



CONGIUNTURA flash

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Novembre 2015

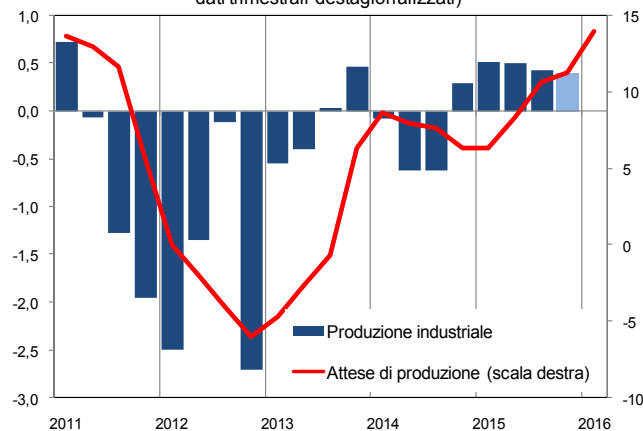
Lo scenario economico globale non è più contrassegnato solo da fattori favorevoli. La **frenata degli emergenti**, che abbassa le stime per il commercio mondiale, la paura generata dagli **attacchi terroristici**, che alimenta una già elevata incertezza e modifica i piani di spesa, e l'escalation militare in **Siria** costituiscono venti che soffiano contro un'economia europea che non viaggia certo a pieni giri, soprattutto in alcuni paesi. Tuttavia, rimangono prevalenti gli **impulsi fortemente espansivi** da tempo inquadri, che anzi si sono irrobustiti attraverso un ulteriore calo del prezzo del **petrolio** e il nuovo arretramento del **tasso di cambio dell'euro**. Nel Mondo intero e in molte sue singole parti l'insidia maggiore continua a rimanere la **deflazione**: 24 paesi registrano variazioni annue negative dei prezzi al consumo, contro 2 nel 2014. La deflazione depotenzia l'azione della politica monetaria, aggrava il **peso dei debiti** e induce il rinvio degli acquisti. L'ampia **capacità produttiva inutilizzata** (sotto forma in particolare di elevata disoccupazione), la generale discesa delle quotazioni delle materie prime (che riflettono e insieme trasmettono le pressioni al ribasso dei prezzi), le aspettative degli operatori e le ricadute della concorrenza globale e dell'innovazione tecnologica continuano a spingere all'ingiù la dinamica inflattiva. Ciò terrà a lungo bassi i **tassi di interesse**, anche negli USA dove la FED si accinge ad abbandonare la soglia zero del costo del denaro, e giustifica ulteriori allentamenti da parte della BCE. In **Italia** l'economia stenta a prendere quota, come indicano i deludenti dati del terzo trimestre (ma che fine ha fatto l'ottima annata turistica?), appesantiti dai contraccolpi della debole domanda estera. Comunque, la **domanda interna** è più vivace e i primi indicatori qualitativi autunnali (fiducia, PMI) sono in miglioramento rispetto all'estate. In attesa che si faccia sentire la spinta del contenuto espansivo della **Legge di stabilità**.

Il **PIL italiano** è salito in estate per il 3° trimestre consecutivo, ma a ritmo attenuato: +0,2% congiunturale, dopo il +0,3% del 2° e il +0,4% del 1°. La variazione acquisita per il 2015 è di +0,6%.

In settembre l'**anticipatore OCSE** per l'Italia è ulteriormente avanzato (0,07% da 0,04%) e suggerisce che il recupero del PIL proseguirà anche nei prossimi trimestri.

L'**attività industriale** è salita dello 0,4% in ottobre (stima CSC), dopo il +0,2% in settembre, portando la variazione acquisita nel 4° trimestre a +0,4%. La componente **ordini del PMI manifatturiero** (Markit) segnala una robusta espansione: +1,4 punti su settembre (a 55,3), grazie sia alla domanda estera sia a quella interna, quest'ultima trainata soprattutto dai consumi. Le **attese di produzione** (ISTAT) sono più favorevoli (saldo a 14,0, da 11,3 nel 3°) e anticipano un più vivace andamento dell'attività per fine anno. Nei **servizi** il **PMI** segnala in ottobre un andamento analogo a quello registrato in settembre e nel 3° trimestre (indice a 53,4 da 53,3).

Produzione industriale verso un'accelerazione
(Italia, var. % congiunturali e saldi delle risposte, dati trimestrali destagionalizzati)



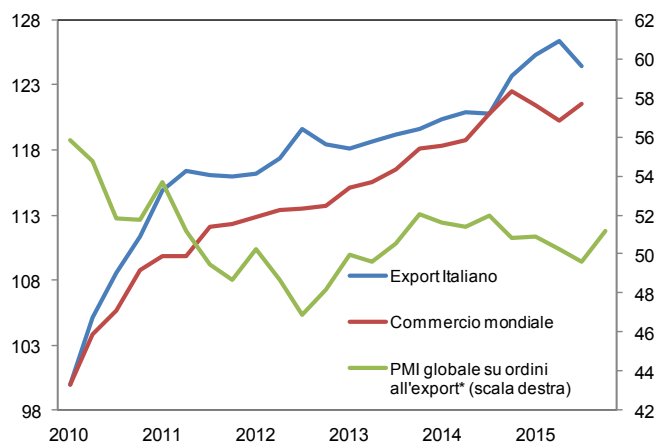
Per il 4° trimestre attese e variazioni di attività acquisita in ottobre. Le attese sono spostate avanti di un trimestre. Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Indagine rapida.

PIL E PRODUZIONE

Rimane bassa la dinamica degli **scambi mondiali**, risaliti nel 3° trimestre (+1,1%) dopo la riduzione nei primi due (-0,8% nel 1° e -1,0% nel 2°). La crescita del commercio globale nei primi nove mesi del 2015 è pari allo 0,8% rispetto alla media 2014, nettamente inferiore a quella degli anni recenti, pur di crisi. Ha pesato soprattutto il calo degli scambi degli emergenti (-1,1%). **Prospettive migliori** dalla componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale, tornata in ottobre in territorio espansivo (a 51,2).

In settembre le **esportazioni italiane** sono aumentate dell'1,7% a prezzi costanti su agosto, grazie al parziale rimbalzo delle vendite extra-UE (+5,3% dopo -7,9%) mentre quelle nei paesi UE si sono ridotte dell'1,0%. Il 3° trimestre ha registrato una riduzione dell'1,5% rispetto al 2°, con una stagnazione dell'export verso l'UE (+0,1%) e un crollo di quello verso i paesi extra-UE (-3,6%, il calo più forte dal 2009; -1,7% in valore la variazione mensile in ottobre). Segnali positivi dagli **ordini**: è salita a 55,8 in ottobre la relativa componente PMI (da 55,3).

Commercio globale: prove di ripresa
(Dati trim. a prezzi costanti, 2010=100 e 50=nessuna var.)



*Per il 4° trimestre 2015 dato di ottobre. Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB, ISTAT e Markit.

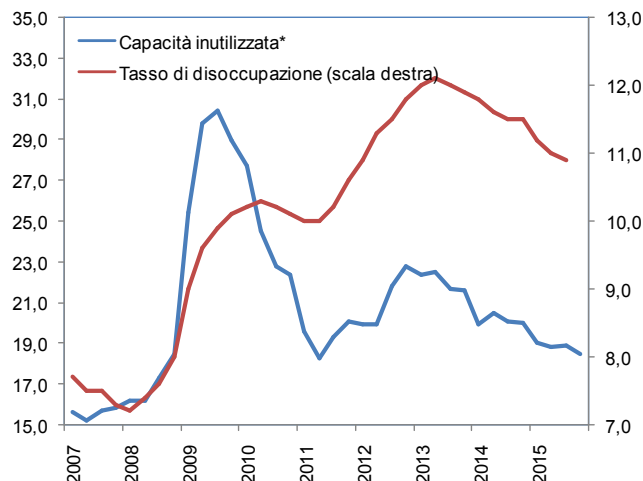
RALLENTAMENTO GLOBALE

La **capacità produttiva inutilizzata** in **Eurozona** è ancora sopra i livelli pre-crisi seppure in lenta diminuzione: secondo l'indagine trimestrale della Commissione europea presso le imprese, nel 4° trimestre del 2015 sarà pari al 18,5% (20,1% nella media 2014), più alta di 2,9 punti percentuali rispetto al 2007. Ben maggiore è il divario nella disoccupazione: a settembre il numero dei **disoccupati** in percentuale della forza lavoro era il 10,8%, in lento calo dal 10,9% dei due mesi precedenti, contro il 7,5% nel 2007.

L'**output gap** è stimato ancora ampiamente negativo sia nel 2015 sia nel 2016 (-1,8% e -1,1%, stime Commissione europea, da -2,6% nel 2014).

Anche in **Italia** sono ampie le risorse non impiegate, che creano una forte pressione all'ingiù sulla dinamica dei prezzi. Il grado di utilizzo degli impianti si ferma al 72,4% nel 3° trimestre (stime CSC), cinque punti in meno rispetto alla media 2000-2007. Il **tasso di disoccupazione** si attesta all'11,9%, sui livelli di inizio 2013 (11,8% in settembre) ed è quasi doppio rispetto ai valori pre-crisi.

Utilizzo delle risorse ancora basso nell'Eurozona
(Disoccupati in % della forza lavoro; % capacità inutilizzata impianti industriali; dati trim. dest.)



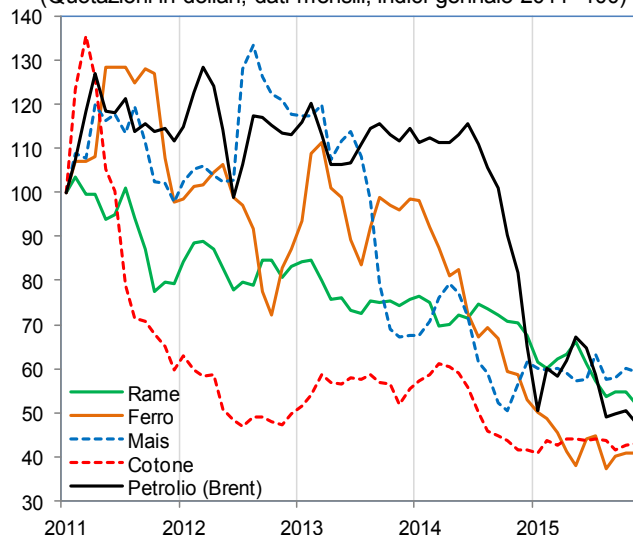
* Indagine presso le imprese.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea ed Eurostat.

I ribassi delle **commodity** sono un termometro del rallentamento mondiale. Il Brent è sceso a 45,3 dollari al barile a novembre (62,9 a fine 2014, -27,9%). Simile il calo dei metalli: rame -22,8%, ferro -22,6%. In discesa anche i prezzi agricoli (mais -3,5%), nonostante l'impatto sui raccolti delle condizioni climatiche avverse in Sud America e Australia.

Il calo delle quotazioni nasce dalla frenata della **domanda** e dall'eccesso di capacità produttiva, accumulata negli anni di alti prezzi. L'offerta di **petrolio** resta abbondante, pur rallentata dai prezzi bassi che invece spingono i consumi: 1,7 mbg il surplus quest'anno. Per il rame nel 2015 la produzione mondiale supera la domanda, che è in calo, di 41mila tonnellate. Vi sono eccezioni: la domanda di mais, pur frenando, sorpassa di 13 milioni di tonnellate un'offerta debole nella stagione 2015/16.

I minori prezzi colpiscono le **economie esportatrici** di materie prime (anzitutto: Brasile, Russia). Nell'Eurozona, con domanda interna ancora debole, i ribassi sono trasferiti a valle in minori prezzi dei beni finali, non solo **energy**, tenendo giù l'inflazione.

Prosegue la caduta delle commodity
(Quotazioni in dollari, dati mensili, indici gennaio 2011=100)



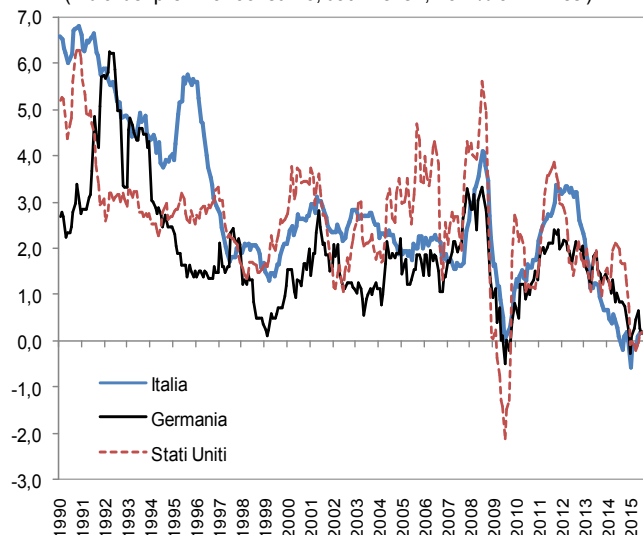
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

La dinamica annua dei **prezzi al consumo** è troppo bassa sia nell'Eurozona (+0,1% in ottobre; con +0,3% in Italia, -0,7% in Spagna) sia negli USA (+0,2%), per effetto degli energetici (-8,5% e -17,1%). La deflazione è già diffusa nel Mondo: il numero di paesi con variazione annua dei prezzi negativa nel 2015 è salito a 24 (di cui 9 avanzati) su 189, da 2 nel 2011.

Al netto di energia e alimentari i prezzi USA crescono però dell'1,9% annuo. Nell'Eurozona, invece, la dinamica resta comunque bassa, sebbene in aumento (+1,1% in ottobre, +0,6% a gennaio; +1,9% nel 2007). Ciò riflette le **deboli pressioni inflattive interne**: +1,3% annuo a settembre per i prezzi alla produzione (netto energia e alimentari), da +2,0% nel 2011.

Le **attese sui prezzi** basate sui rendimenti di mercato sono scese sotto gli obiettivi delle banche centrali: nell'Eurozona l'inflazione implicita negli **swap** a 5 anni è a +1,7% a novembre (+1,9% a luglio); negli USA quella implicita nei titoli di stato decennali è a +1,6% (+1,9% a giugno). I consumatori si attendono ribassi dei prezzi in Italia e Spagna (-15 e -12 i saldi delle risposte) e marginali aumenti in Germania (+1).

Minimi pericolosi per la dinamica dei prezzi
(Indici dei prezzi al consumo, dati mensili, var. % a 12 mesi)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

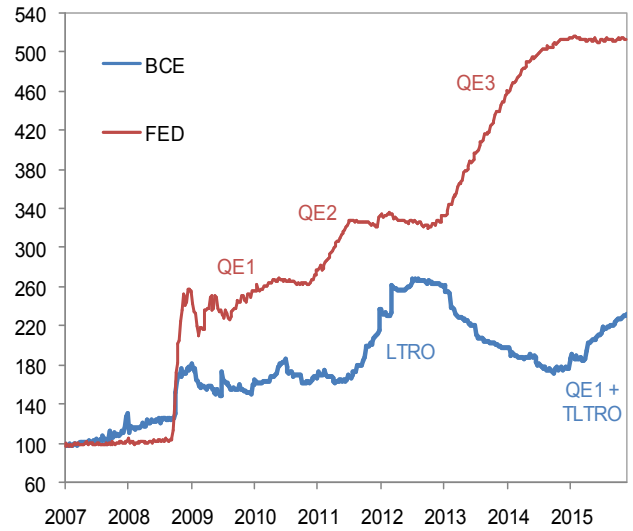
POLITICHE MONETARIE

La **BCE** è pronta a ulteriori **stimoli monetari** (più acquisti di titoli, taglio del tasso sui depositi oggi a -0,20%), già il 3 dicembre, se le previsioni sui prezzi resteranno basse. Ciò è cruciale per sostenere la ripresa nell'Eurozona: la bassa inflazione riduce l'efficacia della politica di tassi nulli e non incentiva la propensione alla spesa.

Gli interventi della BCE sono già straordinari: da fine 2014 ha acquistato **titoli** per 568 miliardi (419 pubblici) e con 5 **TLTRO** ha prestato alle banche 400 miliardi a 4 anni a tasso quasi zero (98 a istituti italiani). Ciò abbassa i tassi lunghi (1,52% il BTP decennale a novembre, 1,99% a fine 2014) e riduce il costo del denaro pagato dalle imprese (1,8% in Italia a settembre, 3,5% a inizio 2014). Il credito però resta debole: in Italia -1,0% i prestiti alle imprese da fine 2014.

È ormai pari al 100% la probabilità che la **FED** decida il 16 dicembre il primo rialzo dei tassi, fermi a 0-0,25% da fine 2008. Tra i dati USA diffusi dopo l'ultima riunione c'è stato anche l'atteso ulteriore calo della disoccupazione (5,0% in ottobre, da 5,1%). La FED proseguirà l'aumento dei tassi in modo molto graduale e in base all'evoluzione del quadro.

BCE iper-espansiva? Indietro rispetto alla FED
(Totale di bilancio delle banche centrali, valute nazionali, dati settimanali, indici gennaio 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, FED.

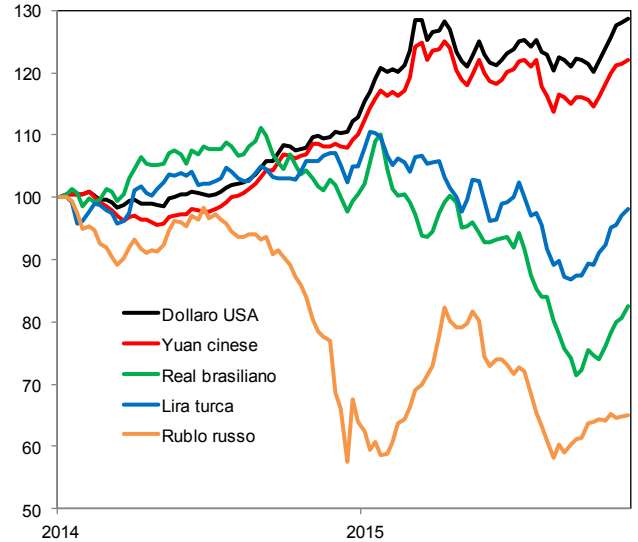
L'**euro** è sceso a 1,06 rispetto al dollaro (-6,7% da metà ottobre, -22,1% da luglio 2014), ai minimi raggiunti lo scorso aprile. Il livello del cambio sconta sia il persistente gap di crescita dell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti sia le attese di gran parte degli investitori di maggiore espansione della BCE e di inizio del rientro da parte della FED in dicembre.

CAMBI

Lo **yuan** cinese resta ancorato al biglietto verde, dopo la mini svalutazione in agosto. Molto fragili e volatili i cambi degli altri emergenti, soprattutto degli esportatori di commodity, per la revisione all'ingiù delle loro prospettive di crescita e il rischio di fuga di capitali con il rialzo dei tassi USA: vicini ai minimi storici sul dollaro, ma in parziale recupero sull'euro, il **rublo** russo (-32,8% sulla moneta unica da luglio 2014), il **real** brasiliano (-23,5%) e la **lira** turca (-3,9%).

Il deprezzamento delle valute degli emergenti esporta **deflazione** nel resto del Mondo. Nell'Eurozona ciò è in parte contrastato dalla debolezza della moneta unica: -4,2% in termini effettivi nominali da metà ottobre; -8,7% da luglio 2014.

L'euro si svaluta, ancora deboli i cambi degli emergenti
(Euro per valuta estera, dati settimanali, indice gen. 2014=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

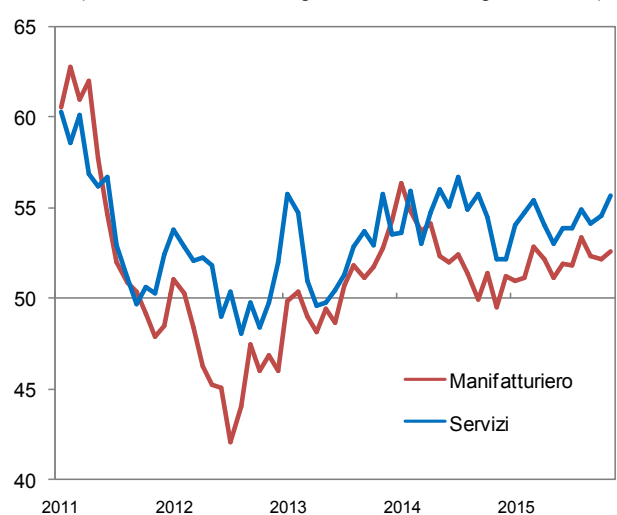
GERMANIA

La crescita della **Germania** è proseguita nel 3° trimestre, seppure rallentata rispetto al 2° (da +0,4% a +0,3%), per il mercato contribuito negativo dell'export netto (-0,4%) che ha indotto una contrazione della produzione industriale. Segnali positivi per il 4°: il **PMI** riaccelera in novembre nel manifatturiero (+0,5, da 52,1 in ottobre) e allunga il passo nei servizi (+1,1, a 55,6).

La crescita è trainata soprattutto dalla spesa delle famiglie, come confermato anche dalle **immatricolazioni auto** (+1,1% annuo a ottobre). I **consumi** sono sostenuti dal rafforzamento del **mercato del lavoro**, con disoccupati in discesa (-2,2% in ottobre rispetto a settembre) e salari in crescita (+2,4% annuo nominale a settembre).

Gli indicatori di fiducia sull'attività economica non sembrano aver risentito significativamente degli **scandali Volkswagen** e **Deutsche Bank**. L'indice IFO sul **business climate** sale di 0,8 punti a novembre, in linea con l'inversione di rotta dell'indice ZEW che torna a crescere (da 1,9 di ottobre a 10,4) dopo 7 mesi di cali consecutivi.

Industria e servizi accelerano in Germania
(PMI: dati mensili destagionalizzati, 50=soglia neutrale)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

EUROZONA

Dopo il leggero rallentamento del 3° trimestre (+0,3% dal +0,4% nel 2°), il PIL dell'Area euro è atteso accelerare nuovamente. In novembre l'indice PMI composito segnala, infatti, un'ulteriore espansione dell'attività nell'area (54,4 da 53,9 in ottobre) ed è compatibile con una crescita del PIL pari a +0,4%/+0,5% nel 4° trimestre. Restano, però, le spinte deflazionistiche: le imprese tagliano per il secondo mese consecutivo i prezzi (componente PMI invariata a 49,6).

Hanno allungano il passo sia il **manifatturiero** (PMI a 52,8 da 52,3 in ottobre), con un maggior aumento degli ordini esteri (52,8 da 52,7), sia i **servizi** (a 54,6 da 54,1), nei quali l'occupazione è cresciuta al ritmo più rapido degli ultimi 5 anni (52,8 da 52,3) e nonostante il rallentamento della **Franzia** (51,3 da 52,7), primo effetto dell'attacco terroristico.

In prospettiva, la bassa inflazione e il lento ma graduale calo dei disoccupati (-1,2 milioni in un anno a settembre) continueranno a sostenere i consumi e rafforzare la fiducia delle famiglie europee. Pesa, però, l'incognita delle conseguenze economiche della **guerra terroristica**.

Negli **USA** il rallentamento del manifatturiero (PMI a 50,1 in ottobre, da 50,2), causato dagli effetti sulle esportazioni della frenata delle economie emergenti e del dollaro forte, è più che compensato dall'ulteriore forte accelerazione dei servizi (59,1 da 56,9) dove, in alcuni comparti, come il commercio all'ingrosso, l'attività continua a crescere a ritmi record.

In ottobre l'**occupazione** non agricola (+271mila unità) e le vendite di auto (18,2 milioni, dato mensile annualizzato massimo da luglio 2005) confermano che l'espansione prosegue robusta, trainata dalla domanda interna. Vi contribuisce l'aumento della ricchezza delle famiglie, grazie anche al recupero dei prezzi delle case (+5,5% annuo in settembre).

Il **Giappone** è tornato in recessione (-0,8% annualizzato il PIL nel 3° trimestre, dopo il -0,7% nel 2°), a causa del calo degli investimenti (-5,0%, dopo -4,8%). Ciò nonostante, la banca centrale non ha allentato la politica monetaria. Una ripresa moderata sarà alimentata dagli attesi interventi di stimolo del Governo e dal recupero dei salari (+0,5% mensile quelli reali in settembre, al 3° aumento consecutivo).

USA – GIAPPONE

EMERGENTI

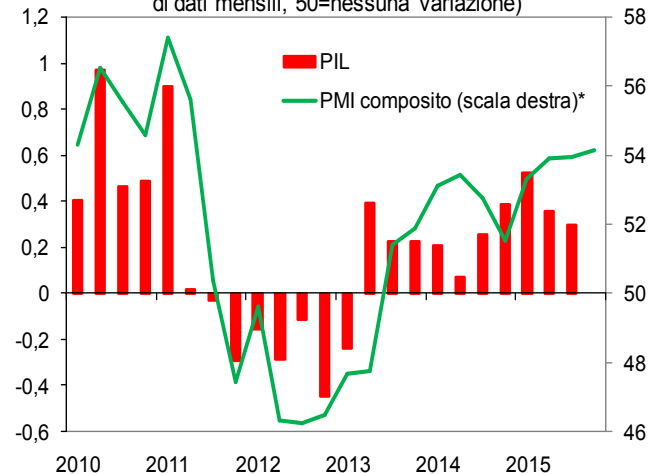
In **Cina** nel 4° trimestre prosegue la frenata dell'output industriale (+5,6% annuo in ottobre, ritmo più basso da marzo) e accelerano marginalmente le vendite al dettaglio(+11,0%, dopo il +10,9% in settembre). Cala l'export (-7,0%, dopo -3,8%) per effetto della debolezza della domanda globale, ma meno dell'import (-18,8%, dopo -20,4%), che risente della domanda interna fiacca e del calo dei prezzi delle commodity.

Tra i BRIC l'**India** è l'economia meno esposta ai rischi esterni e le riforme del Governo attirano investimenti dall'estero. Ma la produzione industriale ha rallentato a sorpresa (3,6% annuo in settembre, da +6,4% in agosto) e il PMI manifatturiero ha toccato in ottobre il minimo da 22 mesi (50,7).

La **Russia** è ancora in grave difficoltà: -4,1% annuo il PIL nel 3° trimestre (-4,6% nel 2°); in ottobre -3,6% l'output industriale (-3,7% in settembre) e in area di contrazione il PMI dei servizi (47,8 da 51,3). In **Brasile** inflazione (+10,3% annuo in ottobre, massimo dal 2003) e disoccupazione (7,9%, al top dal 2009) spingono la fiducia dei consumatori verso nuovi minimi.

Prosegue la crescita nell'Eurozona

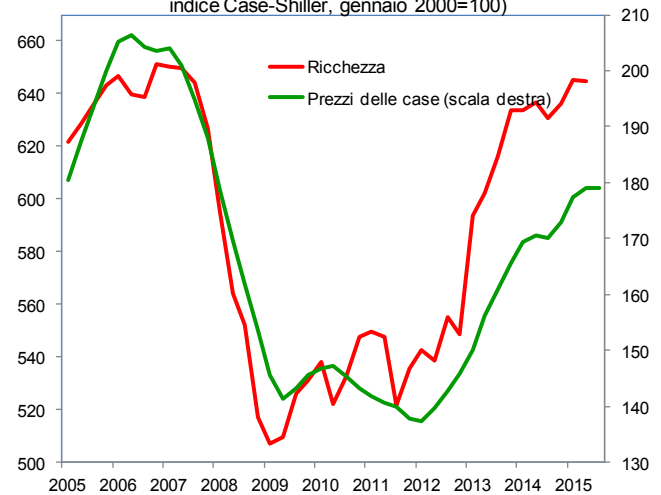
(PIL: variazioni % trimestrali; PMI: medie trimestrali di dati mensili, 50=nessuna variazione)



* Dato di ottobre per il 4° trimestre. Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Markit Economics.

In USA la ricchezza sostiene i consumi

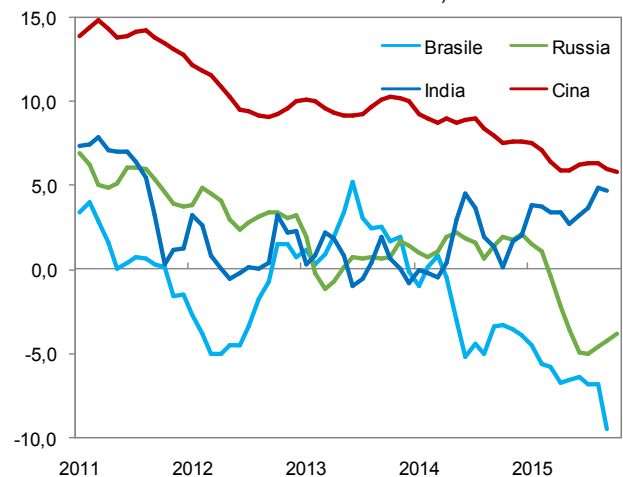
(Ricchezza netta delle famiglie in % del reddito disponibile; indice Case-Shiller, gennaio 2000=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

BRIC divergenti e più deboli

(Produzione industriale, var. % annue su dati mensili, medie mobili a 3 termini)



Fonte: elaborazioni CSC su dati istituti nazionali di statistica.