



CONGIUNTURA *flash*

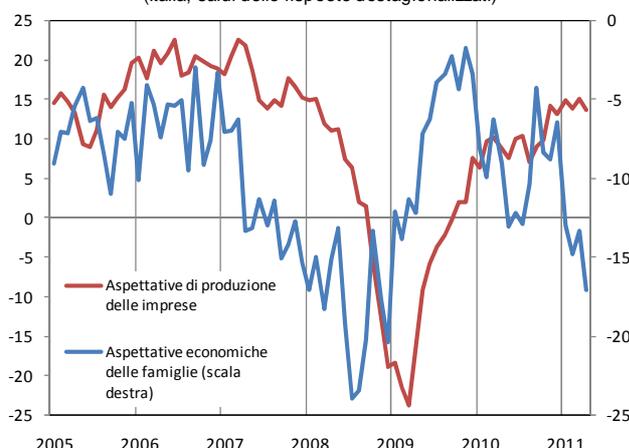
Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Maggio 2011

La **ripresa globale** rimane **solida**, anche se meno rapida rispetto agli alti ritmi di fine 2010-inizio 2011; gli indicatori anticipatori restano positivi. Si fanno sentire gli **effetti frenanti** del terremoto giapponese, dei rincari delle materie prime e delle strette monetarie nei paesi emergenti e pesa la correzione dei deficit pubblici. Si ampliano i **differenziali** tra le economie avanzate, soprattutto europee. Gli **scambi mondiali** hanno superato il picco pre-crisi e gli ordini delineano un trend positivo; la **Germania** tiene il passo, il made in Italy no. Sono meno ampi gli squilibri commerciali; i **cambi** sono però governati soprattutto dai tassi di interesse (in rialzo negli emergenti e nell'area euro, fermi in USA e Giappone) e dall'incertezza sulla **gestione dei debiti sovrani**, che imprime grande volatilità su tutti i mercati. Il **caro materie prime**, con i ribassi dell'ultimo mese (petrolio in testa), si è attenuato, ma non è venuto meno; ne risente anche l'**inflazione** core, che rimarrà contenuta. L'aumento dei flussi di **capitali esteri** beneficia in particolare l'Europa orientale e ne alimenterà lo sviluppo. Il **credito bancario** resta molto selettivo e le banche nell'eurozona denunciano difficoltà di accesso ai mercati e di liquidità; i prestiti sono comunque tornati a salire ma a tassi più alti. Gli **Stati Uniti** marcano tra stop & go e ora creano posti di lavoro; Francia e soprattutto Germania fanno da locomotiva al resto di Eurolandia. L'**Italia** delude ancora: il PIL ristagna, assieme alla produzione industriale; i **consumi** sono resi cauti dai timori di disoccupazione, con una CIG che ha smesso di sgonfiarsi; gli investimenti sono scoraggiati da **margini di profitto** che, già bassi nel confronto internazionale, sono stati ulteriormente erosi dall'aumento delle quotazioni delle commodity e del costo del lavoro per unità di prodotto. Per i prossimi mesi sia gli indici che colgono le svolte di tendenza sia le attese delle imprese e la fiducia dei consumatori confermano i segnali di **stagnazione**: dopo il dato del primo trimestre sarà molto difficile andare oltre l'**1%** di crescita nel 2011.

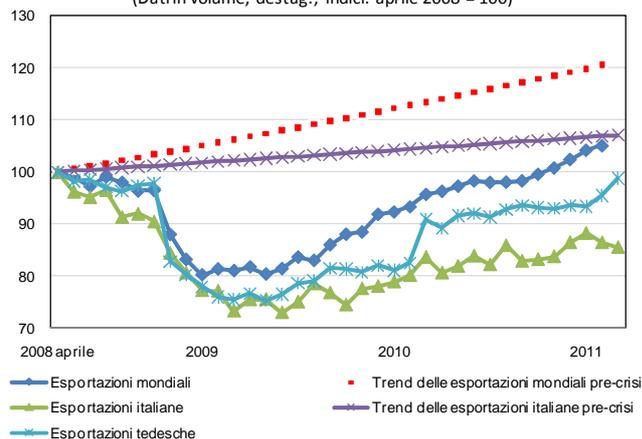
- La ripresa in **Italia** resta anemica. Il **PIL** nel 1° trimestre è aumentato dello 0,1% sul 4° 2010 (contro l'1,5% ted esco e lo 0,8% dell'Eurozona), con la **produzione industriale** rimasta ferma (-0,1%). Cresciuta in media dello 0,1% mensile da luglio 2010, in aprile è aumentata dello 0,2% su marzo (stime CSC); nel 2° 2011 l'acquisito è del 1%.
- Gli **indicatori anticipatori** tracciano una dinamica ancora debole nel breve periodo. Il saldo ISTAT dei giudizi sugli **ordini** è fermo da tre mesi a -18; quello sulle **attese di produzione** è sceso in aprile a 14 (da 15). Gli **ordini PMI** segnalano decelerazione dell'espansione (54,9 da 55,8).
- Si delineano tendenze poco favorevoli per i **consumi**. La **fiducia** dei consumatori è diminuita a causa delle accresciute incertezze del contesto economico che incidono sulle prospettive individuali e sui bilanci delle famiglie.
- A febbraio il **commercio mondiale** è aumentato dello 0,3% su gennaio (quando era cresciuto dell'1,7%). Sebbene abbia **superato del 2% il picco** toccato nell'aprile 2008, rimane ancora sotto il trend di crescita che avrebbe seguito se non ci fosse stata la crisi. Il modesto progresso nei giudizi globali sugli ordini dall'estero, su livelli comunque inferiori ai picchi precedenti, indica ancora per i prossimi mesi crescita, pur se in rallentamento. Ciò fa ipotizzare un'espansione del commercio mondiale intorno al tasso di lungo periodo (+0,5% mensile).
- A marzo l'**export tedesco** si è avvicinato al **top** pre-crisi (+3,4% su febbraio in volume destagionalizzato; stima CSC) e procede allineato alle esportazioni mondiali.
- Per l'**export italiano**, che in marzo è sceso in volume dell'1% su febbraio, si allarga il **divario** con la Germania, maggiormente presente nelle economie più dinamiche.

Attese disarmoniche: famiglie giù e imprese su (Italia, saldi delle risposte destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

L'export italiano in contromano (Dati in volume, destag., indici: aprile 2008 = 100)



Il dato di marzo 2011 delle esportazioni tedesche in volume è stimato dal CSC.
Fonte: elaborazioni CSC su dati EUROSTAT, ISTAT e CPB.

▪ Si amplia la **divergenza** nella crescita tra le maggiori economie. Nel 1° trimestre 2011 l'espansione del PIL nell'**Euroarea** è stata trainata da **Francia** (+1,0%) e soprattutto **Germania** (tornata sopra i livelli pre-crisi). Significativo per entrambi il sostegno della domanda interna. L'**Italia** è la più lenta a inizio 2011, con l'eccezione del Portogallo (-0,7%).

▪ Negli **USA** il PIL ha rallentato (+1,8% annualizzato, dopo il +3,1% nel 4° 2010). I consumi hanno continuato a crescere a ritmi elevati (+2,7%). Nel 2° trimestre saranno sostenuti dalla crescita occupazionale (+233 mila posti di lavoro in media al mese da gennaio ad aprile), come confermato dalle vendite al dettaglio (+0,6% in aprile dopo il +1,2% in marzo, al netto delle auto). Gli investimenti in macchinari e attrezzature si sono rafforzati (+11,6% nel 1° trimestre) e gli ordini di beni capitali (+3,2% in marzo su febbraio, esclusi beni per la difesa) promettono ulteriore espansione.

▪ L'**indicatore leading OCSE**, che anticipa di un semestre i punti di svolta del ciclo economico, segnala aumento dei divari di crescita nei principali paesi. In marzo pronostica ulteriori miglioramenti in USA e Germania, stabilità in Francia e Regno Unito e rallentamento in Italia.

▪ Prosegue lento l'aggiustamento degli **squilibri commerciali** globali. La ripresa dei consumi nei paesi avanzati contrasta gli effetti del forte aumento della domanda interna negli emergenti, le cui politiche sui cambi frenano la correzione e producono gigantesche riserve valutarie.

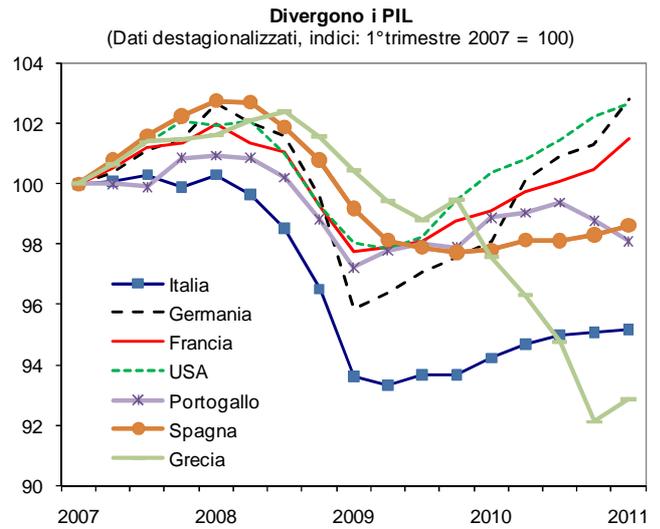
▪ In **Cina** la bilancia commerciale ha più che recuperato con il surplus di aprile (11,4 miliardi di dollari) il leggero deficit del 1° trimestre (1,0 miliardo). La correzione dell'avanzo è rallentata dalla restrizione monetaria, volta a contenere l'inflazione, che ha l'effetto di frenare la domanda interna e quindi l'import.

▪ Nel 1° trimestre 2011 è sceso di 2 miliardi di euro il surplus commerciale della **Germania**, grazie all'aumento della domanda interna. Negli **USA** il deficit ha continuato ad ampliarsi (181 miliardi di dollari, 156 nel 4° 2010) per l'aumento dei consumi e dei prezzi delle materie prime.

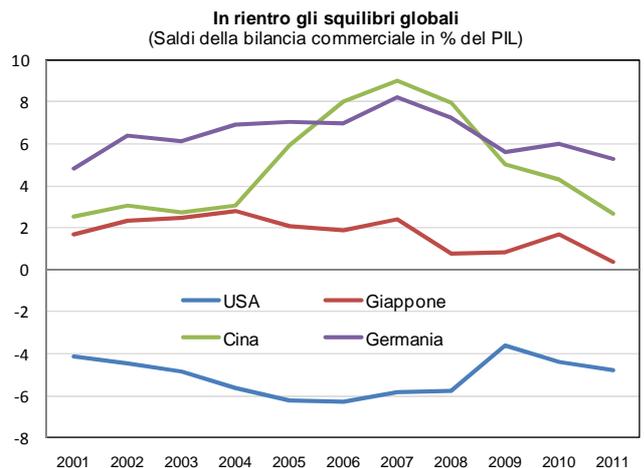
▪ Le **correzioni dei conti pubblici** accentuano i differenziali di crescita in ambito europeo a sfavore dei paesi periferici che hanno deficit più elevati. Le previsioni sul PIL 2011 e 2012 nei programmi nazionali di stabilità sono più alte di quelle della Commissione europea per Spagna, Irlanda e Francia. Per l'Italia sono in linea.

▪ Gli **spread** sui rendimenti dei titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi registrano nuovi massimi per Grecia, Portogallo e Irlanda; saliti anche quelli di Spagna, Italia e Belgio che hanno prospettive ben diverse. Ciò accade nonostante l'approvazione del pacchetto di aiuti per il Portogallo (78 miliardi).

▪ Non sono bastate alcune dichiarazioni ufficiali sulla concessione di un prestito ulteriore (circa 60 miliardi) ad attenuare i timori degli investitori per una **ristrutturazione del debito pubblico greco** (ancora declassato da Standard & Poor's). L'instabilità si diffonde a tutti i mercati.



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, ISTAT.



Per il 2011 stima CSC per USA, Giappone, Germania; stima Global Insight per la Cina. Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA, EUROSTAT, Global Insight.

Conti pubblici restrittivi
(In % del PIL)

	Deficit			Debito		
	2010	2011	2014	2010	2011	2014
Italia	4.6	3.9	0.2	119.0	120.0	112.8
Belgio	4.1	3.6	0.8	96.8	97.5	92.2
Irlanda	32.4	10.0	4.7	96.0	111.0	116.0
Germania	3.3	2.5	0.5	83.2	82.0	77.5
Francia	7.0	5.7	2.0	81.7	84.6	84.1
Regno Unito	11.4	9.8	4.1	71.2	78.7	87.2
Spagna	9.2	6.0	2.1	60.1	67.3	68.9

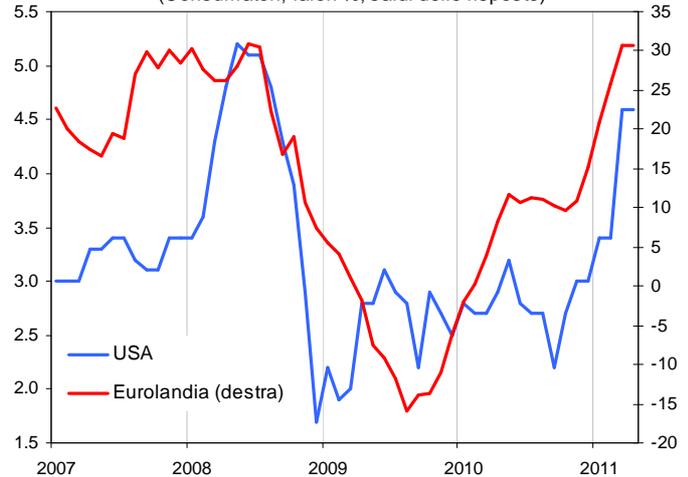
2011 e 2014: previsioni dei governi.

I dati sono ordinati per il debito nel 2010.

Fonte: elaborazioni CSC su Programmi di Stabilità 2011-2014.

- L'incremento totale dei **prezzi** sale in Eurolandia (+2,8% annuo in aprile) e negli USA (+3,2%), spinto dal caro **materie prime**. Le attese di inflazione sono ai massimi in Eurolandia, più contenute negli USA. La correzione delle commodity a maggio (petrolio e rame -6,2% su aprile, cotone -17,6%) aiuta a moderare tali dinamiche.
- L'**inflazione core** comincia a risentirne: in aprile +1,6% annuo in Eurolandia (+0,9% a maggio 2010), +1,3% negli USA (da +0,6% in ottobre). Si accumulano segni di trasferimento a valle dei rincari in alcuni settori (trasporti pubblici +9,3% negli USA), ma il **CLUP** fa da freno.
- FED e **BCE** rispondono all'aumento dei prezzi al consumo con approcci divergenti. La BCE, preoccupata dalle aspettative, ha segnalato per i mesi estivi **nuovi aumenti** dei tassi (già alzati in aprile a 1,25%) e l'Euribor è salito a 1,43% in maggio. La **FED** guarda all'**inflazione core** e alla disoccupazione (al 9,0% in aprile), **non toccherà a breve il tasso** di riferimento (0,25%) e amplierà la liquidità completando il programma di acquisto dei titoli di Stato. L'interbancario USA è sceso a 0,26% a maggio.

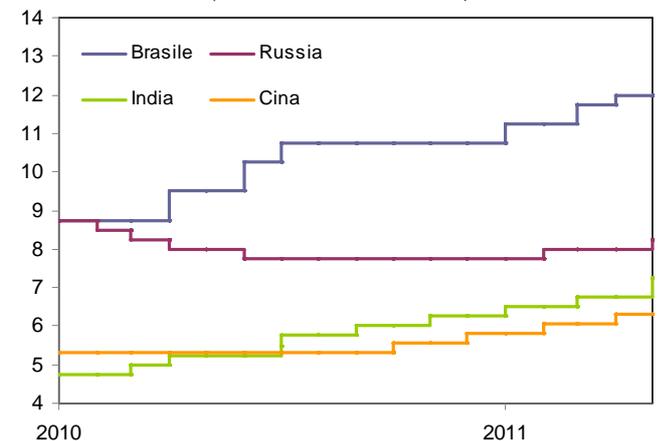
Il rialzo dell'inflazione attesa
(Consumatori; valori %; saldi delle risposte)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Comm. UE, Univ. of Michigan.

- Negli **emergenti**, dove la crescita rallenta ma rimane robusta, l'**inflazione** elevata è la nuova normalità: in aprile 5,3% annuo in Cina (5,4% in marzo, massimo da luglio 2007) e 9,6% in Russia (5,5% nel luglio 2010); in marzo 8,8% in India. In Brasile il tetto della banda obiettivo (6,5%) è stato raggiunto in aprile (prima volta dal 2005).
- Il rischio è che l'inflazione, derivante dal surriscaldamento dell'economia e dai prezzi delle commodity, inizi ad alimentare la **spirale prezzi-salari** e venga riesportata nei paesi avanzati. In Cina il salario minimo nella provincia interna di Jilin è stato aumentato in maggio del 22%.
- La **stretta monetaria** prosegue con rialzi dei tassi ufficiali: Cina al 6,31% (da 5,31% in ottobre), India al 7,25% (da 4,75% nel marzo 2010), Brasile al 12,0% (da 8,75% nel gennaio 2010). Ma anche con interventi sui coefficienti di riserva obbligatoria (in Cina 11 dal 2010, dal 16% al 21%). La Banca Centrale turca utilizza solo questo secondo strumento per evitare eccessivi afflussi di capitali e l'apprezzamento della lira. Ma è attesa cambiare strategia e rialzare i tassi entro fine anno.

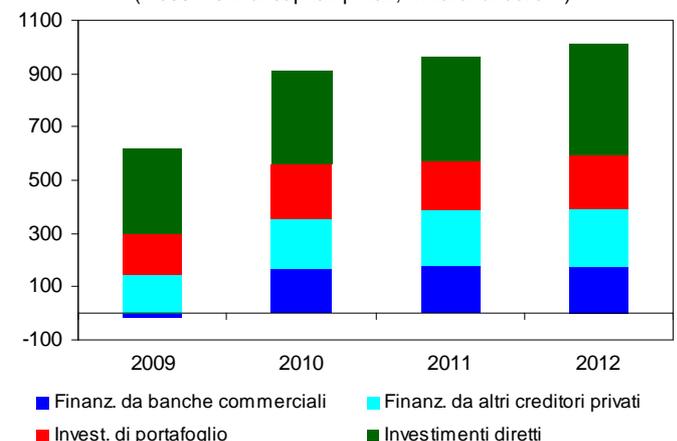
I BRIC stringono i tassi
(Tassi di interesse, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

- Si rafforza l'**afflusso di capitali** verso gli emergenti: raggiungerà i 960 miliardi di dollari nel 2011 e supererà i 1000 nel 2012 (908 nel 2010). L'incremento si deve quasi esclusivamente agli investimenti in Europa (a 228 miliardi, +48% nel 2011), restando invariati nelle altre aree.
- I movimenti di capitali sono influenzati dalle **robuste prospettive di crescita** e dal riposizionamento a livello globale del portafoglio degli investitori istituzionali, guidato anche dai differenziali dei tassi di interesse con i paesi avanzati. Oltre che dalle attese di apprezzamento dei tassi di cambio, in particolare dello yuan.
- Nel 2011 l'aumento più marcato riguarderà gli **investimenti diretti** (391 miliardi, da 350 nel 2010); rallenterà la crescita dei **finanziamenti bancari**. L'**FDI intelligence** prevede per il 2011 un aumento degli IDE in entrata in Brasile, India, Messico, Indonesia e Turchia, che già nel 2010 hanno ricevuto i maggiori investimenti **greenfield**. I settori verso cui andranno più capitali esteri sono quelli ICT e dei servizi sia finanziari sia commerciali.

Boom di capitali verso gli emergenti
(Flussi netti di capitali privati, miliardi di dollari*)



* 2010 stime, 2011 e 2012 previsioni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Institute of International Finance (IIF).

- A inizio 2011 la dinamica dei consumi in **Italia** continua a essere frenata dalle difficoltà nel **mercato del lavoro**. Nel 1° trimestre l'occupazione è cresciuta dello 0,1% rispetto a fine 2010, ma le forze lavoro sono diminuite. E non si svuota il bacino di occupati in CIG: in aprile le richieste di autorizzazione sono scese del 10,1% su marzo, un calo spiegato interamente da fattori stagionali e insufficiente a compensare l'aumento notevole di marzo (+45,1%).
- Nel 1° trimestre 2011 i **disoccupati** erano l'8,2% della forza lavoro, in diminuzione dal picco dell'8,5% di un anno prima. Tra i consumatori sono tornati però a salire i **timori di disoccupazione** (86 in aprile l'indice ISTAT, da 72 in febbraio) e ciò si traduce in maggiore prudenza negli acquisti. Tanto più che il tasso di risparmio è già ai minimi storici: 12,1% a fine 2010 da 14,8% di inizio 2009.
- Il volume delle **vendite al dettaglio** nel 1° bimestre 2011 ha continuato a ristagnare. I giudizi delle imprese produttrici di beni di consumo sugli ordini dall'interno appaiono volatili e rimangono bassi rispetto ai livelli pre-crisi.
- Rimane debole la dinamica degli **investimenti**. Per quelli in macchine e attrezzature (+0,1% congiunturale nel 4° trimestre 2010), i giudizi delle imprese produttrici di beni strumentali anticipano un andamento piatto nei primi tre mesi 2011: -31,1 sul livello degli ordini dall'interno (dal -32,3 nel 4° 2010), contro il più netto miglioramento delle commesse dall'estero (-14,9 da -26,2).
- I progetti di investimento delle imprese sono frenati dai margini risicati, a causa del **CLUP** alto e del caro-materie prime. Nell'industria in senso stretto, dopo il +3,1% di fine 2010, il CSC stima che il CLUP abbia registrato un altro balzo a inizio 2011, dovuto sia al rallentamento della produzione industriale sia all'aumento del costo del lavoro.
- Queste dinamiche **erodono** i già bassi **margini aziendali**. Nel 4° trimestre 2010 il **mark-up** industriale (misurato dal rapporto tra prezzo dell'output e costi unitari variabili) era dell'1,5% inferiore rispetto ai livelli di inizio 2007.
- Tirati dalla domanda, i **prestiti alle imprese** in Italia sono tornati ad aumentare: +5,6% annuo in marzo. Ma è aumentata la selettività, con una nuova **stretta** sui criteri di erogazione. Soprattutto con l'aumento dei margini di interesse (indagine Banca d'Italia), che si riflette in **spread** in salita sui grandi prestiti (+1,4 punti sull'Euribor a marzo) e sui piccoli (+2,2). In aprile i **tassi** hanno toccato il top dal marzo 2009. Stretta addizionale anche per le **famiglie** su mutui e credito al consumo.
- In Italia ed Eurolandia le banche motivano la stretta con **difficoltà nell'accesso ai mercati** e nella liquidità, come all'apice della crisi sub-prime. D'altronde, i prestiti netti BCE alle banche sono a 350 miliardi (da 678 al top nel dicembre 2008), cui vanno aggiunti acquisti di titoli per 137 miliardi. Inoltre, c'è stata una redistribuzione verso i PIGS (più di un quarto va alla Grecia).
- Sui tassi restano forti i divari tra paesi: gli **spread** sui bond pubblici si trasmettono al costo del denaro per famiglie e imprese. Sul credito al consumo: 9,7% in Grecia e 7,5% in Portogallo, contro il 3,5% in Germania a marzo.

