall'EFSF, €36Mld dal FMI e €50Mld dalle istituzioni finanziare. **All'Efsf sarà permesso acquistare obbligazioni sul mercato secondario**, se la BCE lo riterrà necessario per combattere la crisi, ed il Fondo di emergenza potrà offrire ai paesi in difficoltà **linee di credito flessibili**. I finanziamenti dell'Efsf verso la Grecia, verranno "**allungati" dagli attuali 7,5 ad almeno 15 anni, con i nuovi prestiti che saranno offerti ad un tasso del 3,5%** (dal 4,5% attuale), mentre rimane da stabilire se sarà utilizzato buyback o roll-over dei titoli greci. Nel caso si giungesse alla dichiarazione di default selettivo dei bond ellenici, i funzionari UE starebbero studiando **l'utilizzo di garanzie per mantenere tali bond "eligible" presso la BCE**. Le agenzie di rating hanno tuttavia reagito: **Moody's** ha tagliato di tre notch il giudizio sul debito greco, da Caa1 a Ca (con outlook 'developing'), **lasciandolo appena di un notch sopra il livello che indica il default**; secondo l'Agenzia, il secondo pacchetto di aiuti deciso dai leader della Zona Euro, renderà più facile la riduzione del debito ellenico, ma non riuscirà a scongiurare il rischio di un default del Paese (eventualità che Moody's considera probabile al 100%). Anche **Fitch** ha annunciato che il rating di Atene sarà messo **in "restricted default"** (rating assegnato quando l'insolvenza non sfocia in bancarotta).

➢ Ma **l'assenza di una definizione di un meccanismo automatico di salvataggio**, assieme all'incertezza **sulla tempistica con cui l'Efsf riceverà i nuovi poteri** (probabilmente dopo settembre, in quanto è necessario un passaggio di ratifica nei parlamenti degli stati membri), contribuisce ad alimentare la volatilità dei mercati, con la speculazione che si concentra in particolare **verso il listino italiano e quello spagnolo**. **Moody's ha messo sotto osservazione il rating Aa2 della Spagna per un possibile downgrade**, prospettando un eventuale declassamento di un notch, mentre sono state indette **elezioni anticipate in Spagna** per il prossimo 20 novembre. **In Italia il potenziamento della manovra finanziaria** che garantirà il raggiungimento del pareggio di bilancio entro il 2014 (la correzione risulterà di €2,11Mld nel 2011, €5,58Mld nel 2012, €24,41Md nel 2013 e €47,9Mld nel 2014), non è servito a rassicurare gli investitori. Nella prima settimana di agosto lo spread fra decennale italiano e bund 10Y tedesco ha raggiunto **il livello record di 393 pb,** con il differenziale spagnolo più alto di soli **10 pb circa**; il rendimento massimo raggiunto dal **Btp a 10Y e risultato del 6,26%**, quello sul bono spagnolo di analoga scadenza del 6,45%. Secondo il London Telegraph anche i €440Mld a disposizione dell'EFSF, sarebbero insufficienti a sostenere una crisi gemella di Italia e Spagna: se si verificasse tale eventualità, sarebbero necessari **almeno 2 trilioni**, tenuto conto che **il solo debito italiano "tradable" sui mercati ammonta a circa €1500 Mld**.

Italia





Fonte: Datastream, Istat

- In attesa del dato sul Pil italiano relativo al II trimestre dell'anno (il consensus **prevede una leggera decelerazione rispetto al +1% a/a** registrato nel I trimestre) si delinea una "**crescita a ritmi moderati**" per il Bel Paese, come confermato dalle stime rilasciate dalla Banca d'Italia, nell'ultimo bollettino economico, che prevedono **Pil all'1% nel 2011 e all'1,1% nel 2012**. La tendenza ad un andamento senza spunti è confermata anche dai dati produttivi di maggio: **la produzione industriale**, corretta per i giorni lavorativi, **rallenta più del previsto** (all'1,8% a/a da +3,8% di aprile) ed è attesa confermarsi su tali livelli anche a giugno; anche **il fatturato decelera** registrando una variazione del 10,8% a/a dal +14,3% precedente; tuttavia nello stesso mese, **gli ordini industriali segnano un'accelerazione superiore alle attese** (+13,6% su base annua vs il 10,2% di consensus). **Negativo a luglio il mercato dell'auto**, con le immatricolazioni che registrano una forte contrazione (-10,7% a/a da -1,7% di giugno). **I principali leading indicators di luglio segnalano ancora incertezza**: se da un lato il Pmi servizi sale a 48,6 punti dai 47,4 precedenti (mantenendosi tuttavia ancora sotto la soglia dei 50 punti, linea di demarcazione tra recessione ed espansione) e recupera inaspettatamente anche il Pmi manifatturiero (a 50,1 punti dai 49,8 di giugno), **decisamente negativo risulta il dato sulla fiducia delle imprese** italiane che a luglio si porta a 98,5 punti dai 100,5 precedenti, toccando i livelli minimi da 12 mesi. In particolare, le attese di produzione delle imprese peggiorano in tutte le ripartizioni territoriali.
- Sul fronte dei consumi, le **vendite al dettaglio arretrano decisamente a maggio** (a -0,6% a/a da +2,2% precedente) e continua a diminuire a luglio, per il quarto mese consecutivo, la fiducia dei consumatori italiani (a 103,7 punti dai 105,8 precedenti).
- I dati preliminari sull'inflazione di luglio evidenziano, contrariamente alle attese di leggero ribasso, un **CPI nazionale stabile al 2,7% a/a**, **ancora sui massimi da novembre 2008**, **tuttavia l'IPCA scende molto più del previsto**, al 2,1% a/a dal 3% di giugno. **Decelerano leggermente a luglio i prezzi alla produzione**, al 4,7% a/a dal 4,8% di giugno, anche se le attese erano per un calo più consistente.
- Segnali di **leggero miglioramento a giugno sul mercato del lavoro,** con la disoccupazione preliminare che torna a scendere **all'8%**, dall'8,1% di maggio; il tasso di **disoccupazione giovanile nello stesso mese diminuisce al 27,8%, dopo che anche il dato di maggio è stato rivisto al ribasso** (al 28,2% dal 28,9 preliminare). **In allargamento a luglio il deficit del saldo di bilancio pubblico** (a 4 Mld€ dai 1,3Mld € di giugno).

Key indicators a confronto

	Periodo	Usa	Dato precedente	Area Euro	Dato precedente	Italia	Dato precedente
Pil a/a	Q1 2011	1,3*	0,4	2,5	1,9	1,0	1,5
Produzione industriale a/a	maggio-11	3,4**	3,3	4,0	5,2	1,8	3,8
CPI a/a	luglio-11	3,6**	3,6	2,5	2,7	2,7	2,7
CPI core a/a	giugno-11	1,6	1,5	1,6	1,5	2,1	1,8
Disoccupazione	giugno-11	9,2	9,1	9,9	9,9	8,0	8,1

** relativo al 2Q 2011*

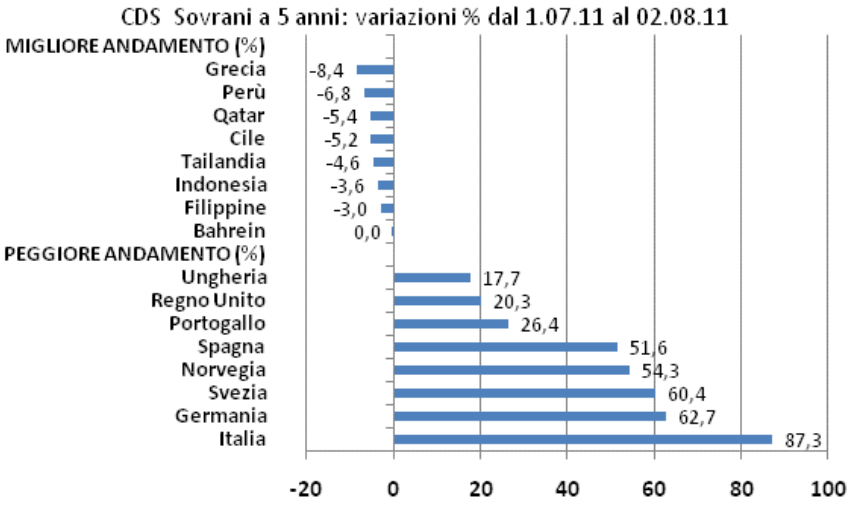
*** relativa al mese di giugno*

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

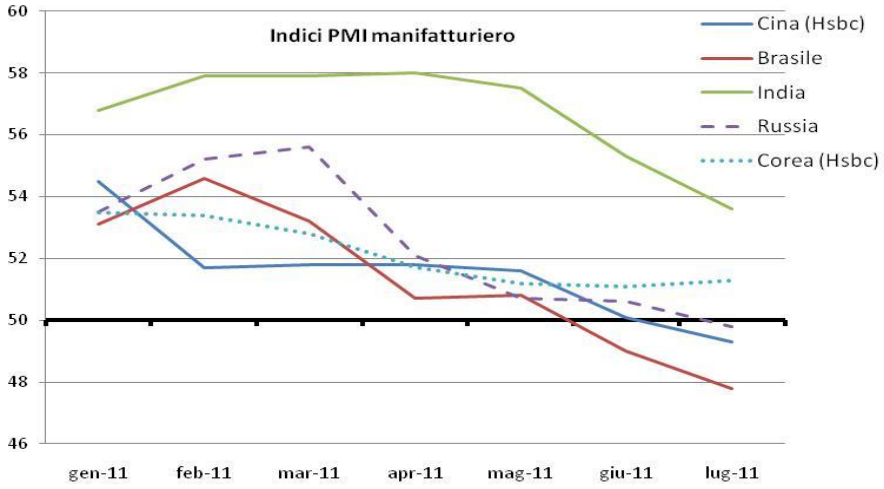
Fonte: Datastream, Bloomberg

Economie Emergenti: quali prospettive per il trimestre in corso?

Prosegue il riprezzamento del rischio sovrano…



…nonostante le più incerte prospettive per l'industria manifatturiera

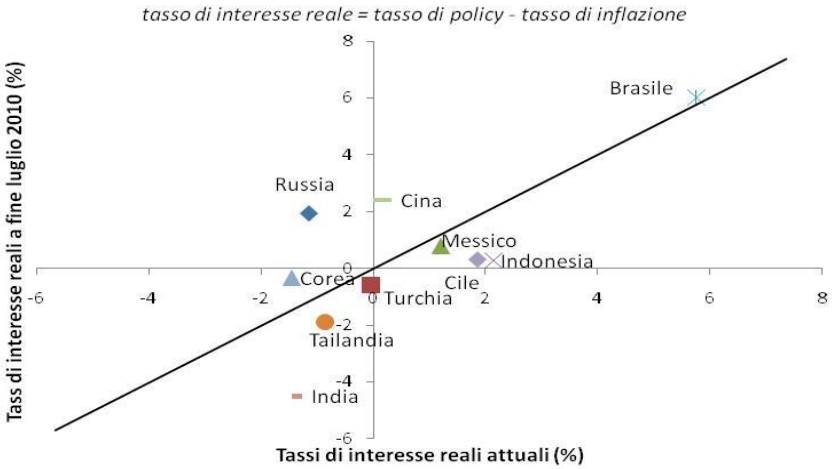


Elaborazione SMGRP su dati Bloomberg

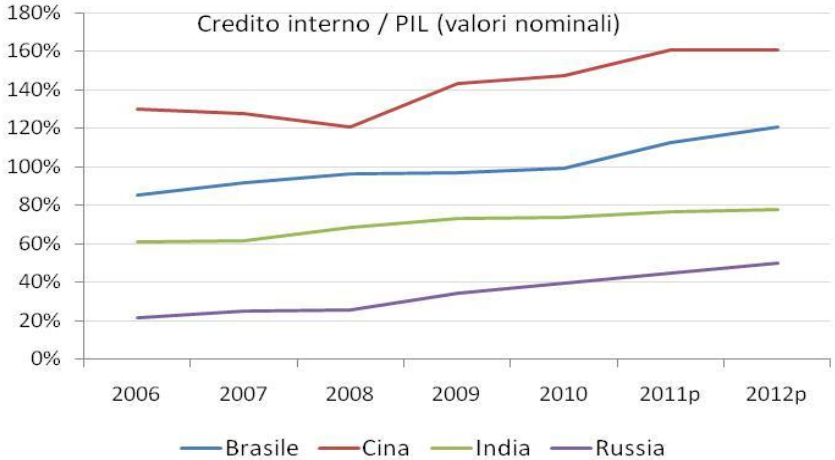
- Con l'attenzione degli operatori rivolta prevalentemente alla gestione del debito sovrano USA e alla sostenibilità del debito di alcuni paesi europei, **la (tuttora elevata) liquidità presente sui mercati continua a indirizzarsi in buona parte verso gli assets delle economie emergenti (EE)** che, nonostante le suddette tensioni, nel mese di luglio hanno riportato aumenti molto contenuti nei premi per il rischio paese (e in alcuni casi riduzioni, cfr. variazioni dei CDS a 5 anni, fig. di sinistra), per lo più concentrati nell'Europa Centro-Orientale. Contestualmente, anche i mercati azionari emergenti hanno sovraperformato quelli consolidati, registrando apprezzamenti significativi in alcuni paesi dell'America Latina (Perù e Venezuela) e asiatici (Tailandia e Indonesia).
- Sullo sfondo del relativamente buon andamento di mercato - e dopo che i dati ufficiali disponibili per Cina, Corea e Singapore hanno confermato l'atteso (cfr. anche scorso Monthly) rallentamento economico nel secondo trimestre rispetto al primo – **emergono però alcuni segnali che potrebbero indebolire le aspettative di crescita nel 3Q.** In particolare, **meno positive appaiono le prospettive per il settore manifatturiero**, come mostra l'ulteriore calo degli indici PMI nelle principali EE nel mese di luglio (rafforzando un trend evidente da aprile, v. fig. di destra), che in alcuni casi sono scesi al di sotto della soglia dei 50 punti che indica una fase espansiva: è il caso della Cina (Hsbc PMI in calo da 50,1 di giugno a 49,3 anche se il PMI "ufficiale" si attesta al 50,7), della Russia (da 50,6 a 49,8) e del Brasile (da 49 a 47,8). Secondo molti osservatori, tuttavia, tale andamento indicherebbe una **stabilizzazione su tassi più contenuti dell'aumento della produzione industriale**, piuttosto che una contrazione della stessa.

Economie Emergenti: maggiore attenzione all'indebitamento privato

In molti paesi le condizioni monetarie si fanno più restrittive…



…ma il credito continua a crescere nei BRIC



Elaborazione SMGRP su dati Bloomberg, IIF, EIU

➢ Dopo i significativi rialzi degli ultimi 12 mesi, nel mese di luglio la maggior parte delle Banche Centrali ha mantenuto invariati i tassi di riferimento (gli aumenti, tutti di 25 p.b., hanno riguardato solo Brasile, Colombia e Tailandia), facendo spesso riferimento a un'inflazione ritenuta adesso "sotto controllo". Ad oggi, infatti, **nella maggior parte delle EE esaminate i tassi di interesse reali** (approssimati dal differenziale fra tasso di policy e l'ultimo tasso di inflazione su base annua, v. fig. di sinistra) **sono superiori rispetto a luglio 2010,** sebbene rimangano negativi in Turchia (che oggi ha ridotto ancora il tasso di riferimento di 50 p.b. al 5,75%), Tailandia e soprattutto India. **Vi sono però importanti eccezioni**: è il caso di **Brasile** (tasso reale però sostanzialmente stabile intorno al 6%), **Corea** (tasso reale ancora più negativo vs. luglio 2010) ma soprattutto di **Russia** (visti i contenuti aumenti del tasso benchmark) e **Cina**, dove l'accelerazione dei prezzi al consumo è stata superiore agli aumenti del tasso di interesse di riferimento.

➢ **Nei c.d. BRIC, quindi, i bassi (o negativi) tassi di interessi reali continuano a favorire l'espansione del credito interno** (v. fig. di destra), frenata però, almeno in Cina e India, dai più stringenti coefficienti di riserva obbligatoria per le banche. **Tale aspetto**, come già evidenziato (cfr. Monthly di maggio), **potrebbe rappresentare una criticità in quanto si associa**: **i) a un crescente indebitamento del settore privato** (a fronte di una situazione delle finanze pubbliche in media relativamente solida) e principalmente dei consumatori. Secondo dati IIF, in particolare, il servizio del debito per le famiglie brasiliane salirà al 28% del loro reddito disponibile a fine 2011, quota pari al doppio di quella delle famiglie USA prima dello scoppio della crisi; **ii) a un deterioramento della qualità dei prestiti delle banche.** Lo stesso IIF prevede infatti nei prossimi mesi una crescita del peso delle sofferenze sui prestiti lordi: crescita più moderata in Russia - dove il boom dei NPLs è avvenuto nel 2009 e dove una significativa quota di prestiti è già stata ristrutturata – e più elevata in Cina, vista anche l'alta quota di finanziamenti destinati al settore immobiliare e agli enti locali, "segmenti" ritenuti più vulnerabili.

Contatti

Area Pianificazione Strategica, Research & IR
Alessandro Santoni

Research
Stefano Cianferotti

Investor Relations
Elisabetta Pozzi

Pianificazione Strategica e Business Development
Marco Torre

Macroeconomia e Congiuntura

Lucia Lorenzoni – Nicola Zambli

Rating e Debito

Simone Maggi – Paola Fabretti

Pianificazione Strategica
Antonio Cillis – Laura Governi – Catia Polli
Anna Di Giuliano

Mercati Creditizi

Marcello Lucci – Antonella Rigacci
Raffaella Stirpe – Claudia Ticci

Distretti e Territori

Pietro Ripa – Giuseppe Alfano

Business Development

Giovanni Papiro – Guido Poli
Cesare Limone – Lorenzo Burelli

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 ringrazia 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