



# 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.

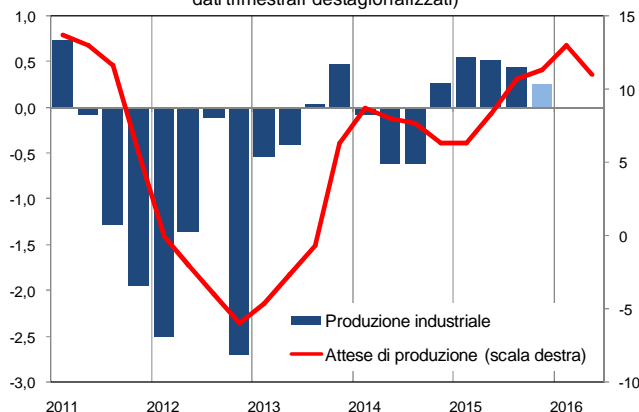
La **produzione industriale** è salita dello 0,1% in dicembre (stima CSC), dopo il -0,5% in novembre; +0,2% nel 4° trimestre. Gli **ordini nel PMI manifatturiero** (Markit) danno robusta espansione: +1,2 punti in dicembre (a 58,0), grazie alla domanda interna. Le **attese di produzione** (ISTAT) calano 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.

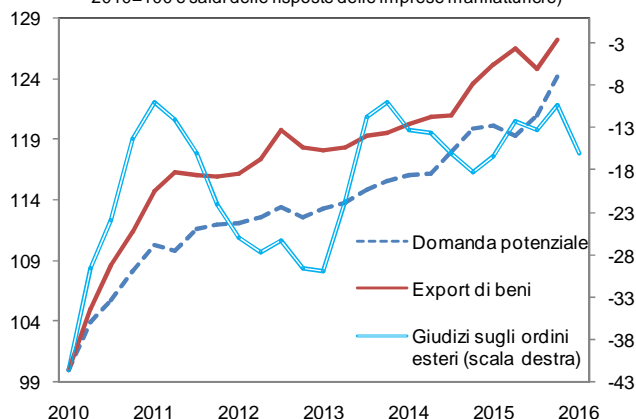
**La produzione non allineata con le attese**  
(Italia, var. % congiunturali e saldi delle risposte, dati trimestrali destagionalizzati)



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

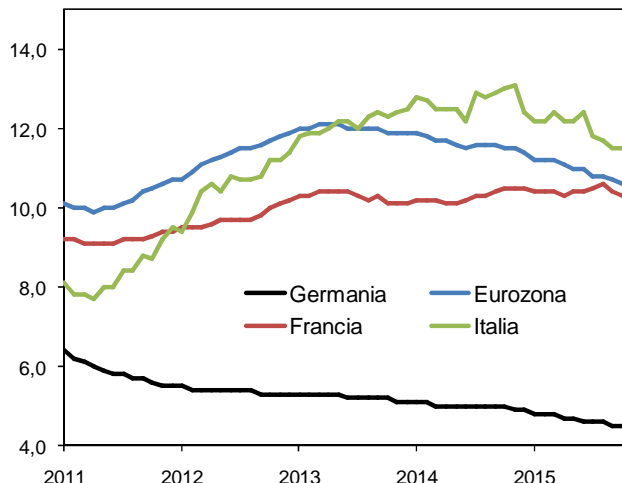
In Italia la risalita dell'**occupazione**, cominciata nel 2014, si è consolidata nel 2015. In novembre gli occupati sono aumentati dello 0,2% (+36mila unità), compensando il calo del mese precedente (-0,2%). Il numero è tornato sui livelli di novembre 2012; rispetto allo stesso mese del 2014 ci sono 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.

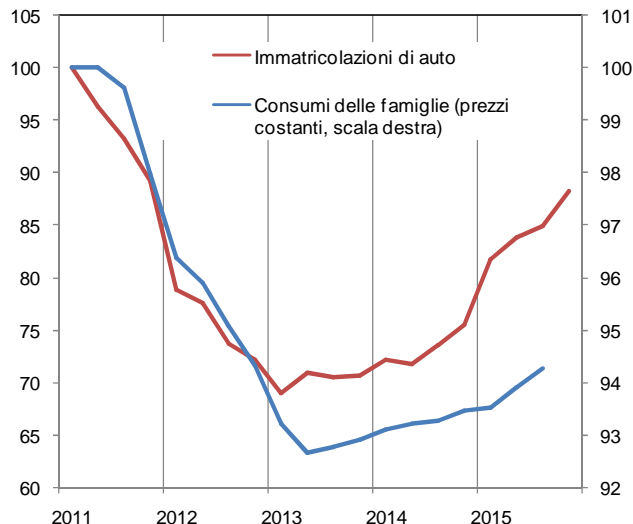
DOMANDA INTERNA

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

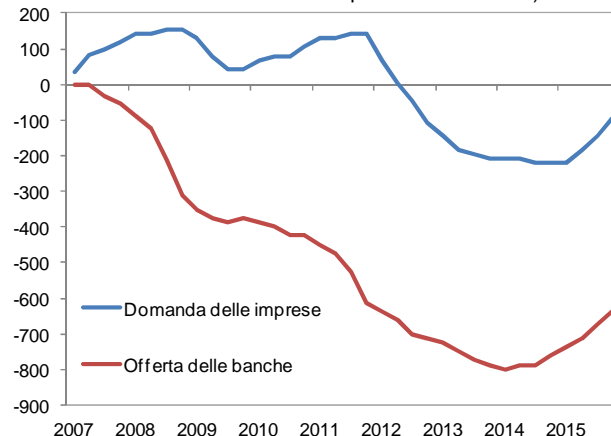
I **prestiti** bancari erogati alle imprese italiane hanno registrato un mini-recupero a novembre (+0,1%), dopo il calo di ottobre (-0,4%; dati destagionalizzati dal CSC). Nei primi 11 mesi del 2015 lo stock di credito si è ridotto a un ritmo medio dello 0,1% al mese, meno che nel 2014 (-0,3%).

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\*)



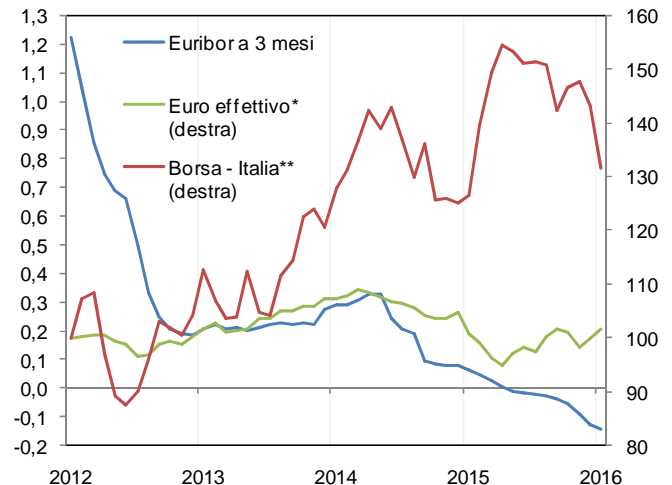
\* Indicatori ricavati dai dati qualitativi della *Bank lending survey*; offerta = variazione dei *credit standard* con segno invertito. Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

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)



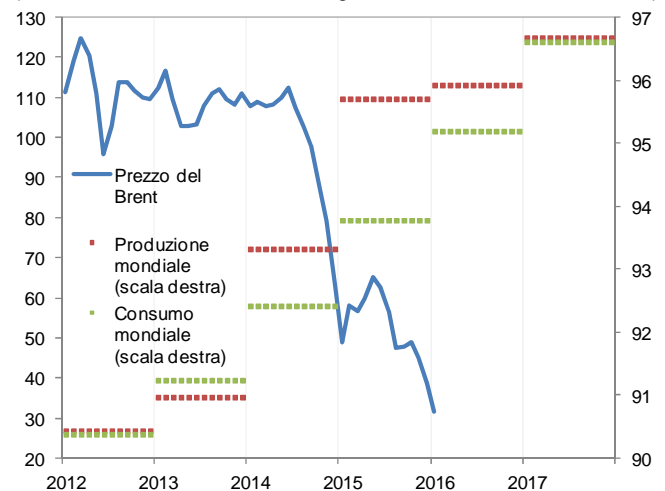
\* Media ponderata dei cambi bilaterali rispetto a 38 paesi partner.  
\*\* Indice dei prezzi azionari (FTSE).  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, BCE.

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.

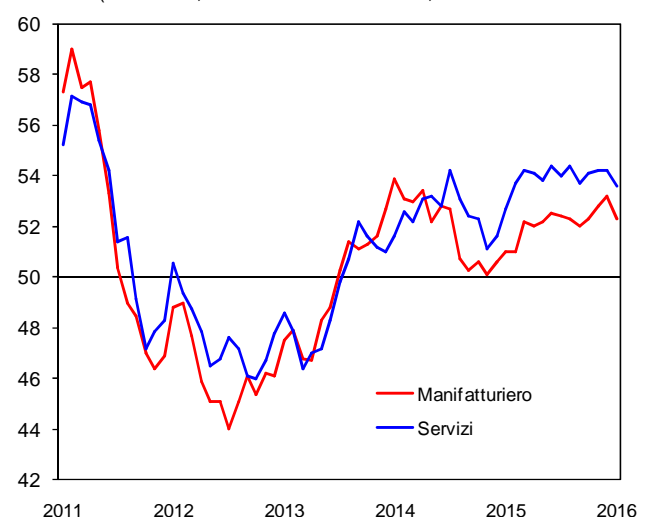
EUROZONA

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

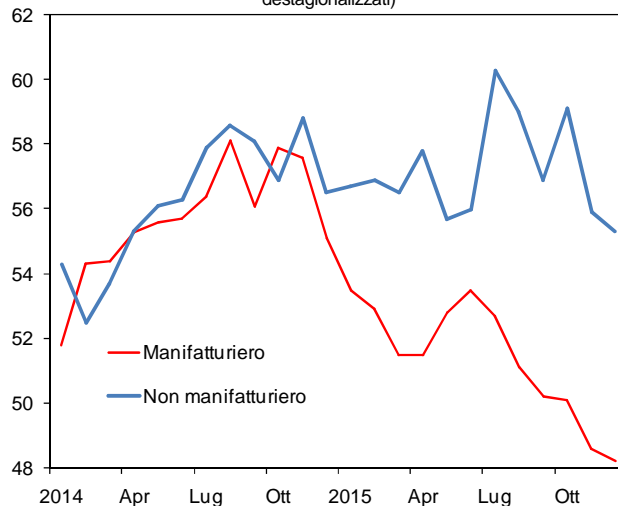
Negli **USA** è continuata più lenta, ma su ritmi elevati, l'espansione nei **servizi** in dicembre (indice ISM a 55,3 da 55,9 in novembre), però è calata per il 2° mese consecutivo l'attività nel **manifatturiero** (ISM a 48,2), penalizzata dal dollaro forte e dal rallentamento dei paesi emergenti. 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

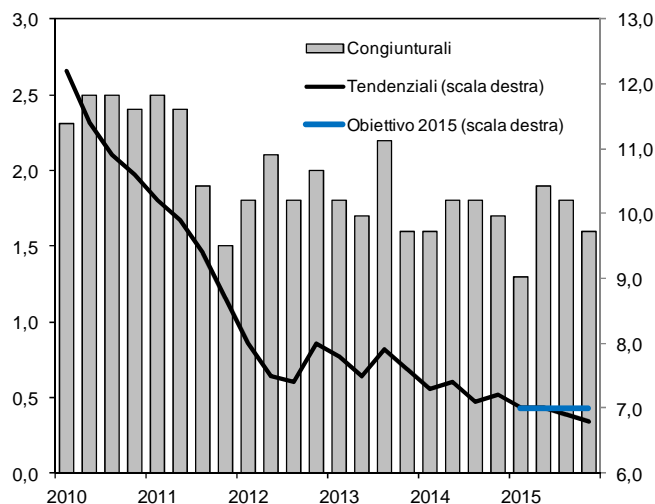
Il **PIL cinese** è cresciuto del 6,9% nel 2015, ai minimi dal 1990 ma in linea con l'obiettivo del Governo (7,0%). Economia in transizione: servizi molto più dinamici (+8,3%) dell'industria (+6,0%) e per la prima volta l'output del terziario ha pesato per più della metà (50,5%). Al massimo dal 2000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

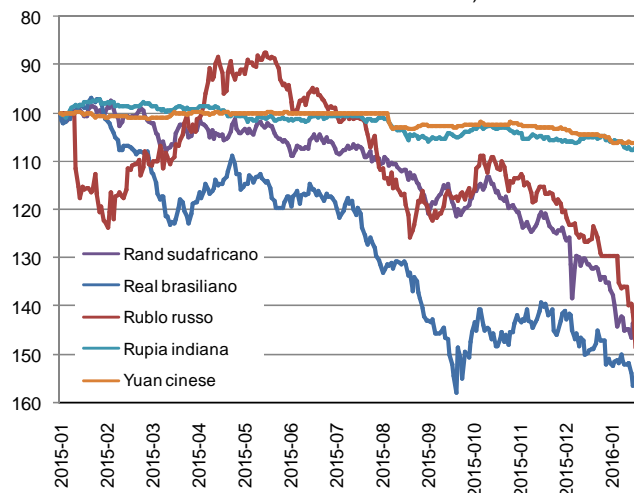
Peggiora la congiuntura in **Brasile**: -12,4% annuo in novembre l'output industriale (-11,1% in ottobre) e -7,8% le vendite (riduzione più forte dal 2003). Crisi di fiducia e fuga di capitali in gennaio hanno portato il mercato azionario al livello del 2009 e il real vicino ai minimi di settembre sul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