

5 maggio 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	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
➤ Key indicators a confronto	pag. 10
➤ Economie Emergenti	pag. 11



- Nella riunione di oggi la **Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento all'1,25%** con **decisione all'unanimità del consiglio direttivo**. Trichet ha confermato che permangono **rischi al rialzo sui prezzi**, con l'Autorità che **"monitorerà tutti gli sviluppi molto attentamente"**; tuttavia il Presidente dell'Eurotower **si è dimostrato meno "falco" del previsto** deludendo quanti sul mercato si attendevano un rialzo dei tassi già a giugno. Questo ha generato un calo dei rendimenti impliciti (a scadenza) sui contratti future 3M sull'Euribor su tutte le scadenze, ridimensionando le attese di mercato sulla velocità con cui la Bce porterà avanti la manovra restrittiva. Il mercato sconta un tasso di riferimento **all'1,75% a fine 2011** e ritiene probabile un'ulteriore **stretta da 25bps** durante il meeting di **luglio**, ma **l'ipotesi di un tasso all'1,50% a fine 2011 seppur conservativa**, è ancora **realistica** causa i numerosi fattori di incertezza che incidono sulla ripresa economica dell'Area.
- La lettura anticipata sul Pil USA del I trim 2011 (a +1,8% t/t annualizzato dal +3,1% del trim. precedente) **evidenzia una decelerazione della crescita statunitense** nonostante i dati produttivi di marzo non siano deludenti. La tendenza in atto è evidenziata dalla FED che, nell'ultima riunione del FOMC (che ha confermato tassi allo 0-0,25% ed il termine del QE2 per giugno) **ha rivisto al ribasso le stime sulla crescita 2011, ed aumentato quelle sull'inflazione**, con il recupero che potrebbe risentire delle tensioni interne al Congresso sulle modalità con cui ricondurre sotto controllo un deficit federale ancora in forte espansione; **il rating sul debito Usa è stato oggetto di un taglio nell'outlook** (da stabile a negativo) da parte di S&P's. I principali indicatori anticipatori di aprile confermano una prossima fase di **incertezza produttiva**, mentre salgono le fiducie dei consumatori. **Ancora instabile il mercato immobiliare** dopo la contrazione di febbraio e si mostra **lenta la stabilizzazione del mercato del lavoro** con la disoccupazione attesa invariata all'8,8% ad aprile. Le tensioni sui prezzi si avvertono anche negli States **con il CPI di marzo che balza al 2,7% a/a**.
- **Si conferma il recupero in Area Euro, seppur con una spinta inferiore al previsto**, evidenziata dai dati di febbraio sulla produzione industriale e sugli ordinativi. I principali leading indicators di aprile e gli ordinativi tedeschi di marzo (-4% m/m) prefigurano però una **probabile decelerazione produttiva**. A marzo **ancora deboli i consumi**, e la disoccupazione rimane **stabile vicino ai massimi (al 9,9%)**. **Sale ancora l'inflazione** ad aprile raggiungendo **il 2,8% a/a** stimato. A preoccupare, oltre alle tensioni sui prezzi, sono i conti pubblici di alcuni paesi periferici: **in settimana UE, FMI e BCE si sono accordati sul piano di salvataggio del Portogallo da €78Mld** in tre anni (tuttavia secondo gli analisti Lisbona necessiterebbe di oltre €20Mld di fondi ulteriori), da approvare durante l'Ecofin del 17 maggio; aiuti che tuttavia potrebbero risentire di un eventuale "niet" da parte **del governo Finlandese** di prossima formazione (ipotesi che i funzionari UE stanno cercando di scongiurare). **In Grecia rimane alta la probabilità di una ristrutturazione del debito entro fine anno**, con la soluzione più probabile che sembra essere quella di un'estensione delle scadenze di rimborso.
- Si conferma **stabile la crescita italiana** con i dati produttivi di febbraio che risultano sostanzialmente **positivi anche se leggermente inferiori alle attese** (+2,3% a/a per la PI wda); in minor affanno il mese scorso anche il mercato dell'auto. **Tuttavia gli indicatori anticipatori**, in calo ad aprile, **prefigurano un possibile rallentamento**. I **consumi continuano a mantenersi deboli**, confermando il trend di inizio anno, e scende anche la fiducia dei consumatori nel mese scorso. **Non si smorzano le tensioni sui prezzi**, con il CPI preliminare di aprile **al 2,6% a/a** (+3% a/a per l'Ipca) ed i prezzi alla produzione al +6,1% a/a a marzo. **Instabile il mercato del lavoro dove la disoccupazione torna leggermente a salire** (+28,6% per quella giovanile di marzo), mentre a conferma del rigore sui conti pubblici da parte del Governo **si restringe ad aprile il deficit del saldo di bilancio**.
- Per la prima volta dal luglio 2009, nei suoi "WEO" trimestrali, il **FMI non ha rialzato le previsioni di crescita delle economie emergenti**, mantenendo invece stabile **al 6,5%** il tasso reale di incremento atteso del PIL. Permangono **i rischi di "surriscaldamento" in alcuni paesi**, accentuati da un lato dal trend crescente dei prezzi delle commodities, e attenuati dall'altro dai primi effetti sulle economie reali delle politiche monetarie restrittive.



➤ In **occasione della riunione di oggi la Bce ha confermato il tasso di riferimento all'1,25%**, con una decisione presa all'unanimità dal consiglio direttivo. Trichet, in conferenza stampa, ha evidenziato che i **rischi sui prezzi rimangono al rialzo** e che la Bce **"monitorerà tutti gli sviluppi molto attentamente"** al fine di mantenere ancorate le aspettative sull'inflazione, sottolineando che nel rispetto del proprio mandato **la Bce ha il potere di rialzare i tassi quando lo ritenga appropriato**, in quanto la stabilità dei prezzi è essenziale e rimane il principale obiettivo dell'Autorità. I recenti dati economici dimostrano che **l'economia dell'Area Euro si trova in un "momento" positivo** che beneficia del recupero del commercio mondiale, e le prospettive economiche rimangono bilanciate in un contesto però di **"elevata incertezza"**. Trichet ha dichiarato che **la politica monetaria è ancora accomodante**, mentre le misure non convenzionali hanno natura temporanea e saranno aggiustate quando appropriato.

➤ Durante la conferenza, particolarmente attesa dagli operatori per individuare indizi sulla velocità della manovra restrittiva da parte della BCE, **Trichet si è dimostrato meno "falco" del previsto** deludendo quanti sul mercato si attendevano un rialzo dei tassi già a giugno: Trichet, parlando delle tensioni sui prezzi, **non ha usato il termine "strong vigilance"** che solitamente è percepito dal mercato come un segnale di un imminente rialzo dei tassi. **Questo ha generato un calo dei rendimenti impliciti a scadenza sui contratti future 3m sull'Euribor su tutte le scadenze.**

➤ L'ipotesi di un tasso **di riferimento all'1,50% a fine 2011 seppur conservativa è ancora realistica**, sebbene **il mercato ed alcuni contributori ritengano altamente probabile una nuova manovra da 25bps sui tassi durante il meeting di luglio**, e stiano scontando un tasso di riferimento **all'1,75% a fine anno**. Riteniamo **possibile infatti che la fase di rialzi sia graduale**. Se è vero che la ripresa si sta consolidando è altrettanto vero **che permangono fattori di incertezza** come la situazione in Nord Africa, le difficoltà dei paesi periferici di rifinanziarsi sui mercati, i risultati dei nuovi stress test che saranno diffusi a giugno. **Trichet si è inoltre dichiarato soddisfatto dell'accordo raggiunto tra BCE, UE e FMI sul salvataggio del Portogallo** ed ha confermato di tenere in dovuta considerazione anche l'aspetto **dei tassi di cambio** (il rischio è che la forza dell'Euro comprometta la competitività dei principali paesi europei -non ultimo la Germania-, il cui recupero è stato trainato principalmente dalla ripresa del commercio estero). Trichet ha ribadito ancora che serve una **"maggiore automaticità"** delle sanzioni per i Paesi che non rispettano i parametri relativi ai conti pubblici ed ha nuovamente invitato le banche a **rafforzare il proprio patrimonio** ed il volume di credito "fornito al settore privato in uno scenario di domanda in aumento".

➤ **Invariati i tassi di interesse nel Regno Unito**, dove la BoE ha confermato a 200 Mld £ il piano di riacquisto di bond. **La BoJ ha abbassato le stime sulla crescita nipponica nel 2011 e mantenuto i tassi d'interesse tra lo 0%-0,1%**, aggiungendo che il paese potrebbe entrare prima del previsto in recessione quest'anno.

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%	1,25%	1,50%	1,50%	1,75%
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%	2,25%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,50%	1,00%

*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 5 maggio 2011

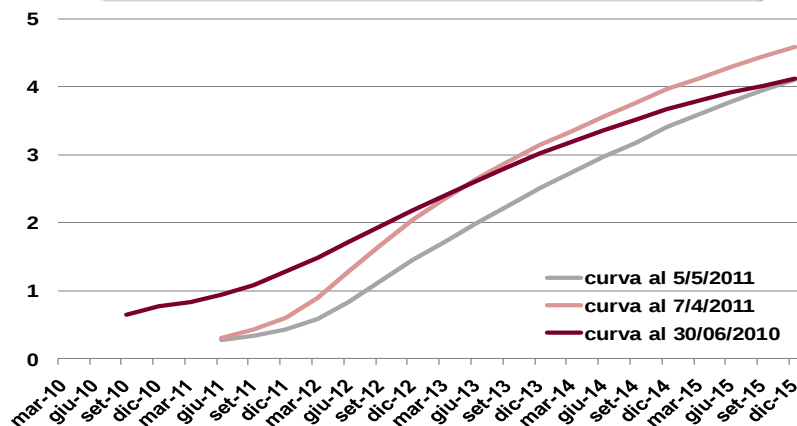
	Tassi Governativi Area Euro ed Usa										
	Attuale	Stime BMPS (media di periodo)					Consensus Forecast (fine periodo)				
Area Euro	05/05/11	q2 2011	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012	q2 2011	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012
euribor 3m	1,42%	1,40%	1,60%	1,80%	1,85%	2,00%	1,45%	1,73%	2,00%	2,18%	2,44%
2Y	1,77%	1,75%	1,90%	2,00%	2,20%	2,35%	2,02%	2,17%	2,43%	2,69%	2,93%
10Y	3,22%	3,30%	3,45%	3,50%	3,60%	3,70%	3,48%	3,56%	3,65%	3,78%	3,86%
Stati Uniti											
libor 3m	0,27%	0,28%	0,33%	0,40%	0,60%	0,90%	0,34%	0,41%	0,54%	0,78%	1,27%
2Y	0,58%	0,70%	0,90%	1,05%	1,25%	1,45%	0,94%	1,12%	1,40%	1,72%	2,06%
10Y	3,20%	3,40%	3,50%	3,60%	3,75%	3,85%	3,59%	3,72%	3,91%	4,04%	4,15%

*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 5 maggio 2011

Cosa scontano i mercati

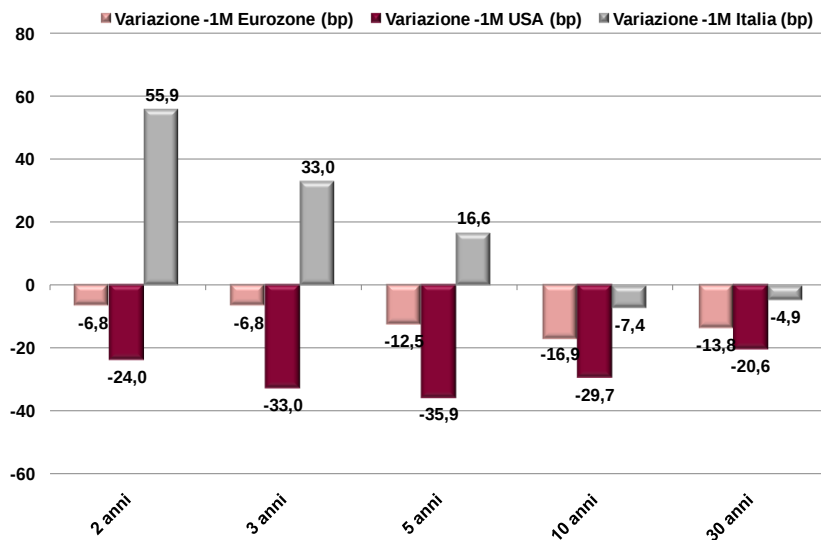


Usa: Libor 3M future

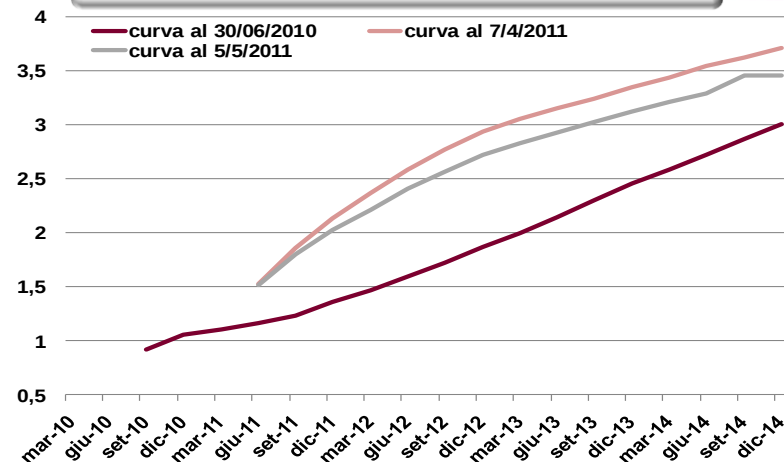


Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

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



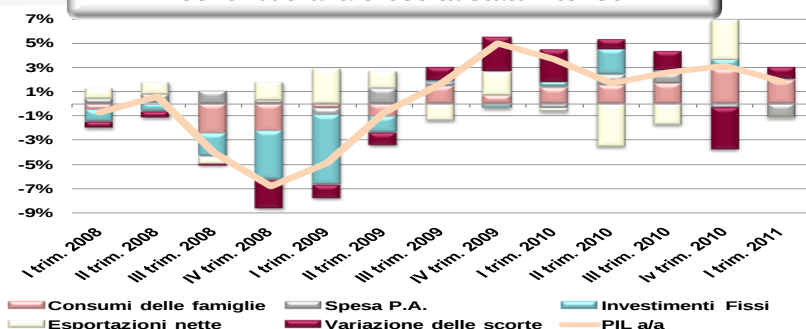
Area Euro: Euribor 3M future



- Nell'ultimo mese i tassi impliciti sui contratti future Euribor erano **sensibilmente saliti sulla speculazione di un intervento sui tassi da parte della BCE a giugno**. Tuttavia dopo l'intervento odierno di Trichet, che non ha richiamato la formula di "forte vigilanza sui prezzi" per segnalare un imminente rialzo dei tassi, i rendimenti impliciti sui contratti future **sono tornati a scendere** su tutte le scadenze. L'estrema attenzione all'inflazione fa sì che il mercato continui a **scontare un tasso di riferimento all'1,75% a fine anno**.
- In America **il mercato posticipa un'eventuale manovra restrittiva sui tassi**, complice gli ultimi aggiornamenti macro sullo stato di salute dell'economia statunitense.
- **In rialzo i tassi dei titoli benchmark governativi in Area Euro soprattutto sulla parte a breve**. In controtendenza i rendimenti italiani, in calo dopo l'accordo raggiunto sul salvataggio del Portogallo.



I contributi alla crescita statunitense



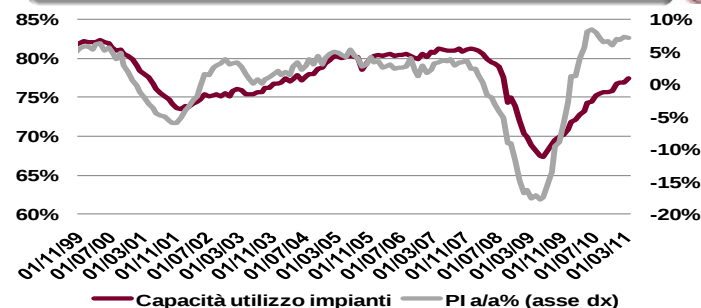
➤ **La lettura anticipata sul Pil del I trim (all'1,8% t/t annualizzato rispetto al +3,1% del trim. precedente e contro il +2% atteso) segna una decelerazione nell'economia statunitense**, causata principalmente da una frenata del consumo personale. Nell'ultima riunione del FOMC (che ha mantenuto invariati i tassi allo 0-0,25%, e confermato il completamento del QE2 entro giugno), **la Fed ha rivisto al ribasso le stime per il 2011 sulla crescita (tra 3,1%-3,3%) e al rialzo quelle sul CPI (tra 2,1%-2,8%)**. **I dati produttivi di marzo tuttavia non deludono**, con la produzione industriale che avanza su base tendenziale (+0,8% m/m), la capacità di utilizzo impianti che continua a recuperare (al 77,4%) e gli ordini di fabbrica e di beni durevoli superiori alle attese (rispettivamente al 3% m/m e al 2,5% m/m). **I principali indicatori anticipatori di aprile tuttavia confermano prospettive incerte**: calano infatti il Philadelphia Fed, il Fed Dallas, il Richmond Fed, il Pmi Chicago, l'Ism manifatturiero e quello servizi. Sale invece la manifattura dello stato di New York ed il Chicago Fed Nat Activity Index. Mentre la notizia dell'uccisione di Bin Laden gratifica l'Amministrazione Obama, **il Congresso deve gestire il continuo allargamento del deficit federale** (quasi triplicato a marzo a \$188,2Mld dai \$65,4Mld di febbraio) con **S&P's che ha confermato il rating AAA sul debito USA tagliandone tuttavia l'outlook** da «stabile» a «negativo».

➤ Ad aprile sale sia la fiducia dei consumatori (a 65,4 punti da 63,8), sia la fiducia rilevata dall'Università del Michigan, **segnalando prospettive positive per i consumi, anche se le vendite al dettaglio di marzo decelerano** (+0,4% m/m per quelle anticipate e +0,8% m/m per quelle ex auto). Sempre a marzo frena la spesa personale (+0,6% m/m dal +0,9% m/m), mentre avanza leggermente il reddito personale (a +0,5% m/m da +0,4% di febbraio).

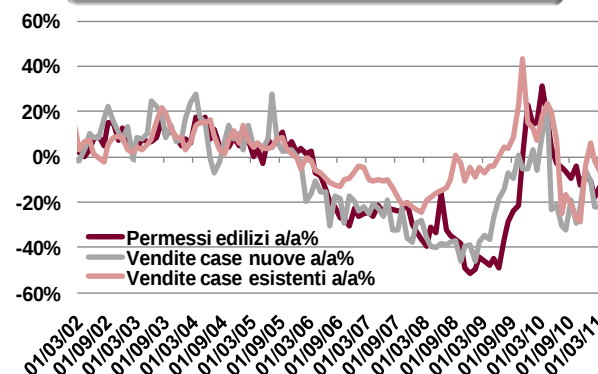
➤ **Situazione ancora incerta sul mercato immobiliare** dopo la contrazione di febbraio. A marzo, tuttavia, sebbene ancora negative su base tendenziale, sia le vendite di case esistenti, sia le vendite di case nuove ed i permessi edilizi recuperano in termini congiunturali (rispettivamente del 3,7%, 11,1% e 11,2%). Nello stesso mese torna positiva la spesa edilizia (+1,4% m/m); in difficoltà le vendite di case in corso (-11,5% a/a); **ancora in calo i prezzi degli immobili** (-3,33% a/a per l'indice S&P/Case-Shiller Composite-20 di febbraio).

➤ **Lenta la stabilizzazione del mercato del lavoro**: ad aprile **la disoccupazione è attesa invariata all'8,8%** come a marzo, **il numero di occupati non agricoli è previsto in discesa**, gli occupati nel privato secondo l'ADP sono stati inferiori alle stime e le nuove richieste di sussidio nella scorsa settimana sono tornate a salire. **Si rafforzano le spinte inflattive** con il Cpi di marzo **al 2,7% a/a** dal 2,1% (+1,2% a/a per la versione "core"), e il PPI sale al 5,8% a/a.

Produzione e capacità di utilizzo degli impianti

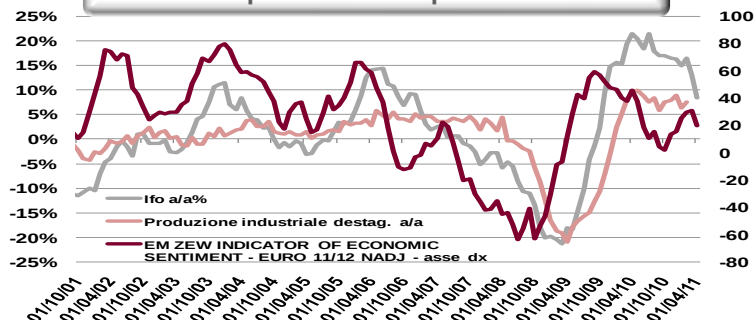


Il mercato immobiliare





Le aspettative sulla produzione



Fonte:
Datastream,
Bloomberg

➤ Si conferma il recupero in Area Euro, seppur con una spinta inferiore al previsto, come dimostrano i dati produttivi di febbraio: sia la produzione sia gli ordinativi industriali risultano inferiori al consensus, con la PI che sale del 7,3% a/a dal +6,3%, e gli ordini industriali che decelerano lievemente al 21,3% a/a; ma segnali di rallentamento giungono dalla Germania, dove gli ordini frenano decisamente (-4% m/m a marzo); in UK nel I trim. 2011 il Pil cresce dell'1,8% a/a preliminare dall'1,5% del trim. precedente. Ancora negative a marzo le nuove immatricolazioni auto UE (-5% a/a). I principali leading indicators di aprile prefigurano una decelerazione con Zew ed IFO in frenata rispettivamente a 19,7 p. (da 31) e a 110,4p. (da 111,1); in calo anche la fiducia economica ed il PMI servizi, mentre sale il PMI manifatturiero (a 58 punti da 57,5). Il 2010 si è chiuso con un allargamento consistente del rapporto debito/Pil dell'Eurozona, salito all'85,1%, mentre sul fronte dei periferici UE, FMI e BCE si sono accordati sul piano di salvataggio del Portogallo da €78Mld in tre anni (tuttavia secondo gli analisti Lisbona necessiterebbe di oltre €20Mld di fondi ulteriori, metà dei quali da utilizzare per ricapitalizzare le banche lusitane); l'approvazione del piano da parte dell'Ecofin è attesa per il 17 maggio e dovrà fare

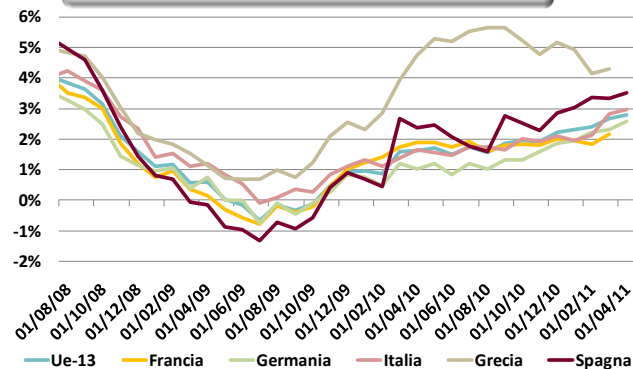
i conti col partito dei "veri finlandesi" (vincitore alle recenti elezioni) il cui appoggio al bailout non è scontato; problematica questa, che potrebbe essere superata con l'astensione finlandese alla votazione sul piano. In Grecia rimane alta la probabilità di una ristrutturazione del debito entro fine anno, con la soluzione più probabile che sembra quella di un'estensione delle scadenze di rimborso. Gli spreads vs bund 10Y hanno reagito tornando ad allargarsi in Grecia (il differenziale ellenico ha sfiorato i 1300 bps), Portogallo ed Irlanda per ripiegare poi leggermente, dopo l'intesa sul salvataggio lusitano.

➤ Deboli i consumi, con le vendite al dettaglio che a marzo flettono molto più del previsto (-1,7% a/a da +1,3% precedente e contro lo 0% di consensus); la fiducia dei consumatori ad aprile continua a scendere per il secondo mese consecutivo, passando a -11,6 punti dai -10,6 di marzo.

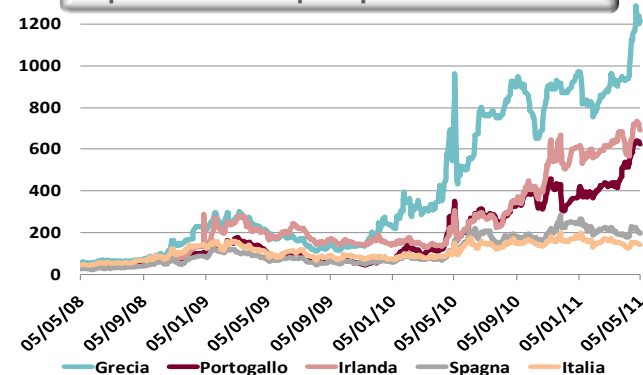
➤ Non si arrestano le spinte inflattive, con il CPI stimato che ad aprile sale al 2,8% a/a, dal 2,6% precedente (con l'IPCA tedesco al 2,6% a/a e quello spagnolo al 3,5% a/a); a marzo il dato "core" registrava una variazione dell'1,3% a/a. Il PPI di marzo sale al 6,7% a/a, dal +6,6% di febbraio.

➤ Sul mercato del lavoro disoccupazione ancora elevata a marzo e stabile al 9,9%; La massa monetaria M3 (base monetaria, depositi, attività finanziarie liquide e titoli a breve) a marzo sale del 2,3% a/a. Si restringe il deficit della bilancia commerciale dell'Eurozona di febbraio (a -1,5Mld € da -15,6Mld €).

L'andamento dei prezzi (IPCA a/a)

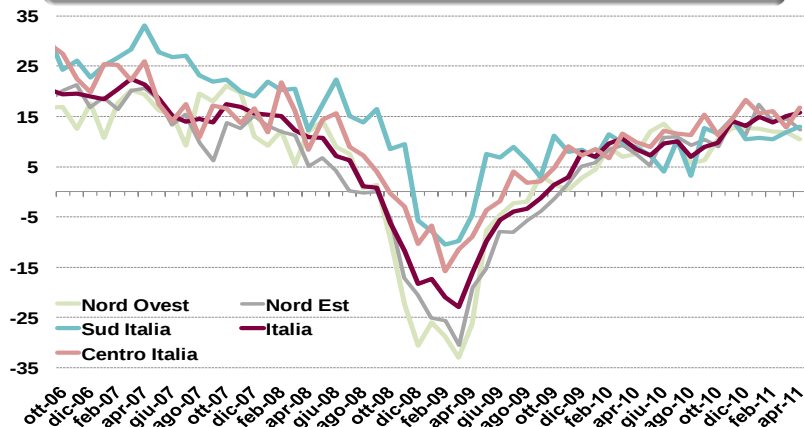


Spread vs bund per i periferici dell'Area

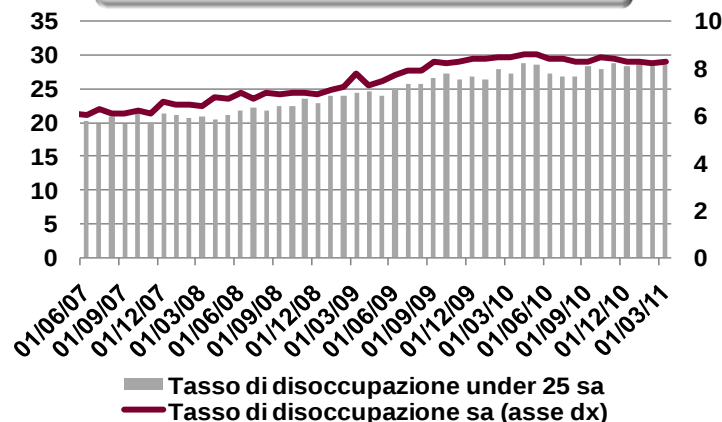




Attese sulla produzione (saldi destagionalizzati)



Il mercato del lavoro



➤ **Stabile la crescita italiana;** i dati produttivi di febbraio segnalano infatti un recupero della produzione industriale, **in rialzo seppur meno delle attese**, sia su base congiunturale (+1,4% m/m da -1,7% precedente) sia su base tendenziale (+2,3% a/a per la wda), **una leggera decelerazione degli ordini industriali che comunque avanzano del 16,2% a/a** dal +17,5% a/a di gennaio, ed **un incremento del fatturato** in termini tendenziali (a +12,8% a/a). Giungono inoltre segnali di miglioramento dal mercato dell'auto con **le nuove immatricolazioni che sebbene ancora negative su base tendenziale recuperano**, registrando il mese scorso una contrazione del 2,2% a/a rispetto al -27,6% a/a di marzo. Tuttavia **gli indicatori anticipatori di aprile prefigurano un possibile rallentamento**, con il PMI manifatturiero che scende a 55,5 punti dai 56,2 di marzo, e quello servizi anch'esso in calo. Sempre ad aprile arretra leggermente anche la fiducia delle imprese manifatturiere che passa a 103 punti dai 103,5 precedenti; secondo l'indagine ISAE-Istat **le attese sulla produzione peggiorano nel Nord-ovest e nel Nord-est e migliorano nelle restanti ripartizioni**.

➤ **Ancora deboli i consumi**, dopo la flessione di inizio anno: le vendite al dettaglio di febbraio difatti rimangono inaspettatamente invariate su base tendenziale, anche se segnano un leggerissimo progresso congiunturale rispetto al mese precedente (+0,1% m/m rispetto al -0,3% m/m di gennaio); tuttavia **la fiducia dei consumatori di aprile si mostra in calo oltre le attese** (a 103,7 punti vs i 105 di consensus).

➤ **Non si arresta la corsa dei prezzi**, con il CPI (Nic + tabacco) preliminare che, complici le tensioni sui prezzi degli energetici ma anche dei servizi relativi ai trasporti nazionali, **è stimato salire ad aprile al 2,6% a/a**, registrando una variazione congiunturale dello 0,5% (rispetto al +0,3% m/m previsto); **balza anche l'IPCA che si porta al 3% a/a** dal +2,8% di marzo. **In forte ascesa anche i prezzi alla produzione di marzo** (a +6,1% a/a dal +5,8% precedente).

➤ **Situazione ancora instabile sul mercato del lavoro:** secondo i dati preliminari **la disoccupazione a marzo torna a salire**, anche se meno delle attese, portandosi **all'8,3%** dall'8,2% di febbraio; anche la disoccupazione giovanile (15-24 anni), torna in prossimità dei record toccati ad inizio anno attestandosi **al 28,6% a marzo**. Si restringe ad aprile il deficit del saldo di bilancio pubblico (a -8,8Mld dai -21Mld di euro di marzo).

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>	Q4 2010	1,8*	3,1	2,0	2,0	1,5	1,4
<i>Produzione industriale a/a</i>	febbraio-11	5,9**	5,6	7,3	6,3	2,3	3,5
<i>CPI a/a</i>	aprile-11	2,7**	2,1	2,8	2,6	2,6	2,5
<i>CPI core a/a</i>	marzo-11	1,2	1,1	1,3	1,0	1,7	1,6
<i>Disoccupazione</i>	marzo-11	8,8	8,9	9,9	9,9	8,3	8,2

* relativa al I trimestre 2011

** relativa al mese di marzo

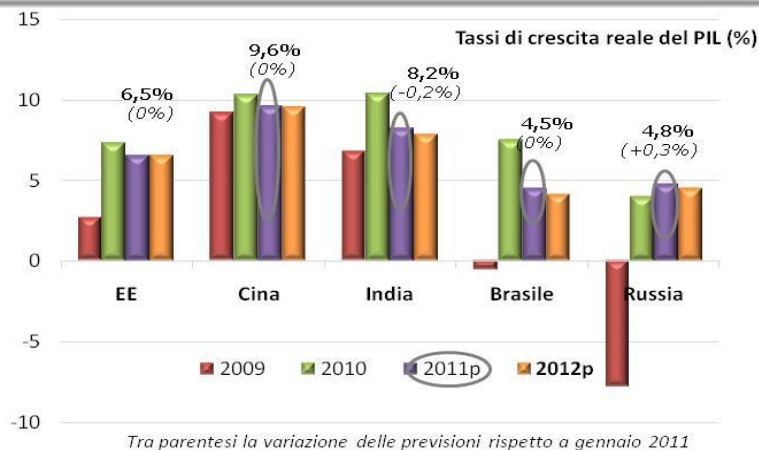
NB: Per l'inflazione italiana si considera Nic + tabacco

Fonte: Datastream, Bloomberg

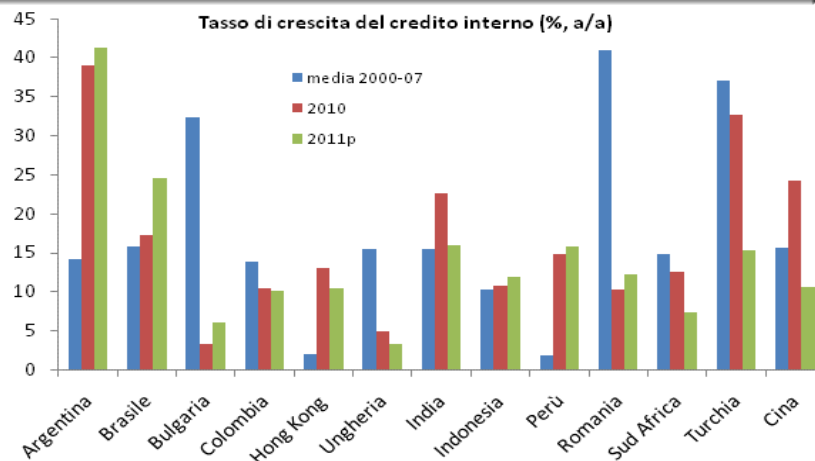
Economie Emergenti: permangono i rischi di “surriscaldamento”



Il FMI conferma il tasso di crescita economica atteso per il 2011 e per il 2012



In alcuni paesi il credito interno cresce a tassi superiori a quelli medi “pre-crisi”



Elaborazione SCCEIF su dati EIU e FMI – World Economic Outlook (“WEO” - aprile 2011)

➤ Per la prima volta da luglio 2009, nei suoi “WEO” trimestrali, il FMI non ha rivisto al rialzo le previsioni sulla crescita economica delle EE nel loro complesso, mantenendo invece stabile al 6,5% il tasso reale di incremento atteso del PIL (v. fig. di sinistra). Si sta infatti assistendo da un lato a un rafforzamento della spesa privata nelle EE (favorita anche dal ritorno dei tassi di disoccupazione su livelli “pre-crisi”, se si esclude l’Europa centro-orientale) ed una persistente dinamicità del commercio mondiale mentre, dall’altro, l’attività economica è limitata dal raggiungimento dei limiti massimi di capacità produttiva e dalle politiche restrittive (specie quelle monetarie, mentre quelle fiscali vengono in molti casi giudicate tuttora troppo “accomodanti”), soprattutto in **Asia e in America Latina**.

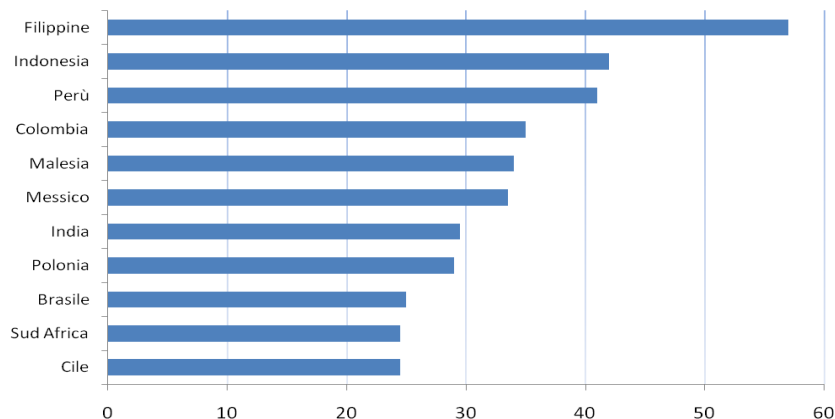
➤ In queste ultime due regioni, nel 2010 l’aumento del PIL è stato rispettivamente superiore del 7% e del 2% rispetto ai livelli medi del periodo 1997-2006, soprattutto in Argentina, Brasile, Indonesia e India. Non solo in questi paesi, come già evidenziato (v. *Monthly* di aprile), tale accelerazione porta con sé i rischi di un eccessivo surriscaldamento dell’economia in quanto è legata anche alla forte crescita del credito interno (v. fig. di destra) che nel 2010, in alcuni casi (Argentina, Brasile, Perù, Cina, Hong Kong, India e Indonesia), è stata addirittura più elevata di quella media degli anni precedenti la crisi (già superiore al 10% in termini reali). Tali rischi – se per un verso sono accentuati dal trend crescente dei prezzi delle *commodities* (v. slide seguente) – dall’altro sono contrastati da più recenti indicazioni (cfr. “Bank Lending Survey” di IIF) che sembrano dimostrare il corretto funzionamento del canale di trasmissione delle citate politiche monetarie restrittive all’economia reale tramite i sistemi bancari. Per la prima volta dal 4Q2009, infatti, le banche commerciali delle EE (e soprattutto quelle asiatiche e dell’America Latina) segnalano uno stop all’allentamento delle condizioni di erogazione dei crediti nel 1Q2011, a fronte di una domanda di prestiti che continua a essere vivace.

Economie Emergenti: conseguenze di prezzi delle *commodities* più elevati



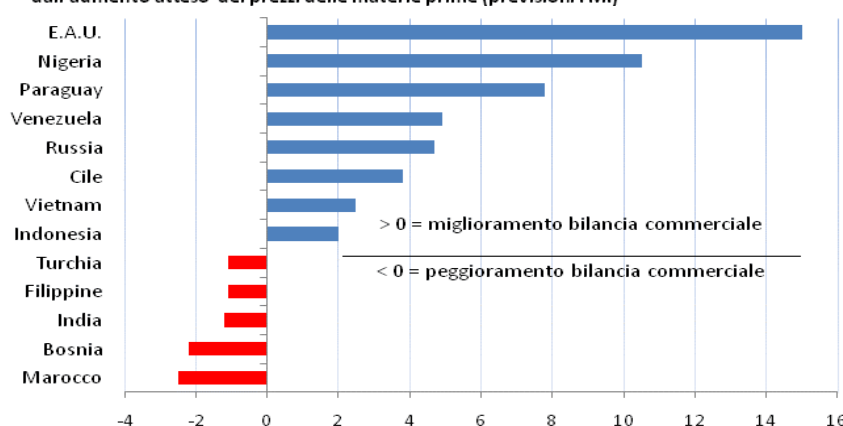
Impatto diretto sul tasso di inflazione (paesi selezionati)

Quota % di beni alimentari e carburanti negli indici dei prezzi al consumo



Impatto diretto sulla bilancia commerciale (paesi selezionati)

Variazione del saldo bilancia commerciale (in % sul PIL) derivante dall'aumento atteso dei prezzi delle materie prime (previsioni FMI)



Elaborazione SCCEIF su dati FMI – WEO

- I prezzi delle materie prime hanno toccato i loro massimi nella prima decade di aprile (v. anche *Monthly* di aprile) **per poi assestarsi sugli attuali alti livelli, che sono sostanzialmente in linea con l'incremento indicato per il 2011 nelle più recenti previsioni dell'FMI** (WEO di aprile) rispetto a fine 2010 (+31%, +26% e +24% nel 2011 rispettivamente il prezzo del greggio, delle materie prime alimentari e dei metalli). Gli effetti diretti sulle EE di prezzi elevati e in crescita sono significativi per due motivi: i) perché il peso della spesa per tali beni sui consumi complessivi (e quindi sull'inflazione) è più elevato rispetto alle economie consolidate (v. figura di sinistra); ii) perché nelle EE è maggiore l'impatto di un aumento dei prezzi delle *commodities* sulle ragioni di scambio e quindi sulla bilancia commerciale, visto che la loro incidenza è più alta che nelle economie mature.
- Con riferimento al primo effetto, **l'impatto sull'indice dei prezzi al consumo è stato ed è maggiore nei paesi dell'area MENA** (importatori netti di derrate alimentari) e **in alcuni paesi asiatici** (Filippine, Indonesia, India e Cina in particolare), nonostante questi ultimi siano stati i primi ad avviare politiche monetarie restrittive. Emblematico il caso cinese dove, nonostante l'aumento del tasso di policy e dei coefficienti di riserva delle banche, l'inflazione a marzo è salita ancora (anche per altri motivi) al 5,4% a/a dal 4,9% di febbraio.
- Per quanto riguarda invece il secondo aspetto (v. figura di destra), **l'FMI stima che le variazioni dei prezzi sopra delineate dovrebbero portare a un miglioramento della bilancia commerciale delle EE pari in aggregato all'1,25% del loro PIL nel 2011, seppure con importanti divergenze fra i diversi paesi**. I paesi del Medio-Oriente in questo caso dovrebbero riportare il maggiore incremento dell'avanzo commerciale (in quanto i benefici derivanti dall'aumento del prezzo degli idrocarburi superano le "perdite" derivanti dalla crescita dei prezzi delle materie prime alimentari) mentre peggioramenti si registreranno in Asia (Filippine e India su tutti), Europa (fra cui si evidenziano la Turchia e la Bosnia) e in alcuni paesi africani (per lo più piccole economie, ad eccezione del Marocco).

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