



CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Marzo 2017

La **ripresa globale**, in atto da metà 2016, non tradisce le attese di grande vivacità. Così il 2017 si candida a diventare il primo anno dal 2011 in cui le **previsioni** siano non solo confermate ma addirittura ritoccate all'insù. Lo slancio trae forza dalla sua **coralità**: vi contribuiscono, come non accadeva da anni, sia i paesi avanzati, compresi l'Eurozona e il Giappone, oltre agli USA, sia gli emergenti (Cina e India, ma anche Russia e, in ritardo, Brasile). L'**industria manifatturiera**, la cui produzione è osservata un po' ovunque in rapido aumento, è il volano; il **commercio estero**, che è tornato a espandersi con vigore, è la cinghia di trasmissione. Il legame forte tra il primo e il secondo sono gli **investimenti**: il CSC ha individuato segni concreti dell'avvio di un nuovo ciclo internazionale di acquisti di macchinari e impianti, che è alimentato da maggiori aspettative di domanda (che così tendono ad auto realizzarsi), condizioni finanziarie molto favorevoli (basso il costo del capitale, a prestito e azionario, con tassi ai minimi e Borse ai massimi) e saturazione della capacità esistente. **Rischi** permangono: il diffondersi del protezionismo (ribadito dall'esito del G20) e di altre misure di stampo populistico (adottate anche da governi che non si presentano come tali); l'incertezza politica, con elezioni importanti in Europa e conseguenze degli esiti delle urne nello scorso anno (Brexit, presidenziali americane). Rispetto allo scenario mondiale disegnato tre mesi fa, le novità principali sono il **ribasso del petrolio** e di altre materie prime e l'**indebolimento del dollaro**; il primo non dovrebbe avere gli effetti negativi osservati due anni fa, mentre il secondo è per ora contenuto. La **FED**, invece, procede nel normalizzare la politica monetaria, mentre la **BCE** ha solo iniziato a parlarne (e non ufficialmente). In **Italia** convivono gli estremi. Da un lato, l'**export** marcia più dei mercati di riferimento e conquista quote e gli **investimenti** sono brillanti (+7,6% in macchinari e mezzi di trasporto nel 2016); segno che gli incentivi funzionano e che le imprese rispondono. Dall'altro, la crescita rimane al lumicino, il futuro politico è più incerto e il credito bancario scarseggia.

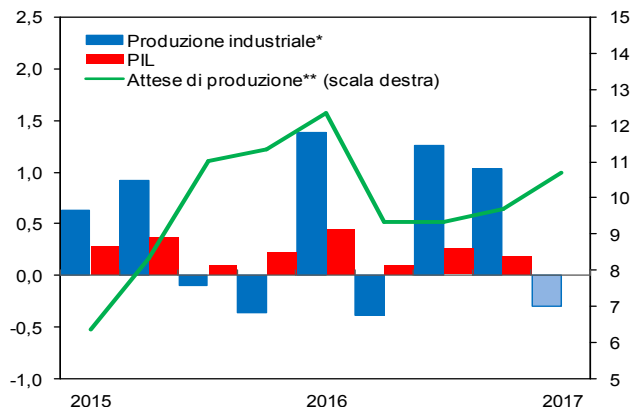
Il **PIL italiano** è atteso crescere a ritmo lento anche a inizio 2017, dopo il +0,2% nel 4° trimestre 2016. Risentendo dell'andamento negativo della **produzione industriale**, che in gennaio è calata più dell'atteso (-2,3% contro -1,2%); nonostante il buon rimbalzo dell'1,3% in febbraio (stime CSC), l'acquisito nel trimestre è di -0,3%. Nelle **costruzioni** l'attività segna -3,8% in gennaio (-2,5% l'acquisito).

Le **indagini qualitative** tracciano un quadro più positivo. Nel **manifatturiero** nei primi 2 mesi 2017 l'indice di fiducia è salito a 105,7 (+2,5 punti sul 4° trimestre 2016) e il saldo delle attese di produzione a 12,5 (da 10,7 nel 4°). Maggior ottimismo anche nelle **costruzioni** (+0,4 punti). Il **PMI composito** in febbraio segnala accelerazione: +2,0 punti, a 54,8 (53,8 nel 1° bimestre da 52,5 nel 4° trimestre 2016); il rafforzamento riguarda sia il **terziario** (+1,7 punti, a 54,1) sia il **manifatturiero** (+2,0, a 55,0). L'**anticipatore OCSE**, in flessione dello 0,04% a gennaio (a 100,1), non preannuncia però un maggiore slancio del PIL nella parte centrale dell'anno.

In gennaio l'**export italiano** è aumentato, a prezzi costanti, dello 0,2% su dicembre ed è del 2,3% sopra la media del 4° trimestre 2016 (quando era cresciuto del 2,1%; stime CSC). È stato trainato dalle vendite **extra-Area euro** (+4,1% sul trimestre precedente), mentre quelle **intra-Area** hanno ristagnato (-0,2%). I paesi asiatici, tra cui Cina e Giappone, e gli Stati Uniti sono i mercati di destinazione più dinamici.

L'espansione dell'export ha accelerato nei **beni strumentali** (+2,8% a gennaio sul 4°, anche grazie a vendite straordinarie di mezzi di navigazione, dopo +1,7%), resta forte in quelli intermedi (+1,5%, dopo +1,6%) e ha rallentato in quelli di consumo (+0,5%, dopo +1,5%). Continuerà a essere sostenuta dalla crescita della domanda mondiale; le prospettive sono confermate robuste dagli indicatori qualitativi sugli **ordini esteri nel manifatturiero italiano**: nel primo bimestre dell'anno a 55,1 la componente del PMI (al top da fine 2015; Markit); +3,2 punti sull'ultimo quarto 2016 i giudizi delle imprese (ISTAT).

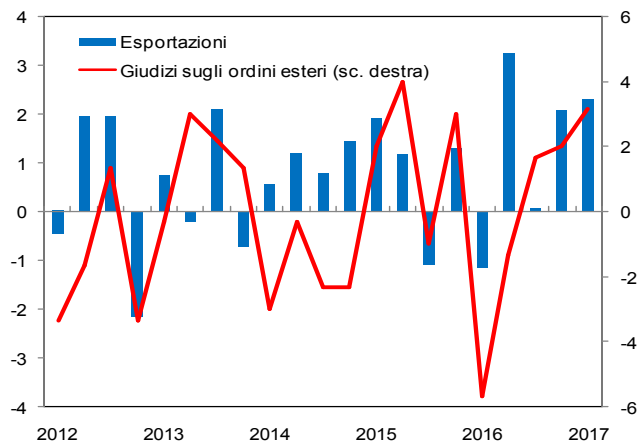
Fiducia e attività tornano a divergere
(Italia, variazioni % congiunturali e saldi delle risposte, dati trimestrali destagionalizzati)



* 1° trimestre 2017: acquisito a febbraio, stime CSC. ** Spostate avanti di un trimestre.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Indagine rapida.

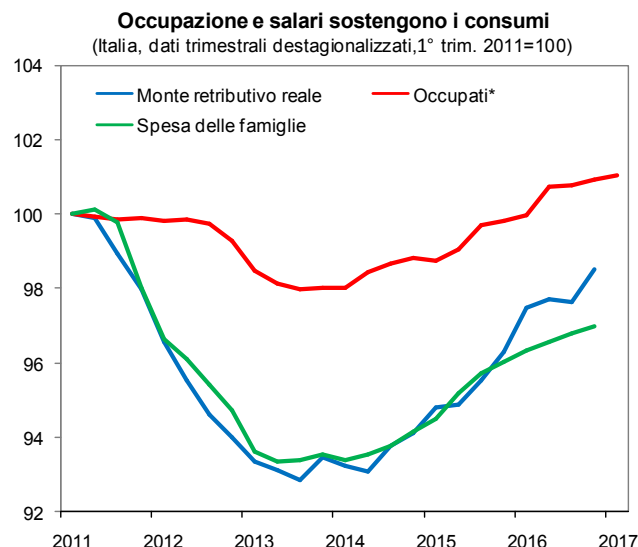
Export italiano in accelerazione
(Dati trim. destag. a prezzi costanti, var. % e dei saldi delle risposte)



1° trim. 2017: gennaio per l'export; gen.-feb. per gli ordini.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Nel 2016 l'**occupazione** è salita dell'1,3%. Si apre bene il 2017: aumento degli occupati in gennaio rispetto a dicembre (+0,1%, pari a +30mila unità). A crescere sono stati i dipendenti a tempo indeterminato (+21mila) e gli indipendenti (+36mila), mentre sono calati i lavoratori a termine (-28mila). Prosegue l'allungamento degli **orari di lavoro** per occupato (+0,6% nel 2016); nei prossimi mesi ciò potrebbe frenare l'incremento del numero delle persone impiegate.

La **dinamica del monte salari** al di sopra dell'inflazione sostiene i bilanci delle famiglie, ma l'andamento dei **consumi** resta contenuto per l'incertezza. L'indice di **fiducia** in febbraio è diminuito per il 2° mese consecutivo: -2,0 punti dopo -2,2 in gennaio, con valutazioni più negative sulla situazione economica della famiglia e sui bilanci familiari. Le **immatricolazioni di auto** sono aumentate del 3,0% a febbraio, dopo il -3,4% nel mese precedente; +1,1% l'acquisito nel 1° trimestre, da +2,6% nel 4° 2016. Il saldo dei giudizi sugli **ordini interni** dei produttori di beni di consumo è salito in febbraio a -10,0 (da -13,0 in gennaio, -13,7 nel 4° trimestre).



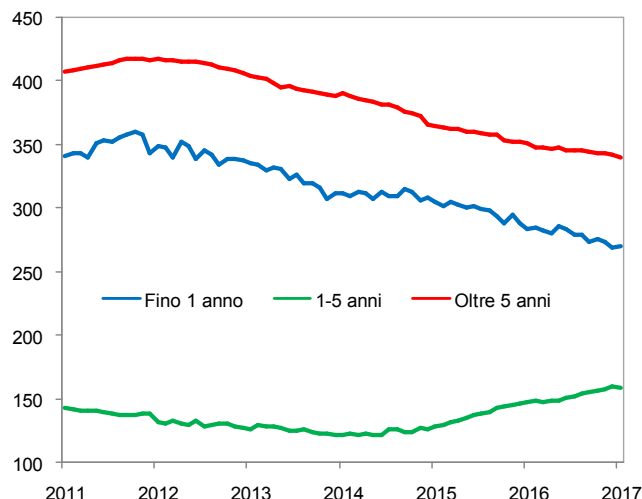
* 1° trimestre 2017: gennaio.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Prosegue la caduta dei **prestiti** alle imprese italiane: -0,5% a gennaio, dopo il -0,2% in media al mese nel 2016 (dati destagionalizzati CSC). Diminuisce il credito a lungo termine (-3,5% annuo a gennaio i prestiti oltre i 5 anni) e a breve (-5,1% fino a 1 anno), sale quello a medio (+7,8%).

A gennaio scendono i **crediti in sofferenza** (141 miliardi, da 143 a dicembre), sebbene sia ormai dall'autunno 2015 che lo stock oscilla su questi valori elevati. Ciò tiene alta l'avversione al rischio delle banche, contribuendo a frenare i prestiti. I **tassi** pagati dalle imprese sono ai minimi: 1,6% in media a gennaio sulle nuove operazioni, da 1,5% a dicembre. Le aziende maggiori pagano l'1,1%, le più piccole il 2,3%. Il costo basso, favorito dalle misure iper-espansive della BCE, stimola la domanda di credito.

I **finanziamenti non bancari** restano scarsi: solo 0,2 miliardi di euro le emissioni nette di bond delle imprese nel 2016, meglio quelle di azioni (6,8 miliardi). Le quotazioni di **Borsa** sono in recupero ma ancora basse: +4,6% a marzo da inizio anno, -1,1% dal picco 2015 (indice FTSE escluse banche).

Prestiti: ancora in calo quelli a breve e lungo termine
(Italia, imprese, miliardi di euro, dati mensili destagionalizzati)



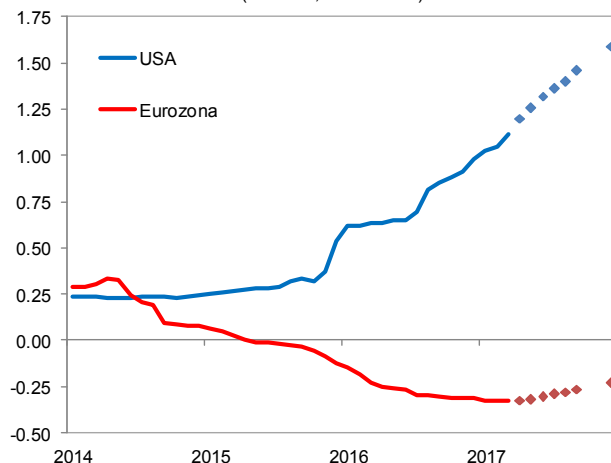
Dati corretti per una discontinuità statistica nel gennaio 2014.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

La **FED** ha rialzato i tassi a marzo di un quarto di punto (a 0,75-1,00%), vista l'inflazione in salita (+2,2% la *core* a febbraio). Il tasso interbancario è già a 1,15%. Il sentiero dei prossimi ritocchi sarà graduale e dipendente dai dati: le minute FED indicano tassi a 1,25-1,50% entro fine anno, 2,00-2,25% entro fine 2018. Durante tale periodo la FED cesserà di reinvestire in nuovi titoli le somme incassate da quelli che scadono (4.248 miliardi di dollari lo stock a marzo).

La **BCE** ha tenuto i tassi fermi a marzo (-0,40% sui depositi, zero sui prestiti). L'Euribor a 3 mesi è negativo (-0,33%). Continua il **QE**: 60 miliardi di euro mensili gli acquisti di titoli da aprile al prossimo dicembre (1.844 miliardi lo stock a marzo); per contenere i tassi lunghi, potrebbero essere prolungati se l'inflazione non salirà più decisamente (+0,9% *core* a febbraio).

Si amplia il divario USA-Eurozona nei tassi a breve: 1,48 punti percentuali a marzo (0,38 nell'ottobre 2015). Però l'attesa per misure meno aggressive della BCE e la mancata vittoria anti-europeista alle elezioni nei Paesi Bassi rafforzano l'**euro** (1,08 sul dollaro, 1,05 a inizio marzo).

Tassi fermi nell'Eurozona, in aumento negli USA
(Valori %, dati mensili)

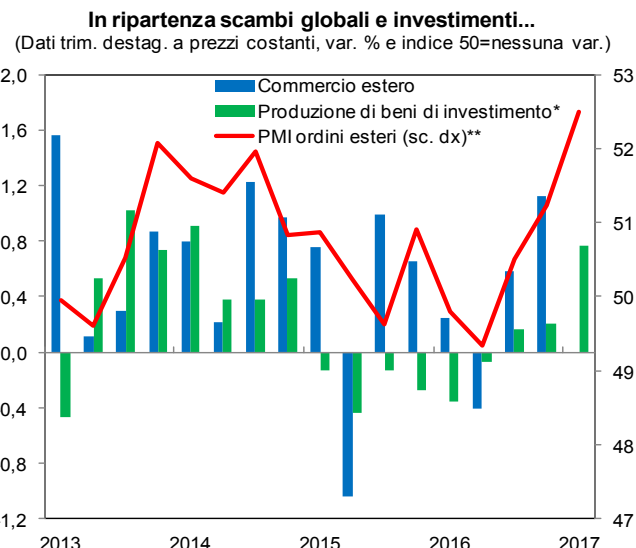


Tassi di interesse interbancari a 3 mesi.
Rombi = tassi impliciti nei *future* (da aprile 2017).
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, CME.

A inizio 2017 l'economia mondiale è in accelerazione: +3,5% annualizzato nel 1° trimestre sul 4° 2016 (stime Morgan Stanley). Il **commercio globale** cresce ai ritmi più elevati da due anni e mezzo: dopo il +1,1% nell'ultimo quarto 2016, è di +1,2% la variazione acquisita nel primo 2017. È sostenuto, in particolare, dalle maggiori importazioni USA (+2,0% nel 4° trimestre 2016 sul 3°) e dei paesi emergenti asiatici (+3,1%).

Ci sono segnali di avvio di un nuovo ciclo di **investimenti**, favoriti da migliori attese di domanda. La produzione mondiale di beni di investimento, dopo due anni di calo, è salita nel 1° trimestre 2017 (+1,4% sul 4° 2016; stime CSC su dati IHS). Ha accelerato quella di **beni intermedi** (+2,1%). I primi sono forti attivatori del commercio estero, i secondi ne costituiscono i 2/3.

Le prospettive per investimenti e scambi mondiali sono diventate robuste secondo i **PMI globali**. Nel 1° bimestre 2017 sono salite ai massimi da sei anni sia la componente nuovi ordini di beni industriali (intermedi e strumentali; a 54,8) sia quella ordini esteri nel manifatturiero (a 52,5). Il nuovo calo del prezzo del petrolio, però, costituisce un rischio al ribasso per entrambi.

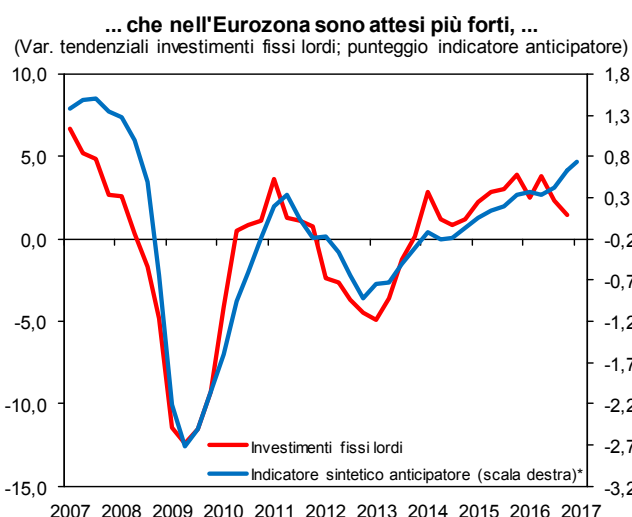


* Medie mobili a due termini.
 ** 1° trimestre 2017: gennaio-febbraio.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime CPB, IHS e Markit.

Restano in ripresa gli investimenti fissi **americani**: +0,8% congiunturale in gennaio, dopo +1,0% in dicembre, la media mobile trimestrale per **ordini di beni capitali** (al netto di difesa e aerei). Nuovi cantieri residenziali in aumento del 3,0% in febbraio. In attesa che le promesse di Trump di spese in infrastrutture si materializzino.

Nell'**Eurozona** gli investimenti sono attesi in aumento sulla base dell'indicatore anticipatore CSC (top da 8,5 anni). Il **grado di utilizzo degli impianti** ha toccato l'83,0% nel trimestre in corso, oltre la media storica di 81,0%. Aumenta la quota di imprese che lamentano scarsità di manodopera (8,0 il saldo delle risposte contro una media storica di 5,0) e insufficienza di macchinari (7,0 pari alla media storica).

In **Italia** gli incentivi hanno rilanciato gli investimenti: nel 2016 +7,6% quelli in macchinari e mezzi di trasporto. A inizio 2017 si registrano ulteriori progressi: in febbraio le valutazioni dei produttori di **beni strumentali** (ISTAT) sono migliorate, con saldo dei giudizi sugli ordini interni a -16,0 (-21,0 in gennaio, -17,0 nel 4° trimestre), **attese** stabili e fiducia elevata.

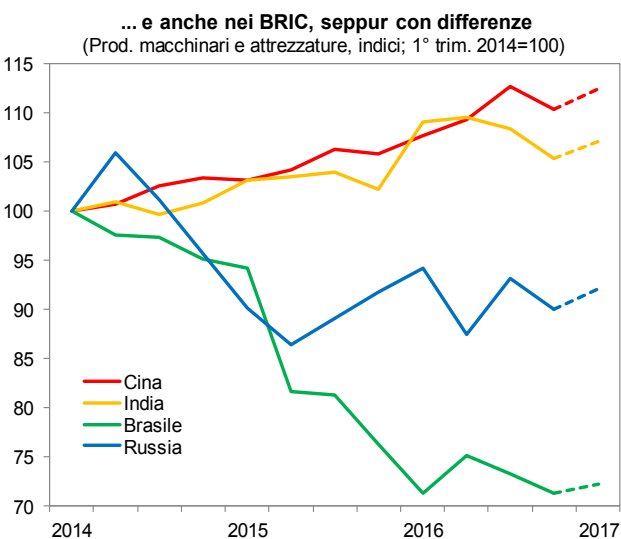


*Media aritmetica di: giudizio sulla capacità produttiva; grado di utilizzo degli impianti; produzione beni strumentali; clima di fiducia delle imprese industriali e costruzioni. 1° trimestre 2017 stimato.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Commissione europea.

Divergono le traiettorie degli investimenti manifatturieri nei **BRIC**: Cina e India crescono a ritmi sostenuti tra il 1° trimestre 2014 e il 4° del 2016 (+10,3% e +5,4%); in ritardo, seppur con attese di ripartenza, Russia e Brasile (-10,0% e -29,7%).

I **PMI manifatturieri** sono coerenti con tali trend. Bene la Cina (51,7 punti in febbraio da 51,0 in gennaio) e l'India (50,7 da 50,4), in ripresa dallo shock temporaneo causato dal ritiro delle banconote di grande taglio. La Russia perde slancio (52,5 da 54,7) e in Brasile si allevia la recessione (46,9 da 44,0); questi due paesi, inoltre, potranno risentire del recente ribasso del petrolio.

In India sotto i riflettori la **vittoria elettorale** del Bharatiya Janata Party (BJP) del presidente Modi nello Stato di Uttar Pradesh, il più popoloso e il secondo più povero della Federazione (204 milioni di abitanti e 730 dollari di PIL procapite, contro una media di 1.598 dollari). Il risultato rafforza il governo e la politica di **riforme** volte a ridurre il peso dell'economia informale, i prestiti in sofferenza e tutti gli ostacoli che rallentano i flussi di investimento dall'estero.



1° trimestre 2017 stimato.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime IHS.

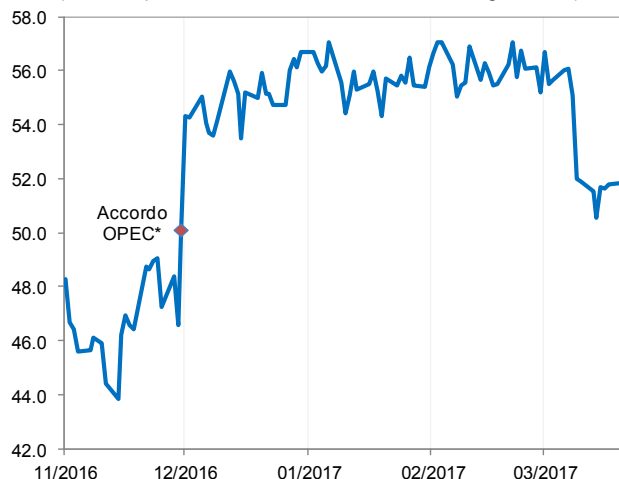
PREZZI E MATERIE PRIME

Il prezzo del **Brent** è caduto a 50,3 dollari a marzo, da 56,1 a febbraio. I fondi hanno liquidato posizioni lunghe, dopo aver puntato sul rialzo trainato dal taglio **OPEC** (-1,0 mbg a febbraio da fine 2016), giacché l'offerta è balzata negli USA (+0,6 mbg a marzo da ottobre). Il surplus mondiale potrebbe sì azzerarsi (+0,1 mbg nel 2017; stime EIA), ma le scorte restano enormi (3.067 milioni di barili nell'OCSE).

Il ribasso del greggio riduce il reddito dei paesi petroliferi e ne frena l'import. Nei paesi importatori di *oil* attenua l'aumento dell'**inflazione**. Che in **Italia** è salita all'1,6% annuo a febbraio (-0,2% in ottobre) proprio sulla scia dei rincari di energetici (+4,8% da -3,6%) e alimentari (+3,6% da -0,2%); la dinamica *core* resta bassa (+0,6%; fermi i prezzi dei beni industriali).

I prezzi anche delle **materie prime non-oil** si sono ridotti a marzo (-4,7%, indice *Economist* in dollari), in particolare delle commodity alimentari (-4,3%), degli input agricoli *non-food* (-5,7%) e dei metalli non ferrosi (-5,1%). L'indice totale resta comunque in buon aumento su base annua (+10,6%), spinto dal rafforzamento della domanda mondiale.

Il mercato crede meno al riequilibrio targato OPEC
(Petrolio, prezzo del Brent, dollari al barile, dati giornalieri)



* Taglio di 1,2 mbg all'estrazione in paesi OPEC (da gennaio 2017) e taglio di 0,6 mbg all'estrazione in paesi non-OPEC.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

STATI UNITI

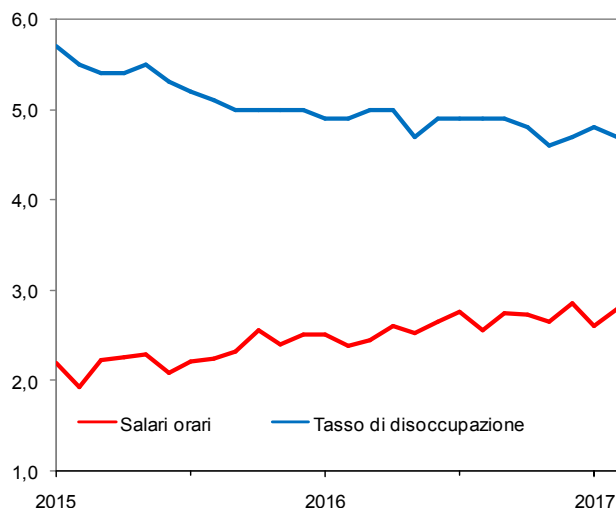
Negli **USA** sale l'occupazione pure in febbraio (+235mila), accelerano i **salari** (+2,8% rispetto all'anno precedente, dopo il +2,6% di gennaio). Il tasso di disoccupazione ritorna ai minimi di novembre 2007 (4,7%, da 4,8% in gennaio).

In gennaio il **reddito disponibile** reale è diminuito dello 0,2% su dicembre. La spesa personale è calata dello 0,3%, annullando l'incremento di dicembre (0,3%) ed è salito il tasso di risparmio (5,5% da 5,4%).

In febbraio le **vendite al dettaglio** (al netto delle auto) salgono dello 0,2% su gennaio ma mostrano un rallentamento (da 1,2% di gennaio su dicembre). Le vendite di auto e ricambi, invece, diminuiscono per il secondo mese consecutivo (-0,2% in febbraio su gennaio).

La **ricchezza netta delle famiglie** nel quarto trimestre 2016 è aumentata del 2,3% rispetto al trimestre precedente (dati FED), spinta sia dai valori azionari sia da quelli immobiliari. A fine 2016 ha raggiunto un valore pari a 6,5 volte il reddito disponibile, sostenendo i consumi.

Riaccelera la crescita dei salari americani
(% della forza lavoro e var. % tendenziali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

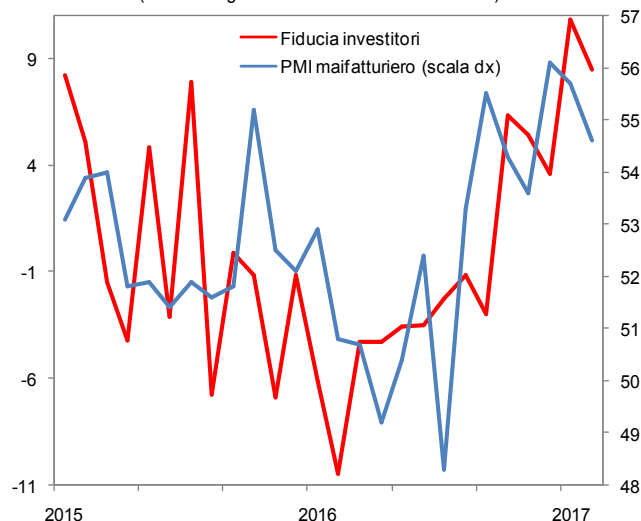
REGNO UNITO

Con l'approssimarsi dell'avvio delle trattative per la **Brexit** c'è più incertezza nel Regno Unito e si ridimensiona la fiducia delle imprese (in calo a 8,5 in febbraio da 10,8 in gennaio). I **PMI** per manifattura e servizi indicano perdita di slancio: il primo scende a 54,6 in febbraio, da 55,7, il secondo a 53,3 da 54,5; tuttavia, restano saldamente sopra la soglia che indica espansione dell'attività economica.

La **produzione industriale** è scesa in gennaio (-0,9%), dopo il balzo a dicembre (+2,2%). Resta sostenuta dalla **sterlina** debole, a 1,25 dollari (-16,5% dall'1,48 del 23 giugno scorso, giorno del referendum che ha sancito il divorzio dalla UE). Sale al 2,3% l'inflazione in febbraio (da 1,8%). Giù lievemente la fiducia dei consumatori (-6 in febbraio, da -5).

Dopo che la Regina ha firmato la legge sulla Brexit, il 29 marzo ci sarà l'attivazione dell'**Articolo 50** per l'inizio della procedura di recesso dai trattati europei. E intanto aumentano le **divisioni interne**, con il primo ministro scozzese che ha ribadito di voler riconsiderare la permanenza nel Regno Unito, aggiungendo confusione.

Segnali di possibile rallentamento dal Regno Unito
(Fiducia degli investitori e PMI manifatturiero)



Fonte: elaborazione CSC su dati Thomson Reuters