



CONGIUNTURA flash

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Gennaio 2016

Il 2016 dell'**economia globale** è iniziato all'insegna delle **turbolenze**, con crolli delle Borse e dei prezzi delle materie prime e rivalutazione del cambio effettivo dell'euro. Le **condizioni finanziarie** sono così diventate più restrittive, "come se" i tassi fossero aumentati di un punto percentuale, e la ritrovata alta **fiducia** complessiva di famiglie e imprese già ne risente. Non è l'ambiente ideale per far prendere quota all'incremento del **PIL italiano**. Tanto più che il **credit crunch** è stato sì un po' allentato, ma rimane **zavorrata l'erogazione** di prestiti alle imprese a causa della grande mole di sofferenze, la stretta regolamentare sui requisiti di capitale delle banche e l'entrata in vigore del bail-in (che è più penalizzante per l'Italia): un ostacolo serio per la risalita dell'attività economica. L'ulteriore forte caduta del prezzo del **petrolio** aggiunge spinta al reddito disponibile nei paesi consumatori (per il Belpaese vale uno 0,2% di PIL in più quest'anno), però nell'immediato è insieme specchio e fonte di instabilità internazionale. Tutte queste fibrillazioni segnalano che lo scenario è diventato più sfidante, con maggiori **rischi** al ribasso. Tuttavia, il **quadro resta favorevole**. Gli **USA** vivono una ripresa robusta, come dimostrano l'andamento dell'occupazione e i segnali di ritorno degli ordini esteri, anche se il primo trimestre soffrirà del solito maltempo e degli ulteriori colpi inferti all'industria petrolifera. L'**Eurozona** continua ad avanzare a passo moderato. La **Cina** rallenta secondo le attese e la buona notizia è che la ricomposizione dalla manifattura al terziario si sta realizzando, sebbene con inevitabili scossoni. A peggiorare, piuttosto, sono Brasile e Russia; l'India registra qualche debolezza. In tale contesto, il ritmo di **recupero italiano** è rimasto fiacco, ma c'è stato un buon rilancio dell'**export**, che sarà sostenuto dai mercati dell'Eurozona. La domanda interna sale tirata soprattutto dai **consumi**; gli ordini domestici registrano forti incrementi. L'**occupazione** marcia in presa diretta con l'economia e in linea con le previsioni CSC. La legge di stabilità, per dimensione e composizione, darà l'**atteso sostegno** (0,4 punti di PIL nel 2016-17, stima anche la Banca d'Italia).

Il **PIL italiano** continua ad avanzare a ritmo lento: +0,3% trimestrale in autunno (stima CSC), dopo il +0,2% in estate. Conferme della tendenza per l'avvio del 2016 vengono dagli indicatori qualitativi (fiducia, PMI) e da evidenze aneddotiche. Tuttavia, l'esperienza recente di ampio divario tra questi ultimi e le statistiche ufficiali suggerisce cautela nelle valutazioni.

In novembre l'**anticipatore OCSE** per l'Italia è avanzato per il 3° mese di fila (+0,02% da +0,04%) e indica che il recupero del PIL proseguirà anche nei prossimi trimestri.

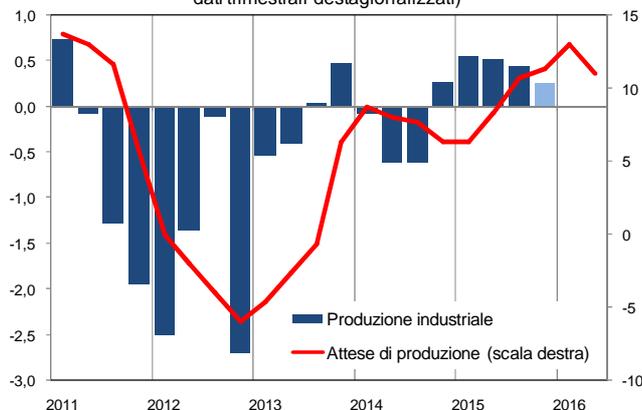
La **produzione industriale** è salita dello 0,1% in dicembre (stima CSC), dopo il -0,5% in novembre; +0,2% nel 4° trimestre. Gli **ordini nel PMI manifatturiero** (Markit) danno robusta espansione: +1,2 punti in dicembre (a 58,0), grazie alla domanda interna. Le **attese di produzione** (ISTAT) calano da alti livelli (saldo a 11 in gennaio; 13 nel 4° trimestre da 11 nel 3°) e confermano recuperi lenti. Il **PMI servizi** è in forte progresso a dicembre: a 55,3 da 53,4; 54,0 nel 4° trimestre, +0,7 sul 3°.

In novembre le **esportazioni italiane** sono aumentate del 3,5% a prezzi costanti su ottobre, grazie alla significativa crescita delle vendite sia nei paesi UE (+3,3%) sia in quelli extra-UE (+3,8%). Nel bimestre ottobre-novembre l'export ha registrato +2,0% rispetto al terzo trimestre (+2,8% intra-UE e +1,0% extra-UE), quando si era ridotto dell'1,3% sul secondo.

A dicembre le **vendite extra-UE** in valore sono salite dello 0,9% su novembre. Nei primi undici mesi la variazione acquisita dell'**export** è pari a +3,9% sul 2014, in linea con quanto previsto dal CSC (+4,0%). Segnali discordanti dagli indicatori qualitativi sugli ordini esteri manifatturieri: alto il PMI a dicembre (55,5) ma -5 punti il saldo dei giudizi delle imprese a gennaio.

A fine 2015 in espansione gli **scambi mondiali**: +0,8% in ottobre-novembre sul 3° trimestre; combinato disposto di una crescita moderata sia di quelli degli avanzati (+0,9%) sia di quelli degli emergenti (+0,8%). Stabile e poco sopra la soglia neutrale (50) a dicembre la componente ordini esteri dei PMI a 50,6.

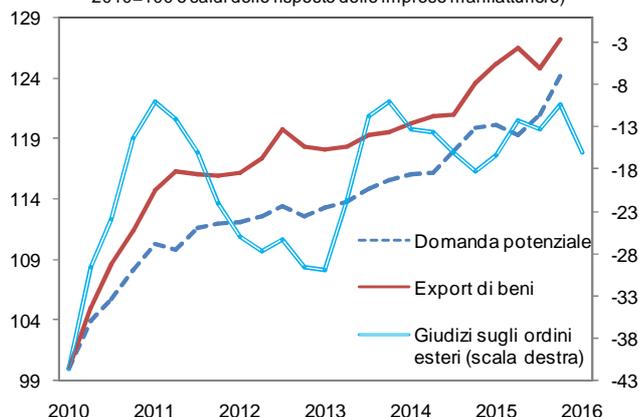
La produzione non allineata con le attese
(Italia, var. % congiunturali e saldi delle risposte, dati trimestrali destagionalizzati)



Produzione nel 4° trimestre 2015: stime CSC. Le attese sono spostate avanti di un trimestre. Primo trimestre 2016: gennaio.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Indagine rapida.

È risalito l'export italiano

(Dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti, 1° trimestre 2010=100 e saldi delle risposte delle imprese manifatturiere)



4° trimestre 2015: ottobre-novembre per la domanda potenziale e le esportazioni. Primo trimestre 2016: gennaio.
Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB e ISTAT.

LAVORO

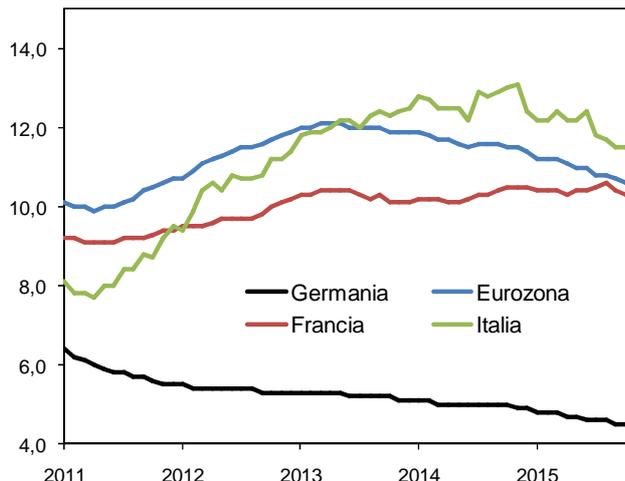
In Italia la risalita dell'**occupazione**, cominciata nel 2014, si è consolidata nel 2015. In novembre gli occupati sono aumentati dello 0,2% (+36mila unità), compensando il calo del mese precedente (-0,2%). Il numero è tornato sui livelli di novembre 2012; rispetto allo stesso mese del 2014 ci sono 206mila occupati in più. Ciò è in linea con le **previsioni CSC** dello scorso dicembre: +0,8% nel 2015. L'occupazione continuerà ad aumentare per tutto il 2016 in presa diretta con il consolidamento dell'attività economica.

Il **numero dei disoccupati** è sceso sotto i tre milioni in luglio, per la prima volta dopo 30 mesi, e ha continuato a diminuire in autunno anche per il calo, maggiore del previsto, del numero di persone che cercano attivamente un impiego. I disoccupati sono così scesi all'11,3% della forza lavoro in novembre, minimo da tre anni.

Tasso di disoccupazione in discesa anche nella media dell'**Eurozona** (10,5% da 10,6% del mese precedente); alto in **Spagna** (21,4%), ma in calo da metà 2013; in contrazione in **Francia** (10,1% da 10,3%) e ai minimi in **Germania** (4,5%).

Disoccupazione in calo oltre le attese

(In % della forza lavoro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte:elaborazioni CSC su dati Eurostat.

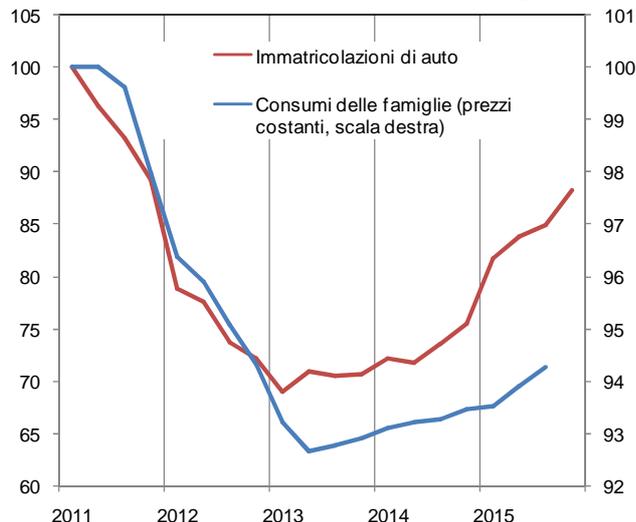
DOMANDA INTERNA

La **domanda interna italiana**, secondo gli indicatori congiunturali, è aumentata a fine 2015. A inizio 2016 viene sostenuta soprattutto dalla spesa delle famiglie. L'indicatore **ICC** in volume è aumentato in novembre (+0,4% su ottobre) e le **vendite di auto** sono salite del 3,9% nel 4° trimestre sul 3° (-2,5% mensile in dicembre). Il forte incremento della **fiducia dei consumatori** anticipa maggiore spesa: in gennaio l'indice è salito a 118,9 (record storico, da 117,7 in autunno); sono nettamente migliorati i giudizi sulla situazione economica personale, sui bilanci familiari e le valutazioni sulle opportunità attuali di acquisto di beni durevoli.

Segnali non brillanti per gli **investimenti**. Secondo le imprese le **condizioni per investire** sono peggiorate nel 4° trimestre: il saldo dei giudizi è sceso a 5,3 in dicembre da 11,5 in settembre (Banca d'Italia-II Sole 24 Ore). Meno positive anche le valutazioni sulle condizioni economiche generali nei mesi invernali (3,9 da 10,2). Saliti nel 4° trimestre, i giudizi su **ordini dall'interno e attese** dei produttori di **beni strumentali** calano a gennaio (ISTAT).

Salgono più rapidi consumi e immatricolazioni

(Italia, indici 1° trim. 2011=100, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, ANFIA.

CREDITO E BANCHE

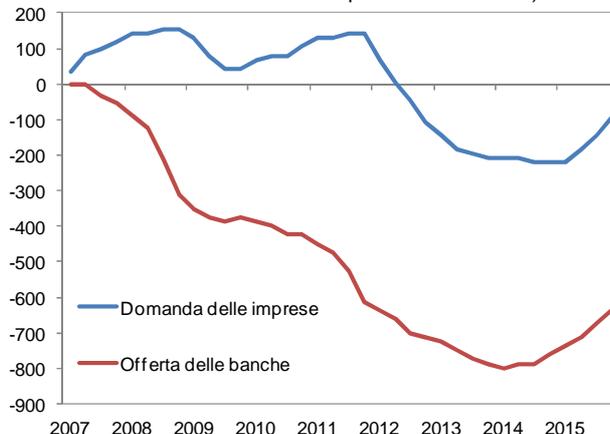
I **prestiti** bancari erogati alle imprese italiane hanno registrato un mini-recupero a novembre (+0,1%), dopo il calo di ottobre (-0,4%; dati destagionalizzati dal CSC). Nei primi 11 mesi del 2015 lo stock di credito si è ridotto a un ritmo medio dello 0,1% al mese, meno che nel 2014 (-0,3%).

L'attesa ripartenza del credito è soggetta a vari rischi. L'offerta è rimasta molto stretta nel 4° trimestre, sebbene sia stata allentata (indagine BLS). Le **sofferenze** nei bilanci delle banche italiane crescono (143 miliardi a novembre, 18,3% dei prestiti, da 142 in ottobre), un fardello che mantiene prudenti gli istituti. Le **richieste regolamentari** diventano più stringenti: con il SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*) la BCE ha chiesto a fine 2015 ad alcuni istituti un **ratio** di capitale molto sopra ai minimi di Basilea 3, determinando di nuovo la necessità di raccogliere risorse.

La riduzione dei **tassi** pagati dalle imprese si è fermata negli ultimi mesi: 1,9% a novembre (1,8% a settembre; 3,5% a inizio 2014). Con l'entrata in vigore del **bail-in** potrebbe crescere il costo della raccolta bancaria e quindi i tassi sui prestiti. Ciò frenerebbe il recupero della domanda, significativo nel 2015.

Credito: risale la domanda, ma l'offerta resta molto stretta

(Italia, indici cumulati 4° trimestre 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche*)



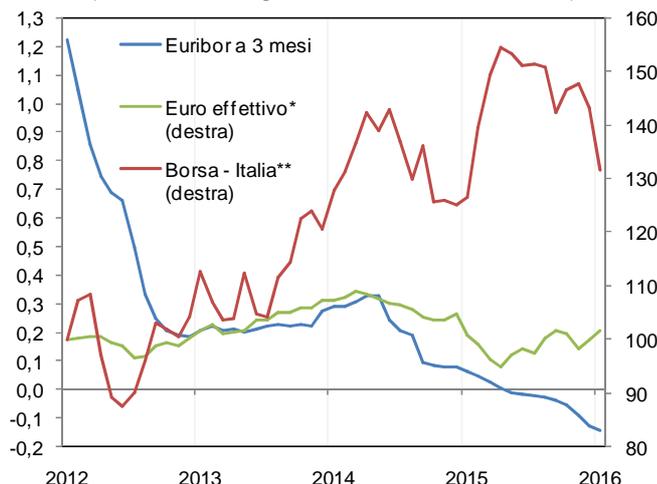
* Indicatori ricavati dai dati qualitativi della *Bank lending survey*; offerta = variazione dei *credit standard* con segno invertito.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

BORSE, CAMBI E TASSI

Sui mercati finanziari a gennaio si sta registrando una nuova ondata di fibrillazione, mitigata in parte dai nuovi stimoli promessi dalla **BCE**. L'indice VIX che misura l'incertezza nella borsa americana è salito a 24,2, da 15,6 a dicembre (13,1 pre-crisi). I prezzi di **Borsa** sono crollati: -6,9% negli USA da fine 2015, -11,9% in Italia, -8,6% in Germania. L'euro si mantiene intorno a 1,08 dollari, ma rispetto a un ampio gruppo di paesi partner si sta apprezzando (+3,6% da novembre). I **rendimenti** sui bond decennali sono scesi: negli USA a 2,01% a gennaio (da 2,32% a dicembre), in Italia il BTP è a 1,49% (da 1,68%). Negativi i tassi a breve: -0,16% l'Euribor a 3 mesi.

In Italia, le **condizioni finanziarie** totali a gennaio registrano un irrigidimento equivalente a +1,1 punti di tassi a breve, rispetto a novembre. Ciò è dovuto al cambio effettivo dell'euro (+0,9) e alla Borsa (+0,3), non ai tassi (-0,1). La maggiore incertezza e l'effetto ricchezza negativo dei ribassi azionari possono incidere sulla fiducia di famiglie e imprese, frenando la crescita di consumi e investimenti. Negli USA, ciò manterrà prudente la **FED** sul sentiero dei tassi (alzati a 0,25%-0,50% a dicembre).

Borsa giù, euro su: condizioni finanziarie meno favorevoli
(Valori % e indici gennaio 2012=100, dati mensili)



* Media ponderata dei cambi bilaterali rispetto a 38 paesi partner.
** Indice dei prezzi azionari (FTSE).
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, BCE.

PETROLIO E MATERIE PRIME

Il prezzo del **petrolio** Brent si è ulteriormente ridotto a gennaio (31,3 dollari al barile, da 38,5 in media a dicembre), scendendo sotto i valori del 2004. La fine delle sanzioni in Iran, che aumenterà le sue esportazioni petrolifere (+0,6 mbg entro metà 2016, stime IEA), spinge al ribasso le quotazioni. Inoltre, si teme una minor crescita della domanda di greggio, specie in vari paesi emergenti (Cina). A gennaio l'offerta mondiale supera i consumi ancora di 1,5 mbg (da 1,9 nel 2015). In media nel 2016 si prevede un **eccesso di produzione** di 0,7 mbg (stime EIA). Ciò premerà all'ingiù i prezzi a lungo.

Cresce la **spinta all'economia** italiana dal petrolio a basso costo: ai prezzi correnti del Brent (-68,4% dai 99 dollari del 2014) vale un +0,71% di PIL nel 2016 (+0,53% stimato a dicembre). Aumenta, però, il **rischio deflazione**: in Italia la variazione annua dei prezzi al consumo è appena sopra lo zero (+0,1% a dicembre), con prezzi energetici che si riducono (-5,5% annuo). Inoltre, rallentano sia i prezzi alimentari (+1,1%, da +1,6% a novembre) sia la **core inflation** (+0,4%, da +0,6%).

Petrolio: prezzo ai minimi, con l'eccesso di offerta al top
(Dollari al barile e milioni di barili al giorno, dati mensili e medie annue)



Produzione e consumo nel 2016-2017: previsioni IEA.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, EIA.

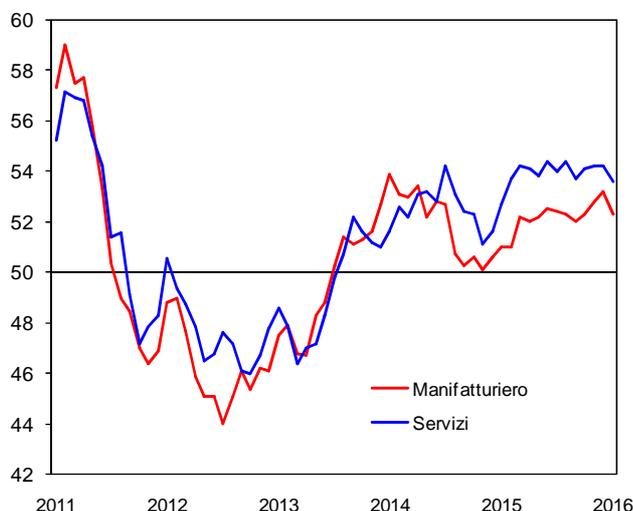
EUROZONA

Procede, più lentamente ma ancora a buoni ritmi, l'espansione dell'**Eurozona** a inizio anno. A gennaio il **PMI composito** è sceso a 53,5 (da 54,3 in dicembre; stima flash), livello minimo da 11 mesi. Il rallentamento è diffuso sia al **manifatturiero** (52,3) sia ai **servizi** (53,6), dove la frenata è stata più forte. In **Germania** l'indice composito è sceso di 1,1 punti (a 54,5); è salito ma resta poco sopra la soglia di stagnazione in **Francia** (+0,4 a 50,5).

Meno ottimismo tra le **famiglie**: l'indice di **fiducia** è arretrato di 0,6 punti in gennaio (saldo dei giudizi a -6,3). Il maggiore **potere d'acquisto** derivante dalla caduta dei prezzi energetici e il calo della disoccupazione ne sosterranno la risalita nei prossimi mesi.

Le principali preoccupazioni derivano dal rischio di **deflazione** che rimane elevato: i prezzi al consumo hanno registrato in dicembre un incremento dello 0,2% annuo (come in novembre). Tutto ciò spingerà la BCE a valutare a marzo la possibilità di agire con ulteriori interventi espansivi per riportare l'inflazione vicina all'obiettivo del 2%.

Continua su buoni ritmi l'espansione dell'Area euro
(Indici PMI, 50=nessuna variazione, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit Economics.

USA

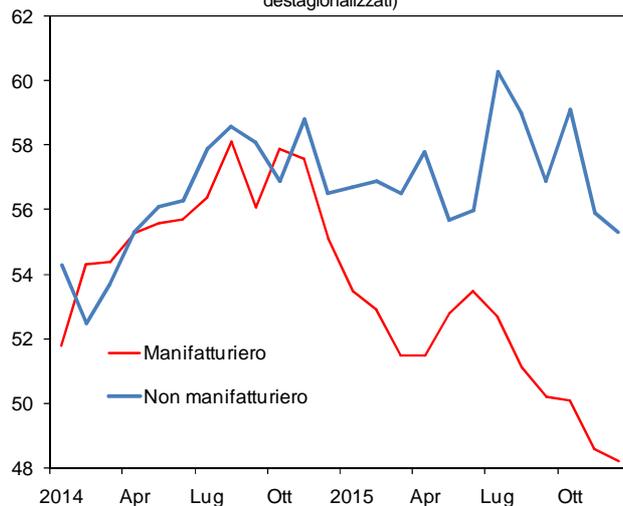
Negli **USA** è continuata più lenta, ma su ritmi elevati, l'espansione nei **servizi** in dicembre (indice ISM a 55,3 da 55,9 in novembre), però è calata per il 2° mese consecutivo l'attività nel **manifatturiero** (ISM a 48,2), penalizzata dal dollaro forte e dal rallentamento dei paesi emergenti. Tra le componenti tornano, però, a crescere, dopo sei mesi di contrazione, gli **ordini dall'estero** (a 51,0 da 47,5).

In dicembre è salita più delle attese l'**occupazione** (+292mila unità quella non agricola; +221mila in media al mese nel 2015) ma è rimasto invariato al 5,0%, per il terzo mese consecutivo, il tasso di disoccupazione per il contemporaneo aumento della forza lavoro (+466mila). Il maggiore tasso di partecipazione (al 62,6%) è un segnale di ritrovata fiducia e ciò, insieme al nuovo calo del prezzo della benzina (-5,9% da inizio anno), favorirà i consumi.

L'andamento dei **prezzi al consumo** in dicembre (-0,1% su novembre; +0,7% annuo ma +2,1% la core) potrebbe indurre la FED a maggiore cautela sia sul timing sia sull'entità del graduale rialzo dei tassi.

Negli USA frenano i servizi, cala il manifatturiero

(Indici di attività ISM: 50=soglia neutrale, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISM.

CINA

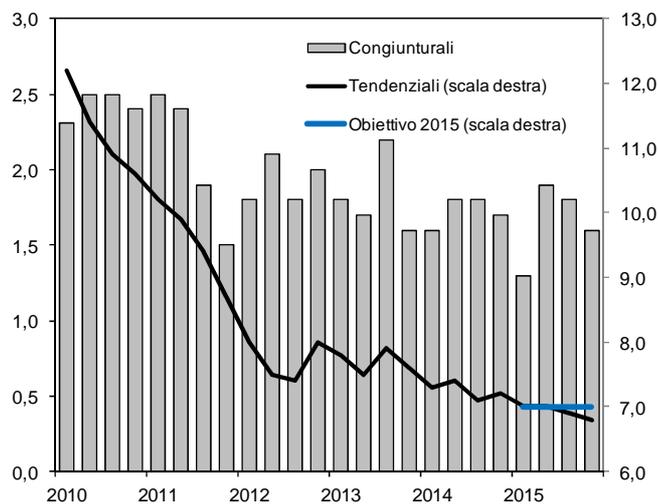
Il **PIL cinese** è cresciuto del 6,9% nel 2015, ai minimi dal 1990 ma in linea con l'obiettivo del Governo (7,0%). Economia in transizione: servizi molto più dinamici (+8,3%) dell'industria (+6,0%) e per la prima volta l'output del terziario ha pesato per più della metà (50,5%). Al massimo dal 2000 il livello dei consumi (privati e pubblici): 66,4% del PIL.

Il rallentamento nel 4° trimestre (+6,8% annuo, ritmo più basso dal 2009) è attribuibile al **settore finanziario**, mentre segnali di stabilizzazione emergono dall'economia reale: in dicembre +5,9% la produzione industriale (+6,2% in novembre), +11,1% le vendite (+11,2%) e -1,4% l'export (-6,8%).

La frenata in atto e la poca chiarezza delle politiche attuate alimentano la fuga di capitali. In gennaio la nuova svalutazione dello **yuan** (-5,7% dal 2015) ha trasmesso **incertezza** ai mercati globali sulla solidità dell'economia e alimentato aspettative di un ulteriore **deprezzamento**, scatenando la contrazione dei mercati azionari (-22,7% nel 2016). Le riserve in valuta sono scese di 513 miliardi di dollari nel 2015, tornando ai livelli del 2012 (3.300 miliardi).

La Cina frena nella giusta misura

(PIL reale, var.%, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

ALTRI EMERGENTI

L'**FMI** in gennaio ha rivisto all'ingiù le previsioni di crescita dei paesi emergenti: +4,3% nel 2016 (da +4,5%) e +4,7% nel 2017 (da +4,9%), in linea con le stime CSC di dicembre.

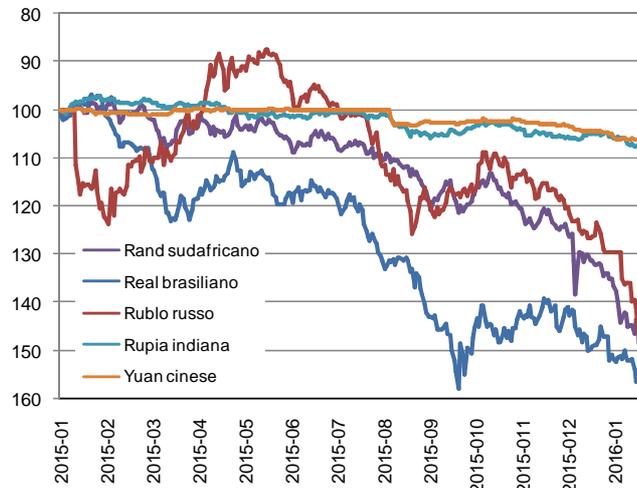
Peggiora la congiuntura in **Brasile**: -12,4% annuo in novembre l'output industriale (-11,1% in ottobre) e -7,8% le vendite (riduzione più forte dal 2003). Crisi di fiducia e fuga di capitali in gennaio hanno portato il mercato azionario al livello del 2009 e il real vicino ai minimi di settembre sul dollaro.

In **Russia** il calo del petrolio costringerà il Governo a nuove misure di austerità, dato che il budget per il 2016 è stato calibrato in autunno sul petrolio a 50 dollari. Il calo del rublo ai minimi storici su dollaro in gennaio e l'inflazione al 12,9% in dicembre costringerà la Banca centrale a rinviare ulteriori tagli del tasso ufficiale (fermo all'11% da luglio).

Prospettive solide, ma anche segnali di debolezza per l'**India**: -3,2% annuo la produzione industriale in novembre (dopo +9,9%) e in dicembre PMI manifatturiero per la prima volta in area di contrazione da ottobre 2013 (49,1).

Valute dei BRICS in discesa con ritmi diversi

(Tassi di cambio contro US\$, dati giornalieri; 01/01/2015=100; discesa= svalutazione dei BRICS)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.