



CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

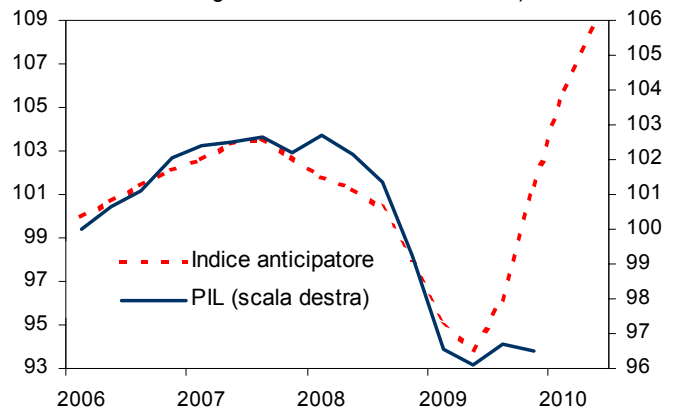
Febbraio 2010

L'economia globale rimane solidamente sui binari della **ripresa**. Ma il recupero è ancora molto differenziato tra paesi e settori. La **locomotiva USA** è ripartita a passo spedito, grazie al manifatturiero; bene export, investimenti e consumi; nel mercato del lavoro segnali di svolta; il riequilibrio dei conti con l'estero sarà messo alla prova. Il **Giappone**, ancora per poco la seconda economia mondiale, avanza grazie alle vendite all'estero e alle spese delle famiglie, ma sta risentendo delle difficoltà nell'industria automobilistica. **Eurolandia** è più lenta, zavorrata dai ritardi di aggiustamento dell'occupazione e dal rientro dai deficit pubblici, reso più cogente dai patti europei. In **Italia** con la caduta del PIL nel quarto trimestre è diventato più difficile centrare una crescita superiore all'1% nel 2010; una mano potrebbe venire però da **petrolio** ed **euro** un po' più deboli; un rimbalzo nella prima metà dell'anno è suggerito dagli indici anticipatori e di **fiducia** che mostrano ora qualche calo e che tuttavia sono meno affidabili rispetto al passato nel tracciare la rotta degli indicatori reali. Il **dollaro** sale spinto dalle più favorevoli prospettive di crescita e dei tassi, oltre che dal minor deficit con l'estero. La moneta unica europea scende anche per le difficoltà di gestione del **caso greco**. Lo **yuan** si apprezza in termini reali con l'accelerazione del costo del lavoro, che favorisce i consumi. Le quotazioni delle **materie prime** oscillano su alti valori, sensibili alle attese sulla ripresa e rese più volatili dagli investimenti finanziari in cerca di beni rifugio. L'**inflazione** rimane molto contenuta e addirittura cala nelle componenti core. Ciò consente alle Banche centrali di protrarre i **bassi tassi** di interesse finché lo richiederà il rafforzamento dell'economia reale; il rialzo del costo del denaro non comincerà prima della seconda metà del 2010 e partirà dagli Stati Uniti, mentre la BCE terrà conto del recupero più lento. Il **credito** rimarrà molto selettivo.

- Il calo del **PIL italiano** nel quarto trimestre 2009 (-0,2% sul terzo) annulla l'abbrivio trasmesso al 2010 e ne abbassa l'intero profilo. Un rimbalzo è probabile nel primo semestre, ma superare quest'anno l'1% di crescita appare ora più difficile.
- L'ulteriore progresso dell'**anticipatore OCSE** (a dicembre +0,8% mensile, +14,7% annuo), in espansione da quattro trimestri, è infatti coerente con un maggior recupero del PIL entro i prossimi sei mesi (stando alla sua tradizionale capacità previsiva). Per il 2010 FMI e ISAE hanno rialzato all'1% le proiezioni di crescita.
- Il miglioramento di **giudizi** e **aspettative** delle imprese (ISAE e PMI) punta per i prossimi mesi a incrementi della produzione nell'**industria**, dopo il +0,8% stimato dal CSC per gennaio. Saranno sostenuti dalla ricostituzione delle **scorte** (molto basse). Nei **servizi** il PMI segnala per il secondo mese consecutivo aumenti di attività e ordini.
- Il **recupero nei settori** industriali durante la seconda metà del 2009 è stato più robusto per beni intermedi e di consumo durevoli, specie in Germania. In Italia è risultato più ampio tra i beni di consumo non durevoli (+8%).
- Le **aspettative** delle imprese su **produzione** e **domanda** a tre mesi anticipano per l'Italia netti incrementi nei beni di investimento. Più contenuti nei beni di consumo e negli intermedi.
- L'intensità del recupero è stata proporzionale alla **profondità della caduta** e al sostegno pubblico. E' stata forte nella produzione di autovetture (+45,1% in Spagna, +26,6% in Italia) e lungo tutta la filiera **automotive** (metallurgia +13,1% e chimica +8,2% in Italia). Sono i settori che, nelle stime di Global Insight, conservano nel 2010 le migliori prospettive a livello internazionale.

Italia: l'OCSE vede un rimbalzo del PIL

(Indice anticipatore OCSE e PIL, dati destagionalizzati, 1° trim. 2006=100)



L'indice anticipatore è spostato avanti di due periodi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters e ISTAT.

Un recupero selettivo

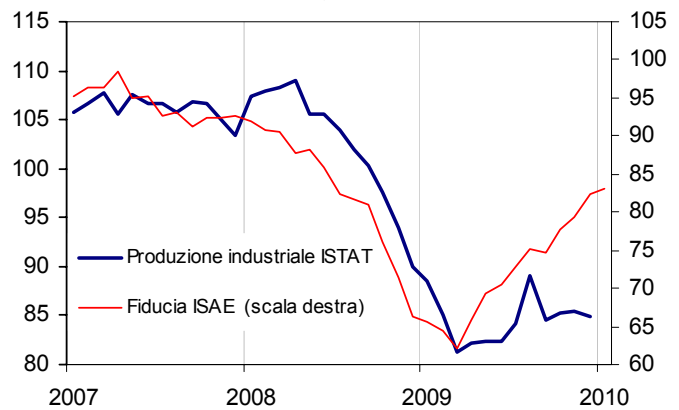
(Var. % a dicembre 2009 dal minimo per settore e paese)

	Beni d'investimento	Beni intermedi	Beni di consumo	
			non durevoli	durevoli
Euroarea 16	2.2	3.1	2.3	4.1
Germania	5.9	9.7	3.8	8.0
Spagna	0.0	7.6	3.4	6.8
Francia	2.2	7.0	7.3	0.8
Italia	2.6	6.6	8.0	4.6
Regno Unito	7.6	2.6	0.0	4.6

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

- L'aumento degli **indici di fiducia e anticipatori**, ora meno continuo, ha ribadito il consolidarsi della ripresa internazionale. Ma c'è uno scollamento sempre più evidente, non solo in Italia, con l'andamento effettivo dell'attività economica, che avanza molto più lenta e altalenante.
- La risalita della **produzione industriale**, infatti, è stata finora modesta. A tutto dicembre scorso in Italia ha recuperato il 4,4% dal minimo di marzo 2009, dopo avere perduto il 25,4% dal picco di aprile 2008. In Germania è aumentata del 6,5% e in Francia del 5,4%, dopo cadute del 24% e 19% rispettivamente.
- Nel **manifatturiero** le dinamiche passate, in relazione a fiducia e **PMI**, suggerirebbero per l'Italia un rialzo più marcato. Una verifica statistica sul PMI, in particolare, rivela che si è determinato un ritardo di due mesi nel rialzo della produzione.

Si amplia il divario tra fiducia e produzione
(Italia, indici di produzione e fiducia;
dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, ISAE.

- Le prospettive di ripresa in **Eurolandia** saranno influenzate dalle manovre di riduzione degli ampi deficit pubblici, la cui insostenibilità ha contribuito ad agitare i mercati finanziari nelle ultime settimane. Nei paesi mediterranei (Spagna, Portogallo e soprattutto Grecia) ciò ha imposto un'accelerazione dei tempi di rientro. Nel medio periodo potrebbero esserci ricadute sui tassi di interesse a lunga e condizionamenti per la BCE.
- Le tensioni si allenteranno solo quando l'UE (nel suo complesso, non solo qualche primo attore) avrà definito il **supporto alla Grecia**, sotto condizioni (riduzione del deficit di quattro punti di PIL nel 2010) ben più dure di quelle del Patto di stabilità.
- Quel **sostegno europeo** non mancherà: la posta in gioco va ben al di là dell'economia ellenica perché comprende rischi di contagio finanziario e tocca nel profondo l'architettura dell'Unione monetaria. Inoltre, difficoltà sul debito greco, per quanto piccolo rispetto al totale dei loro attivi, acuirebbero tra le banche di Eurolandia le cause del *credit crunch*.

Il lungo rientro dei deficit pubblici

	Deficit/PIL					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Grecia	7,7	12,7	8,7	5,6	2,8	2,0
Regno Unito	6,6	12,6	12,0	9,1	7,1	5,5
Irlanda	7,2	11,7	11,6	10,0	7,2	4,9
Spagna	4,1	11,4	9,8	7,5	5,3	3,0
Francia	3,4	7,9	8,2	6,0	4,6	3,0
Italia	2,7	5,3	5,0	3,9	2,7	n.d.
Germania	0,0	3,2	5,5	4,5	3,5	3,0

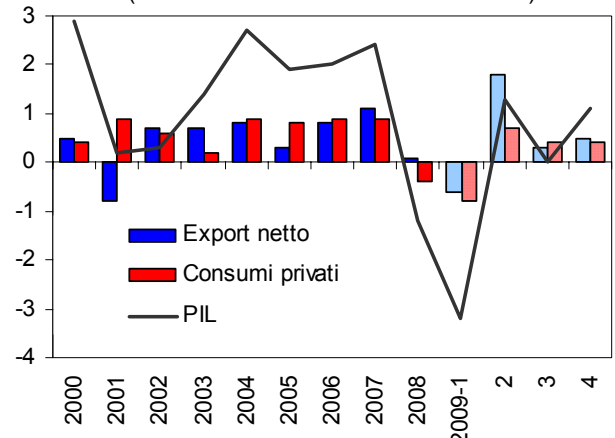
Dal 2010 previsioni dei governi, dati 2009 stime di preconsuntivo.

I dati sono ordinati per il deficit/Pil del 2009.

Fonte: elaborazioni CSC su Programmi di stabilità 2009-2010.

- E' stata robusta la crescita del **Giappone** nel quarto trimestre 2009: +1,1% sul terzo (+4,6% annualizzato).
- Quasi per metà è arrivata dalle esportazioni, ma la novità è venuta dal contributo dei **consumi privati**, che sono aumentati per il terzo trimestre consecutivo, confermando l'efficacia degli stimoli del Governo nel rilanciare la spesa. Anche gli **investimenti non residenziali**, dopo sei trimestri di arretramento, sono tornati a salire.
- Nei primi mesi del 2010 la tendenza è al rallentamento. Dovuto anche alle recenti difficoltà di Toyota. Il **PMI** manifatturiero a gennaio è calato a 52,5 da 53,2, con la componente ordini esteri diminuita a 51,5 da 53,1. Mentre il PMI dei servizi è migliorato ma rimane molto basso: 43,4 in gennaio, da 42,7.

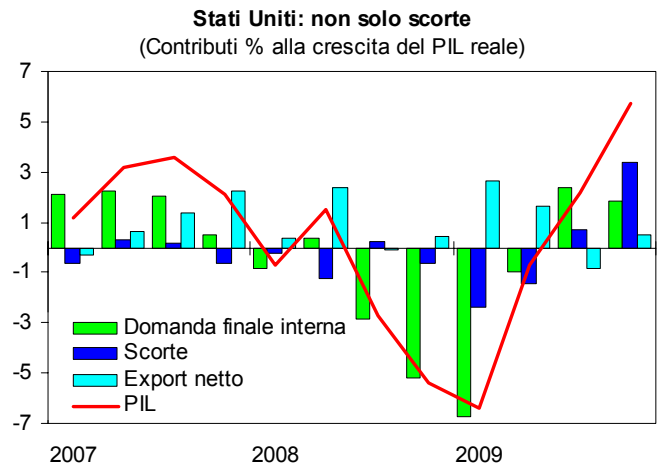
Export e consumi trainano il Giappone
(Contributi % alla crescita del PIL reale)



Le variazioni % del 2009 sono trimestrali destagionalizzate.

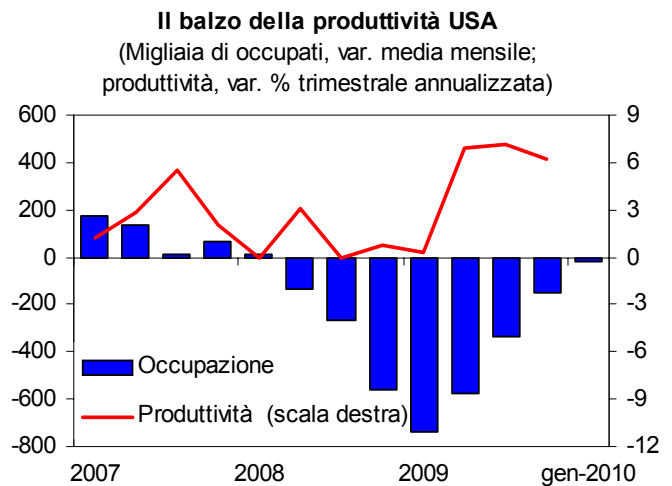
Fonte: elaborazioni CSC su dati Cabinet Office Giappone.

- Negli **USA** il PIL è balzato del 5,7% annualizzato nel quarto trimestre 2009. Per oltre il 60% ciò è venuto dalle scorte. Ma ha continuato a galoppare l'export (+18,1%), segno di espansione all'estero, e la domanda finale totale ha accelerato al +2,2% annualizzato (+0,7% e +1,5% nel 2° e 3° trimestre). Con due terzi dei 787 miliardi stanziati ancora da erogare, e altri in via di approvazione, il sostegno pubblico continuerà per tutto il 2010.
- In forte espansione a inizio 2010 l'**attività manifatturiera** (ISM a 58,4 a gennaio, top da agosto 2004). E' salita per il settimo mese consecutivo la produzione industriale (+0,9% a gennaio). Gli ordini e il riaccumulo delle scorte promettono incrementi anche nei prossimi trimestri.
- Sono salite a gennaio le **vendite al dettaglio** (+0,5% su dicembre), tornate ai livelli di ottobre 2008. I rialzi di Borsa (+46% il *Dow Jones* dai minimi di febbraio 2009) e dei prezzi delle case (in aumento da maggio 2009) contribuiscono a ricostituire la ricchezza delle famiglie.



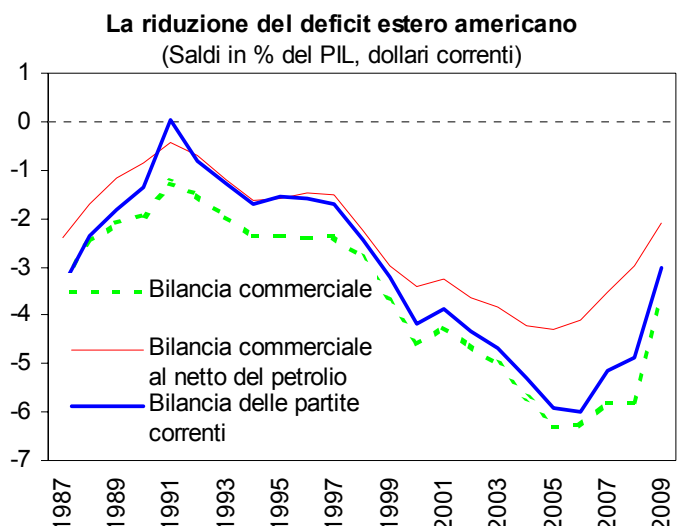
Dati annualizzati.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA.

- L'**occupazione** americana ha continuato a calare nelle prime fasi della ripresa, determinando ulteriori forti guadagni di produttività (+6,2% annualizzato nel 4° trimestre dopo il +7,2% nel 3°). Il recupero dei margini di profitto ha fatto ripartire gli investimenti (+3,5% annualizzato nel 4° trimestre). È difficile immaginare che i guadagni di produttività si mantengano ai ritmi recenti: nuovi aumenti di attività comporteranno maggior assorbimento di lavoro.
- Il calo a gennaio dei nuovi sussidi di disoccupazione (-28,8% dal picco di marzo 2009) e la ripresa dell'occupazione temporanea (+14,1% da settembre 2009) sono indizi di svolta. Si stanno allungando gli **orari di lavoro** e ciò ha innescato il recupero del monte salari.
- Il miglioramento del mercato del lavoro sosterrà i **consumi**, il cui contributo sarà cruciale per il consolidamento della ripresa. L'elevato stock di disoccupati (9,7% della forza lavoro a gennaio) e l'aumento del tasso di risparmio (al 4,8% a dicembre) saranno compensati nei bilanci familiari dal recupero di ricchezza. Come è già stato nel secondo semestre del 2009, con i consumi in aumento pur con l'occupazione in caduta.



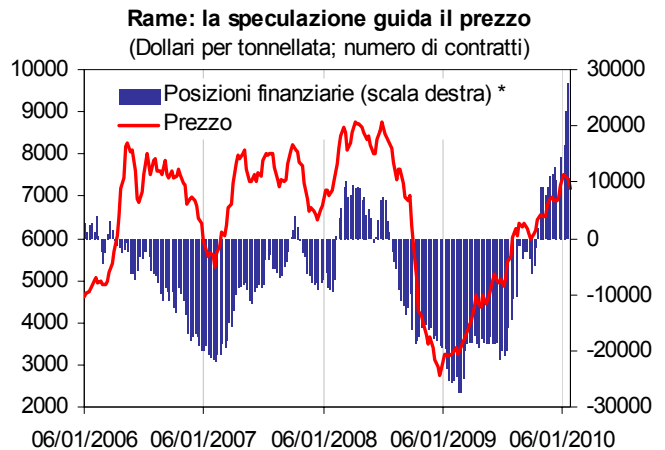
Variazione occupazione a gennaio 2010: dato mensile.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Bureau of Labor Statistics.

- La profonda recessione ha indotto il rientro marcato e repentino del **deficit estero americano**. Nel 2009 il saldo delle partite correnti degli Stati Uniti si è ridotto del 40% rispetto al 2008, attestandosi al -3% del PIL, livelli mai visti dal 2000.
- L'aggiustamento è cominciato nel 2007 ma finora non era stato così netto, sebbene fosse stato aiutato dalla svalutazione del dollaro (-12% in termini effettivi nominali negli ultimi due anni). L'accelerazione è stata determinata dalla caduta delle **importazioni**, provocata da minor costo del petrolio e diminuzione della **domanda interna**.
- La ripresa costituisce perciò il vero **banco di prova** della solidità del riequilibrio. Con il rialzo della domanda interna, l'import ripartirà. Ma la dinamica dell'export, grazie soprattutto ai mercati emergenti, si manterrà elevata.



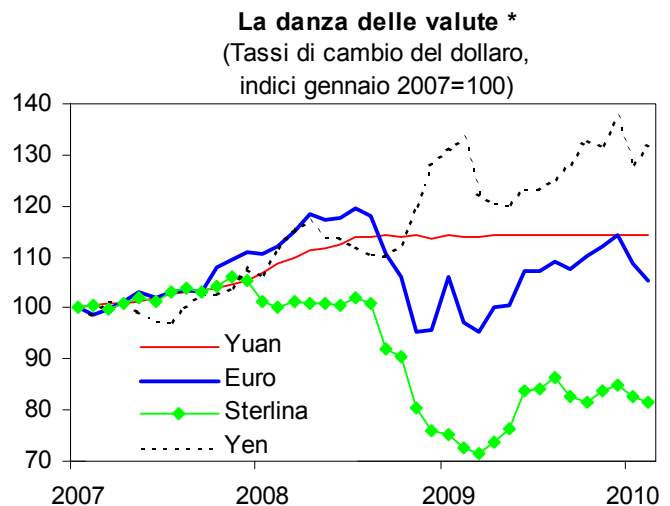
Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA.

- Il **Brent** oscilla tra 70 e 80\$ a barile. Il rialzo dall'inizio del 2009 (+110%) è stato guidato dalla ripresa della domanda più rapida dell'offerta. L'afflusso di capitali finanziari ha reso più repentini i rincari (prima esacerbato i ribassi). Da fine 2009 l'aumento della produzione ha stabilizzato i prezzi a un +5% sulla media 2007, nonostante gli investimenti finanziari siano rimasti ai massimi.
- Più marcato il ruolo della finanza nelle oscillazioni dei corsi del **rame**, tornati ai livelli 2007. La loro dinamica segue gli investimenti speculativi. Lo dimostrano anche le scorte in aumento giacché la domanda non è ripartita con forza (eccetto che in Cina). Analoghi gli andamenti dei prezzi degli altri metalli non ferrosi, su valori più bassi: il piombo è del 12% sotto la media 2007, l'alluminio del 14%.
- I **prezzi al consumo** riflettono i rincari dell'energia: negli USA +2,6% a gennaio 2010 (-1,9% a luglio), in Eurolandia +1,0% (da -0,7%). La *core inflation*, tolti energetici e alimentari, resta moderata e calante (1,6% negli USA; 1,1% in Eurolandia a dicembre). In Giappone l'inflazione rimane a -1,7% (-2,5% il minimo) e la *core* è scivolata a -1,2%.



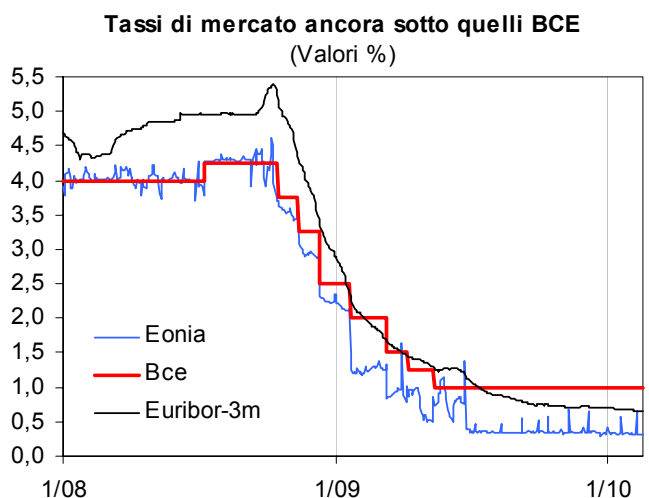
* Posizioni non commerciali lunghe nette.
Fonte: elaborazioni CSC su dati CFTC, Thomson Reuters.

- Il rialzo del tasso di sconto USA ha contribuito a rafforzare il **dollaro** verso le maggiori valute: negli ultimi due mesi +8,7% sull'euro, +3,8% sullo yen e +5,0% sulla sterlina. E' più stabile in termini effettivi (+2,0%). Il biglietto verde beneficia della ripresa più vigorosa, delle prospettive sui tassi e del minor squilibrio nei conti con l'estero.
- La minor forza dell'**euro** (-6,5% il cambio effettivo in tre mesi) aiuta la competitività ed è spiegata anche dalla complessa gestione dei conti pubblici greci, con riflessi negativi su altri paesi dell'eurozona (Spagna, Portogallo). Per lo **yen** la deflazione giapponese (in atto da vent'anni) sposta verso l'alto il cambio di equilibrio e quindi quello effettivo, nonostante la politica monetaria accomodante.
- Per lo **yuan** è in atto un **apprezzamento reale** via aumento del costo del lavoro: +13% il salario minimo deciso a gennaio dalla seconda più grande regione esportatrice cinese, lo Jiangsu. Ciò è coerente con l'orientamento a favorire la crescita tirata dai consumi.



* Aumento = svalutazione del dollaro.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

- Le banche centrali navigano a vista. Le decisioni sui **tassi** sono in presa diretta con i segnali congiunturali. In Eurolandia e Giappone un rialzo non avverrà prima di fine 2010. La FED ha aumentato il tasso di sconto (da 0,50% a 0,75%) ma terrà fermo ancora a lungo quello di riferimento (*Fed fund* a 0,25%), cui sono allineati i tassi interbancari. La Cina tira il freno con decisione alzando la riserva obbligatoria delle banche e i tassi sui titoli governativi. L'India dovrebbe seguire a breve.
- La **BCE** farà prima risalire i tassi di mercato a breve verso quello ufficiale (1,0%) con il graduale ritiro della liquidità immessa con misure non convenzionali. Un percorso però lungo: a febbraio sono ancora scesi sia l'Euribor a tre mesi (0,66%) sia l'Eonia (0,32%) e i prestiti netti della BCE alle banche restano alti (567 miliardi, picco a 678 nel dicembre 2008, 430 il valore pre-crisi).



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.