



CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

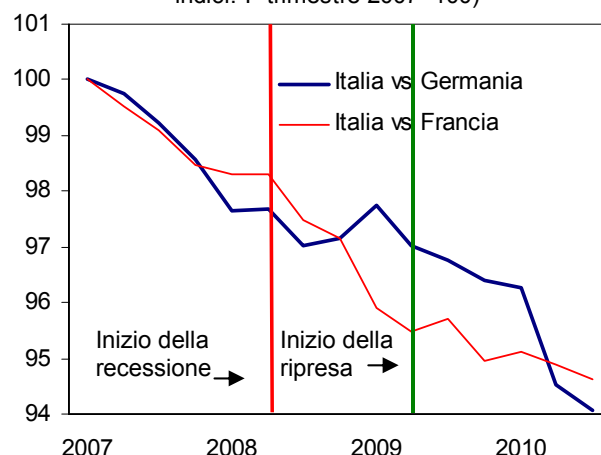
Novembre 2010

Si stabilizza la **crescita globale**, dopo il rallentamento estivo. Nei paesi avanzati, i segnali di tenuta e rilancio vengono da **USA**, con la ripresa che si estende e inizia a beneficiare mercato del lavoro e consumi, e Germania. La **locomotiva tedesca** corre, tirata dall'export (ordini ancora su) e dalla domanda interna: bene occupazione, attività dei servizi e costruzioni. Resta fragile il recupero in **Giappone** e la politica economica si ingegna in nuovi stimoli. La **frenata italiana** è stata più brusca dell'atteso e delle altre nazioni dell'euro: basse le probabilità che il PIL faccia meglio dell'1% nel 2011; gli indici anticipatori e di fiducia peggiorano. Ovunque la **disoccupazione** ancora elevata (con l'eccezione tedesca) frena i consumi; in Italia l'attività ridotta rende implausibile il rapido riassorbimento della **CIG**. I paesi **emergenti europei** sono finalmente in rilancio; guidati da Polonia e Turchia, sono importanti per le vendite all'estero italiane. **Euro e dollaro** oscillano senza tendenza, mentre sono in rafforzamento le valute delle economie ad alta crescita. Gli squilibri globali e interni richiedono più **coordinamento** delle politiche economiche, per essere risolti rafforzando la ripresa; il G-20 di Seul ha invece ribadito che, passata l'emergenza, i governi marciano in ordine sparso, prevalendo visioni e interessi nazionali. Ciò accade anche in Eurolandia, dove resta alta la tensione sui **debiti sovrani**, in gran parte proprio per le indecisioni nella governance. Tutto ciò accresce i rischi di **protezionismo**. Le quotazioni delle **materie prime** galoppiano; alcune sono già ben oltre i picchi pre-crisi, sospinte da fondamentali e liquidità. La **FED** registra i primi successi delle misure superespansive (inflazione attesa in aumento). La **BCE** propende per un maggior rigore, ma deve tener conto dell'incertezza sulla crescita e dell'instabilità sui mercati dei titoli di Stato. Sono tornati abbondanti i **capitali** sia in entrata sia in uscita dai paesi emergenti, che diventano global player.

- La frenata dell'**economia italiana** è più brusca dell'atteso e delle altre economie dell'area euro. Nel 3° trimestre il **PIL** è salito appena dello 0,2% (+0,5% nel 2°). Ciò riduce molto le probabilità di andare oltre l'1% annuo nel 2010 e nel 2011 e allarga la forbice della crescita persa.
- Il rallentamento proseguirà nei prossimi trimestri, come anticipano l'**indicatore OCSE**, sceso anche a settembre (settimo calo consecutivo) e le **attese degli imprenditori**. L'attività industriale, dopo il +0,9% di ottobre (stime CSC), che ha parzialmente compensato la forte contrazione di settembre (-2,1%), tende ad appiattirsi: è nulla la crescita acquisita per l'ultimo quarto d'anno; si è molto ridotta la velocità di recupero (dall'8,0% annualizzato fino a giugno all'1,3% nei mesi successivi).
- Il **PMI manifatturiero** italiano è risalito in ottobre (53,0 da 52,6), sostenuto da produzione (55,7) e nuovi ordini esteri (54,3). Nei **servizi** il PMI è calato a 51,0 (da 51,3).
- Prosegue a ottobre la discesa delle ore autorizzate di **CIG**. Ma i livelli di attività industriale sono ancora bassi e rimane perciò ampio il bacino di lavoratori interessati: 340mila unità di lavoro equivalenti a tempo pieno nel 3° trimestre (270mila nell'industria esclusa l'edilizia).
- I **disoccupati in Italia** nel 3° trimestre erano oltre due milioni (l'8,2% della forza lavoro), sostanzialmente invariati rispetto al 2°. Scendono ancora sia l'occupazione (-28mila) sia la forza lavoro, segnalando il perdurare di effetti di scoraggiamento.
- Il **tasso di disoccupazione** non accenna a rientrare nelle maggiori economie avanzate, eccetto che in Germania, dove è sceso a settembre al 6,7% dal 7,6% di un anno prima. In USA era fermo in ottobre al 9,6% (9,7% in gennaio). Nella media dell'area euro è salito al 10,1% in settembre.

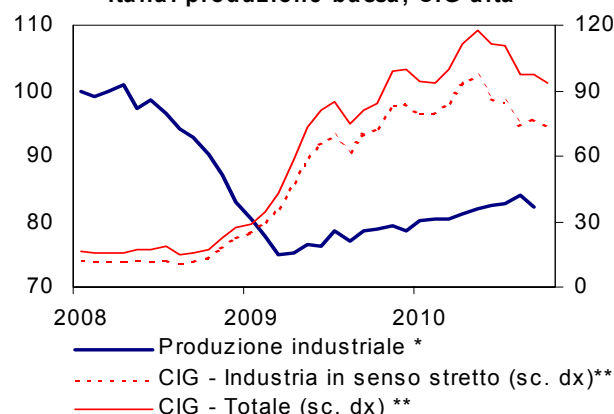
PIL: l'Italia perde terreno

(Italia vs altri paesi, dati destagionalizzati, indici: 1° trimestre 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, ISTAT.

Italia: produzione bassa, CIG alta

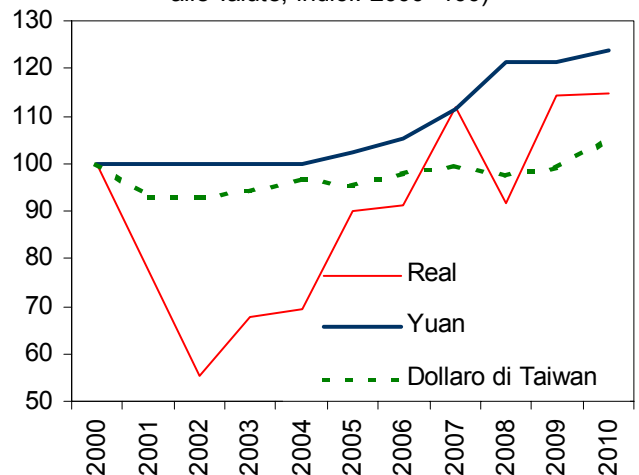


* Indice 2008-gen=100; destagionalizzato; ott. 2010: stima CSC. ** Milioni di ore autorizzate; media mobile a 3 mesi. Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, INPS.

- I tassi di cambio tra le maggiori valute oscillano senza trend definiti. Il **dollaro** patisce (effetto non indesiderato) la superespansività della politica FED e l'incertezza post-elettorale ma è sorretto dalla tenuta dell'economia e dall'attrattività degli investimenti in USA. L'**euro** beneficia della voglia di rigorismo della BCE e della forza della ripresa tedesca ma è tenuto giù dalle dichiarazioni pericolose circa la gestione dei debiti sovrani. Lo **yen** si apprezza più per simpatia con le altre valute asiatiche che per meriti propri.
- Le monete dei **paesi a più alta crescita** (specie emergenti) tendono a rafforzarsi. Obbediscono a normali leggi di redditività attesa. Gli **afflussi di capitali finanziari** sono resi più copiosi dall'abbondante liquidità immessa dalle banche centrali (FED in particolare). Da luglio, real brasiliano e dollaro taiwanese si sono rafforzati del 5,8% e 6,5% sul dollaro USA; +0,7% lo yuan negli ultimi dieci giorni. Per allentare la pressione sul cambio molti paesi hanno introdotto più **controlli** e forme di **tassazione** sui capitali in arrivo dall'estero.
- Prosegue e perfino accelera a novembre il rincaro dei prezzi in dollari delle **materie prime**: +19,1% in un mese il cotone, +15,9% lo zucchero. Gli aumenti interessano tutte le **commodity**. Da giugno a novembre sono stati più marcati per i cereali (+48,1% l'indice CSC; +72,2% il mais) e per le fibre (+47,0%; +26,6% la lana); tra i metalli, +49,1% lo stagno e +43,4% il piombo.
- All'origine c'è in generale la forte risalita della **domanda**, specie dagli emergenti. E in alcuni casi temporanee carenze di prodotto (scioperi nelle miniere cilene di rame, siccità in Russia). Il trend attira **capitali finanziari**, che, scommettendo sui rialzi, li amplificano. Tutte le fibre e molti altri input (stagno, gomma, pelli, caffè, zucchero) hanno superato i picchi pre-crisi. Per il **petrolio**, il mercato fisico resta ben fornito e le stime di crescita della richiesta sono state abbassate; così i combustibili rincarano meno (+13,9% da giugno), a valori che restano ben sotto i massimi del 2008 (-35,4% il petrolio).
- La **FED** ha varato la fase due dell'espansione quantitativa, con massicci acquisti aggiuntivi di obbligazioni (per 600 miliardi entro giugno 2011). Il successo finora è indicato dal rialzo delle azioni (Wall Street al top del 2010, poi è ripiegata), e dell'inflazione attesa implicita (a 2,05%, da 1,75% di metà settembre), misurata dal divario tra il rendimento in calo dei *Treasury* USA decennali indicizzati ai prezzi al consumo e quello in salita dei non indicizzati. Nessun effetto sull'interbancario, fermo appena sopra quello FED (0,25%), che resterà basso a lungo.
- In varie economie a forte crescita è stata avviata la **stretta**: a novembre nuovi rialzi dei tassi ufficiali in India (6,25%, da 6,00%) e Australia (4,75%, da 4,50%), dopo quelli in ottobre di Cina (5,56%, da 5,31% e Pechino studia altre restrizioni) e Svezia (1,00%, da 0,75%). L'incertezza su ripresa e rientro delle tensioni sui debiti pubblici impediranno alla **BCE** di alzare il tasso ufficiale (1,00%), ma quello interbancario è già salito: Euribor a 3 mesi a 1,05% da 0,89% di inizio ottobre, a causa dell'irrigidimento nei prestiti alle banche.

Cambi: emergenti in apprezzamento

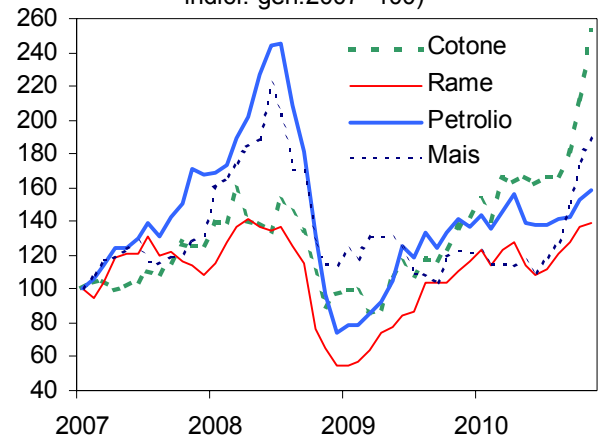
(Tasso di cambio del dollaro rispetto alle valute, indici: 2000=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Rincari: il cotone batte petrolio e rame

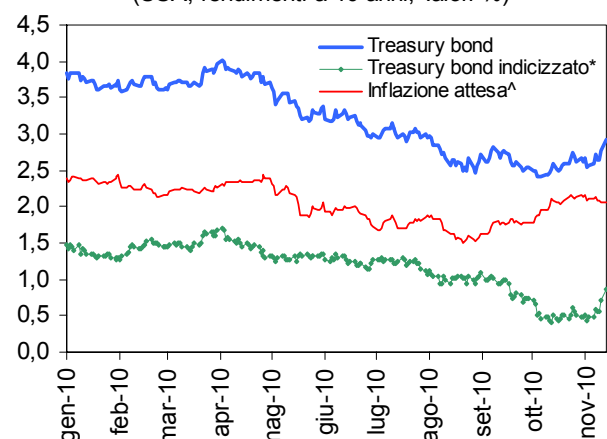
(Prezzi in dollari delle materie prime; indici: gen.2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

FED efficace: su l'inflazione attesa

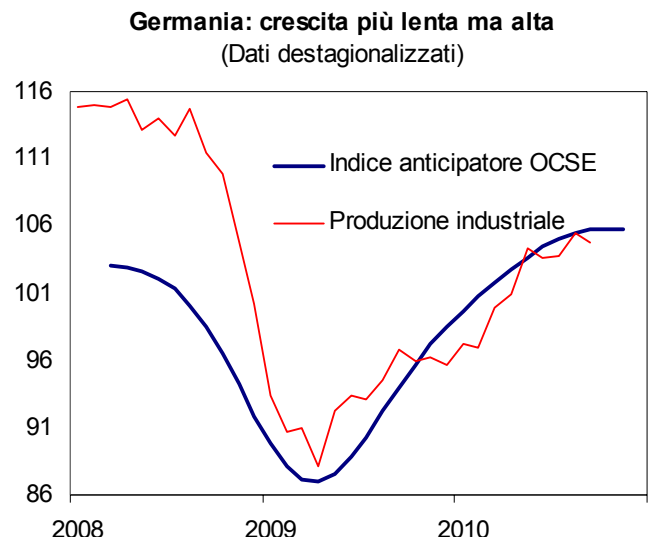
(USA, rendimenti a 10 anni, valori %)



* All'inflazione. Equivalente a un rendimento in termini reali.
 ^ Differenza tra rendimento *Treasury bond* e rendimento *Treasury bond* indicizzato.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

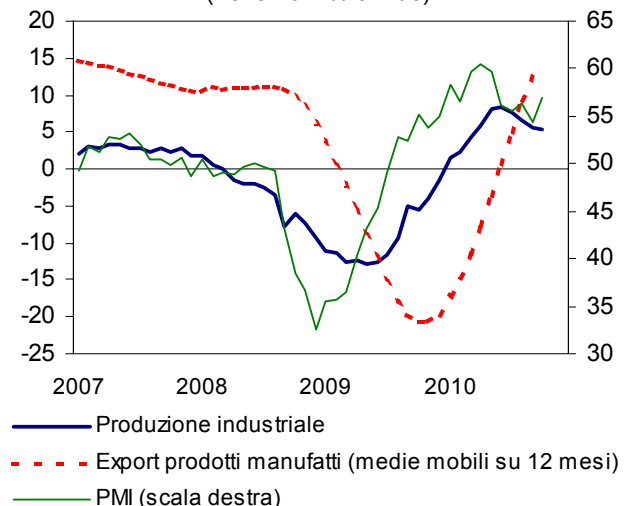
- La **Germania** si conferma locomotiva d'Europa: +0,7% il PIL nel 3° trimestre, contro il +0,4% dell'area euro, consolidando lo straordinario +2,3% nel 2°. L'**indice anticipatore OCSE**, invariato in settembre (+8,6% sui 12 mesi), segnala ancora espansione nei successivi trimestri, anche se a un passo appena più lento. L'aumento del PIL nel 2011 si attesterà poco sotto il 2,0% e seguirà lo strepitoso +3,4% del 2010.
- La **produzione industriale** è diminuita in settembre dello 0,8%, dopo aver registrato un +1,6% in agosto (+1,7% nel terzo trimestre, dal +5,0% del secondo). Ma è una battuta d'arresto temporanea: il **PMI manifatturiero** è salito in ottobre a 56,6 (da 55,1), sospinto soprattutto dai nuovi ordini esteri.
- In ottobre anche il **PMI dei servizi** è aumentato, unico caso tra le grandi economie europee, a 56,0 da 54,9. Nelle **costruzioni** è al livello più elevato dal febbraio 2008 (51,7), dopo cinque mesi di valori da recessione. L'indice di **fiducia IFO** è arrivato a 107,6, top dal maggio 2007, e sono migliorate le attese a sei mesi. In novembre l'indice ZEW è salito per la prima volta in sette mesi.



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

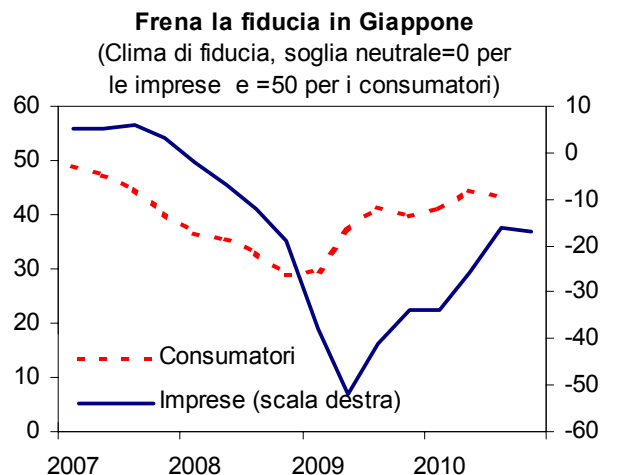
- La ripresa **USA** si rivela più solida dell'atteso. Il PIL è cresciuto del 2,0% annualizzato nel terzo trimestre, sostenuto dai consumi (+2,6%) e dagli investimenti non residenziali (+9,7%). Buone le prospettive per il quarto: tornerà positivo il contributo dell'export netto (-2,0% nel terzo) grazie anche agli effetti del cambio più debole e al minor tiraggio di import dalle scorte.
- La dinamica della **produzione industriale** (invariata a ottobre; +0,5% quella manifatturiera) sarà più vivace nei prossimi mesi, grazie in particolare alla domanda estera. In aumento gli ordini (+2,1% a settembre) e il PMI manifatturiero, balzato da 54,4 a 56,9 a ottobre (da 54,5 a 60,5 la componente ordini esteri). In forte espansione l'attività nei servizi: il PMI è scattato da 52,8 a 58,4.
- Il mercato del lavoro inizia a beneficiarne: sono saliti in ottobre gli **occupati** non agricoli (+151mila; +159mila nel privato, specie nei servizi) e le ore lavorate (+0,4% su settembre). Ciò migliora la fiducia e sostiene redditi e consumi: le vendite al dettaglio nominali sono aumentate dell'11,8% annualizzato da luglio a ottobre.

USA: dall'export la forte spinta alla produzione
(Variazioni % annue)



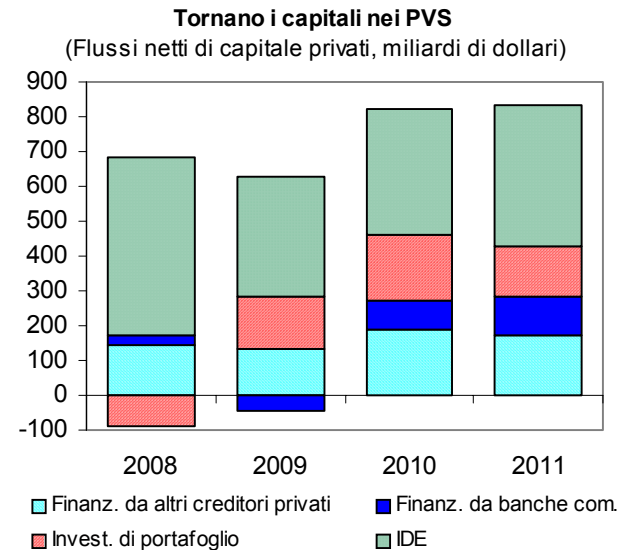
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

- Il **Giappone** è cresciuto del 3,9% annualizzato nel 3° trimestre, in accelerazione sul 2° (+1,8%). Grazie alla **domanda interna**, con i consumi incoraggiati dagli incentivi statali sui beni ecologici (terminati a settembre) e gli investimenti alimentati dall'incremento dei profitti. Nullo è stato il contributo dell'export netto, risentendo della decelerazione delle importazioni asiatiche e dello yen forte.
- La ripresa resta fragile. A settembre sono scesi molto sia la **produzione industriale** (-1,6% su agosto) sia gli ordini di macchinari (-9,2% su agosto). Per il quarto trimestre gli indicatori anticipatori delineano un **rallentamento**: il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese si è ridotto, prima contrazione dal secondo trimestre 2009. Per contrastare la frenata la Banca del Giappone sta immettendo altra liquidità e il governo sta studiando di estendere gli incentivi fino a marzo.



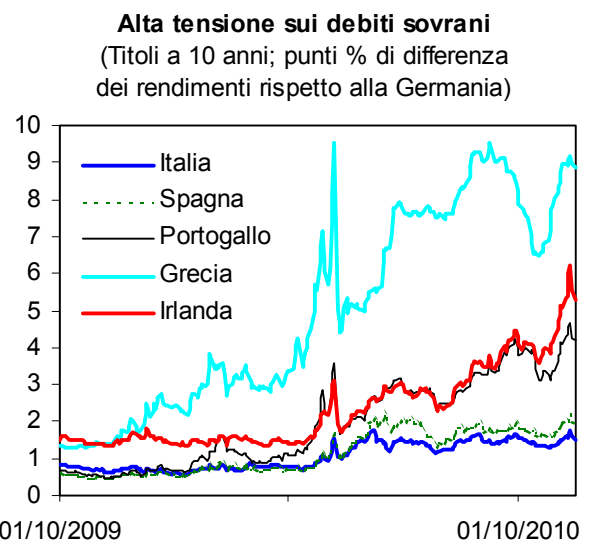
*Quarto trimestre previsto per il clima di fiducia delle imprese.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Bank of Japan.

- I **flussi netti di capitali** verso gli emergenti tornano copiosi: stimati nel 2010 in 825 miliardi di dollari (722 indicati a gennaio) e nel 2011 in 833, da 581 nel 2009. Migliorano le prospettive di investimento grazie ai rendimenti elevati e ai rischi minori del passato, dati i fondamentali solidi.
- Gli **investimenti di portafoglio** sono la componente più dinamica: 186 miliardi nel 2010 e 143 nel 2011, da una media annua di 62 nel 2005-09. I **finanziamenti bancari** restano l'anello debole: 85 e 112 miliardi, da 172.
- Gli **investimenti diretti esteri** (IDE) aumentano sia in entrata (366 nel 2010 e 406 nel 2011, da 342 nel 2009) sia in uscita, con le imprese dei paesi emergenti che diventano *global player* e vanno a caccia di tecnologie, materie prime e mercati. Gli IDE provenienti dagli emergenti sono stimati a 200 miliardi nel 2010. Ciò contrasta le pressioni al rialzo delle loro monete e contribuirà a rallentare l'elevato accumulo di **riserve valutarie** (+515 miliardi nel 2010 e +345 nel 2011, da +536 nel 2009).



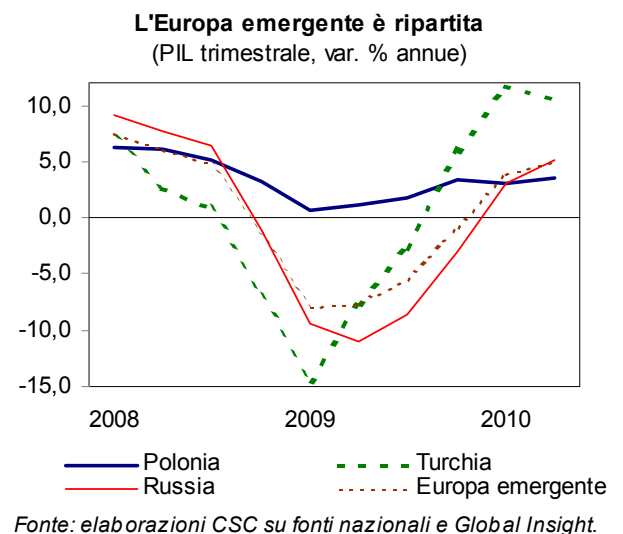
Fonte: elaborazioni CSC su dati Institute of International Finance (IIF), 2009 stime, 2010 e 2011 previsioni.

- In Eurolandia resta alta la tensione sui **debiti sovrani**. I divari di rendimento tra i titoli di Stato dei paesi in difficoltà di bilancio (ora sotto tiro soprattutto Irlanda e Portogallo) e quelli tedeschi hanno toccato nuovi massimi sulla scia di notizie sia interne sia sulla *governance* europea; poi sono ridiscesi. Sorgono nuovi dubbi sull'efficacia delle manovre. Le correzioni avviate fanno sentire gli effetti sulla crescita e quindi sulle entrate fiscali. Pesano gli interessi sul debito. La trattativa sul nuovo meccanismo di risoluzione delle crisi, che sostituirà l'attuale dal 2013, procede con modalità che destabilizzano i mercati.
- In **Portogallo** il deficit nei primi nove mesi del 2010 è peggiorato e non è scontata l'approvazione finale della manovra da 2,5 punti di PIL. L'**Irlanda** ha annunciato una correzione di 3,5 punti, ma potrebbe non bastare. Per la **Grecia**, Eurostat ha rivisto al 15,4% del PIL, dal 13,6%, il disavanzo pubblico 2009; negli ultimi mesi le entrate fiscali sono state inferiori alle attese.



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

- L'**Europa emergente** è ripartita: in tutti i paesi (eccetto la Croazia) il 2° trimestre è stato di crescita. E' una ripresa cruciale per l'Italia dati i fitti legami bancari e commerciali.
- La **Polonia** guida la ripartenza: +1,0% il PIL primaverile, da +0,6% nel 1° trimestre, grazie soprattutto alla domanda interna. Terzo trimestre ancora positivo: +1,1% mensile la produzione in settembre, da +1,6% in agosto; +1,9% le vendite al dettaglio da +2,6%. Il PMI in ottobre (55,7) è ai massimi dal maggio 2004.
- Sorprendente la **Turchia**, che recupererà entro l'anno le perdite del 2009 (-4,7%), crescendo a un tasso superiore al 6%: il PIL è salito dell'11,3% annuo nel primo trimestre e del 10,3% nel secondo. Iniziata bene la seconda metà dell'anno: +10,4% e +10,8% annui la produzione in settembre e agosto; il PMI in ottobre è balzato a 56,7. La ripresa in **Russia** procede invece lentamente: +2,7% annuo il PIL nel terzo trimestre, da +5,2% e +3,1% nel secondo e nel primo; PMI a 51,8 in ottobre.



Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali e Global Insight.