

7 Luglio 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



➤ Summary	pag. 3
➤ La riunione della Bce e le stime su crescita ed inflazione	pag. 4
➤ Tassi di riferimento e tassi di mercato	pag. 5
➤ Cosa scontano i mercati	pag. 6
➤ Congiuntura USA	pag. 7
➤ Congiuntura Area Euro	pag. 8
➤ Congiuntura Italia	pag. 9
➤ Italia: la manovra finanziaria	pag. 10
➤ Key indicators a confronto	pag. 11
➤ Economie Emergenti	pag. 12



➤ Come nelle attese, nella riunione odierna, la **Bce ha alzato il tasso di riferimento di 25 bps portandolo all'1,50%** con decisione all'unanimità. Trichet, in conferenza stampa, ha evidenziato che i rischi sui prezzi sono al rialzo e che la politica monetaria rimane accomodante, mentre il mandato della Bce resta la stabilità dei prezzi di medio periodo e con essa il mantenimento della fiducia in area Euro. Tuttavia il capo della BCE non lascia intendere l'inizio di una fase di rialzi consecutivi, anche perché, sebbene l'economia dell'Area si trovi in un "momento" positivo, nel secondo trimestre la crescita dovrebbe aver rallentato in un contesto di "elevata incertezza". Trichet ha ribadito con forza di voler evitare qualsiasi credit event ellenico, e **ha aggiunto che i bond portoghesi saranno accettati dalla Bce nelle aste di rifinanziamento come collateral** malgrado la recente decisione di Moody's. **L'ipotesi di un tasso di riferimento all'1,50% a fine 2011 è ancora realistica. Nonostante non si escluda la possibilità di una nuova manovra sui tassi da 25bps in autunno**, il cambio al vertice dell'Eurotower potrebbe posticipare ulteriori rialzi sui tassi all'inizio 2012.

➤ Nonostante il dato finale sulla crescita USA nel I trim. 2011 **sia stato rivisto al rialzo** (a 1,9% t/t annualizzato da +1,8% anticipato), Bernanke abbassa le stime di crescita, sottolineando che **la ripresa sarà più lenta del previsto e la politica monetaria rimarrà accomodante "per lungo tempo"**. Tuttavia i dati produttivi di maggio segnalano una **stabilizzazione**, ed alcuni leading indicators di giugno puntano verso un **leggero miglioramento economico per la seconda parte dell'anno**. A maggio giungono inoltre alcuni **segnali incoraggianti dal mercato immobiliare** (nonostante il continuo calo dei prezzi degli immobili); ma disoccupazione elevata e **crescenti tensioni sui prezzi** (+3,6% a/a per il CPI di maggio) costituiscono fattori di incertezza. Entro **agosto** inoltre dovrà essere necessariamente raggiunto **l'accordo sull'innalzamento del tetto sul deficit federale, per scongiurare il rischio che il rating USA venga posto in "restricted default"**.

➤ **Si consolida la crescita in Area Euro** (+2,5% a/a il Pil nel I trim. 2011), anche se in Germania la PI di maggio rallenta e lo Zew di giugno torna in negativo dopo oltre due anni. Oltre alla **debolezza dei consumi**, l'**elevata inflazione** (+2,7% a/a a giugno), le **tensioni occupazionali** preoccupa soprattutto **la crisi del debito**: l'approvazione da parte del governo ellenico della manovra da €78Mld, ed il conseguente **via libera da parte dei ministri finanziari UE alla tranche da €12Mld** in favore di Atene, non stabilizza i mercati (gli spread vs bund 10Y dei periferici toccano nuovi massimi). **Il probabile slittamento a settembre del nuovo pacchetto di aiuti alla Grecia** (altri €110Mld), i moniti delle agenzie di rating che potrebbero **considerare "default" il rollover volontario sul debito greco** proposto da istituzioni francesi e tedesche, ed **il downgrading del debito portoghese a junk** da parte di Moody's, con Lisbona che potrebbe richiedere nuovi fondi di emergenza, gettano "ombre" sulla crescita dell'Area.

➤ **Confermata la decelerazione in atto per l'economia italiana** (all'1% a/a il Pil nel I trimestre 2011, dall'1,5% del trim. precedente) ed i dati produttivi evidenziano la prosecuzione di **un trend di crescita piuttosto flat intorno questi valori per il proseguo dell'anno** (ci attendiamo un Pil italiano allo **0,9% nel 2011**). Anche **Prometeia** oggi ha presentato stime di crescita sostanzialmente invariate nei prossimi 4 anni: 0,9% nel 2011 che nel 2012, 0,8% nel 2013 e 1% nel 2014. I principali indicatori anticipatori di giugno **prefigurano prospettive incerte per il futuro**, mentre **l'inflazione rimane elevata (2,7%)**, sui massimi da novembre 2008, mentre **la disoccupazione torna ad avanzare a maggio**; sorprendentemente positive invece le vendite al dettaglio di aprile. Il tema dei conti pubblici è il vero *market mover* con i mercati che si concentrano **sull'approvazione della manovra finanziaria da circa €68Mld che consentirà al Governo italiano di raggiungere l'obiettivo di pareggio del deficit nel 2014**: 2Mld sul 2011, 6Mld nel 2012, 20Mld nel 2013 e 40Mld nel 2014, finanziati per gran parte con tagli alle spese. L'impatto della manovra complessiva sarà di circa il 4% del Pil.

➤ L'analisi dei dati relativi a vendite al dettaglio, export e produzione industriale ad aprile e maggio conferma l'atteso rallentamento "ordinato" delle economie emergenti (EE) nel 2Q2011, che peraltro sembra già scontato nelle curve dei rendimenti dei bond sovrani.

La riunione della Bce e le stime su crescita ed inflazione



- In occasione della riunione di oggi la Bce, come nelle attese, ha alzato il tasso di riferimento all'**1,50%**, con decisione all'unanimità del consiglio direttivo. Trichet, in conferenza stampa, ha evidenziato che i **rischi sui prezzi sono al rialzo e che la politica monetaria rimane accomodante**, mentre il mandato della Bce resta la stabilità dei prezzi di medio periodo e con essa il mantenimento della fiducia in area Euro. Tuttavia il capo della BCE non lascia intendere al momento l'inizio di una fase di rialzi consecutivi, anche perché, sebbene **l'economia dell'Area si trovi in un "momento" positivo**, nel secondo trimestre la crescita dovrebbe aver rallentato in un contesto di **"elevata incertezza"**.
- **L'ipotesi di un tasso di riferimento all'1,50% a fine 2011 è ancora realistica. Nonostante non si escluda la possibilità di una nuova manovra sui tassi da 25bps in autunno**, il cambio al vertice dell'Eurotower, che avverrà in novembre, potrebbe posticipare ulteriori rialzi sui tassi all'inizio 2012. **I tassi impliciti sui contratti future Euribor dopo l'intervento odierno di Trichet rimangono poco variati**, mentre sui mercati rimangono altri fattori di incertezza come la prossima pubblicazione degli stress test bancari, che dovrebbe giungere nella seconda metà della prossima settimana, ed in primis la difficile risoluzione della crisi del debito dei paesi periferici.
- La consueta sessione delle domande e risposte si è focalizzata su temi collegati alla situazione dei conti pubblici in area Euro, dopo gli ultimi eventi che hanno fatto crescere tra gli investitori il timore che la situazione rischi di andare fuori controllo. Relativamente alla questione del debito dei paesi periferici, **Trichet ha ribadito con forza di voler evitare qualsiasi credit event** e qualsiasi insolvenza selettiva ed ovviamente il default. Per evitare che ci siano eccessive tensioni sui mercati, il consiglio direttivo ha deciso che **per i titoli portoghesi verrà sospeso il requisito minimo necessario** ai bond per essere accettati come **collateral** nelle operazioni di rifinanziamento presso la Bce, mentre nessun tipo di commento è stato fatto in tema di Eurobond, a conferma di come al momento tale ipotesi non sia tra le preferite dell'Eurotower per la soluzione della crisi del debito sovrano.
- In UK, **la BoE mantiene invariati tassi d'interesse allo 0,50%**: malgrado il recente rialzo dell'inflazione l'incertezza relativa alla crescita rischia di spingere le autorità a mantenere accomodante la politica monetaria ancora a lungo.

Tassi di riferimento e tassi di mercato



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

*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 7 luglio 2011

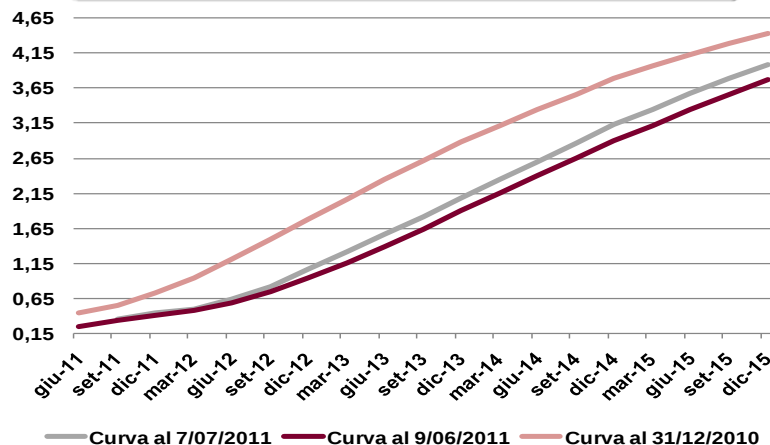
	Tassi Governativi Area Euro ed Usa								
	Attuale	Stime BMPS (media di periodo)				Consensus Forecast (fine periodo)			
Area Euro	07/07/11	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012
euribor 3m	1,58%	1,70%	1,80%	2,05%	2,15%	1,69%	1,96%	2,19%	2,37%
2Y	1,58%	1,90%	2,00%	2,20%	2,35%	1,99%	2,30%	2,48%	2,57%
10Y	2,97%	3,35%	3,40%	3,50%	3,60%	3,37%	3,53%	3,67%	3,72%
Stati Uniti									
libor 3m	0,25%	0,31%	0,40%	0,60%	0,85%	0,32%	0,42%	0,63%	0,88%
2Y	0,47%	0,60%	0,90%	1,20%	1,45%	0,67%	0,95%	1,29%	1,58%
10Y	3,16%	3,30%	3,55%	3,75%	3,85%	3,36%	3,62%	3,81%	3,95%

*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 7 luglio 2011

Cosa scontano i mercati

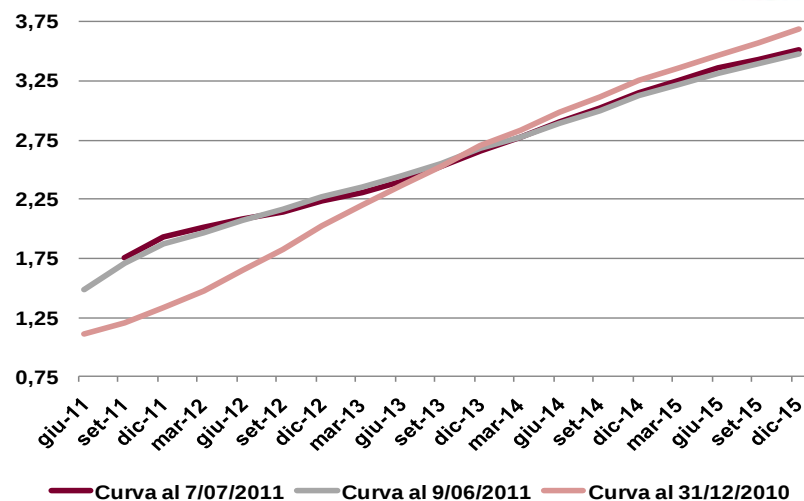


Usa: Libor 3M future

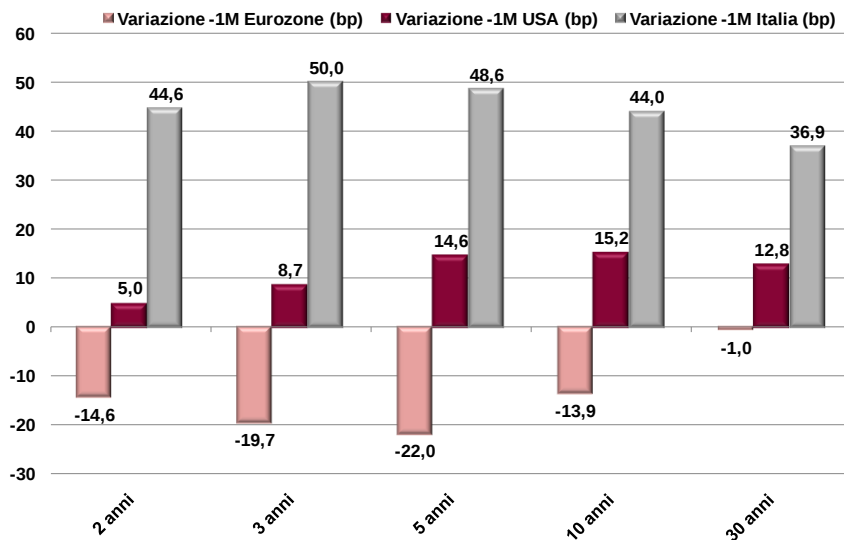


Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

Area Euro: Euribor 3M future



Italia, Area Euro, Usa: Variazione tassi governativi da inizio mese

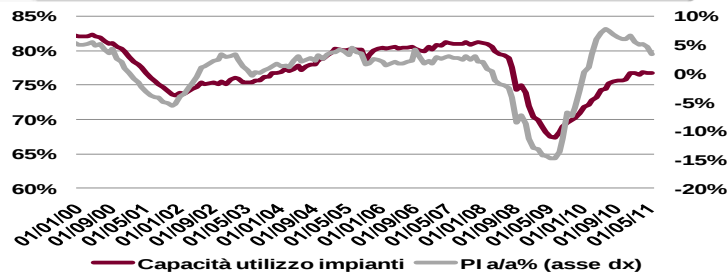


➤ Dopo l'intervento odierno di Trichet i tassi impliciti sui contratti future Euribor sono leggermente scesi sulle scadenze 2011 e saliti a partire dal 2012. **Il mercato prezza un altro rialzo entro fine anno da 25 bps e si attende tassi al 2% alla fine del prossimo anno.** L'acuirsi della crisi sui debiti sovrani, il probabile rallentamento economico ed il cambio al vertice dell'Eurotower potrebbero rendere i rialzi più dilazionati nel tempo anche se confermiamo l'attesa del tasso di riferimento al 2% a fine 2012.

➤ In Usa dopo le parole di Bernanke che hanno praticamente confermato la fine del QE, i tassi impliciti sono tornati a salire nell'ultimo mese, anche se il **mercato posticipa alla seconda metà del 2012 un eventuale manovra sui tassi.**

➤ Nell'ultimo mese **in ribasso i tassi dei titoli benchmark governativi in Area Euro**, mentre tornano a salire quelli Usa nel timore che senza un rialzo del tetto sul deficit il paese possa risultare insolvente. **Forte rialzo dei rendimenti italiani con il tasso a 10 anni che oggi ha sfiorato il 5,20% e lo spread vs bund che ha superato i 200 bps.**

Produzione e capacità di utilizzo degli impianti



Fonte:
Datastream,
Bloomberg

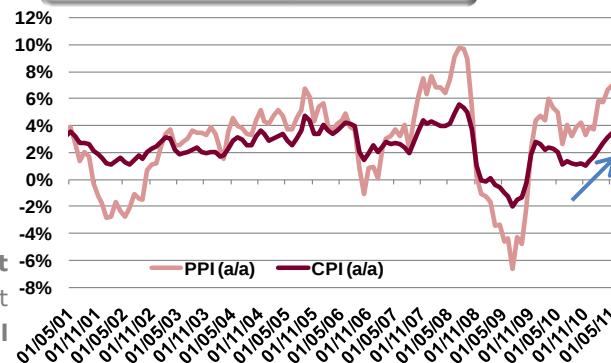
➤ Il dato finale sulla crescita USA del I trim. 2011 **viene leggermente rivisto al rialzo** (a **+1,9% t/t annualizzato** dall'1,8% anticipato) ma **evidenzia comunque la brusca frenata rispetto** al +3,1% t/t annualizzato di fine 2010. Secondo le nuove stime rilasciate dalla Fed **la crescita 2011 si attesterà tra il 2,7%-2,9%** (dal 3,1%-3,3% precedentemente stimato) e nel 2012 tra il 3,3%-3,7% (rispetto al 3,5%-4,2% precedente). **Bernanke ha dichiarato che la ripresa sarà più lenta del previsto e che la politica monetaria rimarrà accomodante "per lungo tempo"**, non alludendo a nessun nuovo piano di QE. La Commissione Bilancio stima inoltre che **il debito federale a fine anno potrebbe superare la soglia del 70% del Pil**, mentre si avvicina la scadenza **del 2 agosto** entro cui è necessario aumentare il tetto sul debito USA per garantire pagamenti previsti per il 15 agosto; se ciò non avvenisse il rating statunitense **potrebbe essere posto in "restricted default"**. I dati produttivi di maggio evidenziano una certa **stabilizzazione**, con la PI che registra un modesto +0,1% m/m, e la capacità di utilizzazione impianti invariata al 76,7% come ad aprile; inferiori al previsto ma in rialzo, gli ordini di fabbrica (+0,8% m/m), mentre gli ordini di beni durevoli salgono più delle attese (+1,9% m/m da -2,7%). **E' atteso per la seconda parte dell'anno un leggero miglioramento**, come sottolineano alcuni leading indicators di giugno (sale il Pmi Chicago, il Richmond Fed, l'ISM manifatturiero) tuttavia **la situazione rimane incerta** (in calo il Fed Dallas, il Philadelphia Fed, la Manifattura dello Stato di New York e l'ISM servizi).

➤ A maggio, le vendite al dettaglio anticipate flettono, anche se meno del previsto (-0,2% m/m vs il -0,5% atteso), e **permane incertezza sulla tenuta dei consumi**, con la fiducia dei consumatori e quella rilevata dall'Università del Michigan entrambe in calo a giugno. **A maggio la spesa personale rimane al palo** (+0% m/m), mentre il reddito personale avanza dello 0,3% m/m, vs il +0,4% atteso.

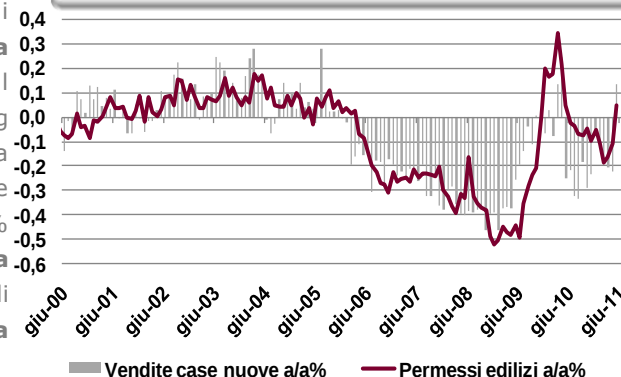
➤ **Giungono alcuni segnali incoraggianti dal mercato immobiliare**: a maggio i permessi edilizi concessi salgono molto più del previsto (oltre le 600.000 unità), le vendite di case nuove avanzano del 13,5% a/a e quelle di case in corso del 15,5% a/a; su base congiunturale le vendite di case esistenti calano (-3,8%) ma meno del previsto, mentre la spesa edilizia continua a ridursi (-0,6% come ad aprile). **Ancora in calo i prezzi degli immobili** (-3,96% a/a per l'indice S&P/Case-Shiller Composite-20 di aprile).

➤ **Sempre elevata la disoccupazione che è attesa a giugno invariata al 9,1%** (stesso valore di maggio), anche se le nuove richieste di sussidio nella scorsa settimana sono aumentate meno delle attese. **Ancora tendenze al rialzo dei prezzi, con il Cpi di maggio al 3,6% a/a dal 3,2%** (in accelerazione anche la versione "core" che sale dell'1,5% a/a dall'1,3% di aprile); **in salita anche i prezzi alla produzione di maggio al 7,3% a/a dal 6,8% precedente**.

L'andamento dei prezzi

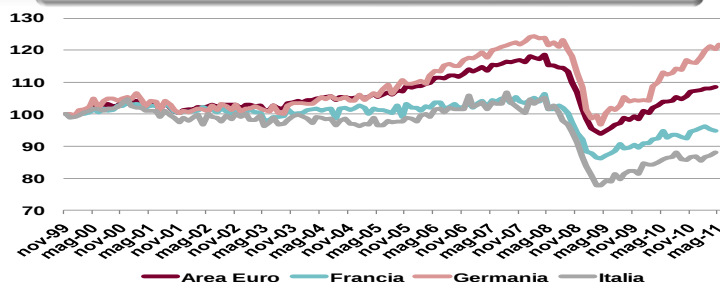


Il mercato immobiliare



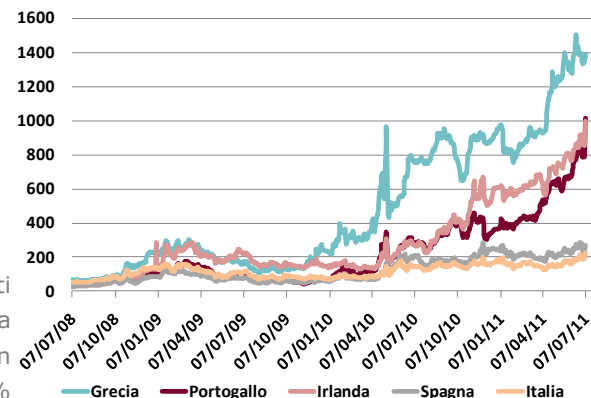


L'andamento della produzione

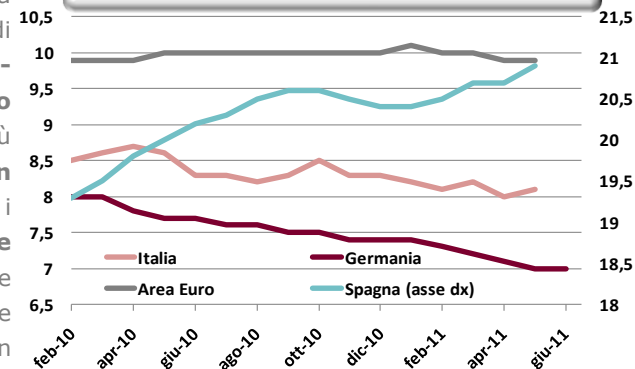


Fonte: Datastream, Bloomberg

Spread vs bund per i periferici dell'Area



La disoccupazione



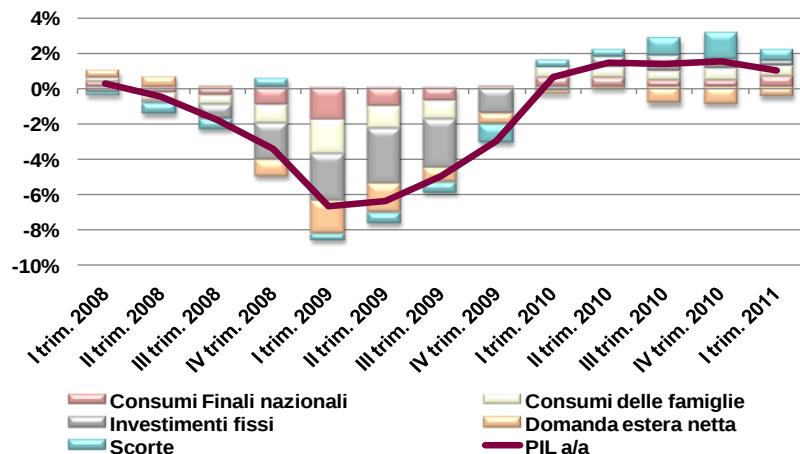
➤ **Tiene la crescita in Area Euro** (confermato al +2,5% a/a il Pil nel I trim. 2011), anche se gli ultimi dati produttivi diffusi in Germania e relativi al mese di maggio mostrano segnali di un modesto rallentamento. La produzione tedesca cresce, infatti, del 7,6% a/a, dal 9,3% di aprile e gli ordinativi industriali, seppur in accelerazione (+12,2% a/a) mostrano un forte rallentamento della domanda estera (al +6,5% dal +13,9% di aprile). Ad aprile in rallentamento anche la PI dell'Area (+5,2% a/a, dal +5,8% a/a di marzo), e gli ordini industriali si mostrano inferiori alle attese (+8,6% a/a vs il +14% di consensus). Recupera invece la produzione edile (+0,7% m/m ad aprile) ed il mercato dell'auto (+7,1% a/a per le immatricolazioni di maggio). A giugno i PMI (servizi e manifattura) arretrano, ma **è soprattutto lo Zew a tornare negativo (-5,9 p.) dopo oltre due anni**; l'Ifo tedesco flette nella componente legata alle aspettative. **Dopo l'approvazione da parte del governo greco del pacchetto quinquennale da €78Mld** (28Mld di tagli più €50Mld derivanti da privatizzazioni) ed il via libera dei **ministri finanziari UE alla V tranche da €12Mld in favore di Atene**, lo spread tra decennale greco e bund 10Y si è leggermente ridotto dopo aver toccato i massimi di sempre (sopra i 1500 bps). Tuttavia **il probabile slittamento a settembre dell'erogazione del nuovo piano di aiuti alla Grecia** (da €110Mld), assieme ai moniti delle agenzie di rating che potrebbero **considerare "default"** le attuali intese sul rollover volontario del debito ellenico da parte delle banche francesi e tedesche, ed **il downgrading del debito portoghese a junk** (a Ba2 da Baa1 con outlook negativo) da parte di Moody's, alimentano l'incertezza, con i differenziali dei periferici sui massimi. In attesa dell'esito del nuovo stress test, i **regolatori di Basilea vorrebbero richiedere un buffer aggiuntivo del 2,5%** sul capitale degli istituti di importanza rilevante (**SiFi**), in cui **non potranno essere considerati i CoCos** (Contingent Convertible Bonds); possibile inoltre la richiesta di buffer aggiuntivo dell'1% per banche che cresceranno in dimensione e interscambi.

➤ A maggio **le vendite al dettaglio arretrano più delle previsioni** (-1,9% a/a da +1,1%), e la fiducia dei consumatori di giugno segna un modesto recupero.

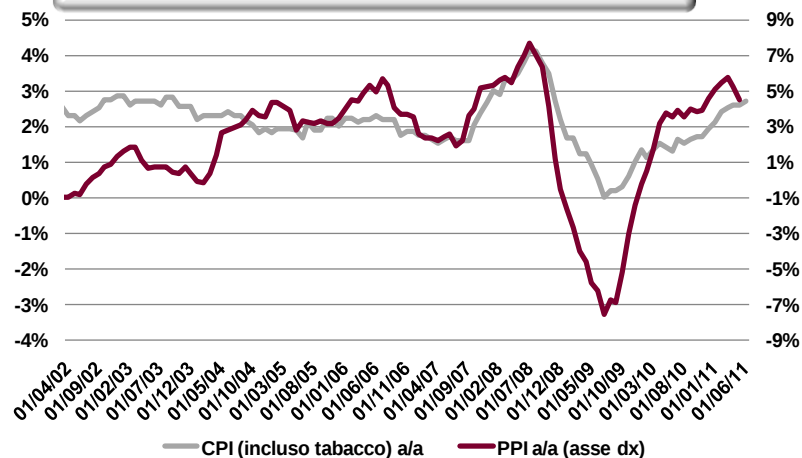
➤ **Ancora elevata l'inflazione** (al 2,7% a/a il CPI stimato di giugno), **ma l'indicatore non accelera come invece avevano previsto gli analisti. L'indice dei prezzi alla produzione nel mese di maggio cresce del 6,2% a/a dal 6,7% precedente. La disoccupazione si mantiene ancora elevata a maggio e stabile al 9,9%** per il terzo mese consecutivo (la disoccupazione tedesca di giugno rimane al 7%, sui livelli minimi dalla Riunificazione); la massa monetaria M3 di maggio sale del 2,4% a/a dal +2% di aprile. **Deficit per la bilancia commerciale dell'Eurozona ad aprile** (da +1,6Mld € a -4,1 Mld €).



I contributi alla crescita italiana



L'andamento dei prezzi

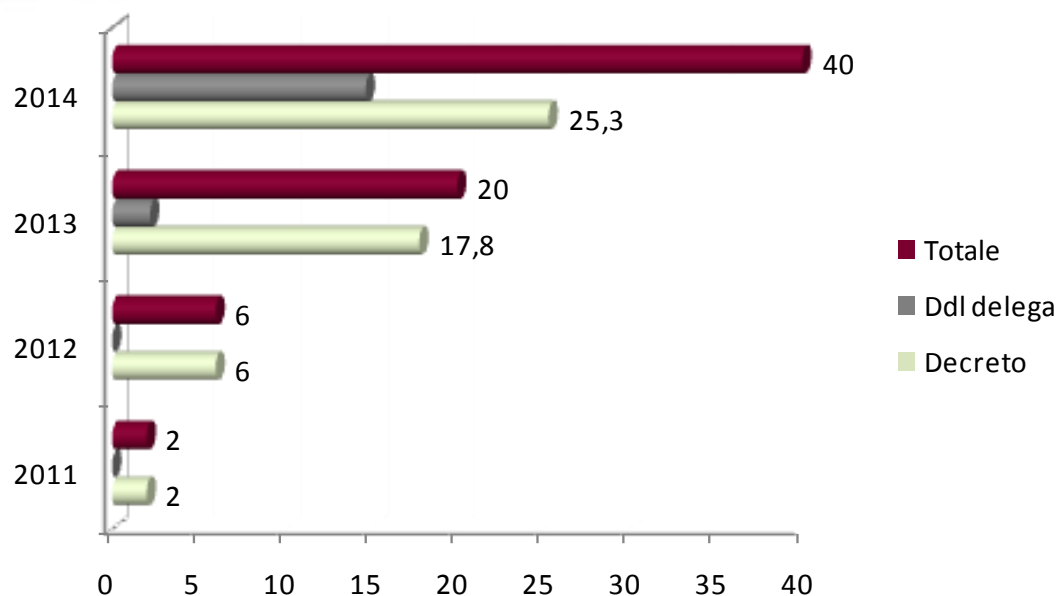


➤ Il dato definitivo sulla crescita italiana relativa al primo trimestre dell'anno, **conferma la decelerazione in atto**, con il Pil che **avanza dell'1% a/a** dall'1,5% a/a del trimestre precedente; ancora negativo il contributo alla crescita della domanda estera netta. **I dati produttivi sembrano evidenziare la prosecuzione di un trend di crescita piuttosto flat intorno all'1% per il proseguo dell'anno** (secondo le nostre stime, il Pil italiano dovrebbe attestarsi allo **0,9% nel 2011**): la produzione industriale (wda), che ad aprile aveva registrato una crescita del 3,7% a/a, è infatti attesa in rallentamento a maggio, gli ordini industriali hanno mostrato una brusca frenata ad aprile (+5,8% a/a, dal +21,2% di marzo) e le immatricolazioni di nuove auto a giugno sono tornate negative su base tendenziale (-1,7%, dal +3,6% di maggio). Il fatturato continua invece ad aumentare (+14,2% a/a, ad aprile da +12,2%). Le prospettive per il futuro rimangono all'insegna della debolezza, **con i principali indicatori anticipatori** (PMI manifatturiero, Pmi servizi, fiducia delle imprese) **tutti in calo più delle attese a giugno**.

➤ Sul fronte dei **consumi**, **ad aprile le vendite al dettaglio si mostrano inaspettatamente in forte progresso** (+2,5% a/a, dal -2,1% a/a di marzo) e la fiducia dei consumatori di giugno, seppur in calo (a 105,8 punti dai 106,5 precedenti), **arretra meno del previsto**.

➤ I dati preliminari sull'inflazione di giugno mostrano **un CPI nazionale in rialzo al 2,7% a/a**, livello massimo da novembre 2008, sul cui andamento hanno inciso particolarmente **gli aumenti dei prezzi legati ai trasporti** (in particolare dei biglietti aerei), mentre l'IPCA si mantiene stabile **al 3% a/a** come il mese precedente. **I prezzi alla produzione invece continuano a rallentare**, attestandosi a maggio al 4,8% a/a dal +5,6% a/a di aprile.

➤ **Incerta la situazione sul mercato del lavoro a maggio**, con la disoccupazione preliminare che torna ad **avanzare all'8,1%**, dall'8% di aprile; ma è **soprattutto la disoccupazione giovanile a preoccupare**, riportandosi al 28,9% vicinissima ai massimi di inizio anno. Per la prima volta da gennaio, **il deficit del saldo di bilancio pubblico torna ad allargarsi a giugno** (a 1,3Mld di euro dai -5Mld di maggio). In approvazione **la manovra finanziaria da circa €68Mld** che consentirà di raggiungere l'obiettivo del pareggio del deficit nel 2014.



- Dopo il via libera del Quirinale, la manovra finanziaria, più volte ritoccata, prende forma, delineandosi con essa anche le varie componenti da cui è costituita. In totale i Mld di € sono 68, spalmati nel triennio 2011-2014, per un peso sul Pil di circa il 4%. Il decreto prevede una serie di tagli alle spese e incrementi alle entrate per raggiungere, nel 2014, il pareggio di bilancio. Per raggiungere l'obiettivo è stato necessario un Ddl delega fisco-assistenziale che è stato inserito successivamente per colmare una mancanza di circa 15 Mld.
- La manovra ricade soprattutto sul biennio 2013-2014. Si prevedono infatti 2 Mld nel 2011, 6 Mld nel 2012, 20 Mld nel 2013 (di cui 17,8 dal decreto legge e 2,2 dal Ddl delega) e 40 Mld nel 2014 (di cui 25,3 dal decreto legge e 14,7 dal Ddl delega). Ciò significa che l'impatto sarà sentito soprattutto nel 2013 e nel 2014 per un ammontare rispettivamente pari all'1,2% e al 2,4% del PIL circa.
- Le risorse giungono per lo più dai tagli alle spese, rispetto alle maggiori entrate, soprattutto per l'anno 2014, dove i primi finanziano circa il 68% della manovra annuale. Un comparto rilevante è quello degli enti locali (regioni, province e comuni), che subirà, nel biennio 2013-2014, tagli rilevanti pari al 16% del totale della manovra e allo 0,6% del PIL nazionale. Altri tagli riguardano i ministeri, 11 Mld in due anni (18% della spesa totale per il secondo biennio) e un peso sul PIL quasi uguale a quello dei tagli agli enti locali. Dal punto di vista delle maggiori entrate, è di primaria importanza l'aumento dell'Irap per banche e società finanziarie dal 3,9% al 4,65%, e al 5,9% per le assicurazioni. Tale manovra porterà nelle casse dello Stato 889 Mln nel 2012 e 480 nel 2013-2014.
- Più in dettaglio, oltre agli enti locali, alla finanza e ai ministeri, il provvedimento toccherà anche la pubblica amministrazione, la previdenza, i beni in concessione, i costi della politica, i costi della giustizia e della sanità.

Key indicators a confronto



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

* relativa al mese di maggio

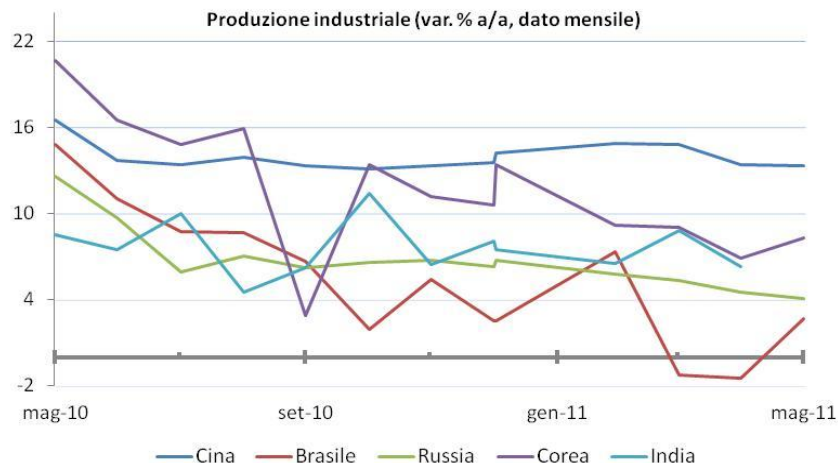
NB: Per l'inflazione italiana si considera Nic + tabacco

Fonte: Datastream, Bloomberg

Economie Emergenti: conferme di un rallentamento “ordinato” nel 2Q



La produzione industriale cresce a tassi inferiori rispetto a quelli medi del primo trimestre 2011



Attesi ulteriori (ma più contenuti) aumenti dei tassi di policy

Tassi di interesse di riferimento (% annuo)			(*) previsioni IIF
	Aprile 2011	Giugno 2011	Dicembre 2011 (*)
Cina	6,31	6,31	6,56 (*)
India	6,75	7,50	8,00
Corea	3,00	3,25	3,75
Russia	8,25	8,25	8,50
Turchia	6,25	6,25	7,75
Brasile	11,75	12,25	12,75
Cile	4,00	5,25	6,00
Messico	4,50	4,50	5,00

(*) tasso portato al 6,56% il 6 luglio

Elaborazione SMGRP su dati Bloomberg, IIF

➤ **L'analisi dei dati relativi a vendite al dettaglio, export e produzione industriale ad aprile e maggio conferma l'atteso rallentamento delle economie emergenti (EE) nel 2Q2011**, dovuto essenzialmente al proseguimento delle politiche economiche restrittive e all' "effetto Grecia", shock che si dovrebbe trasmettere alle EE soprattutto attraverso una riduzione della domanda estera, mentre minore appare per il momento il "contagio finanziario" (v. slide seguente). Si evidenzia in particolare una minore crescita della produzione industriale (PI) nei mesi in questione nelle principali EE (PI che a maggio denota tuttavia dinamiche positive, specie in Cina, +13,3% e Corea, +8,3%, v. fig. a sinistra), una **contenuta frenata del commercio mondiale ad aprile** (dopo l'espansione nel 1Q2011, cfr. *Monthly* di giugno) e il **calo degli indici PMI a giugno nei paesi "BRIC"**, indici che si mantengono però ovunque superiori alla soglia dei 50 punti, tranne che in Brasile.

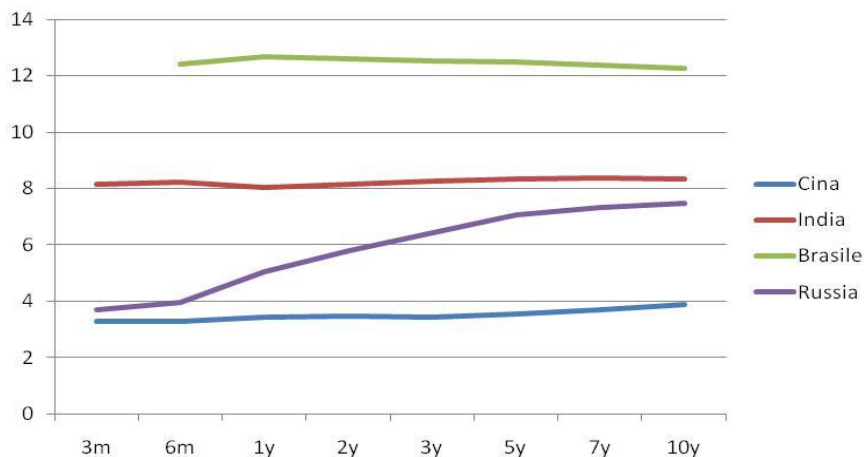
➤ **Il citato rallentamento non sta tuttavia "impedendo" alle Banche Centrali di proseguire nella loro fase restrittiva** (v. fig. a destra), sulla scorta della forza della domanda interna, dell'espansione del credito interno e dei prezzi degli assets nonché, soprattutto, del costante e **pressoché generalizzato aumento del tasso di inflazione**. Alcune BC hanno tuttavia moderato la portata dei loro interventi, tuttora frenate dal timore che altri aumenti dei tassi possano attrarre ancora più capitali (è il caso di Brasile, Cile e India); diverso il discorso per le economie dell'Europa Centro-Orientale, le cui autorità monetarie nell'ultimo mese hanno lasciato invariati i tassi di policy (Ungheria, Polonia e Romania), principalmente sulla scorta del suddetto "effetto Grecia", visto che i loro (strutturali) deficit di parte corrente potrebbero aggravarsi a seguito di una minore domanda proveniente dall'area Euro. Sotto questo aspetto, i paesi più vulnerabili sembrano essere Turchia, Ungheria, Rep. Ceca, Bulgaria e Romania.

Economie Emergenti: rallentamento “ordinato” già scontato dal mercato?



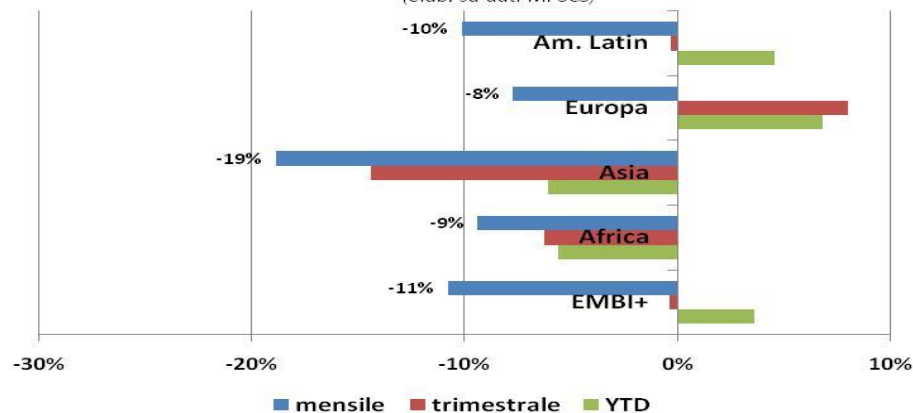
Appiattimento delle curve dei rendimenti (bond sovrani, tassi %)...

...anche in virtù dei minori premi per il rischio paese



Elaborazione SMGRP su dati Bloomberg, Oxford Analytica

Variazione Embi+ spreads: generico e di area (ultimo dato al 1.07.2011)
(elab. su dati MPSCS)



➤ Nel corso dell'ultimo mese, per contenere le spinte inflattive alcune economie asiatiche hanno lasciato anche che si apprezzassero i tassi di cambio nominali rispetto all'USD (Corea, Malesia e Filippine in primis). Per lo stesso motivo continua ad aumentare il ricorso a misure quantitative come l'aumento dei coefficienti di riserva obbligatoria, di recente attuato nelle Filippine, in Turchia (dove però cresce ancora il credito interno e con esso il già elevato deficit commerciale del paese, che sta anche favorendo il deprezzamento nominale della lira turca vs. USD) e in **Cina, dove una maggiore "disciplina creditizia" si rende necessaria anche alla luce dell'elevata esposizione delle banche vs. gli enti territoriali domestici**, stimata da Moody's a RMB 11.000 mld, pari al 28% del PIL. Dall'altro lato, l'alto debito degli enti locali potrebbe spingere il governo di Pechino ad attuare politiche fiscali più restrittive, in un **momento in cui nelle EE proprio le politiche di bilancio dovrebbero farsi almeno in parte carico degli oneri della lotta all'inflazione e, più in generale, del perseguimento dell'obiettivo di "rallentamento ordinato"**.

➤ Quest'ultimo sembra peraltro già "scontato" nei tassi di interesse dei bond sovrani. I tassi di policy più elevati hanno infatti determinato **un appiattimento (e, nel caso del Brasile, una modesta inversione) della curva dei rendimenti sui titoli pubblici** (v. fig. sinistra) di molti paesi, che non sembra indicare una prossima fase recessiva, quanto piuttosto: **i)** le attese di una riduzione del tasso di inflazione e, appunto, di una crescita economica meno sostenuta nel medio-lungo termine; **ii)** una riduzione dei premi per il rischio paese sulle lunghe scadenze, come sembra confermare anche la riduzione degli spreads EMBI nel corso dell'ultimo mese (-11% l'EMBI+, v. figura destra) nonostante le citate tensioni sui periferici Euro. Eccezioni in questo senso sono rappresentate dalla Turchia (la cui curva dei rendimenti si è di recente spostata quasi parallelamente verso l'alto), Indonesia e Messico, paesi in cui i rendimenti a lungo termine sono ancora molto superiori rispetto a quelli a B/T.

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

Nicola Zambli

Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it

Tel: +39 0577-293753

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