

9 Giugno 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 Credito Controparti Estere e Istituzioni Finanziarie



➤ 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
➤ La Spagna: il sorvegliato speciale	pag. 9
➤ Congiuntura Italia	pag. 10
➤ Key indicators a confronto	pag. 11
➤ Economie Emergenti	pag. 12



- Nella riunione di oggi la **Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento all'1,25%** con decisione all'unanimità. Trichet ha confermato che permangono **rischi al rialzo sui prezzi**, richiamando la formula di **"strong vigilance"** e **segnalando un rialzo dei tassi da 25bps nel prossimo meeting** di luglio. Tuttavia le nuove stime su crescita ed inflazione prefigurano una decelerazione della crescita nel medio termine; questo ha generato un ridimensionamento delle attese sulla velocità con cui la Bce porterà avanti la manovra restrittiva, tanto che i rendimenti impliciti (a scadenza) sui contratti future 3M sull'Euribor non scontano più in maniera certa un tasso di riferimento all'1,75% a fine 2011 **rafforzando la nostra ipotesi di un tasso all'1,50%** a fine 2011. La politica monetaria **rimane accomodante e le misure non convenzionali continueranno**. Trichet ha ribadito di voler evitare qualsiasi credit event ellenico, ma **ha escluso che l'Autorità accetterà di sostituire volontariamente** i bond greci in suo possesso giunti a maturazione.
- **Rallenta l'economia USA** (Pil confermato in II lettura al +1,8% t/t annualizzato); **Bernanke sottolinea come la crescita proceda con "frustrante lentezza"**, con prospettive di miglioramento nella seconda parte dell'anno. Il Chairman ribadisce inoltre la necessità di una **politica monetaria accomodante senza accennare ad un eventuale QE3**. A minare la ripresa, oltre alle **persistenti tensioni occupazionali**, è **l'elevato deficit federale**: Moody's ha avvisato che il **rating AAA potrebbe subire un downgrading**, se non ci sarà accordo per innalzare il tetto del debito con una riduzione del deficit. I dati produttivi di aprile, i leading indicators di maggio e la decelerazione delle vendite al dettaglio confermano il rallentamento. Ancora in **calo i prezzi degli immobili**, mentre il **CPI di aprile sale al 3,2% a/a** dal 2,7% precedente.
- **Prosegue il recupero in Area Euro (+2,5% a/a per il Pil preliminare nel I trim. 2011) guidato dalla locomotiva tedesca**. Tuttavia dalla Germania giungono **segnali d'incertezza**, con la PI e le esportazioni in rallentamento ad aprile; anche i leading indicators di maggio ipotizzano una decelerazione. Ad aprile si risvegliano i consumi, ma **non migliora il mercato del lavoro**, mentre il **CPI stimato di maggio cala** leggermente (al 2,7% a/a dal 2,8%). **Ancora timori per la crisi del debito**, nonostante Ue, Fmi e Bce abbiano accordato il pagamento della V tranche di aiuti (€12Mld) ad Atene; i Paesi dell'Eurozona hanno inoltre **annunciato un nuovo piano di sostegno** per consentire alla Grecia di rinnovare i bond in scadenza nel biennio 2012-2013 senza dover accedere al mercato, che dovrebbe contare sull'aiuto degli istituti ellenici e su privatizzazioni; **la BCE ha aperto al roll over volontario degli istituti** sul debito, tuttavia non **c'è intesa sulla forma tecnica** e le agenzie di rating ammoniscono **che considereranno default un accordo che comporti danni agli investitori privati**. Dopo l'annuncio del fallimento della regione Castilla-La Mancha, **l'attenzione si concentra sui conti spagnoli**. Un peggioramento delle stime sui deficit/debiti regionali, visto il virtuosismo di alcune municipalità, ed un rialzo dei tassi d'interesse, **potrebbero impattare non troppo duramente sul deficit e sul debito** del Paese; permangono però le tensioni, tanto più che la **CE ha dichiarato che il raggiungimento dell'obiettivo di bilancio inserito nel piano di stabilità nazionale si fonderebbe su stime di crescita troppo ottimistiche** per il 2011-2012.
- **Perde slancio la ripresa italiana** con il Pil preliminare del I trim. 2011 **in frenata all'1% a/a**, dall'1,5% del trim. precedente, ed inferiore alla crescita media 2010 che Istat ha confermato all'1,3% in forza della **buona performance del Nord Est** (il cui Pil è cresciuto **del 2,1% nel 2010**). Nonostante a marzo ordini e fatturato si mantengano robusti, **la PI italiana cresce meno delle attese** e gli indicatori anticipatori di maggio confermano **trend in rallentamento**. Negative le vendite al dettaglio di marzo, mentre potrebbero essersi **stabilizzate le tensioni sui prezzi**, con l'inflazione di maggio invariata **al 2,6% a/a**. Ad Aprile scende all'8,1% la disoccupazione, ma **quella giovanile si mantiene in prossimità dei massimi**. La Commissione UE ritiene il piano nazionale di consolidamento dei conti pubblici **credibile ma ha richiesto all'Italia un maggior dettaglio per il biennio 2013-2014**.
- Si conferma **la forza della domanda interna delle EE** che, dopo averne trainato la crescita economica nel 1Q2011 e sostenuto il commercio globale, dovrebbe contribuire ad attenuarne l'atteso rallentamento. Tutto ciò comporterà inoltre un **incremento dei capitali privati in entrata** nelle EE nel 2011.

La riunione della Bce e le stime su crescita ed inflazione



➤ In occasione della riunione di oggi la Bce ha confermato il tasso di riferimento all'**1,25%**, con decisione all'unanimità del consiglio direttivo. Trichet, in conferenza stampa, ha evidenziato che i **rischi sui prezzi rimangono al rialzo, utilizzando la terminologia di "strong vigilance" necessaria, che apre ad rialzo dei tassi durante il meeting di luglio**. Tuttavia il capo della BCE non lascia intendere al momento l'inizio di una fase di rialzi consecutivi. I dati economici dimostrano che **l'economia dell'Area si trova in un "momento" positivo che beneficia del recupero del commercio internazionale e di una domanda domestica che contribuisce alla ripresa**: l'economia dovrebbe tuttavia espandersi **ad un ritmo leggermente inferiore** nella seconda parte dell'anno in un contesto di **"elevata incertezza"**. Trichet ha dichiarato che **la politica monetaria rimane ancora accomodante e che le misure non convenzionali continueranno pur ribadendone la loro natura transitoria**: le aste a tasso fisso e full allotment per il rifinanziamento principale (MRO's) permarranno almeno **fino all'11 ottobre**, e nel III trimestre si vedranno ancora aste full allotment e tasso fisso di breve periodo; il consiglio direttivo ha deciso di condurre aste a tasso fisso di ammontare illimitato **sulla scadenza tre mesi il prossimo 27 luglio, 31 agosto e 28 settembre 2011**.

➤ L'ipotesi di un tasso di riferimento all'**1,50% a fine 2011 è ancora realistica, nonostante l'elevata probabilità di una nuova manovra sui tassi da 25bps durante il meeting di luglio**, con il mercato che inizia a rivedere le proprie aspettative di breve termine, dopo la pubblicazione delle nuove stime su crescita ed inflazione da parte della BCE (che evidenziano crescita ed inflazione mediamente sotto il 2% nel 2012); **i tassi impliciti sui contratti future Euribor dopo l'intervento odierno di Trichet reagiscono mostrandosi in calo**. Permangono inoltre altri fattori di incertezza come la prossima pubblicazione degli stress test bancari ed in primis la difficile risoluzione della crisi del debito ellenico che potrebbe coinvolgere con **un effetto domino** altri paesi dell'Area, in particolare quelli già sofferenti (Irlanda e Portogallo in testa).

➤ A riguardo del nuovo piano di aiuti alla Grecia, **Trichet ha respinto l'ipotesi tedesca di una ristrutturazione soft** dichiarando di non essere d'accordo con la ristrutturazione seppur escludendo ogni elemento di coercizione. **"La BCE vuole evitare qualsiasi credit event e qualsiasi insolvenza selettiva ed ovviamente è contro il default ellenico"** afferma il capo dell'Eurotower. Trichet **ha escluso la possibilità che la Bce accetti di sostituire volontariamente i titoli del debito greco in suo possesso giunti a maturazione**, lasciando intendere che potrebbe anche non accettare i titoli del debito pubblico ellenico come collaterali, se si attuerà una ristrutturazione soft del debito.

➤ **In UK**, la BoE mantiene invariati tassi d'interesse **allo 0,50%**, confermando a 200 Mld £ il piano di riacquisto di bond. Pubblicate le nuove stime di giugno su crescita ed inflazione da parte della BCE:

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

Tassi di riferimento e tassi di mercato



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

*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 9 giugno 2011

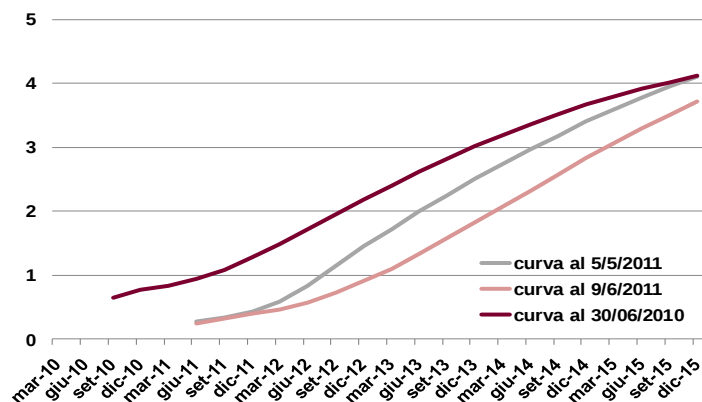
	Tassi Governativi Area Euro ed Usa										
	Attuale	Stime BMPS (media di periodo)					Consensus Forecast (fine periodo)				
Area Euro	09/06/11	q2 2011	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	q2 2011	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012
euribor 3m	1,46%	1,40%	1,60%	1,75%	1,85%	2,05%	1,45%	1,75%	1,97%	2,15%	2,34%
2Y	1,62%	1,75%	1,90%	2,00%	2,20%	2,35%	1,90%	2,20%	2,43%	2,57%	2,69%
10Y	3,03%	3,30%	3,45%	3,50%	3,60%	3,70%	3,31%	3,50%	3,63%	3,73%	3,82%
Stati Uniti											
libor 3m	0,25%	0,27%	0,31%	0,40%	0,60%	0,85%	0,24%	0,33%	0,45%	0,68%	1,05%
2Y	0,41%	0,60%	0,75%	1,00%	1,25%	1,45%	0,55%	0,82%	1,14%	1,51%	1,85%
10Y	2,96%	3,25%	3,40%	3,60%	3,75%	3,85%	3,19%	3,48%	3,75%	3,93%	4,08%

*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 9 giugno 2011

Cosa scontano i mercati

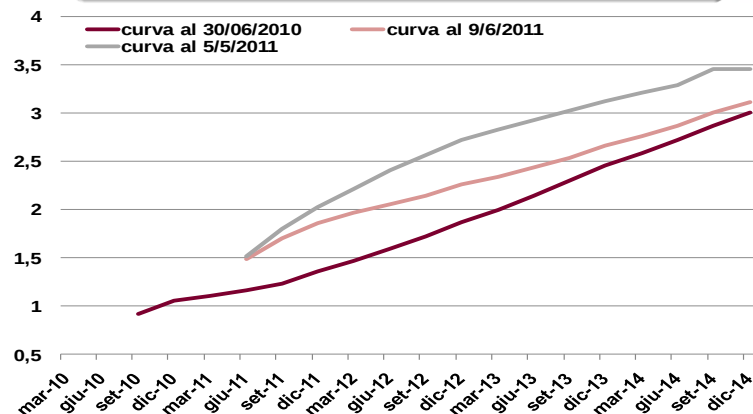


Usa: Libor 3M future

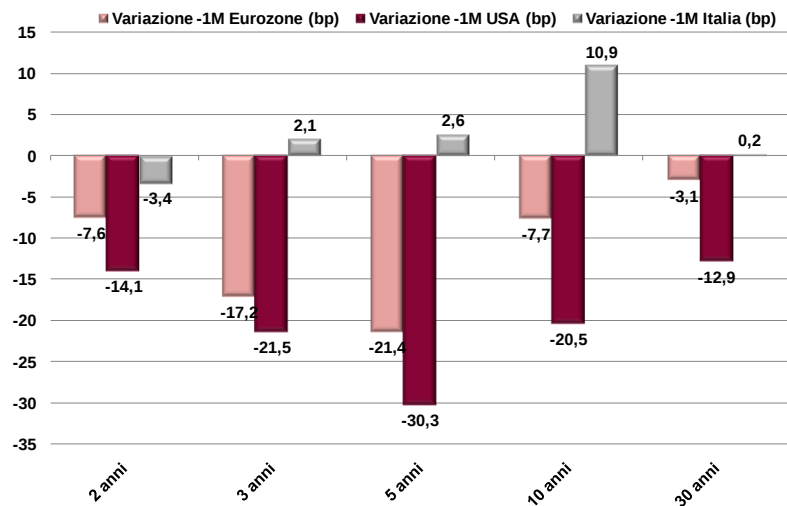


Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

Area Euro: Euribor 3M future



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



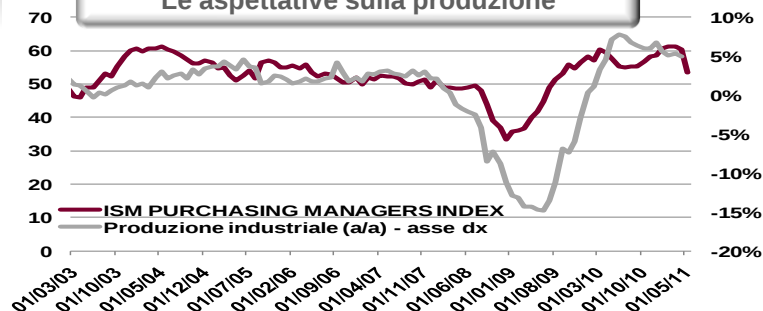
➤ Dopo l'intervento odierno di Trichet i tassi impliciti sui contratti future Euribor sono **sensibilmente scesi rispetto al mese scorso. Il mercato prezza ormai il rialzo da 25 bps dei tassi d'interesse a luglio**, ma il prolungamento delle non-standard measures di politica monetaria, con Trichet che esclude l'inizio di una fase di rialzi successivi dei tassi nel medio termine, insieme all'incertezza sulla vicenda greca ed il probabile rallentamento economico, **ridimensionano al ribasso le aspettative di un tasso di riferimento all'1,75% a fine anno.**

➤ In America dopo le parole di Bernanke che sanciscono il rallentamento economico ed il proseguimento di una politica accomodante il **mercato posticipa alla seconda metà del 2012 un eventuale manovra sui tassi.**

➤ In ribasso i tassi dei titoli benchmark governativi in Area Euro ed in USA. In controtendenza i rendimenti italiani, tranne che sul breve.

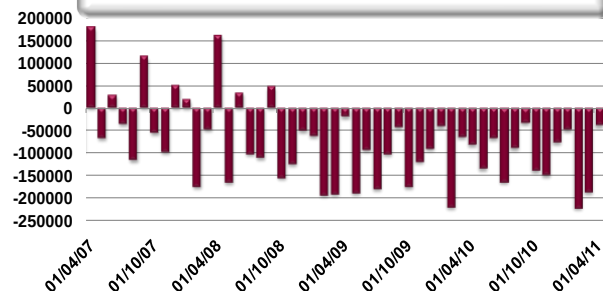


Le aspettative sulla produzione



Fonte:
Datastream,
Bloomberg

L'andamento del deficit USA (Mld \$)



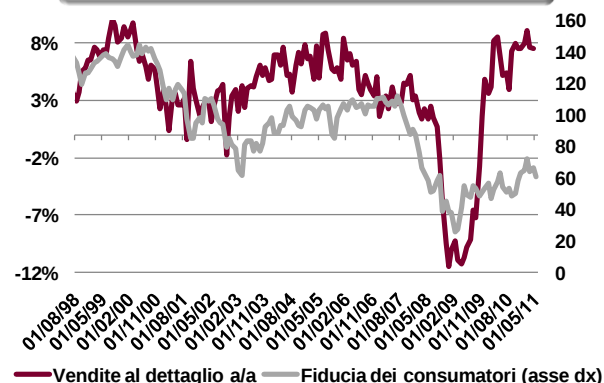
➤ **Rallenta l'economia statunitense** con il Pil che nel I trim. 2011, in II lettura viene confermato all'1,8% t/t annualizzato rispetto al +3,1% del trim. precedente. Le difficoltà del recupero vengono confermate dalle parole di **Bernanke che sottolinea come la crescita proceda con "frustrante lentezza"**, seppur con prospettive di miglioramento nella seconda parte dell'anno. La politica monetaria rimarrà pertanto accomodante ma il capo della Fed **non ha segnalato di procedere con un ulteriore piano di quantitative easing**. Dalla lettura del Beige Book di giugno si evince un rallentamento nella crescita in 4 distretti su 12. Mina la ripresa anche l'allargamento del deficit pubblico statunitense: **Moody's ha avvisato l'Amministrazione che l'attuale rating AAA potrebbe finire sotto osservazione per un possibile downgrading, se non ci sarà un accordo per innalzare il tetto del debito con una riduzione del deficit**. Ad aprile i dati produttivi confermano la tendenza in atto con la produzione industriale invariata su base congiunturale, la capacità di utilizzazione degli impianti in lieve calo, gli ordini di beni durevoli in flessione più delle attese (-3,6% m/m vs il -2,5% di consensus) così come gli ordini di fabbrica (-1,2% m/m vs il -1% stimato). Gli indicatori anticipatori di maggio (ISM manifatturiero, PMI Chicago, Fed Dallas, Richmond Fed, Philadelphia Fed, Manifattura dello Stato di New York) **si mostrano tutti in forte calo**, con il Superindice che già ad aprile risultava negativo. In rialzo l'ISM servizi di maggio.

➤ Ad aprile, come previsto, **decelerano leggermente le vendite al dettaglio**, con quelle anticipate che registrano un +0,5% m/m e quelle ex-auto un +0,6% m/m; **le prospettive si mantengono incerte** con la fiducia dei consumatori in calo a maggio (a 60,8 punti da 66), mentre nello stesso mese sale la fiducia rilevata dall'Università del Michigan. In progresso sia la spesa personale che il reddito personale ad aprile (entrambe in aumento dello 0,4% m/m).

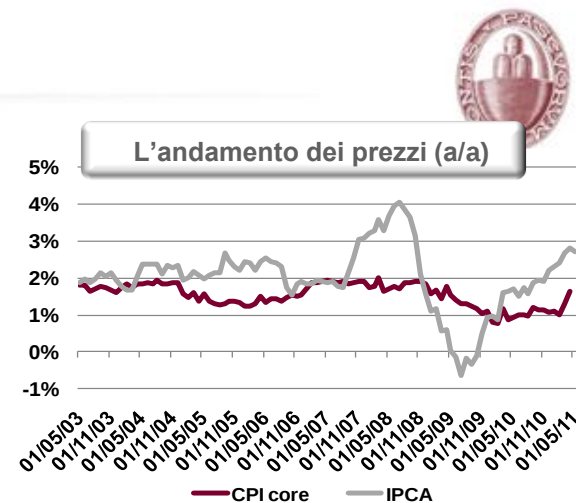
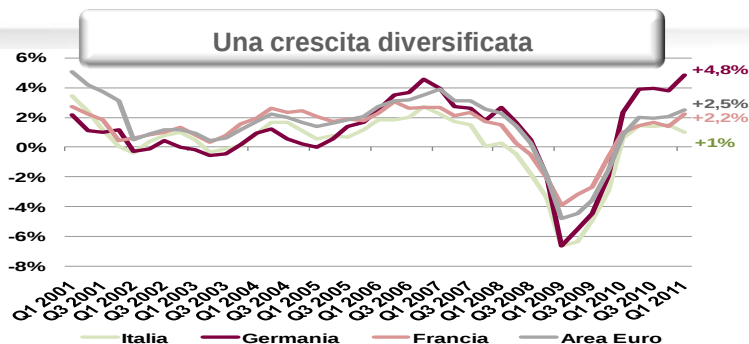
➤ **Mercato immobiliare in difficoltà**: ad aprile si riducono più delle attese i permessi edilizi concessi, e calano sia le vendite di case esistenti, sia quelle di case in corso (rispettivamente -0,8% m/m e -26,8% m/m); in controtendenza le vendite di case nuove e la spesa edilizia che si mantengono positive (+7,3% m/m e +0,4% m/m). **Ancora in deciso calo i prezzi degli immobili** (-3,61% a/a per l'indice S&P/Case-Shiller Composite-20 di marzo).

➤ **Ancora tensioni sul mercato del lavoro**: a maggio la disoccupazione torna a salire al **9,1%** dal 9% precedente ed il numero di nuovi occupati nel settore non agricolo si mostra decisamente inferiore alle attese (54000 unità dalle 232000 di aprile); le nuove richieste di sussidio nella scorsa settimana sono tornate a salire. **I dati di aprile evidenziano ancora tendenze al rialzo dei prezzi, con il Cpi al 3,2% a/a** dal 2,7% (tuttavia la versione "core" registra un rialzo più contenuto del +1,3% a/a); **avanza anche il PPI** che sale al 6,8% a/a dal 5,8% di marzo.

I consumi



Area Euro



Spread vs bund per i periferici dell'Area

	SPREAD vs. BUND 10Y			VARIAZIONE	
	Last price	-1W	-1M	-1W	-1M
PRT	716,2	666,4	656,9	49,8	59,3
IRL	785,0	798,6	754,0	-13,6	31,0
ITA	175,7	170,1	156,9	5,6	18,8
GRE	1326,0	1326,4	1260,9	-0,4	65,1
ESP	239,2	230,4	222,0	8,8	17,2

➤ Si conferma il recupero dell'Area Euro con il Pil preliminare che **nel I trim 2011 sale al 2,5% a/a dal +2% del trim. precedente; guida la locomotiva tedesca** con una crescita del 4,8% a/a nel I trimestre; tuttavia si evidenziano **situazioni eterogenee** che potrebbero minare la tenuta della ripresa: Grecia ed Irlanda sperimentano tassi negativi ed anche il Portogallo torna a decrescere; Italia e Danimarca decelerano. **I dati produttivi di marzo risultano leggermente inferiori alle attese**, con la PI dell'Area negativa su base congiunturale (-0,2%) e gli ordinativi industriali che avanzano del 14,1% a/a dal +21,5% di febbraio; in **Germania**, dopo la battuta di arresto di marzo gli ordini industriali ad aprile sono tornati ad accelerare (+10,5% a/a), ma nello stesso mese la PI è salita meno delle attese (+9,6% a/a da +11,7%) e **l'export ha registrato una flessione del 5,5% m/m**. **I leading indicators di maggio segnalano un possibile rallentamento** con Pmi servizi, Pmi manifatturiero e ZEW in calo; l'Ifo tedesco flette nella componente aspettative. Dopo nuovi **downgrading sui periferici** (l'Italia è stata oggetto di una revisione di outlook da stabile a negativo da parte di S&P's) intervenuti questo mese, gli spread vs bund 10Y hanno reagito all'esito positivo dell'ispezione dei tecnici Ue, Fmi e Bce ad Atene, che ha evidenziato progressi nel risanamento dei conti ellenici dando **via libera alla V tranche di fondi (€12Mld) prevista per fine mese**. I Paesi UE hanno annunciato **un nuovo piano di aiuti (forse > a 100Mld€)**, con **l'intervento volontario degli istituti ellenici** e grazie a nuove privatizzazioni, per consentire ad Atene di rinnovare i bond in scadenza nel biennio 2012-2013 senza dover ricorrere al mercato; **la BCE ha aperto al roll over volontario degli istituti sul debito ellenico**, ma la forma tecnica da utilizzare provoca tensioni: il Ministro delle Finanze tedesco propone di allungare **di 7 anni** la scadenza dei titoli di Stato, **auspicando il coinvolgimento dei creditori privati** nel nuovo pacchetto di aiuti; ma le agenzie di rating avvertono che **considereranno come default un accordo sui nuovi aiuti che comporti danni per investitori privati**, con ripercussioni negative sul rating di Irlanda e Portogallo. Alle elezioni politiche portoghesi trionfano i **socialdemocratici**.

➤ **Tornano positive ad aprile le vendite al dettaglio** che avanzano dell'1,1% a/a dal -1,7% precedente ed anche **la fiducia dei consumatori di maggio si mostra in deciso recupero**, prefigurando prospettive di ripresa per i consumi.

➤ Segnali di **allentamento delle tendenze al rialzo dei prezzi**, con il CPI stimato di maggio in lieve flessione **al 2,7% a/a dal 2,8% di aprile**; anche **l'indice dei prezzi alla produzione nel mese di aprile scende** al 6,7% a/a dal +6,8% precedente.

➤ **La disoccupazione si mantiene elevata ad aprile e stabile al 9,9%**; la massa monetaria M3 (base monetaria, depositi, attività finanziarie liquide e titoli a breve) ad aprile sale del 2% a/a dal +2,3% di marzo. Torna in surplus la bilancia commerciale dell'Eurozona a marzo (da -3Mld € a +2,8 Mld €).

La Spagna: il sorvegliato speciale



Ipotesi di revisione dei deficit regionali 2010 (in % del Pil)

	Ufficiale	Hp di raddoppio del Deficit
<i>Aragona</i>	-3,07%	-6,14
<i>Asturie</i>	-2,61%	-5,22
<i>Isole Baleari</i>	-4,16%	-8,32
<i>Cantabria (Santander)</i>	-2,59%	-5,18
<i>Castilla - la Mancha</i>	-6,47%	-12,94

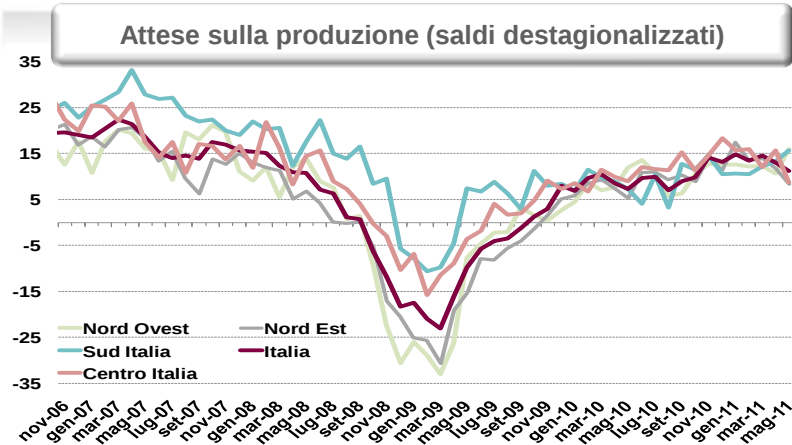
Fonte: GS Global ECS Research

Sensitivity: effetti di un rialzo dei tassi di 100bps

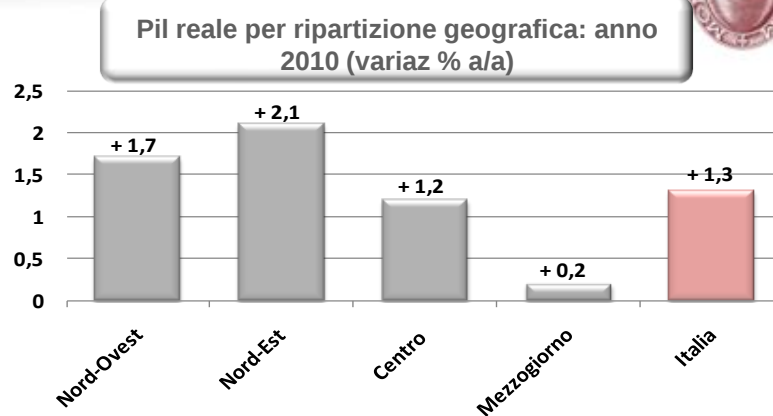
	2011	2012	2013	2014
<i>Pil (reale in %)</i>	1,2	2,0	2,0	2,1
<i>Deflatore dei Consumi (a/a %)</i>	2,8	1,8	1,7	1,6
<i>Bilancio pubblico (% del Pil)</i>	-6,3	-4,8	-3,5	-2,7
<i>Debito Pubblico (% del Pil)</i>	67,6	69,4	70,7	70,9

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze spagnolo

➤ **Malgrado l'annuncio del fallimento della regione Castilla-La Mancha** anche per la Spagna i rendimenti impliciti a scadenza sui titoli benchmark sono tornati a scendere. La regione **ha infatti un peso modesto rispetto al Pil spagnolo** (circa il 3,4%) ed è la nona come importanza sulle 19 comunità autonome del paese. Le tre regioni principali sono **Madrid, la Catalogna e l'Andalusia** che da sole **coprono il 50% del Pil nazionale** e circa il **44% del debito totale regionale**. Secondo i dati relativi al primo trimestre 2011 le regioni hanno riportato un deficit complessivo di 5 Mld € e le situazioni peggiori sono state registrate da Isole Baleari e Castilla-La Mancha mentre Aragona, Galizia e la Rioja hanno registrato dei surplus. **La Catalogna, che contribuisce a circa il 20% dell'intero Pil nazionale ha registrato il quarto miglior risultato con un deficit pari a solo lo 0,1% del Pil**. Nell'ipotesi quindi di un sensibile peggioramento delle stime del deficit e del debito regionale delle regioni con conti pubblici meno virtuosi, **l'impatto sul Pil e sul debito nazionale sarebbe comunque limitato vista la loro dimensione**. Tuttavia **l'eventuale rialzo dei tassi di interesse** rappresenta un fattore di incertezza, ma **anche in questo caso l'effetto sul debito complessivo del paese sarebbe limitato**. Secondo il piano di stabilità nazionale approvato a fine aprile, un incremento dei tassi di interesse di 100 bps **farebbe aumentare il debito pubblico di circa il 4% con un debito/Pil che rimarrebbe comunque contenuto** (al 71% nel 2014). Anche nell'ipotesi in cui **le 5 regioni meno virtuose annunciassero conti pubblici peggiori delle attese per il 2010, raddoppiando le perdite, questo significherebbe che il deficit regionale passerebbe dal 2,8% al 3,4% del Pil, mentre il debito regionale salirebbe all'11,4% dal 10,9%**. **Evidentemente comunque qualche tensione sui mercati rimane**. Secondo i dati diffusi dalla Bce il finanziamento del Paese presso l'Eurotower sarebbe aumentato a fine aprile a 54 Mld €, rispetto ai 44 Mld medi dell'intero mese e ai 39 Mld di marzo. JPM riporta che nel mese di aprile le emissioni di titoli da parte **dei piccoli istituti di credito sono scese di circa 8 Mld di \$** e questo spiegherebbe almeno parzialmente l'aumento di finanziamento di circa 15 Mld € da parte della Bce. Un monito è giunto anche dalla Commissione Europea che ha dichiarato che il raggiungimento dell'obiettivo di bilancio fissato dal piano di stabilità nazionale **si fonderebbe su stime di crescita eccessivamente ottimistiche** (+1,2% e +2% nel 2011 e nel 2012 rispettivamente).



Fonte:
Datastream,
ISAE, Istat



➤ **Perde slancio la crescita italiana nel primo trimestre del 2011**, con il Pil preliminare che si attesta **all'1% a/a dal +1,5%** del trimestre precedente. L'Istat nel frattempo ha reso note le stime anticipate di alcuni aggregati economici nelle ripartizioni geografiche relative all'anno passato, confermando la crescita del Pil all'1,3% nel 2010, grazie soprattutto alla buona performance del **Nord Est**. Il **Centro Italia**, essendo stata la zona territoriale che meglio ha resistito agli effetti della crisi, ha registrato **nel 2010 una ripresa più moderata**, mentre il **Mezzogiorno ha evidenziato notevoli difficoltà di recupero**. A marzo il dato sulla **produzione industriale inferiore alle attese** (+3,1% a/a vs il +4% atteso), evidenzia un possibile "campanello di allarme", anche se nello stesso mese sia gli ordini industriali sia il fatturato si mantengono **decisamente "robusti"** (rispettivamente a +21,2% a/a e +12,2% a/a), mentre **le immatricolazioni auto di maggio tornano per la prima volta positive su base tendenziale** (+3,6%) dopo oltre un anno di trend negativo. Tuttavia sempre a maggio sia il Pmi manifatturiero, sia quello servizi, sia la fiducia delle imprese si mostrano decisamente in calo, con **le attese sulla produzione particolarmente deboli nel Nord est e nel Centro Italia**.

➤ **Ancora deboli i consumi: le vendite al dettaglio di marzo tornano a flettere** più del previsto (-2% a/a vs il -0,6% di consensus) dopo essere rimaste invariate a febbraio; tuttavia **la fiducia dei consumatori di maggio sale** oltre le attese (a 106,5 punti dai 103,7 di aprile).

➤ I dati preliminari sull'inflazione di maggio mostrano un **CPI nazionale stabile al 2,6% a/a**, mentre l'IPCA avanza leggermente al 3% a/a dal 2,9% precedente; tuttavia le variazioni congiunturali, in forte decelerazione rispetto ai valori di aprile, lasciano presagire un progressivo allentamento delle tensioni sui prezzi per i prossimi mesi, con **il picco massimo che sembra essere stato raggiunto**. **I prezzi alla produzione già ad aprile mostrano un rallentamento** attestandosi al 5,5% a/a dal 6,2% di marzo.

➤ **Lievi segnali di miglioramento dal mercato del lavoro** con la disoccupazione preliminare che ad aprile, scende all'8,1% dall'8,3% di marzo; **tuttavia la disoccupazione giovanile si mantiene sostanzialmente invariata** in prossimità dei massimi di inizio anno, attestandosi ad aprile al 28,5%. Prosegue a maggio **il restringimento del deficit** del saldo di bilancio pubblico (a -5 Mld dai -8,8 Mld di euro di aprile). Sui conti pubblici la Commissione Europea ricorda all'Italia che **non può permettersi scostamenti dagli obiettivi fissati**, e che entro ottobre dovrà varare nuovi **interventi a valere sul biennio 2013-2014**, precisando che **fino al 2012 il piano di consolidamento italiano risulta credibile**; secondo l'UE servono inoltre al più presto riforme per ridare slancio alla crescita, da troppi anni al di sotto della media europea.

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	1,8	3,1	2,5	2,0	1,0	1,5
<i>Produzione industriale a/a</i>	marzo-11	5,0**	5,3	5,3	7,7	3,1	2,4
<i>CPI a/a</i>	maggio-11	3,2**	2,7	2,7	2,8	2,6	2,6
<i>CPI core a/a</i>	aprile-11	1,3	1,2	1,6	1,3	1,8	1,7
<i>Disoccupazione</i>	aprile-11	9,1*	9,0	9,9	9,9	8,1	8,3

* relativa al mese di maggio

** relativa al mese di aprile

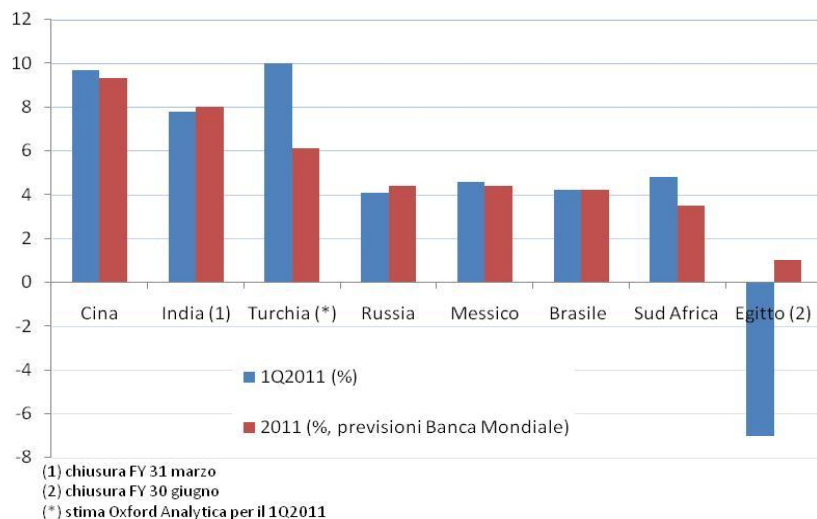
NB: Per l'inflazione italiana si considera Nic + tabacco

Fonte: Datastream, Bloomberg

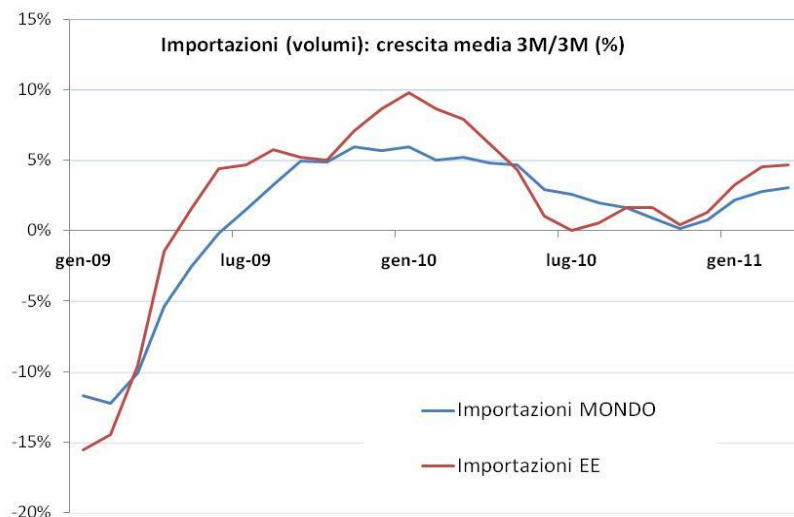
Economie Emergenti: si conferma la forza della domanda interna



Confronto fra tasso di crescita reale del PIL nel 1Q2011 e crescita prevista nel 2011



Cresce il commercio globale, trainato dalla domanda proveniente dalle EE



Elaborazione SCCEIF su dati Banca Mondiale, CPB

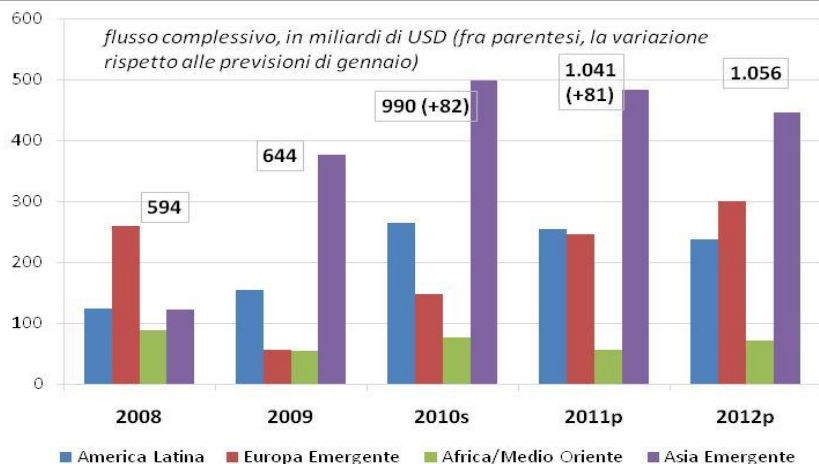
➤ I dati ufficiali relativi al **primo trimestre 2011 (1Q2011)** mostrano una **crescita economica tuttora sostenuta** (e, in alcuni casi, superiore alle attese) nei principali paesi emergenti (Cina +9,8% a/a, Brasile +4,2% a/a fra gli altri), confermando anche il **rafforzamento della loro domanda interna**, la cui tenuta dovrebbe inoltre contribuire a rendere meno acuto il rallentamento atteso nel trimestre in corso e, in misura minore, nel Q3 e nel Q4. Come evidenziato anche dalle ultime previsioni della Banca Mondiale (v. fig. sinistra), le EE tuttora più dipendenti dall'export verso le economie mature (fra i paesi selezionati, Messico e Sud Africa) dovrebbero risultare più direttamente influenzate dalla minore crescita attesa del PIL globale nel periodo in esame. Dopo l'accelerazione nei primi mesi del 2011, è inoltre **probabile una stabilizzazione su tassi più contenuti dell'aumento della produzione industriale**, come mostrato dal calo degli indici PMI manifatturieri di alcune economie chiave (Cina, India e Russia) nel mese di maggio, pur mantenendosi in tutti i casi al di sopra della soglia critica dei 50 punti.

➤ Come riportato lo scorso mese (cfr. *Monthly*), **continua a crescere** (e a tassi più elevati rispetto al PIL globale) **anche il commercio mondiale, che beneficia della summenzionata forza della domanda proveniente dalle EE**; l'incremento medio delle importazioni di queste ultime nel 1Q2011 vs. 4Q2010 è stato infatti del 4,6% rispetto al +3% registrato dall'import delle economie mature (v. fig. destra). Si rafforza quindi il trend emerso nel 2010, anno in cui la domanda delle EE ha contribuito per più del 50% all'aumento delle importazioni globali. Per evitare il rischio di una espansione troppo rapida della spesa per consumi e per investimenti nelle EE, tuttavia, **anche la Banca Mondiale rimarca la necessità di un più deciso restringimento delle politiche monetarie e fiscali nei prossimi mesi**.

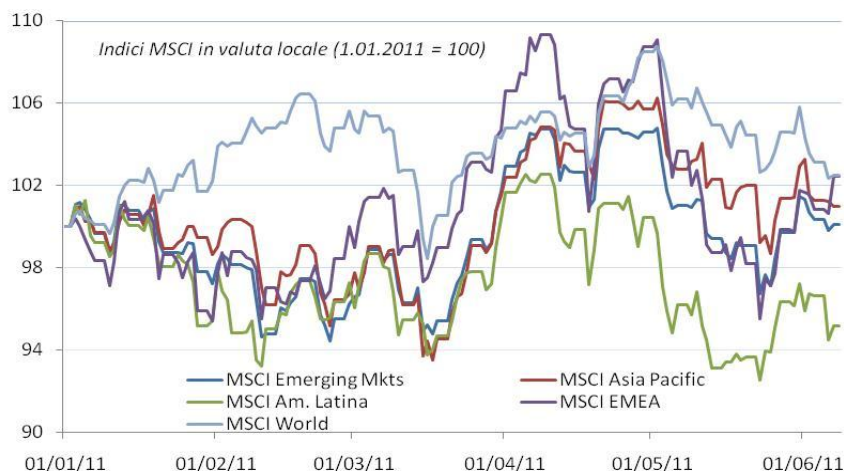
Economie Emergenti: ulteriore aumento dei flussi di capitale nel 2011



Atteso un contenuto aumento dei flussi di capitali privati nel 2011



Andamento "incerto" dei mercati azionari



Elaborazione SCCEIF su dati IIF, Bloomberg

➤ **Le migliori prospettive di crescita sono inoltre la principale determinante dell'atteso (ulteriore) incremento del flusso di capitali privati (FCP) in entrata nelle EE**, previsto complessivamente a USD 1.041 Mld nel 2011 (+5% rispetto al 2010; +75% rispetto al minimo del 2008, v. fig. sinistra). Tale aumento dipende dai maggiori flussi attesi in entrata in Europa Centro-Orientale (Polonia e Turchia in primis), **anche se l'Asia continua ad attrarre più del 40% dei capitali complessivi** (30% la Cina). Contenuta è la riduzione dei FCP in America Latina, dove dovrebbero però aumentare gli IDE, sulla base delle aspettative che gli aumenti dei prezzi delle materie prime siano strutturali. **In Africa e in Medio Oriente il calo del 28% è legato alla crescente instabilità politica della regione**, mentre paesi lontani dalle turbolenze come il Sud Africa beneficeranno di maggiori FCP, specie sotto forma di IDE. Il continuo afflusso di capitali sta inoltre favorendo il consolidamento dei sistemi finanziari delle EE, fattore che ha contribuito a fare sì che negli ultimi 3 anni sia aumentata la quota di prestiti concessi da residenti sui debiti complessivi delle imprese non finanziarie, **con la conseguenza che il settore privato delle EE è sempre meno dipendente dai capitali stranieri, grazie anche al rafforzamento del ruolo giocato dalle banche locali**, evidente pressoché ovunque (unica eccezione fra le principali EE è la Polonia).

➤ **Permangono tuttavia alcune criticità:** i) il citato incremento dei FCP vs. l'Europa Centro-Orientale è trainato soprattutto da debito (più che da investimenti diretti), fenomeno che aveva caratterizzato anche la fase pre-crisi e che aveva reso particolarmente vulnerabili questi paesi a shocks finanziari esogeni; ii) sta riemergendo con forza il fenomeno del capital flight in Argentina e, soprattutto, in Russia, unica fra le EE a registrare nei primi mesi del 2011 un deflusso netto di capitali privati dal paese; iii) **l'unica tipologia di capitali il cui flusso è previsto in calo nel 2011 è quella degli investimenti azionari di portafoglio** (-25% a USD 151 mld), tendenza confermata dall'andamento dei mercati azionari emergenti (fig. destra), la cui performance da inizio anno è in media peggiore rispetto a quella dell'indice MSCI World.

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