



CONGIUNTURA flash

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Novembre 2016

Lo **scenario globale** registra **progressi** nell'economia e ulteriori **turbolenze** generate dal fronte politico. Sul quale un po' di nebbia ha iniziato a diradarsi: si sta chiarendo **chi governerà** paesi chiave. La vera svolta che si sta materializzando è il ritorno a **politiche di bilancio** espansive. Il quadro è, però, connotato da **tinte protezionistiche** che sono molto gettonate alle consultazioni elettorali e che, se tradotte in misure, farebbero salire i costi e ridurre le opportunità di investimento, a scapito delle classi sociali che si vuole tutelare. Nelle **presidenziali USA** ha vinto la promessa di una forte spinta alla domanda interna, da riservare all'offerta domestica via innalzamento di barriere tariffarie; ed è bastata tale vittoria a innescare reazioni festanti dei mercati; il paradosso è che queste hanno nell'immediato segno restrittivo (aumento dei tassi e rivalutazione del cambio). La **prossima scadenza** foriera di incertezza è il referendum costituzionale italiano. Tutto ciò accade mentre il **PIL mondiale** ha riaccelerato in estate e gli indicatori qualitativi mostrano un buon avvio d'autunno. A cominciare dalla **locomotiva americana**, pronta ad acquistare nuovo slancio ora che si è lasciata alle spalle l'incognita elezioni. Nei **principali emergenti**, Cina in testa, si registrano più alti ritmi di sviluppo (unico neo: il Brasile). Perfino l'**Eurozona**, grazie soprattutto agli effetti diretti e indiretti dell'azione della BCE, sfoggia un'inattesa vivacità, con la Germania che dà il la. L'**Italia** rimane fanalino di coda, nonostante l'incremento di attività messo a segno nel terzo trimestre, cui sta seguendo un'altra frenata nel quarto. L'**occupazione** in rapido aumento e i maggiori salari reali sostengono il reddito delle famiglie italiane, che rimangono prudenti nella spesa. Gli **investimenti** rispondono in presa diretta agli incentivi fiscali, come suggerisce il balzo in ottobre degli **ordini** di beni strumentali, e daranno un forte contributo alla crescita nel prossimo biennio. Rimane l'handicap della contrazione del **credito** alle imprese, tra le quali sale la quota di quelle cui sono negati i prestiti richiesti: la creditless recovery non può che rimanere lenta e affannosa.

Dopo il +0,3% messo a segno dal **PIL italiano** nel 3° trimestre, in linea con la stima CSC, nel 4° gli indicatori disponibili puntano a un nuovo rallentamento (+0,1%). La variazione acquisita per il 2016 è di +0,8%.

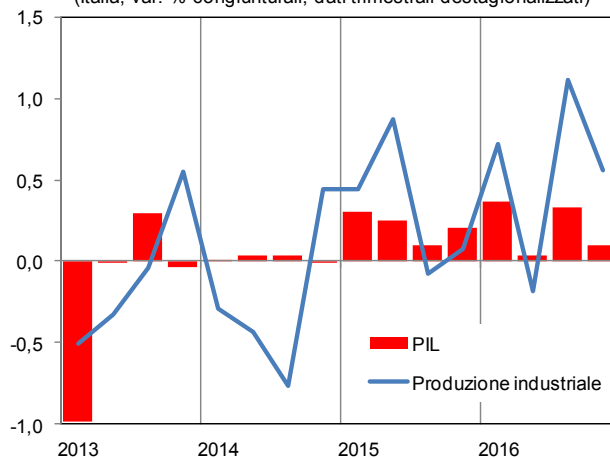
L'**attività industriale** è aumentata dello 0,6% in ottobre (stima CSC), dopo il -0,8% in settembre, portando la variazione acquisita nel 4° trimestre a +0,6%. La componente **ordini del PMI manifatturiero** (Markit) segnala una decelerazione: l'indice è sceso a 50,4 (-1,1 punti su settembre), per la forte frenata della domanda estera. Le **attese di produzione** (ISTAT) sono, invece, stabili (saldo a 9,0, come nel 3°) e anticipano la tenuta del passo nei mesi autunnali. Nei **servizi** il **PMI** segnala un'espansione più vivace rispetto a settembre (indice a 51,0 da 50,7), con ordini e occupazione in miglioramento.

In settembre l'**anticipatore OCSE** per l'Italia è diminuito per il nono mese di fila (-0,02% dopo -0,05%) e suggerisce che il recupero del PIL si attenerà nei prossimi trimestri.

Dopo il calo nella prima metà dell'anno, il **commercio mondiale** è risalito in luglio-agosto (+0,4% l'acquisito nel 3° trimestre). La dinamica nei primi otto mesi del 2016 rimane negativa (-0,1% sul 2015). Prospettive migliori per l'ultimo quarto dell'anno dà la componente **ordini esteri** del PMI manifatturiero globale (51,0 in ottobre, 50,5 nel 3° trimestre), anche grazie al consolidamento della crescita in USA, Europa e Cina; aumenta, però, il rischio protezionismo.

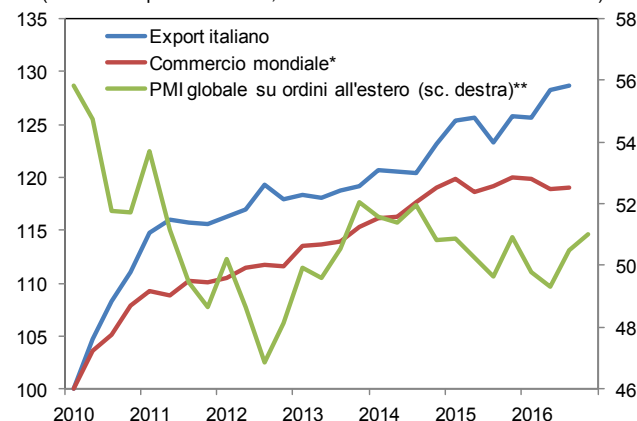
Le **esportazioni italiane** sono scese dell'1,8% a prezzi costanti in settembre, dopo +3,0% in agosto (-1,1% in valore quelle extra-UE in ottobre); nel 3° trimestre, comunque, sono cresciute dello 0,4%. La variazione acquisita nel 2016 è di +2,2% (+4,2% intra-UE e -0,2% extra-UE). L'espansione è attesa proseguire a ritmi più bassi, secondo il PMI manifatturiero **ordini esteri** (51,1 a ottobre, minimo in 3 anni e mezzo); migliorano nettamente, invece, i giudizi delle imprese sugli ordini esteri (+5 punti cumulati a settembre-ottobre; ISTAT).

PIL e produzione in frenata nel 4° trimestre
(Italia, var. % congiunturali, dati trimestrali destagionalizzati)



4° trim. 2016: stime CSC per PIL e prod. ind. (acquisito in ottobre).
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Indagine rapida.

Il commercio mondiale prova a ripartire
(Dati trim. a prezzi costanti, 1° trim. 2010=100 e 50=nessuna var.)



* 3° trimestre 2016: media luglio-agosto.

** 4° trimestre 2016: ottobre.

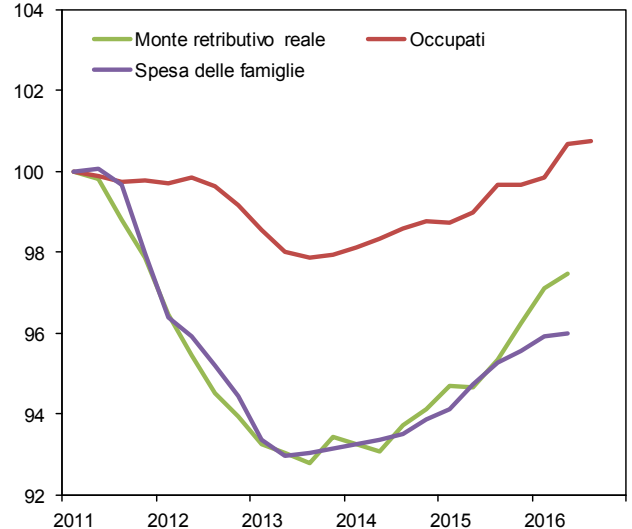
Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB, ISTAT e Thomson Reuters.

Si consolida in Italia l'espansione dell'**occupazione dipendente** (+228mila unità dal 4° trimestre 2015 al 3° 2016), trainata da quella a **tempo indeterminato** (+180mila); rimangono in stallo gli occupati **indipendenti** (+13mila, dopo -535mila unità da inizio 2008 a fine 2015). Nel 3° trimestre il numero di persone occupate è cresciuto dello 0,1% sul 2°, quando aveva registrato +0,8% sul 1°. L'aumento degli **occupati** e una **dinamica salariale** al di sopra dell'inflazione sostengono i bilanci delle famiglie, mentre i consumi restano fiacchi, per l'accresciuta incertezza che alimenta il risparmio (vendite al dettaglio, in volume, in calo nei mesi estivi).

Le immatricolazioni di **auto** sono calate in ottobre dello 0,6% su settembre; +2,3% l'acquisito nel 4° trimestre, da +0,6% nel 3°. Tra i consumatori la **fiducia** è diminuita per il terzo mese di fila (-0,6 punti dopo -0,5 e -2,1), a causa del peggioramento dei giudizi sul clima personale e corrente. La valutazione sugli indicatori più strettamente connessi alle decisioni di spesa sono sostanzialmente stabili rispetto a settembre e al trimestre estivo. Tale andamento segnala il perpetuarsi di un atteggiamento parsimonioso delle famiglie anche nei mesi autunnali.

Spesa sostenuta da occupazione e salari

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



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

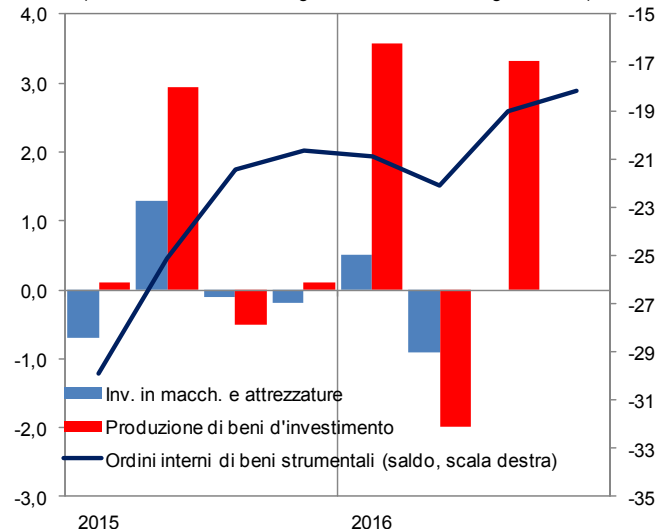
Più favorevole l'andamento degli **investimenti** in Italia grazie agli incentivi. Nel 3° trimestre, stando agli indicatori congiunturali (in attesa del dato di contabilità nazionale), sono tornati ad aumentare gli acquisti di **macchinari** (-0,9% nel 2°): la produzione di beni strumentali è cresciuta del 3,3% dopo il -2,0% in primavera.

L'andamento piatto della produzione edile nei mesi estivi e la fiducia in moderato miglioramento tra gli operatori del settore riflettono una debole dinamica degli investimenti in **costruzioni**, che erano aumentati dello 0,3% in primavera.

Per il 4° trimestre è prevista un'accelerazione. Il saldo dei giudizi sugli **ordini interni** dei **produttori di beni strumentali**, che anticipa la dinamica degli investimenti, in ottobre è salito a -13,0, da -23,3 nel 3° trimestre; gli **ordini interni di macchine utensili** sono molto saliti nei mesi estivi (+11,0% tendenziale da +5,0% in primavera, UCIMU) e la fiducia nei settori edile e manifatturiero è migliorata in settembre e ottobre. L'incertezza per gli scenari politici rimane, però, alta e tende a far rinviare i progetti d'investimento.

I giudizi sugli ordini anticipano maggiori investimenti

(Italia, var. % e saldo dei giudizi, dati trim. destagionalizzati)



Media mobile dei giudizi spostata avanti di un trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

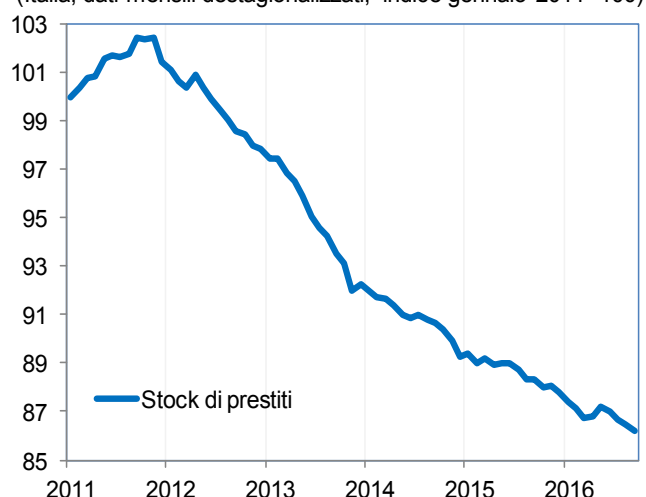
Prosegue la flessione dei **prestiti bancari** alle imprese italiane: -0,3% a settembre (-0,2% in agosto, dati destagionalizzati CSC). Nei primi tre trimestri -0,2% in media al mese (-0,1% nel 2015), con un -1,8% da fine 2015. La quota di imprese razionate è risalita a 8,9% a settembre (7,5% a giugno, ISTAT). La scarsità di credito rallenta l'attività economica.

Il principale freno al credito rimane l'enorme peso delle **sofferenze** accumulate nei bilanci bancari a causa della doppia recessione: 142 miliardi di euro a settembre (18,5% dei prestiti alle imprese), picco a 144 a gennaio. Tale peso rende le banche molto avverse al rischio. L'ampio set di misure varate fin dal 2015 (GACS, Fondo Atlante, minori tempi di recupero) ha contribuito a stabilizzare le sofferenze quest'anno, non ancora a ridurle in misura significativa.

La propensione a prestare delle banche è ridotta anche dalla **debolezza delle loro azioni in Borsa**: -58,0% dall'estate 2015; un -10% dei prezzi azionari conduce a un -0,5% annuo dei prestiti (stime Banca d'Italia). L'incertezza su singoli istituti e sul contesto politico blocca gli investitori e penalizza le quotazioni.

Credito alle imprese in riduzione

(Italia, dati mensili destagionalizzati, indice gennaio 2011=100)



Dati corretti per una discontinuità statistica nel gennaio 2014.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

I dati precedenti alle elezioni indicano una crescita moderata dell'economia USA nel 4° trimestre (dopo il +2,9% annualizzato nel 3°). La **produzione manifatturiera** a ottobre è aumentata dello 0,2% su settembre. L'espansione dell'attività dovrebbe proseguire nei mesi successivi, secondo i direttori degli acquisti: avanzano a un ritmo più lento i **nuovi ordini** (indice ISM a 52,1 da 55,1), ma quelli esteri sono in accelerazione (+0,5 punti a 52,5).

Il **tasso di disoccupazione** a ottobre è sceso al 4,9% e nelle prime due settimane di novembre le richieste di sussidio sono calate ai minimi da aprile 1973. I **salari orari** hanno accelerato al +2,8% annuo rispetto al +2,5% medio da inizio anno. Tali dinamiche sostengono la **fiducia dei consumatori**, che è salita da 87,2 in ottobre a 91,6 a inizio novembre, prima delle elezioni (University of Michigan). Le **vendite al dettaglio** a ottobre sono aumentate più del previsto: +0,8% dopo +1,0% a settembre, segnalando una buona dinamica dei consumi anche nei mesi autunnali. Sono rimbalzati gli **ordini di beni durevoli** in ottobre (+4,8% da +0,4% a settembre) e preannunciano una buona dinamica degli investimenti. Ha accelerato l'**inflazione** (+1,6% dopo +1,5%).

I **rendimenti dei titoli sovrani** sono in aumento già da prima delle presidenziali USA: il *Treasury* decennale è cresciuto di oltre mezzo punto al 2,38% a novembre (da 1,78% a inizio mese). In Europa, il BTP italiano è salito al 2,14%, da 1,38% il 25 ottobre (minimo 1,04% in agosto); il Bund tedesco a 0,24%, da 0,03% (-0,19% a luglio). Più ampi gli spread: 190 punti tra BTP e Bund (da 135 in ottobre). In Italia la tendenza è originata anche dall'incertezza sull'esito del referendum.

Le **Borse** sono in recupero dai minimi di inizio novembre, pochi giorni prima delle elezioni statunitensi: +5,7% l'indice S&P500 in USA, +4,2% in Germania, +0,8% in Italia. I listini europei sono depressi rispetto ai massimi del 2015 (-13,6% in Germania e -29,6% in Italia); negli USA +0,7%.

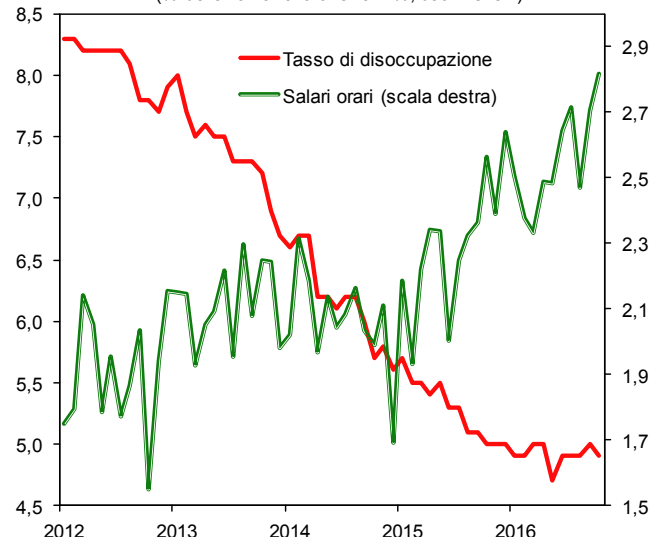
Fluttua il **petrolio**: 46,7 dollari al barile il Brent in media a novembre (minimo 43,8, massimo 49,0), da 51,4 in ottobre. La produzione è abbondante: negli USA è salita a novembre (8,7 mbg, 8,5 in ottobre), quella OPEC è ai massimi nonostante tentativi di limitarla (33,1 in ottobre) con picchi in Iran e Iraq. Più lontano il riequilibrio (+0,5 mbg di offerta nel 2017).

I mercati si attendono tassi **FED** in aumento: l'interbancario USA è già salito a 0,93% a novembre (0,65% a giugno) e il *future* lo pone a 1,40% a fine 2017. Le minute FOMC indicano una vasta maggioranza per un rialzo prima di fine 2016 (a 0,50-0,75%, da 0,25%-0,50%). Tuttavia, non è escluso che l'incertezza innescata dalle elezioni USA induca la FED a rinviare ancora il rialzo atteso per il 14 dicembre. Già a novembre ha deciso di aspettare altri dati sull'inflazione (+1,6% in ottobre), sebbene vi fossero sufficienti ragioni per un rialzo, con il mercato del lavoro in condizioni di pieno impiego.

La **BCE** dovrebbe chiarire l'8 dicembre se prolungherà oltre marzo 2017 gli acquisti di titoli (QE), che procedono a 80 miliardi di euro al mese (1.450 miliardi finora, di cui 1.183 in titoli pubblici). I tassi rimarranno a lungo ai minimi attuali (-0,40% sui depositi, zero sui prestiti alle banche); l'Euribor a 3 mesi è stabile (-0,31% a novembre) e i mercati si attendono che resterà negativo per molto tempo (-0,25% a fine 2017).

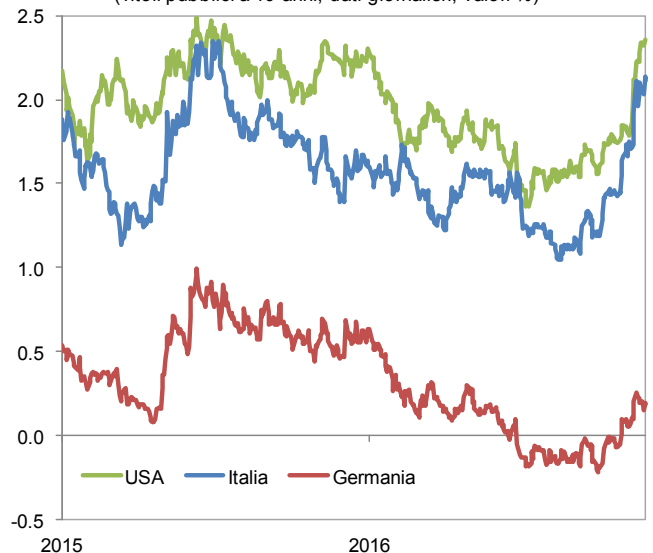
Le prospettive opposte di *policy* rafforzano il **dollaro** (+3,3% effettivo nominale da inizio novembre) e indeboliscono l'euro (-2,2%), scambiato a 1,06 contro il biglietto verde (da 1,11).

USA: giù la disoccupazione, su i salari
(% della forza lavoro e var. %, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

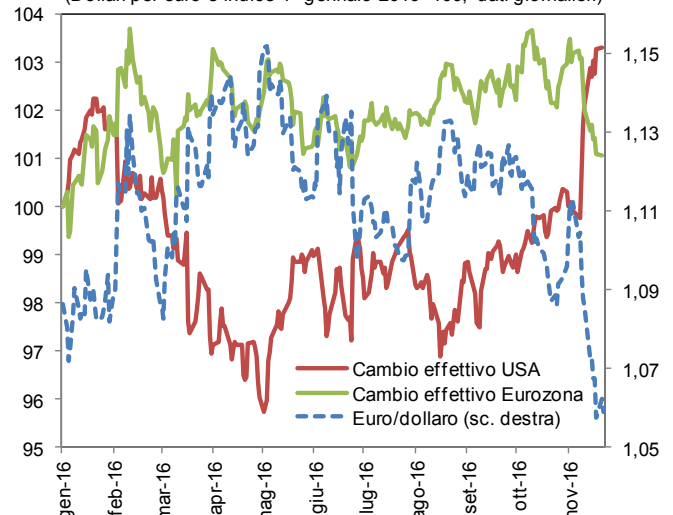
Rendimenti sovrani in salita, spread più ampi
(Titoli pubblici a 10 anni, dati giornalieri, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Il dollaro si rafforza, l'euro si indebolisce

(Dollari per euro e indice 1° gennaio 2016=100, dati giornalieri)



Aumento dell'indice = rafforzamento della valuta; e viceversa.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BRI e Thomson Reuters.

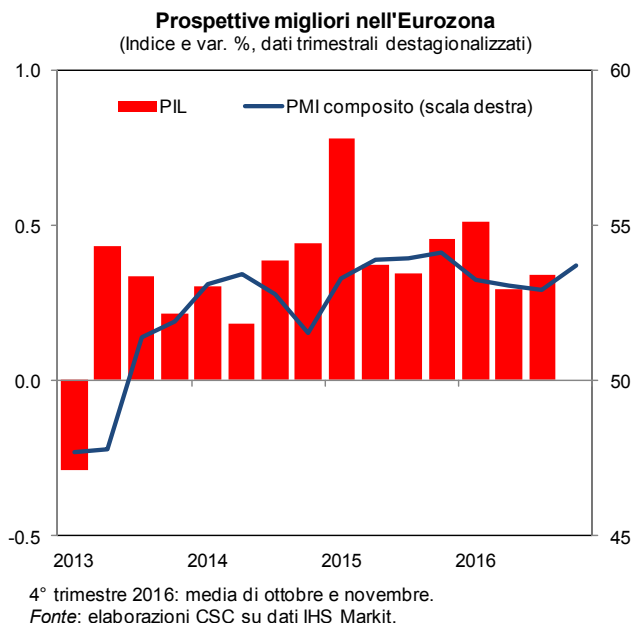
EUROZONA

La **produzione industriale** dell'**Eurozona** è diminuita dello 0,8% in settembre su agosto (da +1,8% su luglio). Il **PMI manifatturiero**, salito a 54,4 nel bimestre ottobre-novembre (da 53,7 nel 3° trimestre), preannuncia un buon aumento dell'attività grazie al più robusto afflusso di nuovi ordini. A guidarlo è l'accelerazione in Germania (PMI a 54,7 da 53,9 nei mesi estivi) e il ritorno alla crescita in Francia (a 51,7 da 48,9). Le prospettive restano favorevoli, come attesta il miglioramento delle **attese di produzione** in ottobre (saldo a 10,8, Commissione europea). L'indice **PMI composito** è salito a novembre a 54,1 da 53,3 di ottobre (52,9 nel 3° trimestre), massimo da 11 mesi. Tale andamento è coerente con una crescita del **PIL** dello 0,4% nel 4° trimestre (dopo +0,3% nel precedente).

Migliora il sentimento economico: a ottobre l'**indice di fiducia** è aumentato di 1,4 punti (a 106,3, massimo da gennaio) grazie a valutazioni più favorevoli in tutti i comparti (specie nei servizi), tranne che nel commercio al dettaglio dove sono rimaste invariate. Tra i consumatori l'indice è salito in novembre per il 4° mese di fila (+1,9 punti su ottobre).

L'**economia britannica** sta riassorbendo il contraccolpo del voto sulla Brexit, ma resta elevata l'incertezza. La **produzione industriale** è cresciuta in settembre (+0,6%) e con prospettive di miglioramento per il 4° trimestre (in ottobre il saldo dei **giudizi sugli ordini** era a 18,5 contro una media per il 3° trimestre di 10,8). L'indice **PMI manifatturiero** è rimasto saldamente sopra 50 per il terzo mese consecutivo in ottobre (54,3) seppure in calo rispetto a settembre (55,5). La **fiducia dei consumatori** è peggiorata (-17 da -9); ma le aspettative sull'occupazione sono migliorate (12,9 da 10,3; -10 punti dai livelli pre-Brexit). La **sterlina** dà segni di stabilizzazione: dopo un calo del 6,2% in ottobre su settembre, registra un aumento dello 0,8% nelle prime due settimane di novembre, ma rimane del 16,9% sotto i livelli pre-Brexit.

In **Giappone** la **produzione industriale** è aumentata dello 0,6% in settembre. Il **PMI manifatturiero** ha toccato il massimo da 9 mesi in ottobre (51,7, 50,4 in settembre), sostenuto dal primo incremento degli ordini nel 2016. Migliorano le condizioni del mercato del lavoro: il **tasso di disoccupazione** è calato al 3,0% in settembre (-0,1 punti su agosto).



REGNO UNITO E GIAPPONE



Buon avvio di 4° trimestre per i BRIC, con l'eccezione del Brasile. In ottobre i **PMI manifatturieri** sono nettamente sopra la soglia neutrale di 50 in **Cina** (51,2 da 50,1 in settembre), **India** (54,4 da 52,1) e **Russia** (52,4 da 51,1). In **Brasile** il PMI staziona in area di recessione per il ventunesimo mese consecutivo (46,3 da 46,0).

EMERGENTI

In **Cina** la **produzione industriale** è cresciuta del 6,2% tendenziale in ottobre (da +6,1% a settembre). Frena l'export secondo l'indicatore PMI sugli **ordini esteri**, sceso sotto la soglia di 50 (49,2 da 50,1), e ulteriore **incertezza** deriva dai venti di **protezionismo** che spirano dagli USA. Tra i **consumatori** la **fiducia** è salita al massimo da 18 mesi (indice a 107,2 da 104,6 in settembre).

La **produzione industriale** è cresciuta in settembre dello 0,7% (dopo -0,7%) in **India** e dello 0,5% in **Brasile**, dopo il pesante calo di agosto (-3,5%). In **Russia** ha recuperato lo 0,3% in ottobre (dopo il -0,3% a settembre) e le importazioni hanno continuato ad aumentare (+7,9% dopo +13,0%).

