



CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Febbraio 2016

L'economia mondiale è entrata nel 2016 con meno slancio dell'atteso e mostra ulteriori segni di indebolimento. Non nelle parti di fragilità già note (**emergenti**, soprattutto Cina), ma in quelle con le dinamiche considerate più robuste o in miglioramento (gli **avanzati**). Dai quali arrivano le **sorprese negative**. Il contagio congiunturale appare estendersi, ancor prima che si materializzino gli effetti della **tempesta finanziaria**. Quest'ultima si sta attenuando: alla prolungata e violenta caduta dei prezzi azionari (anche per lo smobilizzo dei **fondi sovrani**) e delle materie prime è subentrata una fase di alta volatilità senza un preciso trend. La tempesta ha causato una forte **restrizione** delle condizioni finanziarie (pari a un aumento dei tassi a breve di 1,7 punti percentuali in Italia e di 0,8 in USA) e ha iniziato a intaccare la **fiducia**. Cosa seguirà a questa pausa? L'affievolimento della crescita prelude a un ulteriore peggioramento o è momentaneo? L'**incertezza** rimane molto elevata. Le **politiche** economiche e la politica tout court non aiutano a dissolverla: i **bilanci pubblici** restano rivolti a tirare le redini (servirebbe invece un **piano coordinato** di rilancio degli investimenti); alcune decisioni delle principali **banche centrali** hanno creato sconcerto (pure per il risicato spazio di manovra rimasto); il referendum su Brexit, la questione migranti e l'**instabilità** in molti paesi (anche core) anneriscono lo scenario in Europa; la campagna delle presidenziali fa lo stesso negli **Stati Uniti**. Dove i **fondamentali** sono nel complesso solidi, sebbene preoccupi la contrazione del manifatturiero. Nell'**Eurozona** i consumi sostengono la domanda interna, con cambio, tassi e costi energetici ancora favorevoli. L'**Italia** risente del quadro globale e i dati hanno nuovamente deluso le aspettative positive basate sul netto progresso di indicatori qualitativi e non; banalmente per ragioni aritmetiche, le previsioni sull'anno in corso sono riviste all'ingiù da vari istituti italiani e internazionali.

Nelle ultime due settimane **corsi azionari** in risalita dai minimi. Nelle medie mensili, a febbraio il calo rallenta negli USA (-1,3% in un mese, -8,8% da novembre), ma resta intenso in Germania (-6,1%, -15,6%) e Italia (-12,1%, -22,4%). La volatilità della Borsa americana rimane alta: 22,9 a febbraio l'indice VIX (da 16,2 a novembre). Gli investitori rimangono più avversi al rischio.

Il rendimento del **BTP decennale** è risalito sui valori di dicembre (1,58%), mentre si è ridotto quello del Bund (0,24%, da 0,60%), giudicato un asset sicuro. Ciò amplia lo **spread** in Italia (134 punti a febbraio da 100 a dicembre; era a 488 a fine 2011) e in Spagna (Bonos a 1,77% e spread ampliato a 153 punti da 113).

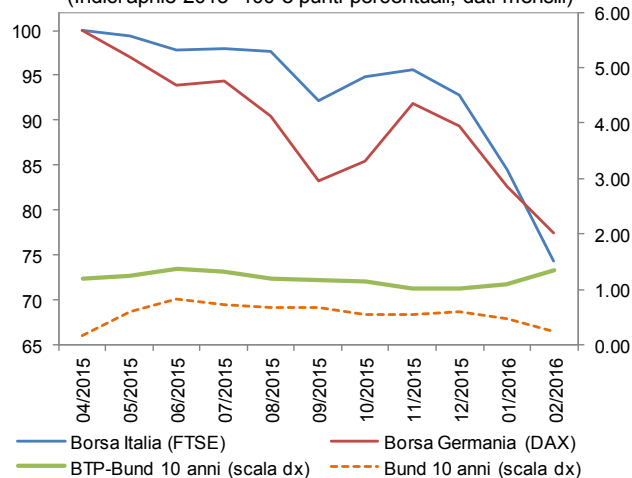
Nonostante il QE, l'**euro** si rafforza sulle valute dei paesi partner: +1,4% a febbraio (+5,1% da novembre). Rispetto al **dollaro** è salito a 1,11 da 1,07 in novembre (era a 1,39 nel maggio 2014). Incombe il rischio di ulteriori svalutazioni delle **divise emergenti**, che farebbero apprezzare ancora l'euro.

La **fiducia di famiglie e imprese** nei maggiori paesi avanzati ha iniziato a essere intaccata dalla tempesta finanziaria nei mercati azionari. Da novembre a febbraio, con il significativo calo delle azioni, è diminuita sia la fiducia tra le famiglie italiane (-3,8 punti, interamente nell'ultimo mese) sia quella delle imprese manifatturiere (-2,2 punti), pur ancora elevata. Giù di tre punti la **confidence** nell'Eurozona negli ultimi due mesi.

I **fondamentali** dell'economia italiana, seppur non brillanti, sono ancora sostanzialmente invariati. Tuttavia, se persistente, la **tempesta** finanziaria potrebbe finire per intaccarli.

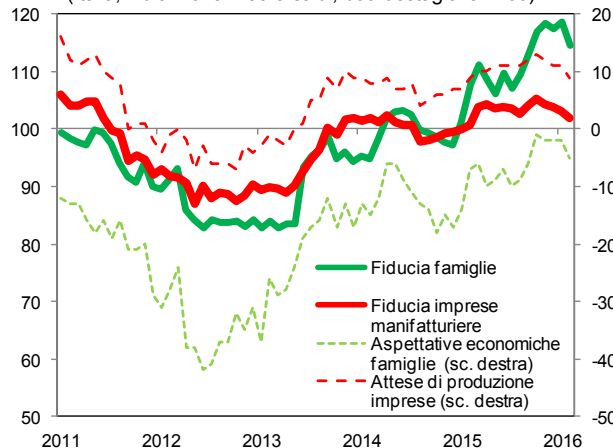
Oltre che tramite minore **fiducia**, e conseguente maggiore parsimonia per famiglie e imprese, il trasferimento all'**economia reale** potrebbe avvenire attraverso l'irrigidimento delle condizioni finanziarie e l'erosione della **ricchezza**. Le famiglie italiane detenevano in azioni circa un quarto delle proprie attività finanziarie, per un valore di quasi mille miliardi di euro (dati al 3° trimestre 2015, Banca d'Italia).

La fuga dal rischio fa crollare le Borse e alza lo spread (Indici aprile 2015=100 e punti percentuali, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

In Italia poco intaccata la fiducia (Italia, indici 2010=100 e saldi, dati destagionalizzati)



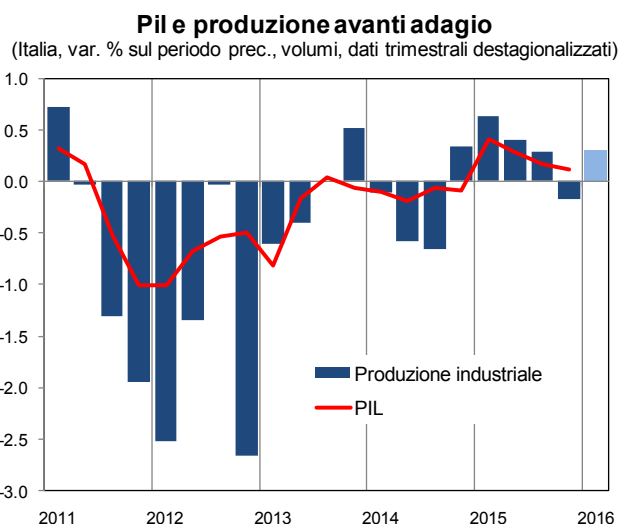
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

In Italia la dinamica di **PIL** (+0,1% congiunturale) e **produzione** (-0,2%) nel 4° trimestre 2015 ha deluso le attese. La risalita, tuttavia, procede, seppur a ritmo lento. L'OCSE ha rivisto al ribasso la crescita nel 2016: +1,0% (da +1,4%).

PIL E PRODUZIONE

Indicazioni contrastanti a inizio anno. In gennaio la **produzione industriale** è aumentata dello 0,9% (Indagine rapida CSC), portando a +0,3% l'acquisito nel 1° trimestre (su cui pesa il -0,7% in dicembre, attribuibile in parte a un problema di destagionalizzazione e correzione per le giornate lavorative). Le **immatricolazioni** di auto sono cresciute del 7,0% (da -2,2% in dicembre). I dati qualitativi invece segnalano un rallentamento: il **PMI composito** rimane in zona espansiva ma scende a 53,9 da 56,1 in dicembre (picco da agosto 2007); il PMI dei **servizi** a 53,6 (-1,7 punti); quello del **manifatturiero** a 53,2 (-2,4 punti).

Dato il miglioramento della dinamica dell'industria rilevato dal CSC, si stima che la velocità di aumento del **PIL italiano** si rafforzerà nel 1° trimestre 2016 rispetto a quella registrata nell'ultima frazione del 2015.



Produzione industriale primo trimestre 2016: variazione acquisita (stime CSC).
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Indagine rapida.

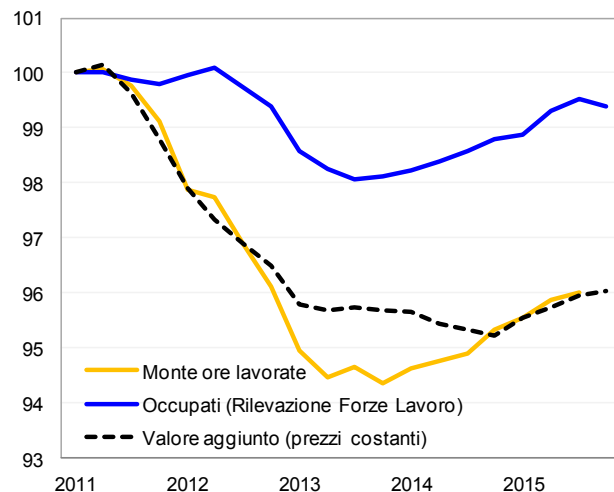
Nel 2016 la **spesa delle famiglie** italiane (che dalle vendite al dettaglio pare aver chiuso male il 2015: -0,4% in volume nel 4°) sarà sostenuta dai miglioramenti in atto nel mercato del lavoro.

LAVORO

L'intensità del recupero dell'input di lavoro nel 2015 ha superato quella dei livelli di attività: +1,0% il **monte ore lavorate**, +0,7% il valore aggiunto. Grazie alle misure adottate (decreto Poletti, decontribuzione e Jobs Act) anche il numero delle **persone occupate** (+0,8%) è cresciuto in presa diretta con la ripartenza economica. Ad aumentare non è stata solo l'occupazione dipendente a termine (+113mila unità), già più reattiva al ciclo economico, ma anche quella a tempo indeterminato (+80mila unità, dati ISTAT), incentivata da sgravi contributivi e nuove norme. Questo miglioramento, per entità e composizione, innesca un circolo virtuoso, rafforzando sia i bilanci familiari sia la fiducia e la propensione a spendere.

Nella prima metà del 2016 le **retribuzioni** contrattuali nel settore privato cresceranno, a bocce ferme, dello 0,8%. Date le numerose trattative di rinnovo in corso, la dinamica salariale risulterà ben oltre quella dell'inflazione (+0,5%), come già negli anni passati (+0,8% le retribuzioni di fatto reali nel 2015).

Lavoro in presa diretta con il PIL
(Italia, 1° trim 2011=100, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

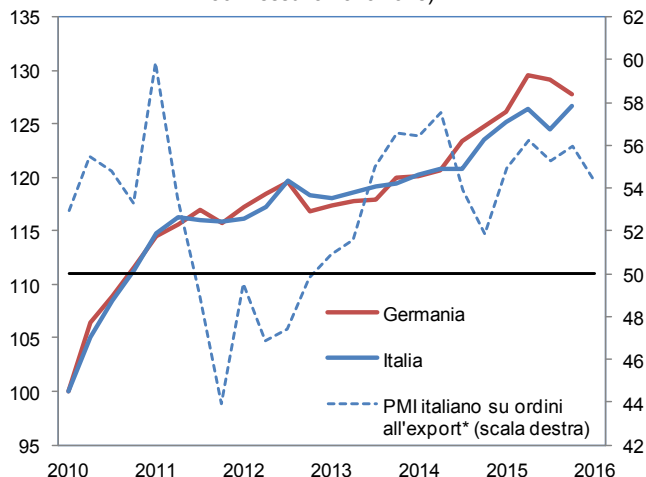
In dicembre sono calate le **esportazioni**, a prezzi costanti, delle principali economie dell'Area euro: Germania (-1,2%), Italia (-1,8%) e Spagna (-2,3%). Nel 4° trimestre 2015 l'export italiano è comunque aumentato dell'1,7% sul 3° (+1,6% intra-UE e +2,1% extra-UE). In media d'anno la crescita si è attestata al 3,6%, appena sotto quanto previsto dal CSC in dicembre (+3,9%).

COMMERCIO ESTERO

A gennaio, tuttavia, in Italia sono scesi sui valori minimi da circa un anno gli indicatori qualitativi sugli ordini esteri nel manifatturiero (PMI e giudizi delle imprese) e l'**export extra-UE** ha subito una brusca battuta d'arresto (-5,2% su dicembre in valore, al netto dell'energia).

L'indebolimento delle vendite italiane è dovuto anche alla frenata della dinamica degli **scambi mondiali** (+0,7% congiunturale nel 4° trimestre e +2,5% nel 2015). A gennaio la componente ordini esteri del PMI globale manifatturiero si attesta poco sopra la soglia neutrale (50,4). I principali istituti, FMI e OCSE, rivedono al ribasso le previsioni sull'espansione del commercio mondiale per il 2016, delineando la prospettiva di una crescita modesta per i prossimi mesi.

Prospettive meno favorevoli per l'export italiano
(Dati trimestrali a prezzi costanti, 1° trim. 2010=100, 50=nessuna variazione)



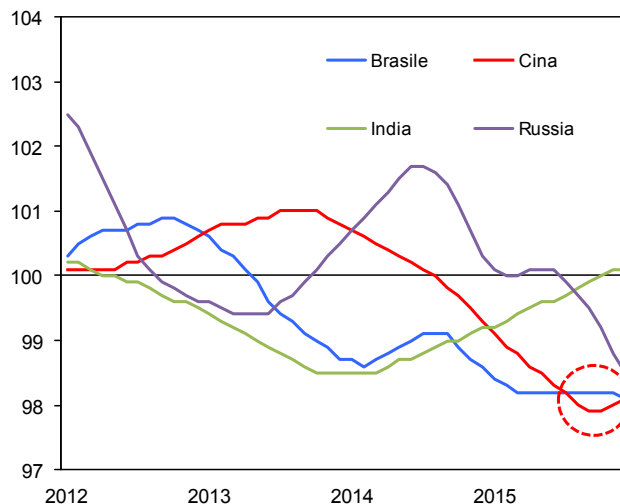
* Dato di gennaio per il 1° trimestre 2016.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Destatis e Markit.

Tra i **BRIC** l'anticipatore OCSE indica stabilizzazione delle dinamiche di crescita per Cina e Brasile, ulteriore indebolimento per la Russia e rafforzamento per l'India.

In **Cina** il commercio estero risente, oltre che delle distorsioni statistiche per il Capodanno, del minor contributo alla crescita dell'industria nella transizione in atto: a gennaio i cali di export (-11,2% annuo, -1,6% a dicembre) e import (-18,8% dopo -7,4%) sono stati guidati dagli scambi di beni manifatturieri. Il PMI composito indica attività invariata (50,1 da 49,4). PIL **indiano** sopra le attese nel 4° trimestre 2015: +7,3% annuo, dopo il +7,7% nel 3°; in gennaio PMI manifatturiero e dei servizi al top rispettivamente da 4 mesi (51,1) e da luglio 2014 (54,3).

Segnali di stabilizzazione della caduta in **Brasile**: l'utilizzo della capacità produttiva è risalito in dicembre, dopo il minimo storico toccato a novembre. In gennaio attività ancora giù ma al ritmo più basso da marzo (PMI composito a 45,1) e fiducia dei consumatori al top da agosto (67,9). In **Russia** non si arresta la discesa: -2,7% annuo l'output industriale a gennaio (-3,4% nel 2015) e -5,6% quello manifatturiero (dopo -5,3%). PMI dei servizi al minimo da 10 mesi (47,1).

Dinamica stabile in Cina e Brasile, India su, Russia ancora giù (BRIC, indici anticipatori OCSE, trend di lungo periodo=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

EMERGENTI

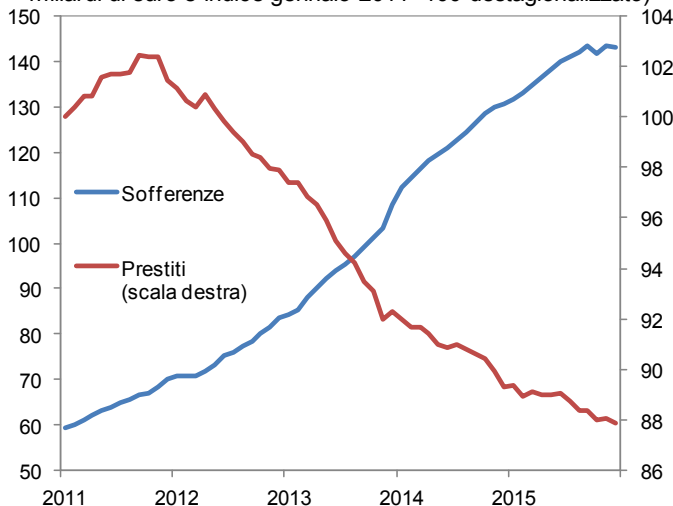
Il calo in Borsa del prezzo delle azioni delle **banche in Europa** è stato molto superiore a quello dell'intero mercato: in Germania -36,4% in febbraio da novembre, in Italia -34,3%.

Le **sofferenze bancarie** in Italia sono rimaste ferme a 143 miliardi in dicembre (18,5% dei prestiti alle imprese), stesso valore di settembre (18,3%). La montagna ha smesso di crescere, grazie al recupero dell'economia e ai primi effetti delle misure introdotte a giugno (deducibilità in un anno delle perdite sui crediti, velocizzazione delle procedure fallimentari). Ma ci vorranno anni per abbassarla, pur con il contributo della garanzia pubblica a prezzi di mercato sulle cartolarizzazioni di sofferenze, che mira a favorirne le cessioni.

I rischi connessi ai crediti deteriorati rendono le banche prudenti. Perciò i **prestiti alle imprese** italiane continuano a diminuire: -0,3% a dicembre (dopo +0,1% a novembre, dati destagionalizzati CSC). Da fine 2014 il credito si è ridotto dell'1,8% (-13 miliardi di euro), meno dell'anno precedente (-3,2%, -27 miliardi), a riflesso di offerta meno stretta e recupero della domanda.

Sofferenze bancarie alte, credito scarso in Italia

(Imprese, dati mensili, stock di fine periodo, miliardi di euro e indice gennaio 2011=100 destagionalizzato)



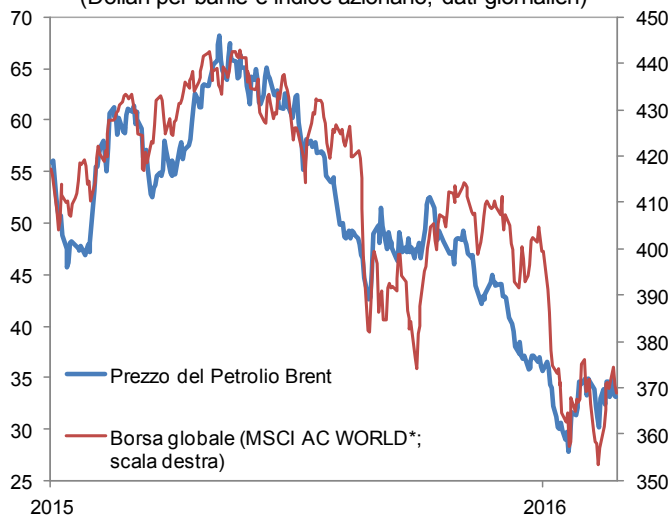
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

BANCHE E CREDITO

Il prezzo del **petrolio** Brent è basso (33,5 dollari al barile in febbraio, 45,1 a novembre) e resterà tale a lungo. Nonostante l'offerta mondiale freni bruscamente (+0,4 mbg nel 2016, +2,3 nel 2015), la domanda cresce meno (+1,2, da +1,4) e c'è ancora un eccesso di produzione di 1,0 mbg (1,8 l'anno scorso, stime EIA). L'accordo tra Arabia Saudita e Russia per congelare l'estrazione rischia di restare sulla carta: è condizionato a un impegno analogo di altri paesi, proprio quando è atteso un incremento in Iran (+0,3 mbg nel 2016, +0,5 nel 2017) e la produzione in Iraq cresce (4,5 mbg a gennaio, 3,3 a inizio 2015).

Il ribasso del greggio fa soffrire i **paesi petroliferi**: nell'OPEC e in Russia sono peggiorate le ragioni di scambio, con un impatto negativo su consumi e import dai paesi avanzati. Negli USA i pozzi in attività sono scesi a 439 a febbraio (1.609 a ottobre 2014), ma l'estrazione di greggio è stabile a 9,2 mbg (9,6 nel luglio 2015). Il petrolio a basso costo, viceversa, fornisce una spinta alla crescita nei **paesi consumatori**, come l'Italia (che risparmia 29 miliardi sulla bolletta petrolifera nel 2016, stime CSC). La riduzione dei prezzi energetici contribuisce a tenere l'inflazione vicina a zero.

Prezzo del petrolio e Borsa: in caduta e molto instabili (Dollari per barile e indice azionario, dati giornalieri)



* Include 23 paesi sviluppati e 23 paesi emergenti. Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

MATERIE PRIME

BANCHE CENTRALI

Al peggioramento dello scenario internazionale le banche centrali rispondono in ordine sparso. Negli USA il rialzo del tasso ufficiale a dicembre (a 0,25-0,50%) preludeva a un graduale sentiero di aumenti e poneva fine a un lungo periodo di incertezza. Probabile ora che la **FED** rimandi ulteriori rialzi dei tassi e tenga invariato l'ammontare di titoli in portafoglio (con il reinvestimento di quelli che scadono).

La **BCE** ha promesso nuove misure espansive a marzo, per sostenere la dinamica dei prezzi vicina alla deflazione. Potrebbe decidere un ulteriore taglio del tasso sui depositi, già negativo (-0,30%) e un ampliamento del programma di acquisto di titoli (QE, ora 60 miliardi di euro al mese, fino a marzo 2017).

La **Banca del Giappone** ha portato il tasso sui depositi delle banche a -0,10% e potrebbe ridurlo ancora o ampliare gli acquisti di titoli in marzo, alla luce del calo del PIL nel 4° trimestre 2015 e dell'inflazione fiacca. La **Banca di Svezia**, prima ad adottare un tasso ufficiale negativo a gennaio 2015 (-0,10%), lo ha ulteriormente abbassato a febbraio 2016 (-0,50%) per sostenere l'inflazione e contenere l'apprezzamento della corona.

FED, fine dei rialzi? Gli altri portano i tassi in negativo

(Tassi ufficiali, valori %)

	Giugno 2014	Febbraio 2016
Tasso principale		
FED*	0,25	0,50
BCE	0,25	0,05
Banca del Giappone	0,10	0,00
Danimarca	0,00	0,00
Svezia	0,75	-0,50
Svizzera	0,13	-0,75
Tasso sui depositi delle banche		
Banca del Giappone	0,10	-0,10
BCE	0,00	-0,30
Danimarca	0,05	-0,65
Svezia	0,00	-1,25

* Limite superiore della forchetta FED.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

EUROZONA

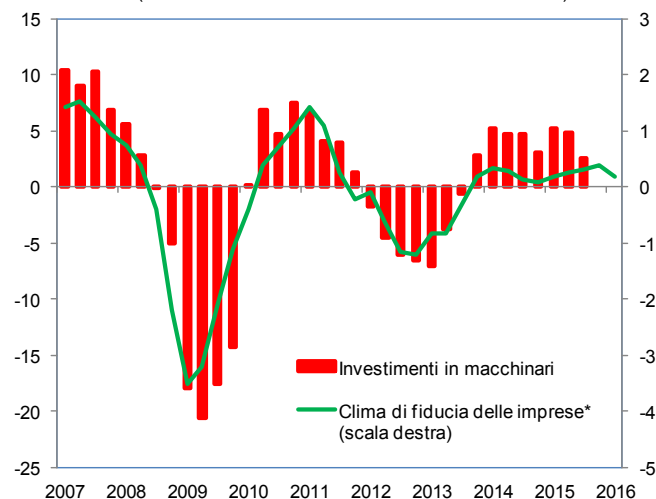
Rivista sensibilmente al ribasso dall'OCSE la crescita dell'**Eurozona** nel 2016 (a +1,4%, dall'1,8% precedente). Oltre che per l'Italia, la correzione è stata particolarmente significativa per la Germania (-0,5 punti percentuali).

Sono peggiorati in febbraio gli indicatori di attività: il **PMI** composito è sceso a 52,7 (da 53,6 in gennaio), minimo da 13 mesi. Il rallentamento ha riguardato sia il manifatturiero (51,0 da 52,3) sia i servizi (53,0 da 53,6); e ha continuato a contrarsi la componente dei prezzi di vendita, al ritmo più rapido da un anno, segnale di forte debolezza della domanda.

Le turbolenze dei mercati finanziari e l'aggravarsi della crisi migratoria minano la **fiducia** (da -6,3 a -8,8 quella dei consumatori a febbraio, da 0,29 a 0,07 quella delle imprese) e frenano consumi e investimenti. Il referendum sull'uscita dalla UE in Gran Bretagna e i negoziati sulla questione bancaria aumentano l'incertezza. La prospettata introduzione di un limite agli acquisti bancari di titoli di Stato amplierebbe, infatti, le divergenze tra le economie periferiche e quelle **core**, rafforzando così le forze centrifughe.

Nell'Area Euro la scarsa fiducia frena gli investimenti

(Variazioni % tendenziali e Business Climate Index)



* Media di gennaio-febbraio per il 1° trimestre 2016.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Commissione Europea.

USA

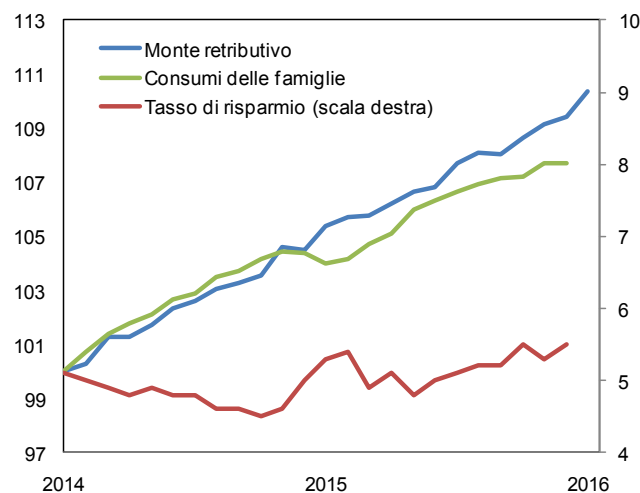
L'OCSE ha ridotto anche la stima di crescita **USA** nel 2016, da 2,5% a 2,0%, in larga parte per la brusca frenata del PIL nel 4° trimestre 2015 (+0,7% dopo il +2,0% nel 3°; dati annualizzati). Che, sommata agli effetti sulla fiducia della volatilità delle borse e dell'incertezza sulla politica monetaria, aumenta i timori di contagio da finanza a economia reale.

Le prospettive però restano buone, perché la crescita USA poggia su solide fondamenta. A gennaio sono aumentate le **vendite al dettaglio** (+0,2% su dicembre), con un rimbalzo di quelle **core** (+0,6%). Il **mercato del lavoro** è vicino alla piena occupazione: è scesa a 4,9% la percentuale dei senza lavoro; buono l'aumento dei salari (+0,5% mensile).

L'**indebitamento delle famiglie**, a 104,4% del reddito disponibile, è tornato sui livelli di fine 2002; la **spesa per interessi** (10,0%) è a valori storicamente bassi. Grazie all'aumento dei prezzi delle case (+30,6% sul 2011) e della Borsa (+21% dal 2007 il **Dow Jones**, nonostante le perdite recenti), la **ricchezza** è oggi di oltre il 30% superiore ai minimi del 2009.

USA: buone prospettive per i consumi

(indici gennaio 2014=100 e % del reddito disponibile, prezzi correnti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati US BEA e BLS.