



# CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Febbraio 2017

Lo **scenario mondiale** resta molto favorevole: si è fatta ancor più elevata la dinamica dell'attività produttiva e degli scambi internazionali. Sono pure più alti i rischi legati alla forte **incertezza politica**, alimentata tra l'altro dalle scadenze elettorali dei prossimi dodici mesi. Dal loro esito può concretizzarsi una combinazione che configuri per la moneta unica europea una **decisa svolta**, in un senso o nell'altro; campagne in corso e risultati si influenzano reciprocamente. Gli **Stati Uniti** marciano a passo più spedito trainati dalla domanda interna; gli ordini e la fiducia, entrambi su livelli molto elevati, promettono che l'alto ritmo si manterrà nei prossimi mesi. Quando le **misure espansive** promesse dalla Amministrazione Trump divenissero effettive, è possibile un surriscaldamento, data la bassa disoccupazione; si tratta, tuttavia, di un'eventualità ancora remota. La **Cina** prosegue nella direzione di un atterraggio pilotato su una velocità più sostenibile, la **Russia** è tornata su un sentiero di vivace ripresa, l'**India** sta riassorbendo i contraccolpi della riduzione dell'uso del contante di grosso taglio e il **Brasile** rimane in una dura recessione. Nel complesso, i paesi **emergenti** stanno dando un contributo all'incremento del PIL globale più sostenuto di pochi mesi fa, in alcuni casi grazie al rialzo dei prezzi delle **materie prime** (anche non-oil); i **mercati finanziari** (anzitutto azionari) scommettono sul proseguimento di questi loro progressi, inattesi fino all'inizio del 2017. Nell'**Euroarea** è confermata la sorprendente maggior crescita (prossima al 2% annuo), guidata da mercato domestico e ritrovata coppia Germania-Francia; permangono ampi i divari tra i paesi. L'**Italia** è fanalino di coda; sfrutta bene il più robusto traino esterno. Perciò il PIL continua ad avanzare tirato dall'**industria manifatturiera** e dall'export, con una domanda interna che risente di instabilità politica e peggiori ragioni di scambio, ma beneficia degli incentivi fiscali, specie agli investimenti; il **credito** rimane erogato con il contagocce. I sentieri divergenti dei **tassi FED e BCE** (che ha smentito ogni ipotesi di cambio di rotta) spingono il **dollaro**. Mentre quelli sui **titoli sovrani** iniziano a riflettere tensioni economiche e non.

Il **PIL italiano** è atteso aumentare a ritmo lento anche nel 1° trimestre 2017, dopo il +0,2% nel 4° 2016 e il +0,3% nel 3°. Il ritmo rimane ben inferiore a quello dell'Eurozona, frenato dall'incertezza, specie politica.

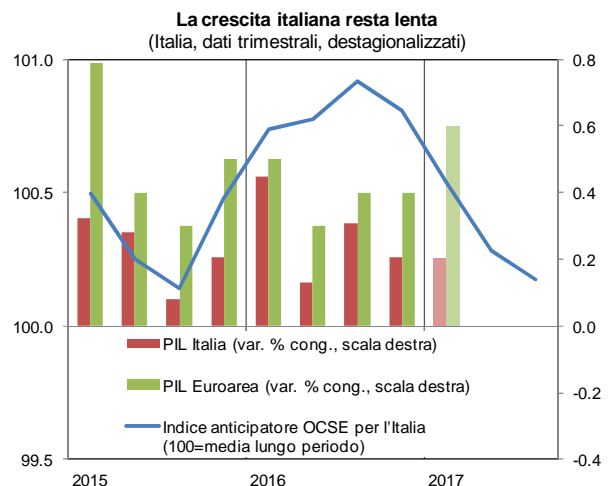
Gli indicatori congiunturali hanno un'intonazione un po' più positiva in avvio d'anno. Il **PMI composito** in gennaio è stabile (52,8, da 52,9 in dicembre); nel **terziario** segnala un lieve consolidamento (52,4, da 52,3); nel **manifatturiero**, invece, rileva un rallentamento (53,0, da 53,2), originato dalla domanda interna (la componente ordini esteri è invariata), come confermato, tra l'altro, dalla minore fiducia dei consumatori. Il CSC stima una netta correzione della **produzione industriale** (di oltre l'1,0%) in gennaio, dopo il sorprendente incremento di dicembre (+1,4%).

L'**anticipatore OCSE** non preannuncia un rafforzamento della crescita italiana nella prima metà dell'anno: -0,03% mensile in dicembre (-0,11% medio nel 4° trimestre).

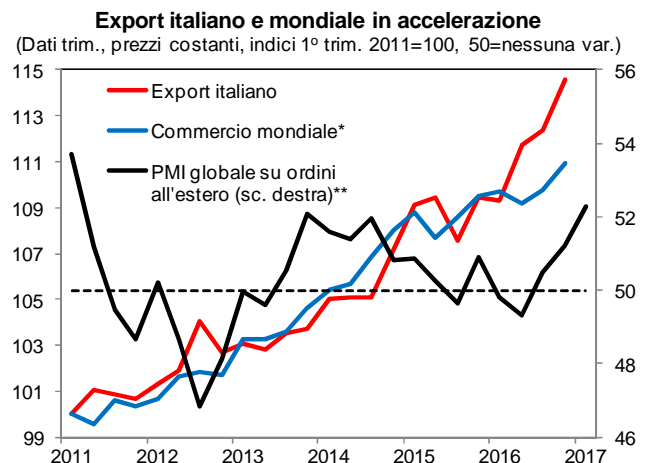
In dicembre l'**export italiano** è aumentato, a prezzi costanti, dell'1,8% su novembre (stime CSC). Nel 4° trimestre ha registrato +2,0% sul 3°, crescendo allo stesso ritmo dentro e fuori l'Eurozona. Nel 2016 è salito del 2,2% sul 2015, trainato dalle vendite intra-area (+4,5%; +0,6% quelle extra-area).

L'espansione delle esportazioni si è rafforzata in Cina, Stati Uniti e Germania. A inizio 2017 è favorita dall'accelerazione della crescita mondiale e dall'euro debole. Buone prospettive sono confermate dagli indicatori qualitativi sugli **ordini manifatturieri esteri**: in gennaio a 54,8 la componente PMI (da 52,8 nel 4°) e +0,7 punti i giudizi delle imprese (ISTAT).

Il **commercio mondiale** è tornato ad aumentare in novembre (+2,8% su ottobre, dopo -0,9%); +1,2% la variazione acquisita nel 2016. La componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale (a 52,3 in gennaio, massimo da agosto 2014) segnala accelerazione a inizio 2017.



Indicatore OCSE spostato avanti di 3 trimestri.  
1° Trim. 2017: stime CSC per l'Italia, IHS-Markit per l'Euroarea.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Eurostat, OCSE.



\* 4° trimestre 2016: ottobre-novembre.  
\*\* 1° trimestre 2017: gennaio.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB, ISTAT e Markit.

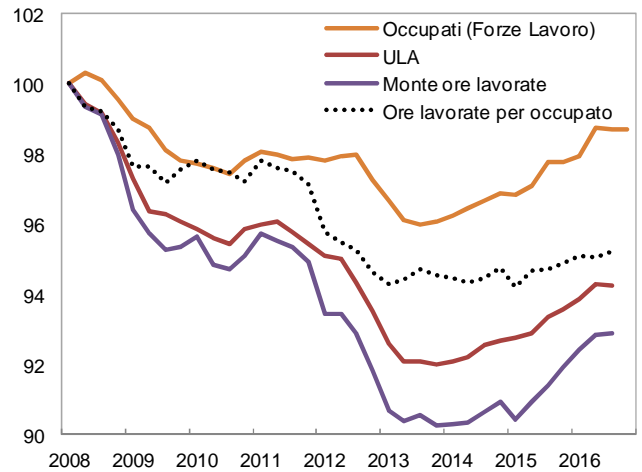
OCCUPAZIONE

In Italia le **ore lavorate** pro-capite sono ancora molto basse rispetto ai valori pre-crisi: nel 3° trimestre 2016 -1 ora e mezza a settimana rispetto a fine 2007, da un minimo di circa -2 ore a inizio 2015. Finiti gli incentivi alle assunzioni, il naturale riallungamento degli orari smorzera' la creazione di **posti di lavoro**. Perciò l'intensità del loro recupero perdera' slancio nel 2017 (dopo +1,2% nel 2016 e +0,8% nel 2015) e sarà inferiore a quella del PIL, contrariamente a quanto avvenuto nel biennio precedente.

Nel 4° trimestre 2016 l'**occupazione** è rimasta pressoché ferma (-5mila addetti), come nel trimestre estivo (-10mila). I recenti lievi cali non intaccano gli ampi guadagni registrati nella prima metà dell'anno: in dicembre +242mila da fine 2015, a un totale di 22milioni e 783mila persone occupate, tornate così sui livelli della primavera 2009.

Il tasso di **disoccupazione** nel 4° trimestre 2016 si è attestato all'11,9%, dopo essere rimasto ancorato all'11,6% dall'estate 2015. Con la forza lavoro in espansione da inizio 2016, l'aumento riflette, appunto, lo stallo dell'occupazione.

**Orario pro-capite ancora basso e occupazione in stallo**  
(Italia, indici 1° trim. 2008=100)



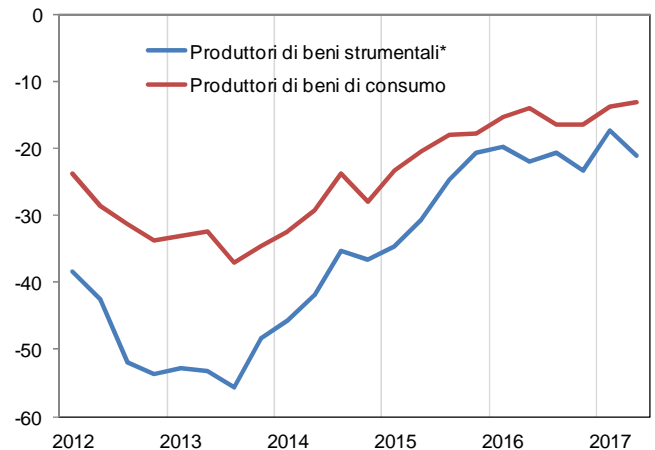
DOMANDA INTERNA

Segnali di perdita di slancio per gli **investimenti** in macchinari e mezzi di trasporto tra fine 2016 e inizio 2017 (dopo il +1,7% nel 3° 2016). Peggiorano le valutazioni dei produttori di **beni strumentali** (ISTAT): in gennaio il saldo dei giudizi sugli ordini interni (indicatore ben correlato con la dinamica degli investimenti) è sceso a -21,0 (da una media di -17,3 nel 4° trimestre); frenano anche le attese. Gli investimenti in **costruzioni** sono rimasti fiacchi a fine 2016, in linea con la dinamica della produzione (-0,7% nel 4°); ma a gennaio è risalita la fiducia degli imprenditori edili (+3,5 punti) e le prospettive sono migliorate.

Incedere lento, secondo gli indicatori congiunturali, anche dei **consumi**. Le **immatricolazioni di auto** sono calate del 2,0% in gennaio e l'acquisito per il 1° trimestre è di +0,9% (+2,3% nel 4°). Giù la **fiducia dei consumatori** in gennaio (-2,1 punti, a 108,8), con giudizi più favorevoli sui bilanci familiari ma meno ottimistici sulla situazione economica attuale e futura delle famiglie. Il saldo dei giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo è salito di poco (-13,0, da -13,7 medio nel 4° trimestre). Tende ad aumentare la parsimonia nella spesa e ciò comporta un freno alla crescita a inizio 2017.

**Gli ordini indicano domanda interna ferma**

(Italia, saldo dei giudizi sugli ordini interni, dati trim. destagionalizzati)



\* Macchinari e mezzi di trasporto.  
Dati spostati avanti di un trimestre; 1° trimestre 2017: gennaio.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

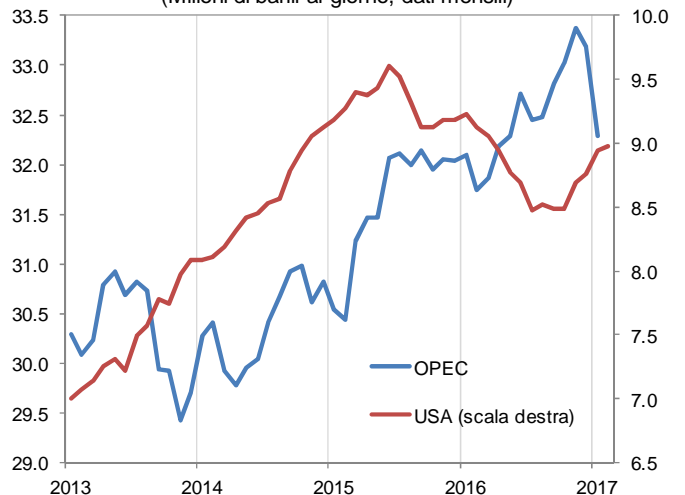
PREZZI E MATERIE PRIME

In Italia la variazione annua dei **prezzi al consumo** è salita a +1,0% a gennaio, da +0,5% a dicembre (minimo a -0,2% in ottobre). La risalita è spiegata dai prezzi energetici, che ora aumentano (+2,7%, da -1,9%) sulla scia del rincaro petrolifero dei mesi precedenti, e dai prezzi alimentari, che accelerano a +2,1% (da +0,7%). Viceversa, i prezzi **core** (al netto di tali due componenti) hanno frenato a +0,5% (da +0,6%), con i servizi a +0,7% (da +0,9%) e i beni industriali fermi (da +0,1%). Nell'Eurozona l'inflazione è salita di più (+1,8%, da +1,1%), ma la **core** resta a +0,9%, lontana dal target BCE (+2,0%).

Il rincaro del **petrolio** si è quasi fermato a febbraio (56,2 dollari, da 55,7 a gennaio; era a 46,9 a novembre). L'accordo OPEC ha portato il promesso taglio produttivo (-0,9 mgb a gennaio), nonostante un aumento nei paesi esonerati (+0,1 in Iran e Libia); cresce però l'offerta USA (9,0 mgb a febbraio, 8,4 a luglio). Le altre **materie prime** sono in forte rialzo: rame +24,6% da ottobre, cotone +9,3%, mais +7,9%. Le ragioni di scambio dell'Italia perciò peggiorano nel 2017 (-0,3%, dopo +2,6% nel 2016; stime CSC), erodendo il reddito reale delle famiglie e i margini delle imprese.

**Petrolio: offerta OPEC giù, sale in USA**

(Milioni di barili al giorno, dati mensili)

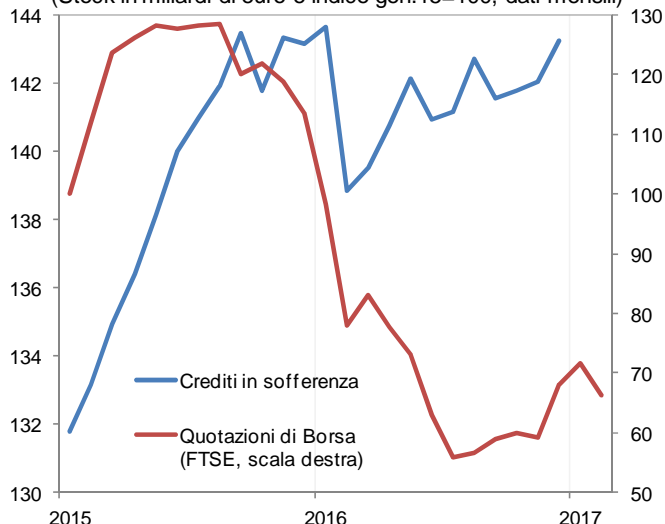


Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA.

Il credito per le imprese italiane è scarso e resta un nodo per la crescita. I **prestiti bancari** hanno registrato +0,2% mensile a dicembre, dopo il calo di novembre (-0,2%); negli ultimi 4 mesi del 2016 il ritmo di caduta si è attenuato. Nell'intero 2016, però, lo stock di prestiti si è ridotto dello 0,15% medio al mese (pari a -14 miliardi a fine anno da fine 2015; -15,8% dal 2011). Il **costo del credito** per le imprese, invece, è ai minimi (1,5% a dicembre sulle nuove operazioni, 1,6% a novembre): ciò stimola la domanda di fondi, ormai risalita vicino ai valori pre-crisi.

Le **sofferenze** nei bilanci bancari restano alte, nonostante gli interventi varati (143 miliardi a dicembre, 18,9% dei prestiti, 142 a novembre); nel manifatturiero lo stock mostra un calo incoraggiante (a 32 miliardi, da un picco di 36 nel 2015). La continua necessità di rettifiche su crediti tiene alta l'avversione al rischio delle banche e limita i prestiti alle imprese. Sommandosi alla bassa redditività operativa, contribuisce alla debolezza delle **quotazioni bancarie in Borsa** (-10,2% a febbraio da inizio anno), rendendo più difficili le ricapitalizzazioni.

**Banche italiane con sofferenze alte e quotazioni basse**  
(Stock in miliardi di euro e indice gen.15=100, dati mensili)



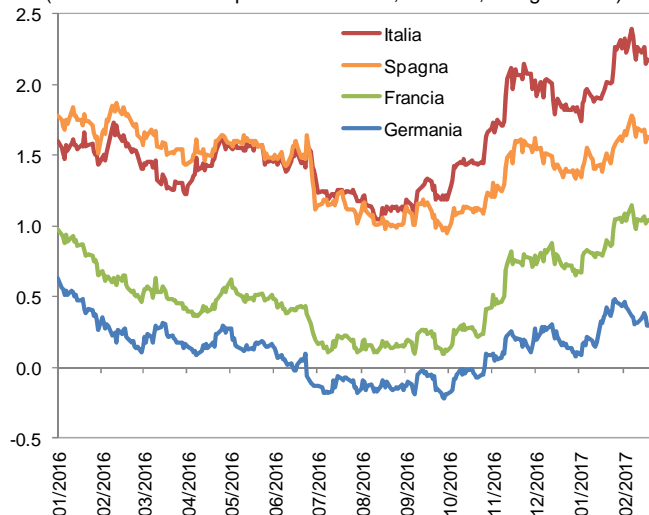
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Thomson Reuters.

I **tassi sovrani** nell'Eurozona sono in aumento: sul BTP decennale a 2,24% a febbraio (1,74% a inizio anno), sul Bonos spagnolo a 1,63% (da 1,34%), sull'OAT francese a 1,04% (da 0,67%). Sul Bund tedesco è pure salito, ma meno (a 0,28%, da 0,09%). Gli **spread** europei perciò si sono ampliati (196 punti tra BTP e Bund, da 165) e c'è il rischio che il trend prosegua, sulla scia dell'incertezza politica nell'Eurozona. Negli USA invece il *Treasury* si è assestato intorno al 2,43%.

Il QE della **BCE** proseguirà a 60 miliardi al mese da aprile (80 attuali) e verrà allungato oltre dicembre, se non ci sarà un aumento solido dell'inflazione; i tassi resteranno agli attuali livelli (-0,33% l'Euribor a febbraio). La **FED**, invece, continuerà il rialzo graduale dei tassi (ora a 0,50-0,75%; i *future* scontano +0,50 entro fine anno) e ha accorciato la scadenza dei titoli in bilancio (57,9% a meno di 5 anni; era 44,8% a fine 2014), il che ne agevolerà il decumulo.

Le diverse prospettive delle politiche monetarie rafforzano il **dollaro** e indeboliscono l'**euro**, sceso a 1,06 (era a 1,11 a inizio novembre), vicino ai minimi da 14 anni.

**Tassi sovrani più alti e spread più ampi nell'Eurozona**  
(Rendimenti dei titoli pubblici a 10 anni, valori %, dati giornalieri)



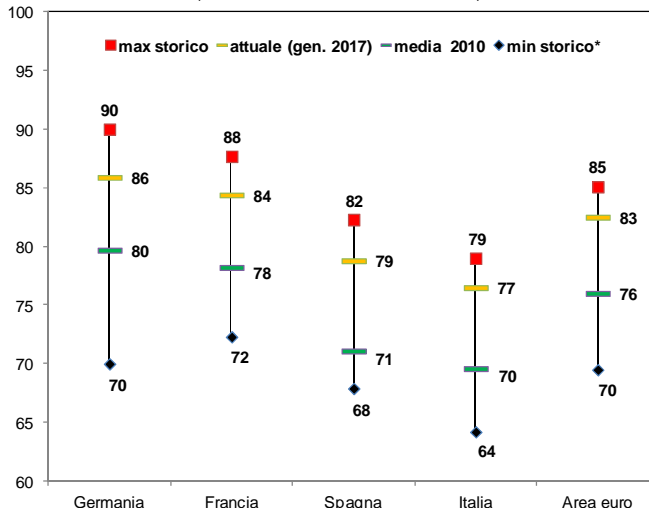
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Il PIL dell'**Eurozona** è aumentato nel 4° trimestre 2016 allo stesso ritmo del 3° (+0,4%; Eurostat), confermando la forza della fase congiunturale nell'area. Per l'avvio del 2017 gli indicatori puntano a un ritmo analogo, se non più forte, con una variazione acquisita per l'anno di +0,6%.

L'economia più dinamica nel 4° trimestre è stata la Spagna (+0,7%, come nel 3°). La **Germania** ha accelerato a +0,4% (da +0,1%), con un contributo determinante della domanda interna. La **Francia** pure allo 0,4% (da +0,2%). Il **PMI** composito nell'Eurozona a febbraio tocca il livello record da aprile 2011 (56,0 da 54,4 a gennaio); ai massimi in Germania (56,1, da 54,8) e Francia (56,2 da 54,1). Si rafforza la crescita del manifatturiero nell'area (indice a 55,5 da 55,2). In controtendenza la **fiducia** dei consumatori (-6,2 da -4,8).

Il **grado di utilizzo** della capacità produttiva è ormai vicino al massimo storico in tutte le principali economie dell'area (86% in Germania a gennaio, 84% in Francia). Ciò costituisce una buona premessa per avviare un nuovo ciclo di investimenti per soddisfare gli attesi incrementi di domanda.

**Utilizzo della capacità produttiva vicino ai massimi**  
(Eurozona, manifatturiero, valori %)



\* 2009, 3° trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione Europea.

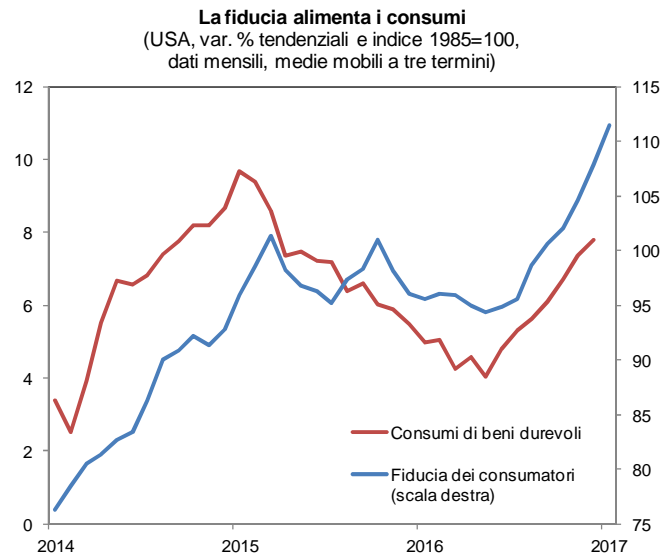


STATI UNITI

Negli **USA** a gennaio i **nuovi ordini** rilevati nel manifatturiero dall'ISM sono su livelli molto alti (60,4 in gennaio, da 60,3 in dicembre), confermando una domanda vivace; nel non-manifatturiero, invece, hanno perso 2,1 punti in seguito alla contrazione degli ordini esteri (indicatore a 48,0). Solida crescita dell'**occupazione** in gennaio (+227mila), ma in rallentamento i salari (+2,5% annuo, da +2,8% in dicembre).

La spesa in **beni durevoli** è sostenuta dalla fiducia dei consumatori, su livelli massimi (111,5 in gennaio, da 107,8; medie mobili a tre termini). In gennaio le **vendite al dettaglio** (al netto delle auto) sono salite dello 0,8%. Continuano a salire i nuovi **cantieri residenziali**: in gennaio sono cresciuti del 10,5% rispetto allo stesso mese del 2016 (da +10,3% a dicembre).

La fiducia dei mercati in una maggiore crescita futura si è rafforzata in seguito alle rapide iniziative di attuazione di alcune promesse elettorali di Trump. Tuttavia, è aumentata l'**incertezza** generata dalle politiche commerciali, da quelle dell'**immigrazione** e dai tempi dell'espansione fiscale.



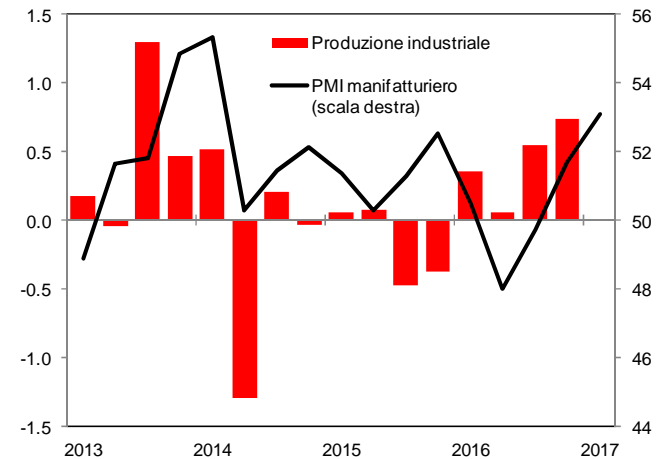
Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA, Conference Board.

GIAPPONE E REGNO UNITO

In **Giappone** la produzione industriale è cresciuta dello 0,7% nel 4° trimestre (+0,6% nel 3°) e a febbraio i **PMI manifatturiero** ne conferma l'andamento positivo (53,5 da 52,7 a gennaio; sesto mese sopra 50). A sostenere l'accelerazione sono stati soprattutto gli ordini dall'estero (54,2 da 53,1), favoriti anche dallo **yen** debole (113 per un dollaro a febbraio, da 109 medio nel 2016).

Nel **Regno Unito**, dopo il via libera del Parlamento, sta per scattare l'attivazione dell'Articolo 50 da parte del Governo May per l'avvio della procedura di recesso dai trattati europei. Le negoziazioni per la Brexit dovrebbero aprirsi in marzo e si preannunciano aspre. Tiene la crescita economica: dopo il +2,3% annuo registrato dalla produzione industriale in dicembre, l'indice PMI manifatturiero segnala ancora forte espansione dell'attività (55,9 in gennaio, da 56,1). A questo andamento contribuisce la **sterlina** debole, attestatasi intorno a 1,25 dollari (livello pre-Brexit: 1,45); ma intanto l'inflazione aumenta (1,8% in gennaio, da 1,6%) e si abbassa la **fiducia** dei consumatori (-5,1 in gennaio, da -4,6).

**Prospettive migliori in Giappone**  
(Medie trimestrali di var. % mensili, dati destag.; 50=nessuna variazione)



1° trimestre 2017: gennaio-febbraio.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati IHS Markit e Ministry of Economy, Trade, Industry.

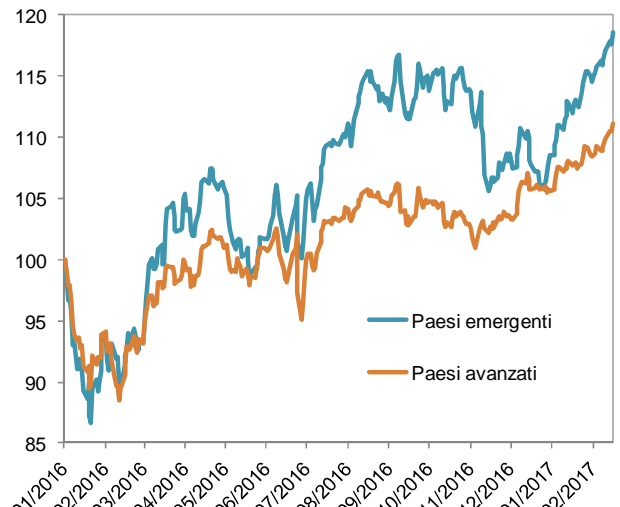
EMERGENTI

Gli **emergenti** partecipano alla ripartenza dell'economia mondiale e registrano andamenti dei **mercati** azionari migliori di quelli avanzati: l'indice MSCI a febbraio mostra un incremento del 12,3% da novembre, contro +8,8%; l'elezione di Trump finora non ha penalizzato i mercati emergenti.

La **Cina** avanza nel percorso di graduale stabilizzazione: la produzione industriale segna +6,0% annuo a gennaio (da +6,2% in dicembre) e il PMI manifatturiero indica un'ulteriore decelerazione (51,0 in gennaio, da 51,9). Continuano a crescere le vendite al dettaglio (+10,9% annuo, da +10,8% in dicembre) e l'inflazione accelera (2,5% in gennaio, da 2,1%).

In **Russia** si rafforza la ripresa, con il PMI manifatturiero che si attesta ai massimi da 70 mesi (54,7 in gennaio, da 53,7); permane però l'incertezza da sanzioni, in vigore fino a luglio 2017. L'**India** riparte dopo lo shock da demonetizzazione (PMI manifatturiero a 50,4 in gennaio, da 49,6). Il **Brasile** è in recessione da due anni, con segni di ulteriore contrazione (PMI manifatturiero a 40,0 in gennaio, da 45,2 in dicembre); il rincaro delle commodity darà ossigeno all'economia.

**I mercati emergenti volano più alto degli avanzati**  
(Indici MSCI, 1 gennaio 2016=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.