3 febbraio 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

MONTE DEI PASCHI DI SIENA
BANCA DAL 1472

Indice

- **Summary** pag. 3
- **Riunione della Bce** pag. 4
- **Inflazione ed altri fattori che influenzano il *timing* della BCE** pag.5
- **Previsioni sui tassi, consensus forecast e attese di mercato** pag. 8
- **Le stime di crescita del FMI** pag.9
- **Congiuntura USA** pag.10
- **Congiuntura Area Euro** pag. 11
- **Congiuntura Italia** pag. 12
- **Economie Emergenti** pag. 13

Summary

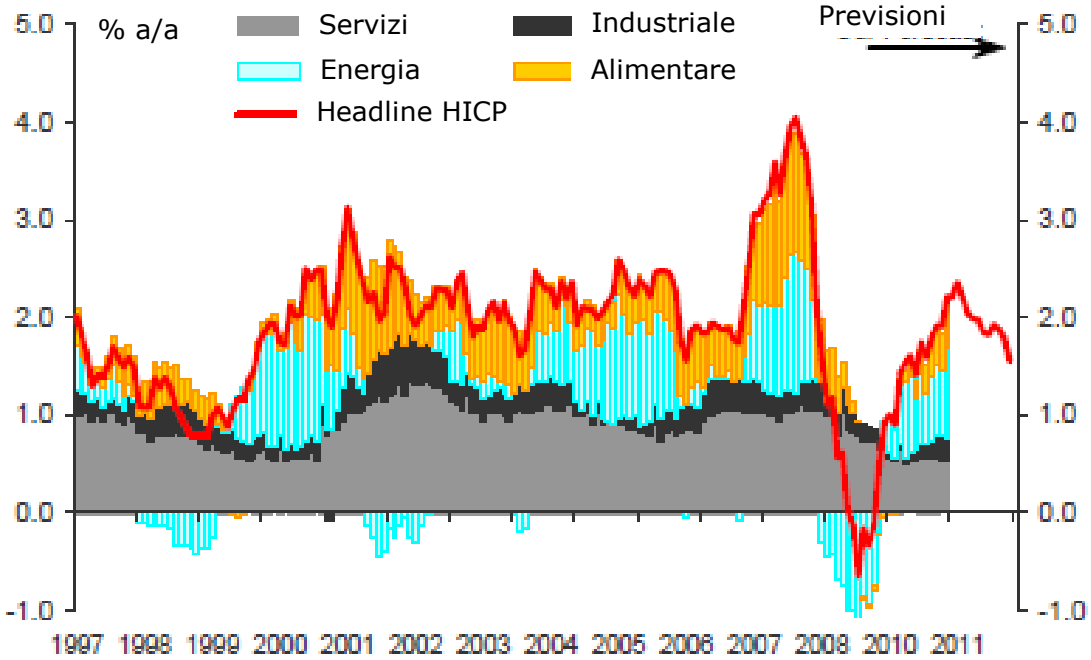
- L'intervento di Trichet ha ribadito che **l'attuale livello dei tassi di interesse rimane appropriato** e che **i recenti sviluppi dell'inflazione rimangono in linea con la stabilità dei prezzi di medio periodo**. Anche la recente dinamica degli aggregati monetari e dei prestiti al settore privato sono in linea con la stabilità dei prezzi. La Bce continuerà comunque a **monitorare attentamente gli sviluppi futuri per garantire l'ancoraggio dell'inflazione**. Il carattere temporaneo delle tensioni sui prezzi (ci attendiamo l'inflazione in area Euro all'1,6% a/a a fine 2011), le stringenti necessità di *funding* del sistema finanziario, la delicata posizione debitoria di alcuni paesi periferici ed una crescita degli aggregati monetari ampiamente sottocontrollo, ci spingono a **confermare un rialzo dei tassi nella seconda metà del 2011**, soprattutto in un contesto di crescita ancora incerto. **Qualora però ci fossero ulteriori tensioni sui prezzi delle materie prime e l'inflazione non dovesse rallentare già nei mesi di marzo** ed aprile, come nelle nostre attese, **non è escluso che le pressioni all'interno del board per un anticipazione dei tempi della stretta monetaria possano aumentare**.
- **Non si arresta il recupero dell'economia USA** con il PIL che nel IV trim.2010 sale **del 3,2% t/t annualizzato** (preliminare) dal +2,6% precedente: nel 2010 la crescita dovrebbe attestarsi al **2,8%-2,9%**, mantenendo tale trend nel 2011, secondo il FMI. Per la FED tuttavia, le condizioni economiche, seppur migliorate, **non sono ancora tali da pensare alla riduzione dell'attuale programma di *quantitative easing* ed alcuni osservatori stimano già un allungamento dei tempi del programma**. La ritrovata spinta produttiva è confermato **dall'accelerazione della produzione industriale** (+0,8% m/m a dicembre) e le aspettative per il futuro sembrano positive (a gennaio balzano ISM e PMI Chicago); tengono i consumi e **l'inflazione si mantiene sotto controllo**, seppur in rialzo a dicembre (a +1,5% a/a); non mancano tuttavia **fattori d'incertezza** quali **l'elevato livello dell'indebitamento federale**, un mercato **immobiliare che stenta a riprendersi** e **tensioni sul mercato del lavoro.**
- **Stabile la crescita in Area Euro** con il FMI che ha confermato **un PIL all'1,8% per il 2010** prevedendo tuttavia in futuro "**un periodo piuttosto lungo" di crescita senza particolari spunti**. Buoni i **nuovi ordini industriali dell'Area** (+19,9% a/a a novembre) ed i principali *leading indicators* (ZEW, IFO e PMI manifatturiero) a gennaio segnalano prospettive positive; **ancora deboli invece le vendite al dettaglio**. **In calo gli spread dei paesi periferici**: la discussione sulle **modifiche quali-quantitative all'EFSF** aiuta il movimento, ma crescono rumors di un **possibile haircut per i titoli del debito ellenico**, con la curva del paese che sul tratto 2-10Y è tornata ad invertirsi. Bene l'€ che torna ad incrociare **intorno 1,37$**. **Continuano le tensioni sui prezzi** con il CPI stimato che a gennaio sale, oltre le attese, **al +2,4% a/a (oltre il target BCE)** e **la disoccupazione si mantiene al 10%** a dicembre. Intanto sullo scenario internazionale si affaccia un ulteriore fattore d'incertezza: **la crisi egiziana**.
- Il FMI **conferma una crescita dell'1% nel 2010** per l'**Italia** tuttavia i dati sugli ordinativi industriali (-4,3%m/m a novembre) mostrano la **decelerazione produttiva in atto nell'ultima parte dell'anno** appena conclusosi. Gli indicatori anticipatori di gennaio indicano comunque una certa stabilità, anche se soffre il settore dei servizi. In **lieve recupero la spesa delle famiglie** (+1% a/a per le vendite al dettaglio di novembre) **ma la fiducia dei consumatori stenta** a recuperare: a preoccupare è soprattutto il dato **sull'inflazione** (**+2,1% a/a l'IPCA** di dicembre), attesa in ulteriore rialzo a gennaio. **Pesano sulla crescita italiana le tensioni occupazionali**, con la disoccupazione giovanile salita a dicembre **al 29%**.
- Il FMI ha nuovamente **alzato le previsioni sulla crescita del PIL delle economie emergenti nel 2011.** Tali paesi continuano inoltre a registrare incrementi nei flussi di capitale privati in entrata che, per il momento, si stanno mostrando poco sensibili alla crescente instabilità politica in **Egitto** (il cui **rating è stato abbassato** a BB da BB+ sia da Fitch che da S&P) e nell'area MENA ma che contribuiscono a generare **pressioni inflattive**.

La riunione della Bce

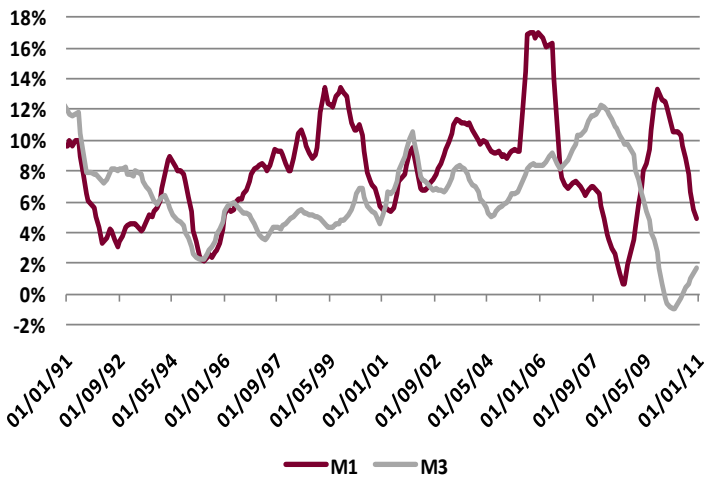
- In occasione della riunione di oggi la Bce ha mantenuto invariato il **tasso di riferimento all'1%** ritenendolo appropriato. Trichet, pur non nascondendo i recenti rialzi dell'inflazione, ha dichiarato che **le spinte inflattive rimangono coerenti con la stabilità dei prezzi nel medio periodo**. Le autorità continueranno comunque a monitorare attentamente gli sviluppi futuri per garantire la stabilità dei prezzi facendo **tutto ciò "che è necessario" per tenere sotto controllo l'inflazione, che rimane** il mandato principale della **BCE**. I dati economici dimostrano che **l'economia dell'Area si trova in un "momento" positivo** che beneficia del recupero del commercio mondiale (atteso proseguire anche nel 2011), ma **la situazione rimane incerta**. Trichet ha confermato che **la politica monetaria rimane accomodante** e le misure non convenzionali continueranno come previsto, ma **ribadisce la loro natura transitoria**. Confermate **secondo il *timetable* già previsto** le aste di ammontare illimitato sulla scadenza tre mesi fino a marzo 2011, mentre **sul programma di riacquisto di bond Trichet non ha rivelato informazioni circa quantità e tempistiche**, limitandosi ad affermare che questo **"procede"**. Si confermano le stime per un incremento del tasso di riferimento nell'arco dell'anno in corso di 25 bps, aumento che con ogni probabilità avverrà **nella seconda parte del 2011. I recenti rialzi dei prezzi al consumo, infatti, saranno temporanei (le nostre attese sono per un rallentamento dell'inflazione già a marzo con un tendenziale a fine anno all'1,6%) e la difficile situazione di alcuni paesi periferici è ancora lontano dall'essere risolta. A tale proposito Trichet ha richiamato i paesi membri sull'importanza di continuare le misure di consolidamento fiscale.** In mancanza di una politica fiscale espansiva, **l'unica politica a sostegno della crescita rimane la politica monetaria**, soprattutto in una fase in cui il tasso di cambio sta tornando ad apprezzarsi, con il rischio 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.
- Non è mancato il riferimento alle **riforme strutturali** che saranno necessarie per quei paesi che hanno sperimentato nel tempo una perdita della loro competitività. **Lo stesso Trichet si augura che vengano implementate le risorse ed il mandato dell'attuale EFSF**.

L'inflazione spinge per un rialzo dei tassi ma …

Area Euro: tasso di inflazione HICP e componenti (%)



Aggregati monetari: a/a 3MMA

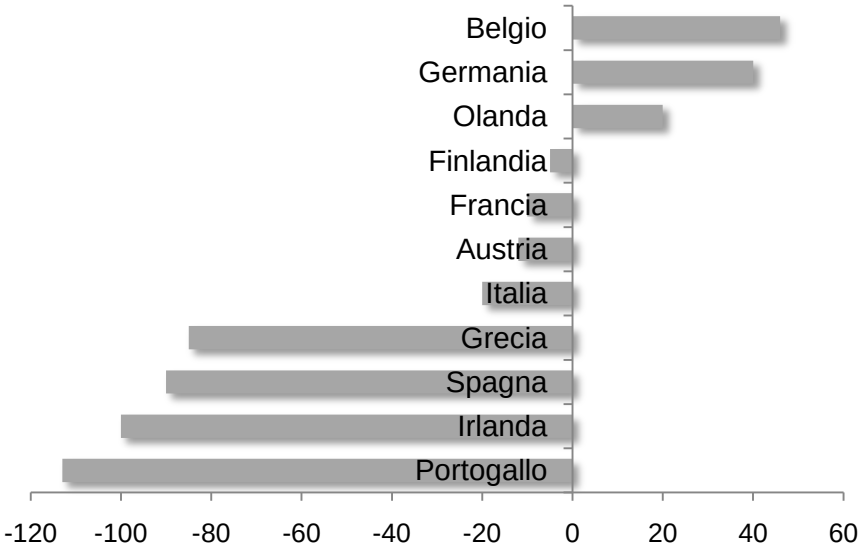


Fonte: BCE, Morgan Stanley Research, Datastream

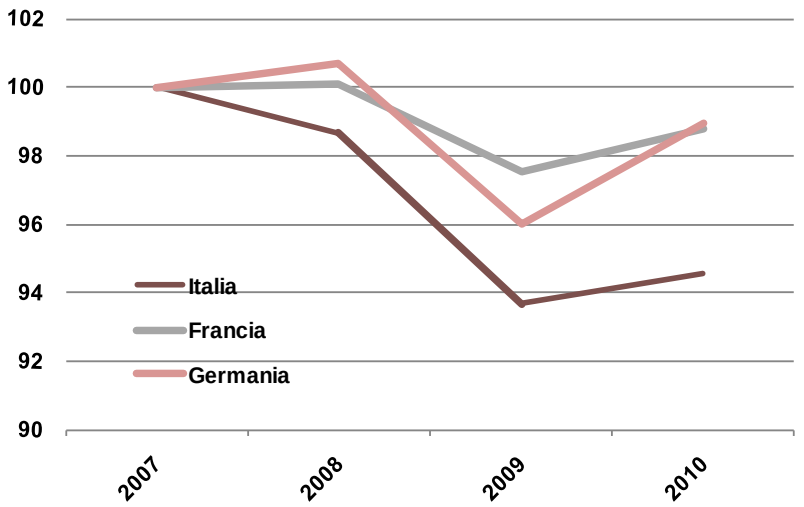
➢ La recente accelerazione dell'inflazione **potrebbe spingere la Bce ad aumentare il tasso di riferimento prima di quanto anticipato** (settembre 2011). Il tasso di inflazione è ormai ampiamente **al di sopra del 2%** (2,4% il dato di gennaio, secondo Eurostat) ed il **petrolio è in prossimità dei 100 $/b**, senza contare che la Bce teme i cosiddetti "*second round effect*" che potrebbero emergere a causa dell'incremento delle tariffe e a seguito di rivendicazioni salariali. Se da un lato però l'inflazione preoccupa, dall'altro ci sono fattori che spingono in senso contrario. Innanzi tutto, **le tensioni sui prezzi, grazie ad un effetto confronto positivo, dovrebbero smorzarsi nei prossimi mesi**. Ci attendiamo infatti già un rallentamento dei prezzi al consumo a marzo con un tendenziale all'1,6% a fine 2011. Secondariamente gli **aggregati monetari crescono a ritmi molto contenuti ed i prestiti al settore privato continuano a contrarsi (-0,2% a dicembre, dal -0,1% di novembre).**

… esistono ancora troppi fattori di incertezza ….

Posizione netta sull'estero 2009 (% del PIL)



Pil: Germania, Italia e Francia a confronto

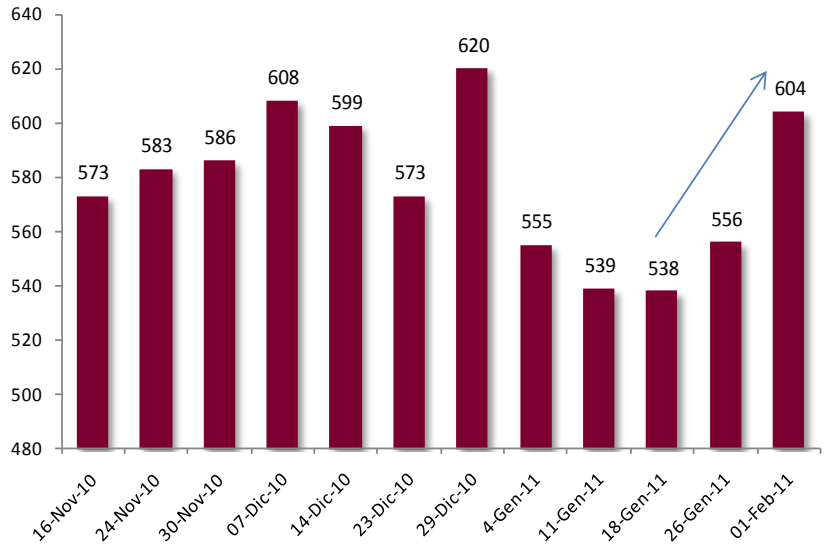


Fonte: BCE, Morgan Stanley Research, Datastream

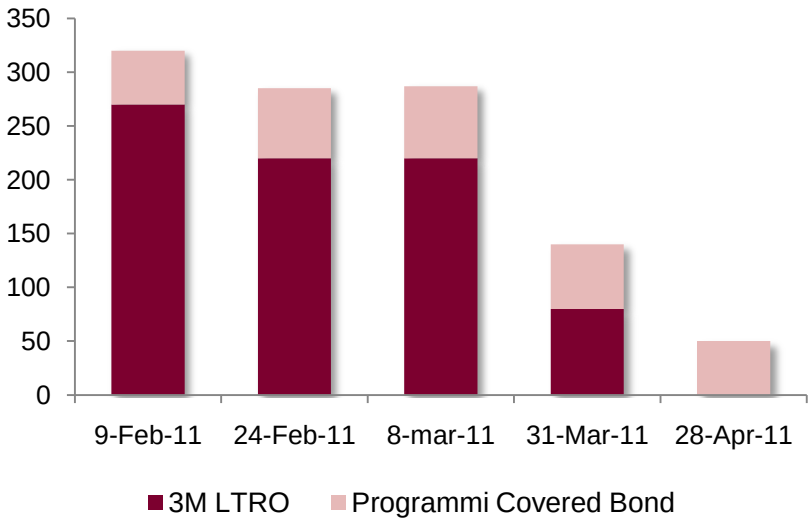
- Un ulteriore motivo che potrebbe spingere la Bce ad attendere la seconda parte dell'anno prima di innalzare il costo del denaro è data dal fatto che **le posizioni debitorie dei paesi periferici necessitano di essere consolidate ed un aumento dei tassi peggiorerebbe tale processo**.
- Inoltre sebbene il 2010 si sia chiuso con un sensibile miglioramento della congiuntura in particolare per la Germania, ma anche per la Francia e l'Italia, **le tre economie non hanno ancora raggiunto i livelli di reddito pre-crisi** e hanno ancora capacità produttiva in eccesso.

… che potrebbero condizionarne il timing

Liquidità immessa nel sistema dalla Bce (mld €)



Ammontari in scadenza delle operazioni di rifinanziamento presso la Bce (mld €)



Fonte: BCE, Morgan Stanley Research

➢ I segnali che giungono dal mercato monetario sono ancora di **tensioni, soprattutto per il tasso Eonia**. Per questo sono ancora in essere operazioni straordinarie per l'immissione di liquidità nel sistema ed in occasione della scadenza di 165,6 Mld di € del 1° febbraio scorso, le banche hanno domandato 213,7 Mld €, **aumentando di quasi 50 Mld la liquidità nel sistema a conferma che sono ancora forti le necessità di funding**. Non è da escludere che prima di inasprire le condizioni del credito la Bce **voglia conoscere i nuovi risultati degli stress test** e anche la rimozione di tali operazioni (al momento prevista per fine marzo) potrebbe essere condizionale a tali risultati, **con la possibilità di protrarre le aste di ammontare illimitato fino a fine anno**.

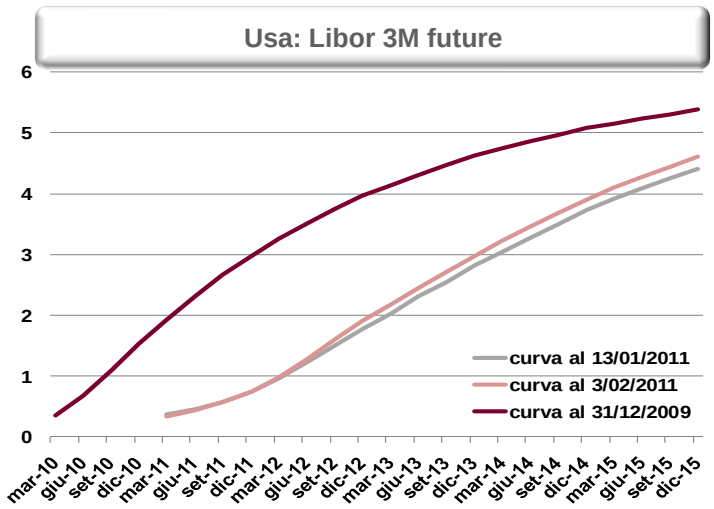
Previsioni BMPS, consensus forecast e attese di mercato

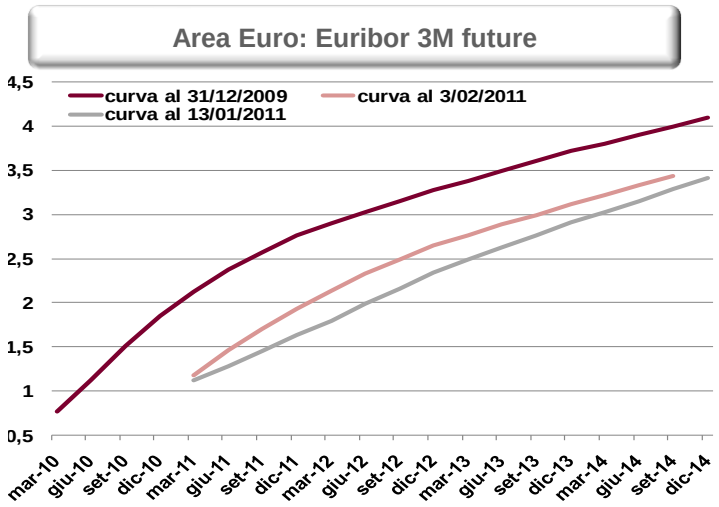
Stime BMPS	Attuale	q1 2011	q2 2011	q3 2011	q4 2011	q1 2012
Tasso di riferimento Bce (fp)	1,00%	1,00%	1,00%	1,25%	1,25%	1,25%
Fed Fund (fp)	0,25%	0,25%	0,25%	0,50%	0,50%	0,50%
Consensus Forecast*						
Tasso di riferimento Bce (fp)	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,25%	1,50%
Fed Fund (fp)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%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

**Fonte: Bloomberg, aggiornato al 3 febbraio 2010*

	Tassi Governativi Area Euro ed Usa											
	Attuale	Stime BMPS					Consensus Forecast					
Area Euro	02/12/10	q1 2011	q2 2011	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q1 2011	q2 2011	q3 2011	q4 2011	q1 2012	q2 2012
euribor 3m	1,09%	1,15%	1,18%	1,25%	1,53%	1,65%	1,09%	1,17%	1,33%	1,54%	1,71%	1,93%
2Y	1,44%	1,21%	1,39%	1,60%	1,90%	2,00%	1,09%	1,24%	1,42%	1,65%	1,94%	2,05%
10Y	3,24%	3,00%	2,90%	3,10%	3,30%	3,45%	2,98%	3,11%	3,24%	3,34%	3,51%	3,52%
Stati Uniti												
libor 3m	0,31%	0,31%	0,33%	0,35%	0,65%	0,90%	0,35%	0,37%	0,43%	0,57%	0,87%	1,18%
2Y	0,68%	0,60%	0,78%	0,95%	1,15%	1,45%	0,66%	0,86%	1,03%	1,25%	1,61%	1,90%
10Y	3,49%	3,30%	3,40%	3,45%	3,50%	3,65%	3,29%	3,50%	3,59%	3,74%	3,95%	4,10%

**Fonte: Bloomberg, aggiornato al 3 febbraio 2010*





Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

- Mentre le stime di consensus non si attendono rialzi del tasso Bce **prima del terzo trimestre 2011**, il mercato si sta preparando ad **una manovra entro la prima parte dell'anno**, attesa in parte **ridimensionata** dopo le parole pronunciate oggi da Trichet .

Le stime di crescita

Le previsioni del FMI di gennaio

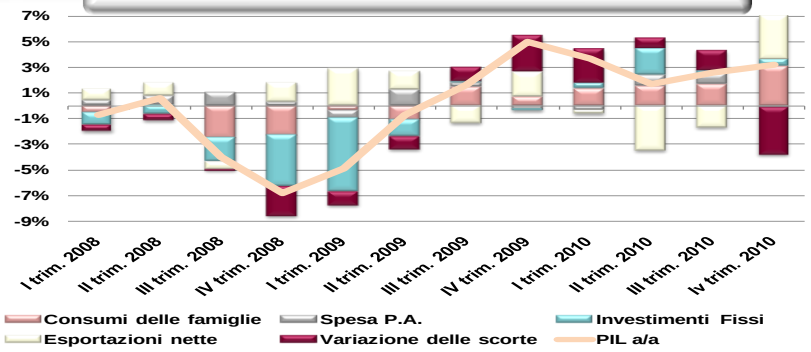
	Previsioni		Variazione rispetto alle previsioni di ottobre 2010	
	2010*	2011	2012	2011	2012
Mondo	5,0	4,4	4,5	0,2 ↑	0,0
Economie avanzate	3,0	2,5	2,5	0,3 ↑	-0,1
Stati Uniti	2,8	3,0	2,7	0,7 ↑	-0,3
Area Euro	1,8	1,5	1,7	0,0	-0,1
Germania	3,6	2,2	2,0	0,2 ↑	0,0
Francia	1,6	1,6	1,8	0,0	0,0
Italia	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1
Giappone	4,3	1,6	1,8	0,1 ↑	-0,2
UK	1,7	2,0	2,3	0,0	0,0
Emerging e Developing	7,1	6,5	6,5	0,1 ↑	0,0
Cina	10,3	9,6	9,5	0,0	0,0
India	9,7	8,4	8,0	0,0	0,0
Brasile	7,5	4,5	4,1	0,4 ↑	0,0

Fonte: FMI, World Economic Outlook, gennaio 2011

➢ **L'economia mondiale sta recuperando con differenti velocità nelle differenti regioni**. La tendenza complessiva, per il prossimo biennio, è **per una decelerazione nella crescita globale**, tuttavia le recenti stime rilasciate dal Fondo Monetario internazionale evidenziano **una revisione al rialzo delle precedenti previsioni per l'anno 2011** in particolare per le **economie avanzate**, la cui crescita viene trainata dal **recupero statunitense**. Confermate le previsioni di crescita per l'anno in corso in Area Euro, dove la **Germania si conferma "locomotiva europea"**. Tuttavia la crescita nel medio periodo risulta **sottoposta a fattori d'incertezza** soprattutto nelle ***developed countries*** **come sottolineato dalla revisione al ribasso delle stime 2012**. Il direttore generale del FMI Strauss-Kahn ha infatti lanciato un monito, dichiarando che **la ripresa economica "è in atto", ma è "una ripresa tormentata da tensioni che potrebbero gettare i semi di una prossima crisi"**.

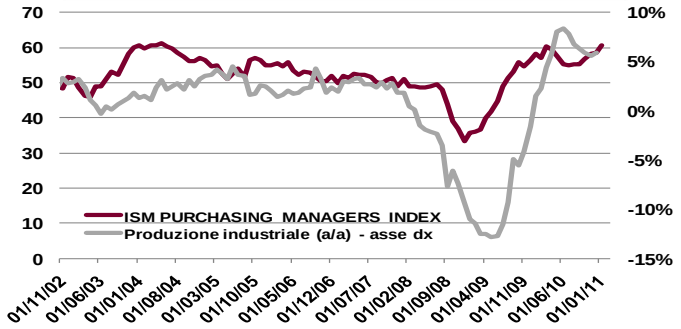
Usa

I contributi alla crescita statunitense



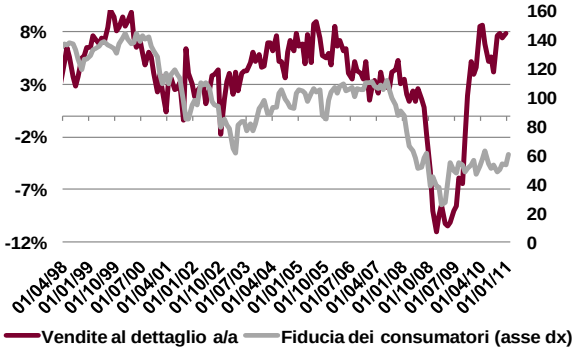
Fonte: Datastream, Bloomberg

Le aspettative sulla produzione



➢ **Non si arresta il recupero dell'economia USA** con il PIL che nel IV trim. 2010 segna un progresso del **3,2% t/t annualizzato** (preliminare), inferiore al consensus ma in accelerazione dal +2,6% precedente; contribuiscono maggiormente alla crescita **il consumo delle famiglie e le esportazioni nette**. **Nel 2010 l'economia USA dovrebbe così avanzare del 2,8%-2,9%**, con il FMI che ha rivisto **al rialzo le stime per il 2011**. Tuttavia secondo la FED le condizioni economiche, seppur in presenza di alcuni segnali di miglioramento, **non sono ancora tali da pensare alla riduzione del programma di quantitative easing ($600Mld) a sostegno della ripresa**, tanto che secondo indiscrezioni riportate dal WSJ è possibile un **allungamento del programma** fino a fine 2011. Sul tema dell'elevato l'indebitamento federale durante il discorso sullo Stato dell'Unione, Obama ha esortato **a congelare la spesa pubblica per i prossimi 5 anni**. La ritrovata spinta produttiva è confermato **dall'accelerazione a dicembre della produzione industriale** (+0,8% m/m), dalla migliore capacità di utilizzazione impianti, dalla frenata inferiore alle attese degli ordini di fabbrica; positive le aspettative per il futuro, come sottolineano alcuni *leading indicators* di gennaio: balza infatti inaspettatamente il **PMI Chicago** sui massimi dal 1988 e **l'ISM manifatturiero** sale a 60,8 p. Tuttavia

I consumi



persistono segnali d'incertezza: a dicembre gli ordini di beni durevoli calano inaspettatamente (-2,5% m/m); scende a gennaio il FED Dallas e il Philadelphia FED.

➢ Positivi a dicembre reddito personale (a +0,4% m/m) e spesa personale (a +0,7% m/m) con le **vendite al dettaglio che proseguono il recupero nello stesso mese su base congiunturale** (+0,6% m/m), con trend analogo se si esclude la componente auto. A gennaio la **fiducia dei consumatori** balza a 60,6p segnalando **un trend positivo per i consumi** e viene rivisto al rialzo anche il dato preliminare sulla fiducia rilevata dall'Università del Michigan.

➢ **Timidi segnali di "risveglio" del mercato immobiliare**: a dicembre infatti crescono più delle attese i permessi edilizi, balzano le vendite di case esistenti (+12,3% m/m), quelle di case nuove (+17,5% m/m) e frenano meno del previsto le vendite in corso di abitazioni (+2% m/m); **tuttavia la spesa edilizia torna negativa** a dicembre (-2,5% m/m) e l'indice S&P CaseShiller sull'andamento dei prezzi delle case nelle metropoli USA continua a scendere a novembre.

➢ **Incerto il mercato del lavoro a gennaio**: la disoccupazione è attesa leggermente in aumento rispetto 9,4% di dicembre, tuttavia le nuove richieste di sussidio nell'ultima settimana del mese sono diminuite. Geithner sottolinea che la crescita USA è ancora troppo debole per risollevare l'occupazione. **Superiore alle attese l'inflazione di dicembre salita all'1,5%** (+0,8% a/a per la versione core) tuttavia il **livello dei prezzi** si mantiene ancora **sotto controllo**.

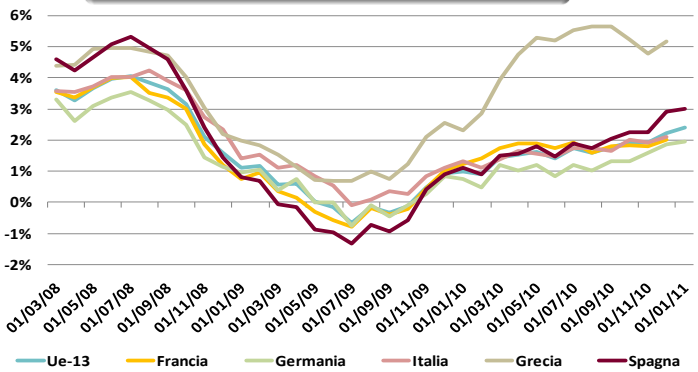
Area Euro

Spread vs bund per i periferici dell'Area

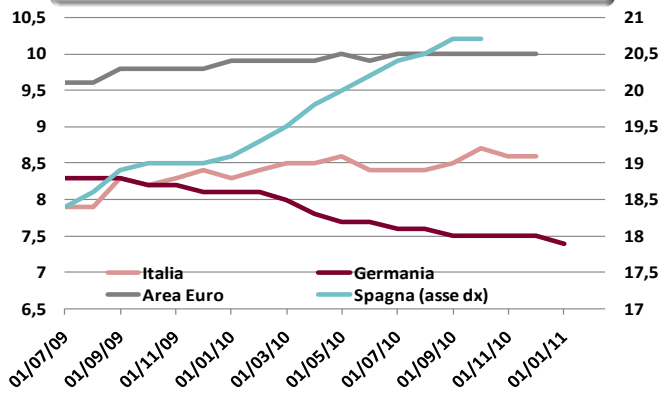
	SPREAD vs. BUND 10Y			VARIAZIONE	
	Last price	-1W	- 1M	-1W	- 1M
PRT	359,6	390,2	369,8	-30,6	-10,2
IRL	559,5	591,4	609,3	-31,9	-49,8
ITA	132,0	161,7	181,0	-29,7	-49,0
GRE	763,8	829,7	959,9	-65,9	-196,1
ESP	190,2	229,4	248,9	-39,2	-58,7

Fonte: Datastream, Bloomberg

L'andamento dei prezzi (IPCA a/a)



La disoccupazione



➢ **Stabile la crescita economica** in Area Euro con il Fondo Monetario Internazionale che conferma la stima sul **Pil 2010 dell'Eurozona all'1,8%**; l'Autorità tuttavia prevede nel futuro per l'Unione "**un periodo piuttosto lungo" di crescita senza particolari spunti**. La tendenza alla stabilizzazione è supportata dai **nuovi ordini industriali che a novembre salgono oltre le attese** (+19,9% a/a dal +14,8% precedente) e da un lieve miglioramento del mercato automobilistico a dicembre. Sono tuttavia i principali ***leading indicators* dell'Area a segnalare crescita nel futuro**: a gennaio infatti l'indice ZEW balza a 25,4 punti dai 15,5 precedenti, mentre l'IFO tedesco sale sui massimi di sempre; in progresso anche il PMI manifatturiero, il PMI servizi e la fiducia industriale. Contribuisce a stemperare le tensioni, **la "convergenza" dei vari stati dell'Unione su modifiche quali-quantitative dell'attuale Fondo Salva-Stati (EFSF)**, che dovrebbero formalizzarsi entro fine marzo. Rimane ancora insoluta la questione se tale fondo verrà usato per l'acquisto di bond dei paesi in difficoltà, possibilità a cui **la Germania si sta opponendo**, ma gli sforzi per trovare un accordo hanno impattato positivamente sui differenziali di rendimento tra i titoli decennali dei Periferici ed il bund 10Y che si sono **notevolmente ridotti** nell'ultimo mese (in particolare quello greco). Bene l'€ che incrocia intorno quota 1,37$. Sullo scenario internazionale si affaccia però un ulteriore fattore d'incertezza, quale **la crisi egiziana**.

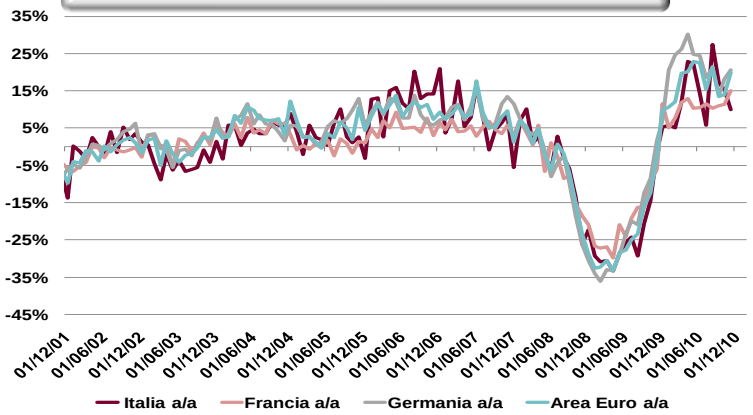
➢ **Consumi ancora deboli a dicembre** con le vendite al dettaglio che calano inaspettatamente del -0,6% m/m (-0,9% a/a). In lieve calo a gennaio la fiducia dei consumatori della zona Euro.

➢ Nuovo **balzo in avanti a gennaio per l'inflazione** in Area Euro, con il CPI stimato che sale, oltre le attese, **al +2,4% a/a** dal +2,2% di dicembre, alimentando le pressioni sulla BCE per un eventuale rialzo dei tassi nel breve periodo; in **Spagna** l'inflazione a gennaio sale ai **massimi da due anni** (al +3% a/a) mentre torna sopra al 5% il livello dei prezzi ellenici a dicembre. In salita più delle attese anche i prezzi alla produzione (+5,3% a/a a dicembre).

➢ **Ancora difficoltà sul mercato del lavoro**, con la disoccupazione che a dicembre **si mantiene stabile al 10%**, come a novembre. La disoccupazione spagnola viaggia ancora sopra al 20%. La BCE ha comunicato che la massa monetaria M3 (base monetaria, depositi, attività finanziarie liquide e titoli a breve) a dicembre ha mostrato una decelerazione attestandosi al +1,7% a/a. **Torna in deficit la bilancia commerciale** dell'Eurozona a novembre (-0,4Mld €).

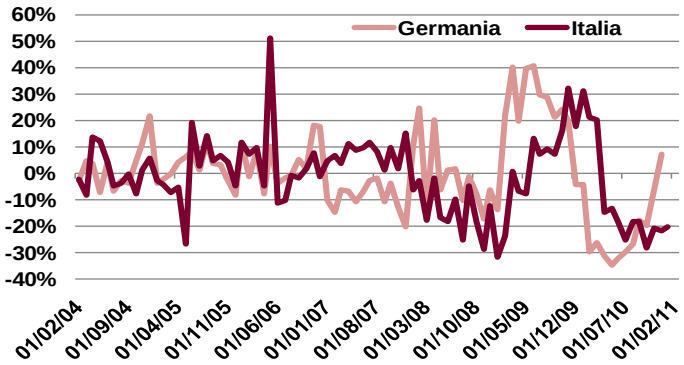
Italia

Gli ordinativi industriali



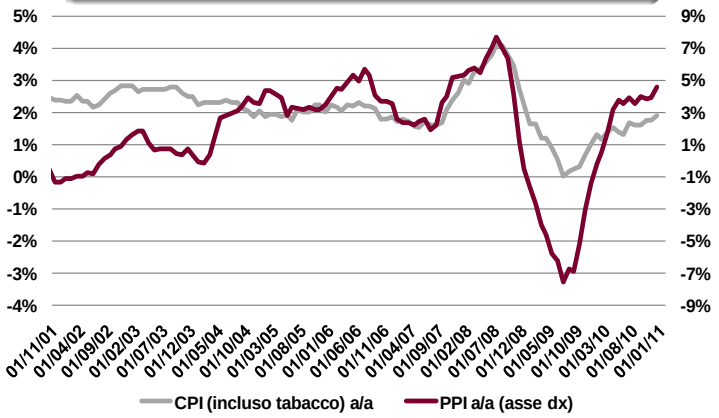
Fonte: Datastream, Bloomberg, ISAE

Nuove immatricolazioni auto (% a/a)



➢ **In Italia si conferma la decelerazione produttiva in atto nell'ultima parte del 2010**, sottolineata dagli **ordinativi industriali che continuano a scender**e su base congiunturale (-4,3% m/m a novembre rispetto al -0,2% di ottobre), in controtendenza con il trend europeo ed in particolare con l'accelerazione registrata **in Germania** (+20,6% a/a per gli ordinativi tedeschi a novembre); sempre a novembre **rallenta la crescita del fatturato** (+12,1% a/a rispetto al +13,3% precedente). Ancora debole il mercato dell'auto italiano con le nuove immatricolazioni che a gennaio calano ancora di oltre il 20% a/a. Il FMI **conferma comunque una crescita italiana nel 2010 dell'1%**. Nel primo mese del 2011 migliora leggermente la fiducia delle imprese, il **PMI manifatturiero sale oltre le attese sui massimi da oltre quatto anni**, ma non si arresta il calo del **PMI servizi tornato a gennaio sotto la soglia dei 50p**.

L'andamento dei prezzi



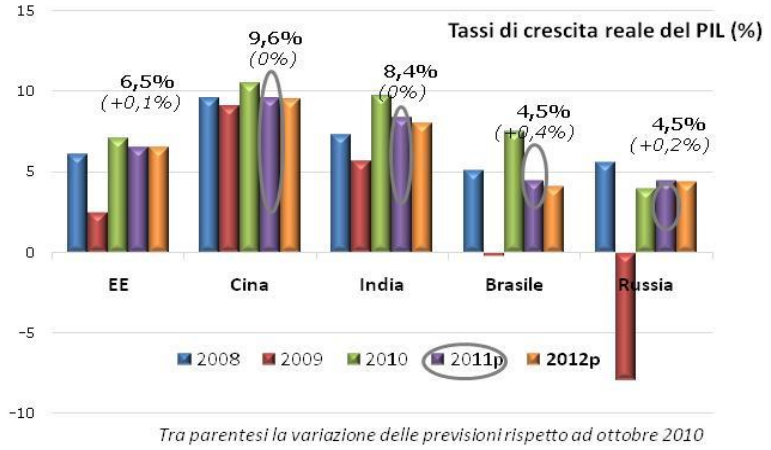
➢ Sul fronte dei consumi **a novembre recuperano le vendite al dettaglio** anche se meno delle attese (+1% a/a vs +1,5% di consensus), ma la fiducia dei consumatori di gennaio frena, scendendo a 105,9 punti dai 109,1 precedenti, **segnalando incertezza per il futuro**.

➢ **Ancora pressioni sui prezzi a dicembre**, con il CPI (Nic + Tabacco) confermato all'1,9% a/a, mentre l'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) si è rivelato superiore alle attese **salendo al 2,1% a/a**. Le aspettative a gennaio, complice il surriscaldamento dei prezzi energetici, sono **per un'ulteriore tendenza al rialzo (+2,2% a/a per l'IPCA e +2% a/a per il NIC italiano secondo le nostre stime)**. **In salita anche i prezzi alla produzione** di dicembre (+0,6% m/m dal +0,4% di novembre).

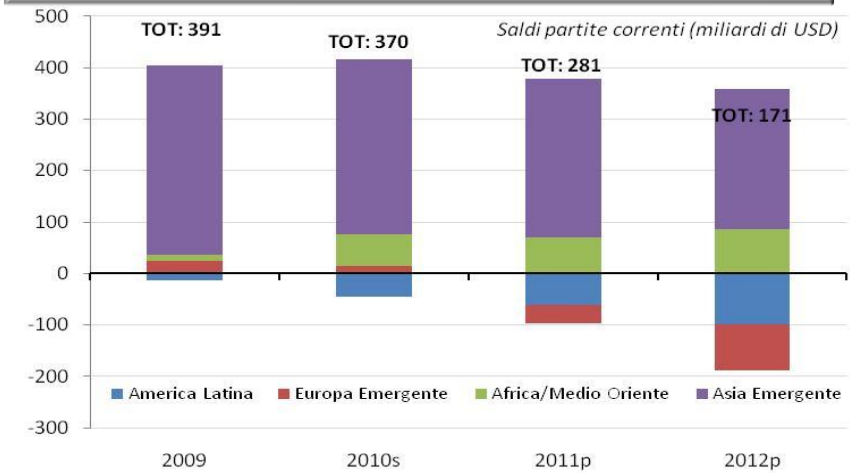
➢ Continuano le tensioni sul mercato del lavoro con la disoccupazione che **a dicembre si mantiene all'8,6%** (ribassato all'8,6% anche il dato di novembre), ma la **disoccupazione giovanile (15-24 anni) sale nello stesso mese al 29%**, nuovo record negativo dall'inizio delle serie storiche mensili. Torna in deficit il saldo di bilancio pubblico a gennaio (-2Mld di euro).

Economie Emergenti: previsioni positive per il 2011

Il FMI rivede di nuovo in (leggero) rialzo le previsioni di crescita



Tenderà a ridursi il surplus corrente complessivo delle EE



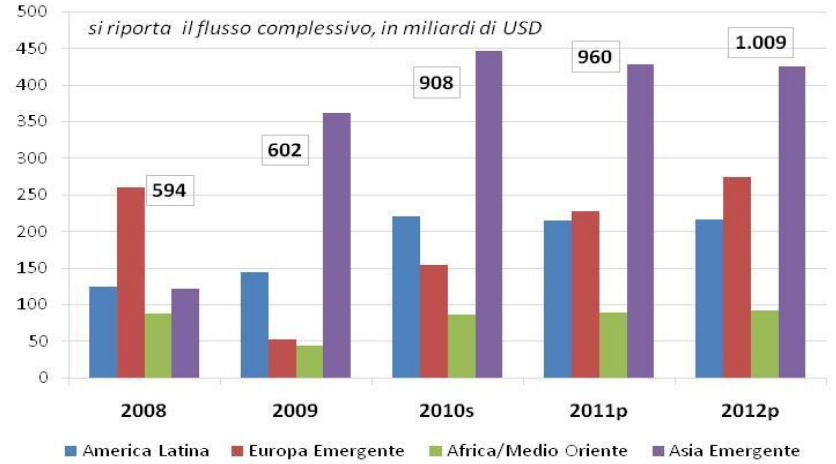
Elaborazione SCCEIF su dati FMI, IIF

➢ Nonostante il probabile rallentamento dell'attività economica nel 4Q2010 in molte economie emergenti (una importante eccezione è la Cina, la cui economia è cresciuta del 9,8% nel 4Q, portando così al 10,3% l'espansione nell'intero 2010, rispetto al 9,2% del 2009) nel World Economic Outlook di gennaio, **il FMI ha rivisto di nuovo al rialzo le sue previsioni sulla crescita del PIL delle stesse EE nel 2011**, attesa pari al 6,5% a/a (+0,1% rispetto alla previsione di ottobre, grafico di sinistra). Il miglioramento, rispetto all'outlook di ottobre, riguarda soprattutto Russia (prevista crescita del 4,5%), Messico (4,2%) e Brasile (4,5%) mentre, a livello di macroregioni, **spicca la dinamicità dell'Africa Sub-Sahariana**, la cui economia è prevista in espansione del 5,5%, tasso inferiore soltanto a quello dell'Asia emergente (+8,4%);

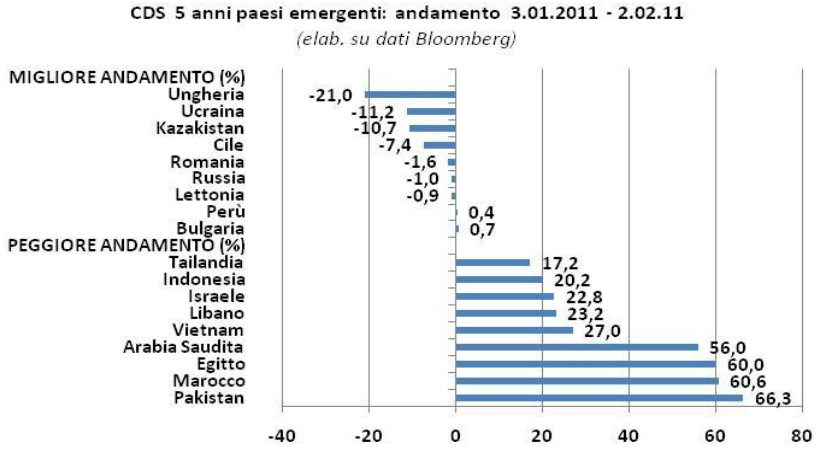
➢ Il commercio globale dovrebbe frenare la sua corsa (+7,1% vs. 2010, anno in cui era aumentato del 12%) e, in tale scenario, **le economie emergenti dovrebbero venire trainate dalla maggiore forza relativa della loro domanda interna**. Quest'ultima, insieme con l'apprezzamento dei tassi di cambio effettivi reali (che dovrebbe proseguire anche nell'anno in corso), **dovrebbe determinare un maggiore incremento delle importazioni rispetto all'export**, con conseguente probabile riduzione del surplus di parte corrente in Asia (-9% a USD 309 mld), ampliamento del deficit in America Latina (previsto pari a USD 60 mld) e "ritorno" in disavanzo dell'Europa Emergente dopo i surplus registrati nel 2009 e 2010 (figura di destra). Tale tendenza, se da un lato favorirà in parte il riequilibrio degli sbilanci globali, dall'altro potrebbe preoccupare le autorità dei paesi che stanno cercando di stabilizzare la loro posizione finanziaria estera (Europa Centro-Orientale, salvo alcune eccezioni) e quelle dei paesi in cui il trend si è manifestato con particolare intensità. E' il caso del Brasile, che nel 2010 ha riportato un surplus commerciale di soli USD 20 mld (-21% vs. 2009), a seguito del boom delle importazioni, la cui crescita (+42% in valore) è stata la più elevata al mondo lo scorso anno.

Economie Emergenti: ancora attenzione alla gestione dei flussi di capitale

Atteso un ulteriore aumento dei flussi di capitali privati nel 2011



Aumenta la percezione del rischio politico



Elaborazione SCCEIF su dati IIF, Bloomberg

➢ Le migliori prospettive di crescita a breve-medio termine **continuano inoltre a favorire l'afflusso di capitali privati vs le EE, rivisti anch'essi al rialzo nelle ultime previsioni di IIF** (grafico a sinistra) a USD 908 mld (+ USD 83 mld rispetto alle stime di ottobre) per il 2010, con ulteriore incremento a USD 960 mld nell'anno in corso. Dopo che **nel 2010, per la prima volta, le EE hanno assorbito più del 50% degli investimenti diretti esteri mondiali**, la componente "equity" (sia sotto forma di IDE che di investimenti di portafoglio) continuerà a rappresentare la parte principale di tale flusso, anche perché i fondi di investimento azionari dovrebbero continuare ad allocare quote maggiori delle loro risorse nelle azioni delle EE, dopo che la quota di queste ultime nell'indice "MSCI All Countries" è salita dal 4,5% del 2003 al 13% di fine 2009. **Per il momento, la crescente instabilità politica in Egitto e, più in generale, nell'area MENA, non sembra avere avuto ripercussioni significative sui mercati obbligazionari ed azionari emergenti**, e l'aumento del premio per il rischio paese ha riguardato per lo più soltanto i paesi della stessa regione (oltre a Pakistan e Vietnam, figura di destra).

➢ **Permangono invece i rischi legati al summenzionato afflusso di capitali,** in primis le maggiori pressioni inflattive (v. anche *Monthly* di gennaio) che, nel corso dell'ultimo mese, hanno determinato una **serie di azioni restrittive da parte delle autorità monetarie**, concretizzatesi per lo più nell'aumento dei tassi di interesse benchmark (in controtendenza la Turchia, dove la BC ha tagliato di 25 p.b. il tasso di riferimento). Sono invece stati aumentati i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche nei paesi in cui la BC intende controllare più direttamente l'aumento del credito bancario (Cina, Russia e Perù), anche per evitare un deterioramento della qualità dello stesso.

➢ Altro aspetto da monitorare è **l'evoluzione della spirale "tensioni politiche-aumento dei prezzi delle materie prime",** che potrebbe contribuire a fare aumentare ancora i tassi di inflazione, rappresentando quindi il principale rischio per lo scenario positivo fin qui delineato.

Contatti

Area Pianificazione Strategica, Research & IR

Alessandro Santoni

Research
Stefano Cianferotti

Investor Relations
Elisabetta Pozzi

Pianificazione Strategica e Business Development
Marco Torre

Macroeconomia e Congiuntura

Lucia Lorenzoni – Nicola Zambli

Rating e Debito

Simone Maggi – Paola Fabretti

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

Mercati Creditizi

Marcello Lucci – Antonella Rigacci
Raffaella Stirpe – Claudia Ticci

Distretti e Territori

Pietro Ripa – Giuseppe Alfano

Business Development

Giovanni Papiro – Guido Poli
Cesare Limone – Lorenzo Burelli

Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it
Tel:+39 0577-293753

Nicola Zambli

nicola.zambli@banca.mps.it
+39 0577-298593

Si ringrazia Francesco Lisi 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