



CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Gennaio 2015

Per l'**economia italiana** il 2015 si sta sempre più annunciando come l'anno spartiacque, perché termina la lunga e profonda recessione iniziata nel 2008 e tornano le variazioni positive per PIL e occupazione. Che probabilmente si riveleranno molto **superiori alle previsioni** correnti, anche a quelle più recenti. Questo cruciale **passaggio** si deve, in parti molto disuguali, a tre ordini di fattori. Anzitutto, la combinazione molto favorevole di **elementi esterni**, una vera manna dal cielo: crollo del prezzo del **petrolio**, svalutazione del **cambio** dell'euro, accelerazione del **commercio mondiale**, diminuzione dei **tassi** di interesse a lungo termine. Sommando i loro effetti, stimati dal CSC sulla base di ipotesi prudenti, si arriva a una **spinta per l'Italia** pari al **2,1%** del PIL nel 2015 e a un aggiuntivo **2,5%** nel 2016. Questi impulsi espansivi restano sostanziosi anche una volta **"fatta la tara"** al loro pieno concretizzarsi per tener conto delle difficoltà del contesto di grave crisi. Il secondo fattore sono le **politiche più orientate** alla crescita, che daranno maggiore sostegno all'occupazione e agli investimenti, grazie anche alla flessibilità conquistata a Bruxelles. Il terzo fattore sono gli indicatori congiunturali che segnalano la **stabilizzazione** della domanda interna e della produzione, offrendo una buona base di ripartenza; in altre parole, non occorre più arrestare la retromarcia prima di ricominciare ad avanzare. Senza considerare **EXPO**, che darà un apporto non marginale. D'altra parte, petrolio, cambio e tassi molto più bassi aiuteranno l'intera **Eurozona**, principale sbocco delle produzioni italiane. Con gli **USA** tornati a essere locomotiva Number One, la **Cina** in rallentamento pilotato e l'**India** in accelerazione, il quadro internazionale resta propizio all'avvio della ripresa, nonostante le difficoltà di **Russia** e **Brasile**. I primi concreti indizi di svolta non tarderanno a manifestarsi nelle statistiche.

Procede la **crescita mondiale**, ma a un ritmo più lento di quanto previsto qualche mese fa. La robusta espansione dell'economia **USA** da sola non è, infatti, sufficiente a compensare le difficoltà di altre aree. Nell'insieme rallentano gli **emergenti**, Brasile e Russia in particolare, ma anche la Cina (l'India invece accelera); ancora annaspa l'**Eurozona**, per la perdurante debolezza della domanda interna e la frenata di quella estera; tarda a risollevarsi il Giappone.

Ciò induce a rivedere all'ingiù le **stime per il 2015-2016**. L'FMI le ha tagliate di 0,3 punti in entrambi gli anni.

Il **crollo del petrolio** fornirà, però, una spinta decisa alla crescita. Vale un trasferimento di oltre 2mila miliardi di US\$ dai paesi esportatori agli importatori, le cui capacità e propensioni di spesa sono maggiori. L'FMI stima che un calo del 10% del suo prezzo aumenta dello 0,2% il PIL globale; ergo il -55% vale un +1,1% di PIL. Il rafforzamento del **dollaro** aiuterà, inoltre, a diffondere la crescita USA al resto del Mondo.

Il prezzo del **Brent** è sceso a 49,1 dollari a gennaio da 112,2 nel giugno 2014, favorendo famiglie e imprese nei paesi importatori. In Italia il prezzo dei **carburanti** è già calato dell'8,6% a dicembre da luglio, quelli di **gas** ed **elettricità** (regolamentati) hanno appena iniziato a diminuire.

L'**offerta** mondiale di petrolio supera la domanda di almeno 0,9 mbg a gennaio (1,4 a giugno 2014). Il riequilibrio sarà lungo. Nonostante la chiusura di pozzi di **shale oil** (a gennaio 675 attivi, da 700), la produzione USA continua a salire: +0,1 mbg da novembre, quando l'OPEC ha deciso di non tagliare l'offerta. L'estrazione è record in Iraq (3,7 mbg a dicembre, 3,2 a luglio), cala in Libia (0,5 mbg, 1,0 in ottobre). In Russia è al top (10,6 mbg) e resterà stabile (stime EIA).

I prezzi scendono pure per altre commodity: -27,7% da agosto il minerale di **ferro**, -33,2% da marzo il **cotone**, -15,9% da luglio il **rame**. Fattori comuni della riduzione: minor crescita attesa della domanda degli emergenti e aumentata offerta.

Dal mini greggio grandi risparmi per le economie avanzate
(Riduzione* della spesa annua per import petrolifero)

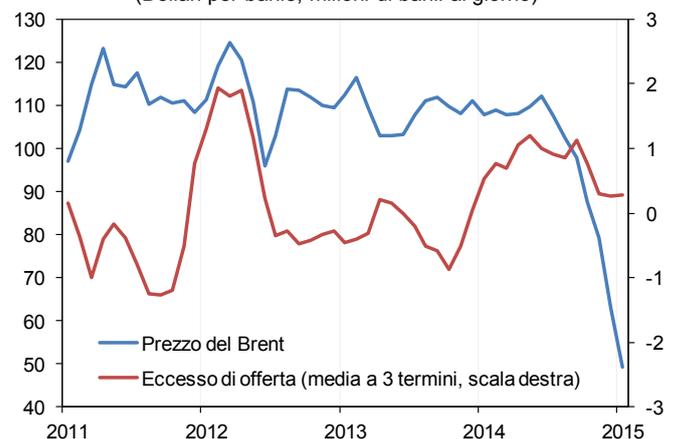
		In miliardi	In % del PIL
Italia	(€)	24	1,5
UE-28	(€)	227	1,7
USA	(\$)	204	1,2
Mondo**	(\$)	2.114	2,8

* Prezzo del Brent: da 108 dollari per barile nei primi 8 mesi del 2014 a 45 dollari nel 2015.

** Trasferimento da paesi esportatori a paesi importatori.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BP, Eurostat e Global Insight.

Petrolio: troppa produzione, crolla il prezzo
(Dollari per barile, milioni di barili al giorno)



Offerta e domanda di petrolio: 2015 stime EIA.
Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA e Thomson Reuters.

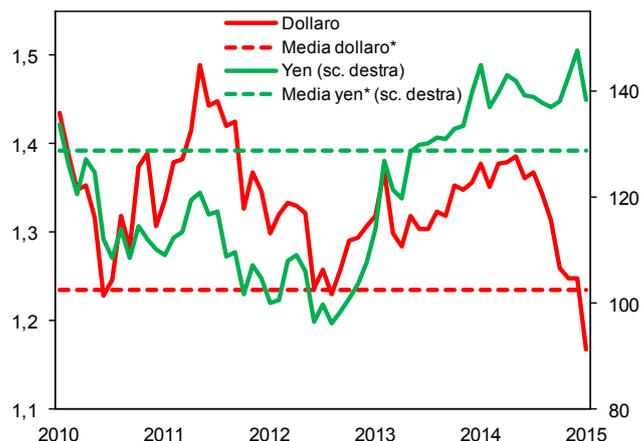
CAMBIO

Prosegue la svalutazione dell'euro: -8,3% il tasso di cambio effettivo nominale da maggio 2014 a fine gennaio 2015. È favorita dalle misure espansive BCE e dalla persistente debolezza dell'economia dell'Area. La svalutazione offre un freno alle pressioni deflazionistiche, derivanti anche dal crollo delle quotazioni *oil*, e una spinta all'export, che si realizzerà pienamente nel corso del 2015, favorendo la ripresa.

In particolare, l'euro si è molto indebolito sul **dollaro** (-18,3%), al livello minimo da 11 anni (1,13), anche a causa della robusta crescita USA e della fine del QE della FED, e sulle monete a esso agganciate (-18,4% sullo **yuan**). Meno su quelle di altri importanti partner europei (-7,8% sulla **sterlina** e +2,1% sullo **zloty polacco**) ed extra-europei (-8,6% sulla **lira turca**, -5,8% sullo **yen** e -5,5% sul **real**).

Il **franco svizzero**, dopo l'inatteso abbandono, a gennaio, del *cap* sull'euro (a 1,20), è ora scambiato alla pari con la moneta unica. Offrendo un ulteriore stimolo all'export italiano: la Svizzera è il suo quarto mercato di destinazione, seppure sia elevata la quota di beni poco sensibili al prezzo.

Euro sotto la media di lungo periodo sul dollaro
(Tassi di cambio nominali bilaterali, dati mensili, valuta per euro)



* Media 1999-2014.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

POLITICHE MONETARIE E TASSI

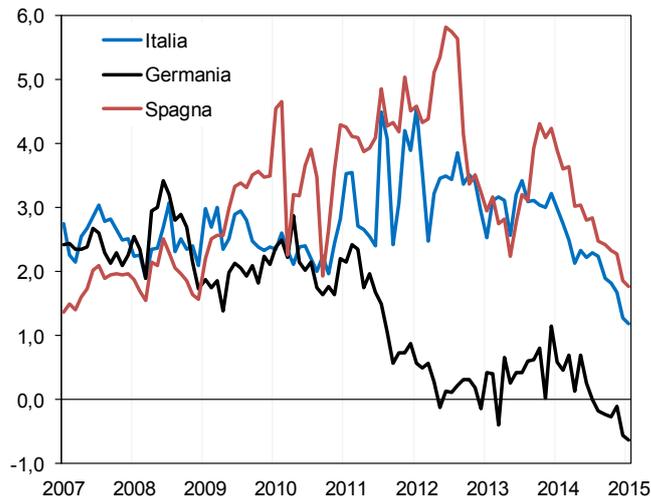
La **BCE** ha varato il 22 gennaio acquisti di titoli pubblici e privati per 1.140 miliardi (60 al mese da marzo 2015 a settembre 2016). Ciò è in grado di abbassare i tassi reali a lunga nella media dell'Area euro di 109 punti base (stime CSC). La **BOJ** ha allungato di un anno la durata di alcuni strumenti espansivi. La **FED** inizierà in primavera ad alzare i tassi ufficiali, ma le attese dei mercati sono di un rinvio.

I **tassi reali** a lunga sono ancora alti proprio nelle economie che più hanno bisogno di stimoli: 1,2% in Italia a gennaio contro -0,6% in Germania). I **tassi nominali** sono calati: 1,56% il BTP decennale, da 3,9% un anno fa; 0,4% il Bund da 1,9%. Ma è scesa pure l'**inflazione**: 0,7% a dicembre la *core* in Italia, 2,1% nell'estate 2012. Tassi nominali già anche negli USA (1,8% da 2,9%) e Giappone (0,2% da 0,7%).

I minori rendimenti a lunga riducono il **costo del denaro**. In Italia il tasso sul credito alle aziende, già diminuito negli ultimi mesi, può scendere di almeno altri 0,4 punti grazie alle nuove misure BCE, con **risparmi** sugli interessi per 3,2 miliardi di euro all'anno.

Tassi reali in Italia e Spagna ancora alti

(Rendimenti % dei titoli di Stato a 10 anni meno inflazione core)



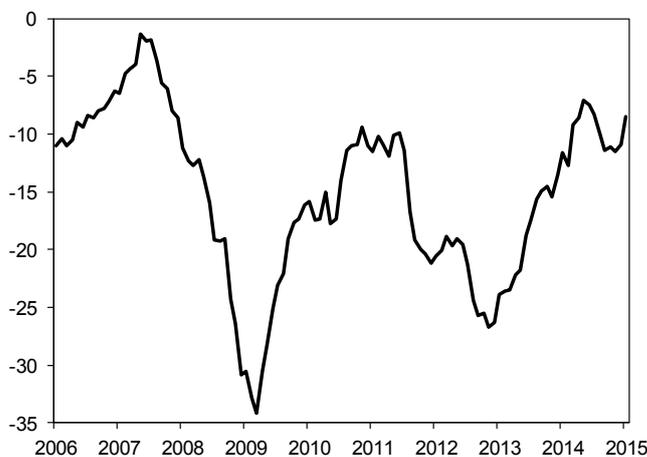
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, Eurostat.

Sta iniziando ad accelerare la ripresa nell'**Eurozona**: in gennaio è aumentata la fiducia dei consumatori (a -8,5 da -10,9) e il PMI composito è salito (a 52,2 da 51,4), grazie alla migliore dinamica di servizi e manifatturiero. Cominciano a farsi sentire le ricadute positive della svalutazione, del più basso costo del petrolio e del credito meno stretto.

La Commissione europea ha ampliato finalmente gli spazi per la **politica di bilancio**. Sarà possibile escludere dai vincoli del patto di stabilità, in certe condizioni, parte del cofinanziamento nazionale dei fondi europei (3,5 miliardi nel 2015 per l'Italia) e ridurre l'ammontare della restrizione richiesta (non più lo 0,5% strutturale ma lo 0,25%), anche in relazione alle riforme strutturali.

In **Grecia** la strana maggioranza tra il partito di sinistra del premier e il partito indipendentista anti-euro renderà più difficile del previsto il negoziato con la Troika sul programma in corso e sul rimborso degli aiuti ricevuti. Ciò creerà incertezza anche attraverso la fibrillazione dei mercati finanziari. Un accordo appare tuttora l'esito più probabile e potrebbe dare una forte spinta verso politiche europee più espansive.

Consumatori più ottimisti nell'Euroarea
(Indice di fiducia dei consumatori)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

EUROZONA

La **produzione industriale** in gennaio è aumentata dello 0,3%, dopo il +0,1% in dicembre (stime CSC). Il 4° trimestre ha chiuso meglio dell'atteso, con un calo dello 0,3%; nel 1° l'acquisito è di +0,5%. Tale dinamica è coerente con un **PIL** piatto a fine 2014 - che riduce il trascinamento al 2015 a -0,1% (dal -0,2% stimato a dicembre) - e in crescita nel 1°.

Nell'ultimo mese sono divenute ancora più forti le **spinte all'economia** che vengono dal quadro internazionale: minore prezzo del petrolio, euro più debole e calo dei tassi a lunga. Questi fattori, assieme al più vivace commercio mondiale, tendono ad alzare il PIL del 2,1% quest'anno e di un altro 2,5% il prossimo.

Le **indagini qualitative** nel manifatturiero mostrano tendenze contrastanti. In dicembre il PMI segnala il 3° arretramento mensile degli ordini (a 47,0 da 47,8) a causa della domanda interna (quella estera sale); per l'ISTAT invece sono migliorate sia le valutazioni sugli ordini totali (saldo a -24 da -25) sia le attese di produzione e ordini. I dati provvisori europei rilasciati per gennaio suggeriscono un netto progresso del PMI.

Le spinte alla crescita italiana
(Incrementi % del PIL)

	2015	2016
Prezzo del petrolio ¹	0,6	1,1
Tasso di cambio ²	0,8	0,7
Commercio mondiale ³	0,5	0,3
Tassi reali a lungo termine ⁴	0,2	0,4
Totale	2,1	2,5

¹ Da 108 nei primi otto mesi del 2014 a 45 dollari per barile nel 2015-2016; ² da 1,33 nel 2014 a 1,15 dollari per euro nel 2015-2016; ³ da 3,2% nel 2014 a +4,4% nel 2015 e +4,5% nel 2016; ⁴ il rendimento reale dei BTP decennali scende di 109 punti base, grazie al QE della BCE.

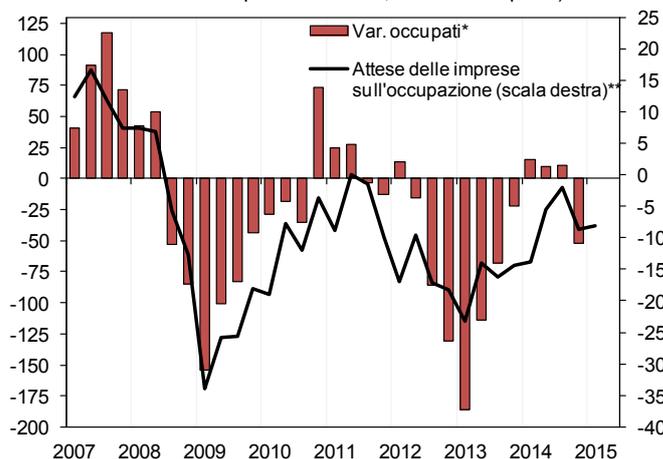
Fonte: elaborazioni e stime CSC.

In novembre l'**occupazione** è calata di 48mila unità che, sommate alle 65mila perse a ottobre, portano la variazione nel bimestre autunnale a -0,2% rispetto al terzo trimestre. Questi dati sembrano mettere in forse il quadro di stabilizzazione degli occupati delineatosi da fine 2013; tuttavia, la diminuzione dello stock di persone con lavoro potrebbe riflettere il fatto che le imprese abbiano rinviato assunzioni al 2015, in vista dei cambiamenti normativi in atto e dei benefici contributivi appena introdotti. Se questa fosse la spiegazione, allora è prevedibile un'ulteriore flessione a dicembre, seguita da un rimbalzo nei primi mesi del 2015.

Le **aspettative delle imprese** sull'occupazione sono in miglioramento: il saldo delle risposte di quelle sopra ai 50 dipendenti è per i primi tre mesi del 2015 pari a -8,1 (da -8,6 del trimestre precedente e -13,9 di un anno fa).

Il **tasso di disoccupazione** ha toccato in novembre il massimo storico: 13,4% (+0,1 mensile). L'aumento rispetto al 12,4% dell'ultimo quarto 2013 è principalmente dovuto all'espansione della forza lavoro (+1,0% da fine 2013).

Occupazione pronta a ripartire a inizio 2015
(Italia, migliaia di occupati, variazioni trimestrali; attese delle imprese a tre mesi, saldi delle risposte)



* 4° trimestre 2014: media ottobre-novembre
** Differenze tra % risposte in rialzo/in ribasso, posticipate di 3 mesi.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Sole24Ore-Banca d'Italia.

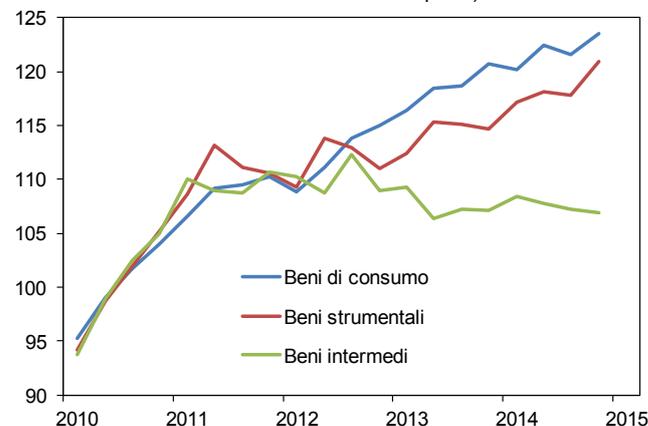
In dicembre sono ripartite le **esportazioni italiane extra-UE** (+3,2% mensile a prezzi correnti). In novembre, invece, l'export totale a prezzi costanti era diminuito dell'1,0% su ottobre. Giù soprattutto le vendite di **prodotti energetici**: al netto di queste si era registrato un -0,2%.

Nel bimestre ottobre-novembre l'export è aumentato dell'1,5% rispetto al terzo trimestre, grazie a maggiori vendite di beni di consumo (+1,6%), di investimento (+2,6%) ed energetici (+6,7%); giù, invece, quelle di semilavorati (-0,3%), che sono il legame con le catene globali del valore. In crescita l'**import** (+1,7%), segno di progressi nella domanda interna.

Debolmente positive le prospettive per l'inizio 2015. Nel quarto trimestre 2014 sono, infatti, migliorate le **attese sulla domanda estera** delle imprese industriali (indagine Banca d'Italia-II Sole-24 Ore); in territorio espansivo la componente ordini esteri del PMI manifatturiero, seppure ai minimi da un anno e mezzo. Nei prossimi mesi si dispiegherà il potente effetto della svalutazione dell'euro, mentre il calo della domanda interna dei paesi esportatori di **oil** (11,4% sull'export italiano) anticipa il rilancio di quella degli importatori.

Export frenato dai semilavorati

(Italia, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti, 2010=100 e saldi delle risposte)



4° trimestre 2014: media ottobre-novembre.
Export in valore deflazionato con i prezzi alla produzione dei prodotti venduti all'estero.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

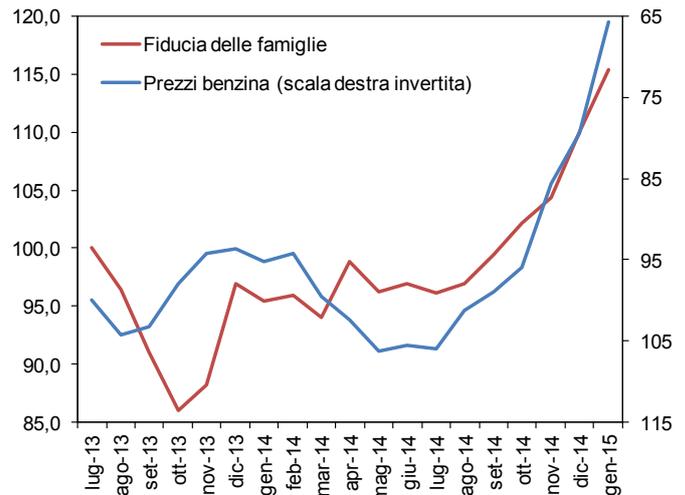
USA

Negli **USA** il rallentamento dei consumi (e del PIL, dall'eccezionale +5,0% annualizzato nel 3°) a fine 2014, con le vendite al dettaglio in forte calo a dicembre (-0,9% su novembre), è temporaneo. La spesa delle famiglie beneficerà, infatti, della cospicua riduzione dei prezzi della benzina (-42% da luglio 2014) e dell'aumento dell'occupazione.

A dicembre sono stati creati 252mila **nuovi posti di lavoro** nel settore non agricolo; +246mila in media al mese da inizio 2014, il risultato migliore dal 1999. Ciò fa salire i redditi, rafforza la **fiducia**, aumentata di 4,6 punti in gennaio (indice Università del Michigan), e rialza la propensione alla spesa. Anche per il contemporaneo calo della forza lavoro (-0,2%), il tasso di disoccupazione è sceso al 5,6%, al limite superiore della forchetta obiettivo fissata dalla FED (5,2-5,5%).

L'**apprezzamento del dollaro**, mantenendo bassa l'inflazione, fornirà un'ulteriore spinta al potere d'acquisto delle famiglie. Ma ridurrà il contributo alla crescita delle esportazioni, che però rappresentano solo il 13% del PIL.

Dalla benzina forte sostegno alla fiducia in USA
(Dati mensili, indici luglio 2013=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, Università del Michigan.

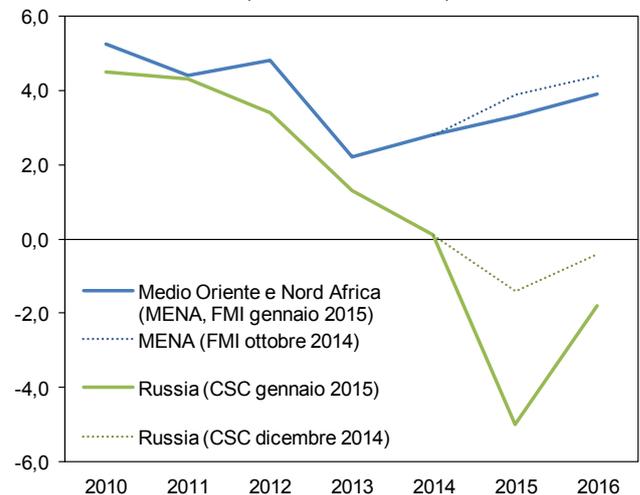
EMERGENTI OIL EXPORTER

Gli effetti del crollo del prezzo del petrolio sugli **emergenti oil exporter** sono rapidi e intensi e visibili negli andamenti dei loro PIL nel 2015-16. Questi paesi pesano per il 7,7% sull'export italiano, con Russia, Emirati Arabi e Arabia Saudita come principali sbocchi (per un 4,9% totale).

Il CSC rivede all'ingiù le previsioni del **PIL russo** nel 2015 e nel 2016: -5,0% e -1,8% (in dicembre -1,4% e -0,4%). La recessione deriva dal repentino calo del prezzo del greggio e dagli effetti della crisi Ucraina che, attraverso le ritorsioni commerciali e finanziarie, ha innescato fuga di capitali e crollo del rublo. La recessione è accentuata dalle debolezze strutturali irrisolte.

Anche le stime di crescita per **Emirati** e **Arabia** peggiorano: da oltre il 4% annuo, per entrambi, nel 2015-16 a meno del 3% (secondo le nuove stime dell'FMI di gennaio 2015). Sono meno vulnerabili di altri **oil exporter** grazie alle ingenti riserve accumulate e a una relativa diversificazione dell'economia (il settore *non oil* rappresenta il 65% del valore aggiunto negli Emirati e il 56% in Arabia).

Previsioni peggiori per i principali oil exporter
(PIL reale, variazioni %)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

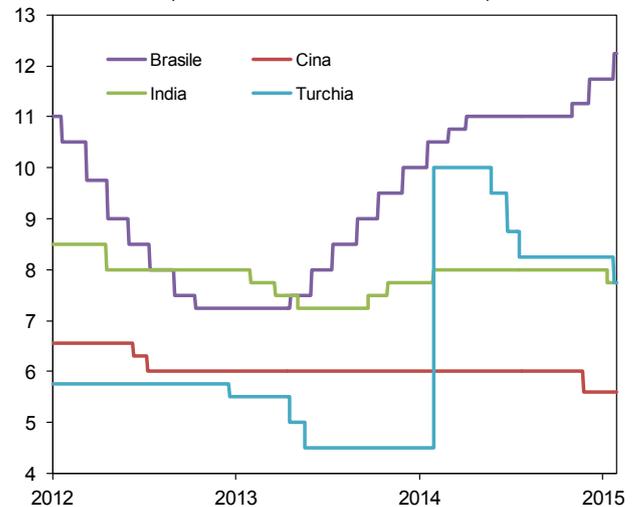
EMERGENTI OIL IMPORTER

L'**economia cinese** è cresciuta del 7,4% nel 2014, minimo dal 1990. Nonostante il calo del prezzo del greggio e gli interventi di stimolo del governo, il rallentamento è proseguito: +1,5% congiunturale il PIL nel 4° trimestre (da +1,9% nel 3°) e 49,8 il PMI manifatturiero a gennaio (stima flash). Probabili ulteriori misure, non solo monetarie, nei prossimi mesi.

In **India**, grazie all'inflazione sotto l'obiettivo del 6% (5,0% annuo in dicembre), la Banca centrale ha anticipato a gennaio il primo di una serie di tagli del tasso ufficiale (-25 pb, a 7,75%), che nel 2015 favoriranno la crescita insieme alle riforme. In **Turchia**, la frenata dei prezzi al consumo (+8,2% in dicembre, ai minimi da febbraio) e forti pressioni politiche indurranno le autorità monetarie a ridurre ulteriormente i tassi nel 2015 (-50 pb in gennaio) a sostegno dell'economia.

In controtendenza si è mossa la Banca centrale del **Brasile**: il terzo rialzo consecutivo del tasso ufficiale in gennaio (+50 pb, a 12,25%), causato da un'inflazione ancora non sotto controllo (+6,4% annuo in dicembre), mette a rischio la ripresa dell'economia stagnante nel 2014 (+0,1% il PIL).

Giù i tassi nell'Asia emergente
(Tassi ufficiali di riferimento, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.