



CONGIUNTURA *flash*

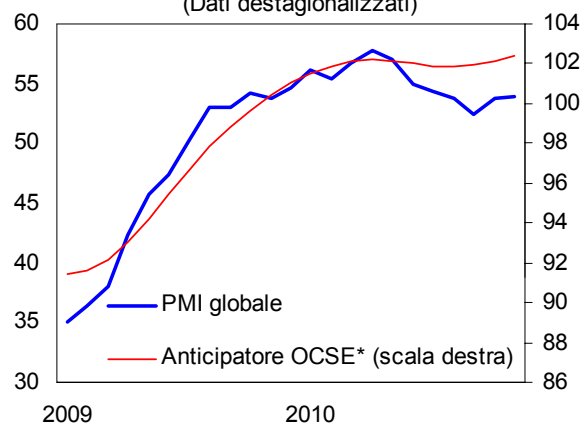
Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Gennaio 2011

La **ripresa globale** è tornata vigorosa. Con la buona performance di fine 2010 e i progressi negli indici anticipatori, il 2011 si presenta come l'anno della stabilizzazione delle aspettative e della **riduzione dell'incertezza**. Ciò sta facendo ripartire il **ciclo degli investimenti** nelle economie avanzate più dinamiche (USA, Germania), favoriti dal costo del capitale in riduzione con i rialzi delle Borse e dal maggior utilizzo degli impianti. Ne beneficeranno **occupazione** (per ora ancora debole, tranne la tedesca) e **consumi** (vivaci già gli americani); la crescita così si consolida. Il percorso rimane, però, accidentato dalla crisi dei **debiti pubblici**, dalle **oscillazioni valutarie** e dai rincari delle **materie prime**, che si traducono in tensioni inflazionistiche (ma al netto di energia e alimentari i prezzi al consumo sono quasi fermi). I **ritmi** di crescita restano molto differenziati: surriscaldati negli emergenti, soprattutto in Asia; elevati in USA e Germania; deboli in molti paesi dell'eurozona. L'**Italia** fatica ad andare oltre l'1% nella velocità del PIL; la prima metà di quest'anno si intravede migliore, con l'**export** che trarrà vantaggio dal rilancio dell'Est Europa e del Medio Oriente. Le quotazioni record delle **commodity**, destinate a salire ancora, comprimono **margini aziendali** e potere d'acquisto delle famiglie, agendo da freno alla domanda; il **petrolio** a 100 dollari al barile sottrae quasi lo 0,3% all'aumento del PIL italiano quest'anno. Nella stessa direzione agisce l'incremento dei **tassi a lunga** che riflette lo scenario più propizio. Questi effetti restrittivi dovrebbero tranquillizzare le Banche centrali; invece, la **BCE** appare ansiosa di dimostrare il suo rigore monetario, nonostante l'alta disoccupazione terrà bassa la dinamica del **costo del lavoro**. Nei mercati valutari le forze continuano a controbilanciarsi: più crescita e minor deficit estero a beneficio del **dollaro**; l'allentamento delle tensioni sui debiti pubblici è pro-euro.

- L'**economia mondiale** parte di slancio quest'anno, grazie all'accelerazione di fine 2010 superiore alle stime di consenso, ma in linea con le previsioni del CSC.
- Il **PMI globale** in dicembre è salito a 57,1 (da 54,5), massimo da otto mesi, con ordini in più rapido aumento. Corre la **Germania**: PMI manifatturiero a 60,7 da 58,1; invariato nei servizi a 59,2; fiducia delle imprese record in gennaio; boom di ordini in novembre. In **USA** ripresa più solida: PMI terziario a 57,1, manifatturiero a 57,0. Divergenze in **Asia**: PMI manifatturiero su in Cina, ma giù in Giappone per il terzo mese; frenano i servizi. In gennaio il PMI totale, sale ancora a 56,3 nell'**eurozona**, grazie ai servizi e guidato da Germania (top storico) e Francia.
- L'**anticipatore OCSE** (+0,2% in novembre) punta a ritmi più alti di espansione globale, ma differenziati tra economie: forti in USA, Giappone e Germania; in rilancio in Francia; debole in Italia.
- L'**Italia** non tiene il passo. La **produzione industriale** è invariata in dicembre (-0,3% nel 4° trimestre, stime CSC; +1,1% in novembre). E' del 17,8% sotto i livelli pre-crisi.
- Contrastanti i segnali dagli indici **PMI**: in dicembre stagnazione nei servizi (50,2 da 54,4) e maggiore vivacità nel manifatturiero (54,7 da 52,0), con l'afflusso di **nuovi ordini** accelerato (a 53,4 da 49,8). Ciò promette più marcati guadagni di attività nei prossimi mesi.
- Indicazioni analoghe vengono dall'indagine ISAE presso le **imprese manifatturiere**: in dicembre è salita la **fiducia** (103,0); sono migliorati i giudizi sugli **ordini** e sono rimaste elevate le **attese di produzione**. In rialzo anche la fiducia tra i **consumatori** (a 109,1 da 108,5). Più pessimistiche le valutazioni sulle condizioni per investire (indagine Banca d'Italia-II Sole 24 Ore).

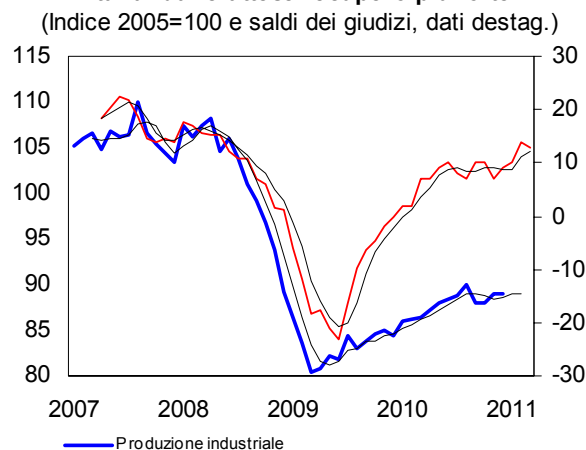
La crescita globale accelera
(Dati destagionalizzati)



*Paesi OCSE + Cina, Brasile, India, Indonesia, Russia e Sud Africa.

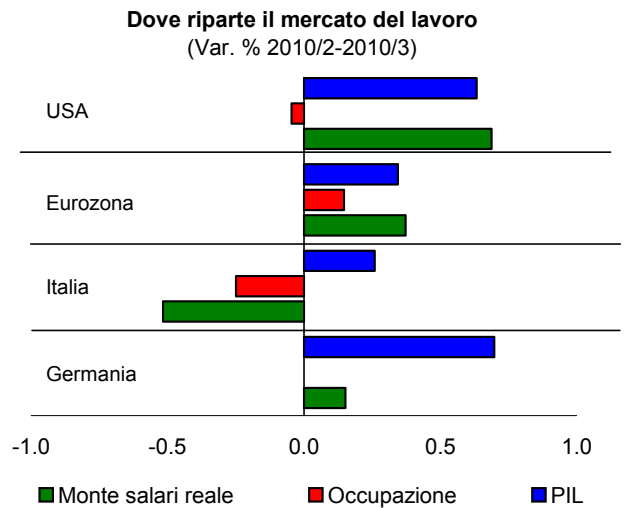
Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE e Markit.

Italia: dalle attese recupero più forte

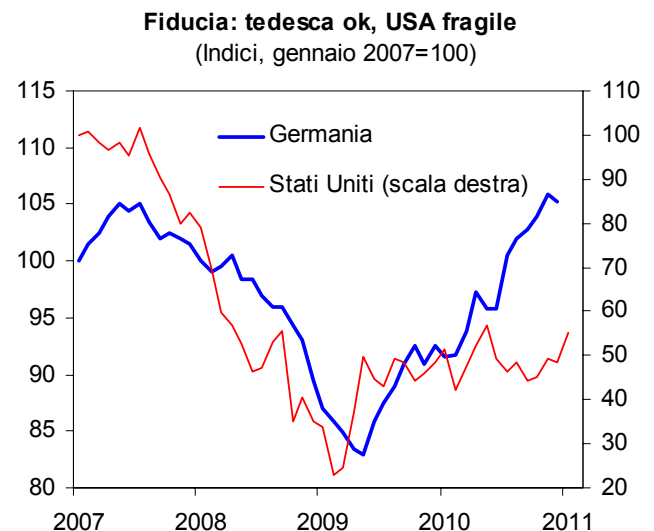


Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e ISAE.

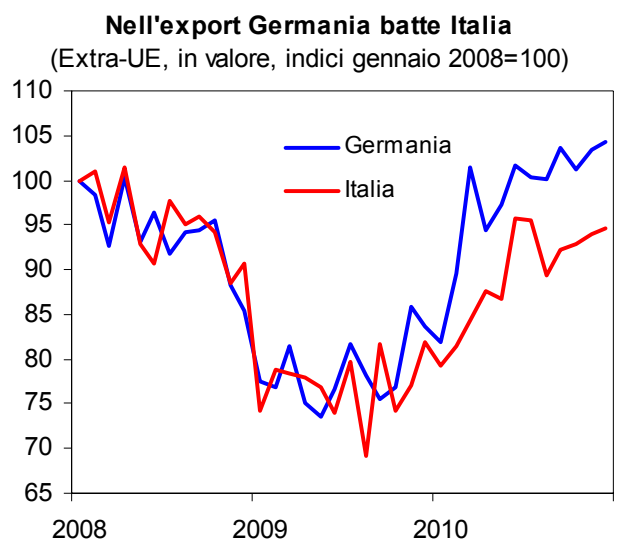
- La dinamica dei consumi in **Italia** continuerà a essere frenata dalle difficoltà nel **mercato del lavoro**. Nel 3° trimestre 2010 è proseguita la flessione dell'occupazione (-0,2% sul 2°). Positivo l'andamento a fine anno: in aumento gli occupati nel bimestre ottobre-novembre (+0,3%, dati provvisori) e in calo la **CIG** nel 4° trimestre (-4,8% le ore complessivamente autorizzate). Nei primi tre mesi del 2011 restano negative le aspettative delle imprese riguardo alle **assunzioni** (indagini ISAE e Banca d'Italia-II Sole 24 Ore).
- Nell'**Euroarea** il totale delle ore lavorate sale da fine 2009 e dà slancio al monte salari reale. La ripresa del mercato del lavoro in **Germania** si conferma solida: le ore lavorate crescono da metà 2009 e il tasso di disoccupazione (a novembre al 6,7%) è ben al di sotto dei livelli pre-crisi (8,3% nel 2007).
- In **USA** l'occupazione è aumentata nel 4° trimestre 2010 (+100mila occupati in media al mese), sostenendo redditi e propensione al consumo.
- A novembre, i **consumi USA** sono cresciuti del 3,9% annualizzato, più del **reddito disponibile** (+2,9%) e in contrasto con l'ancora debole **fiducia**. In aumento a dicembre le **vendite al dettaglio** (+0,6% su novembre), con gli acquisti di auto (+2,4%) ai massimi dal settembre 2008, se si escludono i mesi con gli incentivi. Sono cresciuti in novembre gli ordini all'industria (+0,7% su ottobre), tornati sui livelli del settembre 2008. Nel 2011 la spesa sarà spinta da circa 860 miliardi di **nuovi stimoli** e il PIL punta a salire del 4% sul 2010.
- In **Germania** torna ai massimi la **fiducia di famiglie e imprese**. Gli **investimenti** sono spronati dall'utilizzo della capacità prossimo alla media di lungo periodo (83,1%), condizioni monetarie molto favorevoli e margini di profitto in netto aumento.
- In **Italia** calano, secondo l'ISAE, gli investimenti nel manifatturiero per il 2011, anche se sale la percentuale di spesa per l'ampliamento degli impianti.
- Il **commercio mondiale** ha riaccelerato: +2,3% a novembre, dopo il +1,0% in ottobre. Ma le **esportazioni italiane** hanno rallentato, continuando però a salire a buon ritmo verso i **paesi extra-UE**: a dicembre +0,8% in valore su novembre (contro il +2,2% medio mensile registrato dal punto di minimo dell'agosto 2009). La dinamica è, inoltre, più lenta di quella tedesca.
- Ciò accade benché nella crisi il crollo dell'export italiano nei paesi extra UE sia stato superiore (-31,7%) a quello tedesco (-26,7%). Di nuovo ciò è dipeso dalla minore **presenza dell'Italia** verso i paesi che hanno meglio fronteggiato la crisi. Per esempio, in Cina la quota tedesca è superiore al 5%, quella italiana è solo dell'1%.
- Il consolidamento della ripresa nelle economie dei paesi Balcanici, del **Mediterraneo** e del Medio Oriente, dove l'Italia ha quote maggiori, aiuterà nei prossimi mesi a riaccelerare il flusso di vendite all'estero. Nei giudizi delle imprese il fatturato all'export continuerà a salire, anche se gli **ordini** sono in flessione dall'estate.



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, OCSE e BEA.



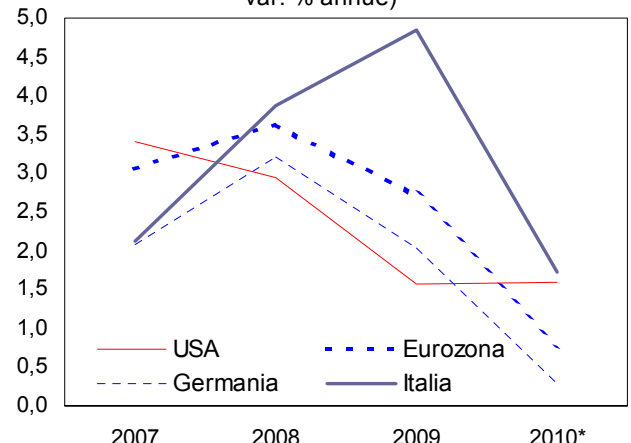
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

- La dinamica dei salari nominali nelle economie avanzate continua a rallentare a fronte dei bassi livelli di attività e a causa dall'elevata disoccupazione. Nell'**Euroarea** le **retribuzioni** contrattuali nel 3° trimestre 2010 hanno registrato un +1,4% annuo (contro il +2,7% del 2009 e il +3,3% del 2008). Quelle di fatto orarie un +0,8% (dopo il +2,7% del 2009 e il 3,6% del 2008).
- La decelerazione delle retribuzioni non è stata però sufficiente a ridimensionare l'impennata del **CLUP** che si è avuta tra fine 2007 e inizio 2009 a causa delle forti perdite di produttività. Nell'Euroarea il CLUP nel 3° trimestre 2010 era ancora del 7,0% superiore rispetto al 3° 2007, del 9,6% in Italia. In prospettiva dovrebbe calare con il recupero di produttività.
- Negli **USA**, al contrario, il CLUP è diminuito tra metà 2008 e fine 2009, grazie ai guadagni di produttività ottenuti tagliando l'occupazione. La tendenza si è invertita nel 2010, giacché sono rallentati i guadagni di produttività mentre la dinamica retributiva è rimasta (e rimarrà) bassa a causa dell'elevata disoccupazione (9,4% a dicembre).

La frenata delle retribuzioni
(Salari nominali orari; settore privato; var. % annue)

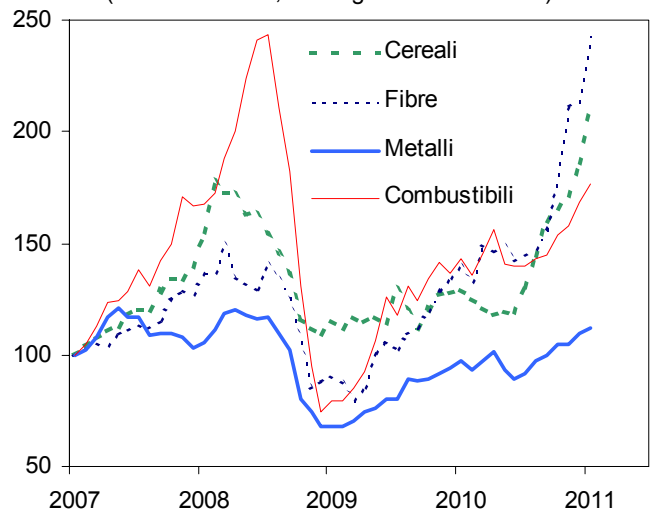


*2010: var. % 2010/3 su 2009/3 (tranne Italia, var. % 2010/2 su 2009/2)

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat (LCI) e BLS.

- La crescita della **domanda**, soprattutto dagli emergenti, accentua i rincari delle **materie prime**. Più forti per cereali (+13,8% a gennaio, +78,8% da giugno 2010) e fibre (+13,6% e +69,8%; indice CSC in dollari). Ma mercati anche per metalli (+45,8% da giugno il rame) e combustibili (+28,6% il petrolio). Buona parte delle *commodity* ha superato i **picchi del 2008**. Il Brent è vicino ai 100 dollari a barile e l'aumento dagli 88 di metà dicembre sottrae (stime CSC) 0,27 punti alla crescita italiana.
- In alcuni mercati si hanno anche cali di **offerta** (scioperi dei coltivatori argentini di cereali, incidenti nell'estrazione di greggio in Canada e Alaska). E problemi di fornitura lungo le filiere: la penuria di coke australiano, a causa delle inondazioni, rende l'acciaio difficile da reperire. Ciò crea attese di rincari, attirando **capitali speculativi**, che amplificano i rialzi (soprattutto per il rame).
- I rincari peggiorano le **ragioni di scambio** dei paesi importatori, avanzati ed emergenti, e frenano la ripresa, riducendo i margini delle imprese e il potere d'acquisto delle famiglie.

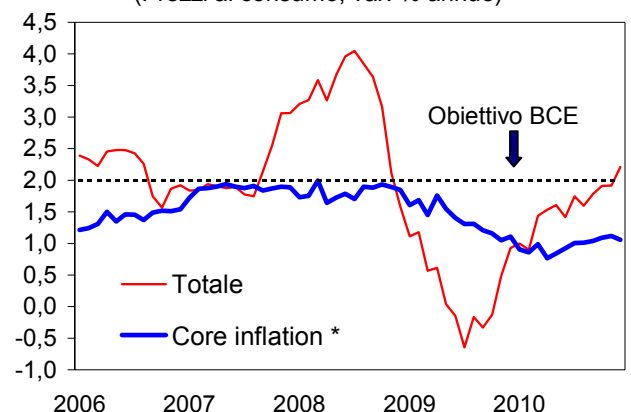
Materie prime: rincari record
(Prezzi in dollari; indici gennaio 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

- L'accelerazione dei prezzi al consumo (a dicembre +1,9% in Italia da +1,3% a giugno e +2,2% nell'area euro da +1,4%) non è vera **inflazione**. Nasce dal rincaro delle materie prime, che impatta su **alimentari** (+0,9% annuo a dicembre in Italia, da -0,3% a maggio; +2,1% in Eurolandia, da -0,1% a febbraio) ed **energetici** (+7,7% in Italia, +11,0% nell'euroarea).
- L'**inflazione core** (tolta energia e alimentari) è bassa: +1,5% in Italia, +1,1% nell'area euro, +0,8% negli USA. E' frenata da sottoutilizzo della capacità e alta disoccupazione e riflette l'impatto (0,3 punti sull'inflazione dell'euroarea) dei recenti **amenti delle tasse** per risanare i bilanci pubblici. Impatto che rientrerà.
- I più alti prezzi al consumo, colpendo il reddito familiare, rendono più difficile nei **paesi emergenti** puntare sulla domanda interna come *driver* della crescita.

Euroarea: non è vera inflazione
(Prezzi al consumo, var. % annue)

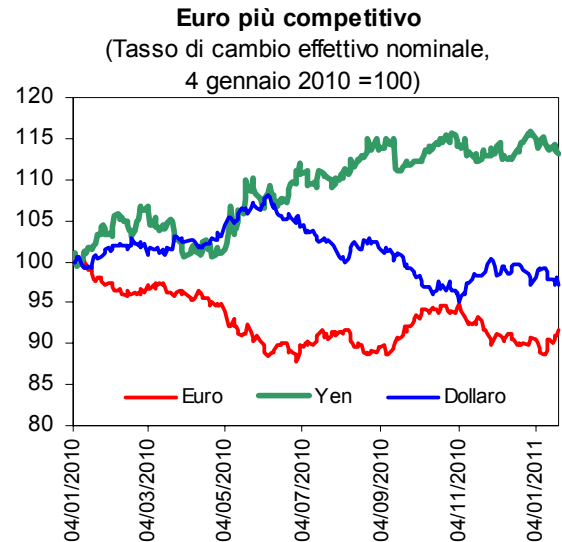


*Esclusi energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

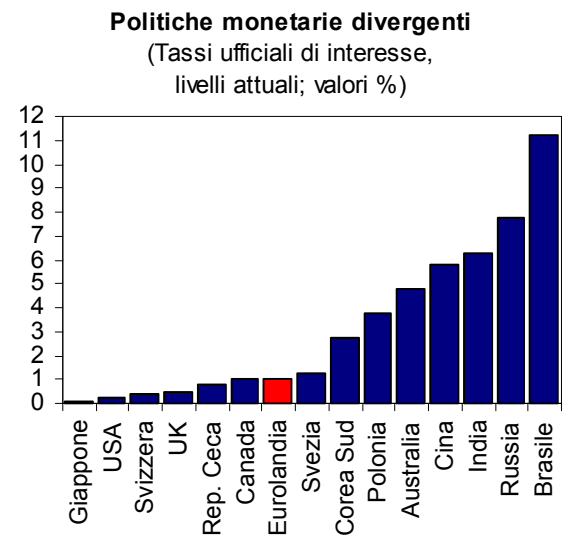
- Lo **yuan** va gradualmente verso la **convertibilità**. A gennaio a Mosca si è realizzato il primo scambio con il rublo e poi a New York con il dollaro. Le tensioni inflazionistiche interne (+4,6% annuo i prezzi al consumo a dicembre) e l'ulteriore accumulo di riserve valutarie cinesi (2850 miliardi di dollari nel quarto trimestre) spingono verso l'apprezzamento della moneta di Pechino.
- Il **dollaro** beneficia del miglioramento delle prospettive di ripresa americana, che spingono all'insù i tassi a lunga. Inoltre il deficit commerciale continua, seppur lentamente, a diminuire. Tutto ciò controbilancia le misure monetarie non convenzionali e i tassi a breve quasi-zero.
- L'**euro** oscilla seguendo le vicende della crisi dei debiti sovrani, il migliorare delle previsioni di crescita, la voce grossa della BCE contro l'accelerazione dei prezzi al consumo. Ora è in fase ascendente e ciò aiuta il rigore monetario. Rispetto a un anno fa, comunque, è svalutato.
- Si sono intensificati in Sud America e in Asia varie misure di **controllo sui capitali** stranieri in entrata al fine di contrastare i consistenti apprezzamenti delle valute, dovuti agli ampi differenziali nei tassi di interesse.
- Negli USA il **tasso FED** rimarrà fisso a lungo (a 0,25%) e l'interbancario è stabile poco sopra (0,30%). La nuova espansione monetaria verrà portata a termine e la FED inizierà a segnalare un cambio di rotta solo in primavera.
- La **BCE** a gennaio ha puntato il dito contro le tensioni sui prezzi e potrebbe anticipare alla seconda metà del 2011 il ritocco del tasso ufficiale (ora all'1,00%), qualora migliori il quadro sui debiti sovrani. L'Euribor a 3 mesi è vicino al tasso BCE: 1,03% (1,05% a novembre), per l'ampia liquidità data alle banche, specie di paesi periferici.
- Altrove i tassi già salgono. La **Cina** ha alzato a dicembre il tasso ufficiale (da 5,56% a 5,81%) e a gennaio quello sulle riserve (di 50 punti base). Rialzi in **Svezia** (+25 punti) e **Polonia** (a 3,75% da 3,50%).

- Le migliori aspettative di ripresa aumentano l'appetito per il rischio e ciò si riflette nel rialzo delle **Borse**. Molto forte in Germania (indice ai massimi dal 2007) e mercato negli USA; piatta invece la Borsa italiana. La ripresa spinge anche i **tassi a lunga**: in Germania il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni ha toccato il 3,17% in gennaio, da 2,33% a settembre 2010; negli USA 3,43% da 2,54% in ottobre. Altalenante per ora negli USA il tasso "reale" implicito nei titoli indicizzati all'inflazione: 1,02% in agosto 2010, 0,52% in ottobre e 1,04% in gennaio.
- L'incertezza sull'esito delle aste di rifinanziamento del debito pubblico in Portogallo, Spagna, Grecia e Italia ha spinto al rialzo, a inizio anno, gli **spread** nei rendimenti rispetto ai titoli tedeschi. Sono poi ridiscesi perché i collocamenti si sono conclusi molto positivamente. Nei prossimi mesi potrebbero calare ancora se la risalita dei tassi sui **Bund** tedeschi rispecchierà uno scenario di crescita più roseo e se interverrà sul mercato il fondo salva-stati.

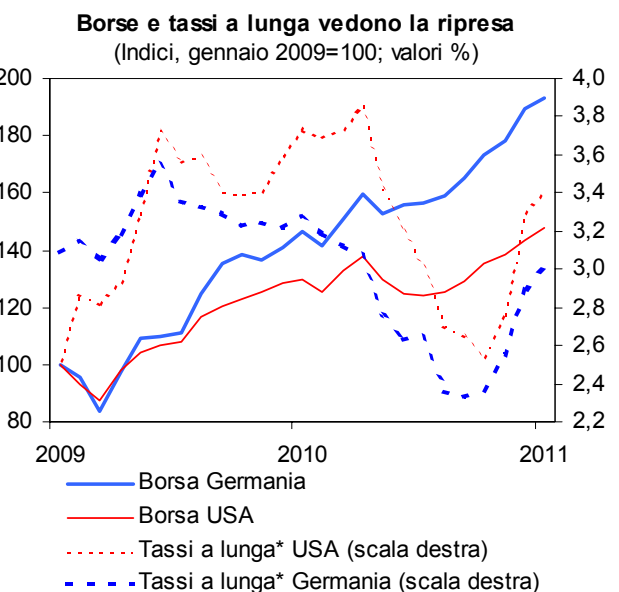


Riduzione = svalutazione.

Fonte elaborazioni CSC su dati Bank of England.



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.



* Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, FED.