



CONGIUNTURA *flash*

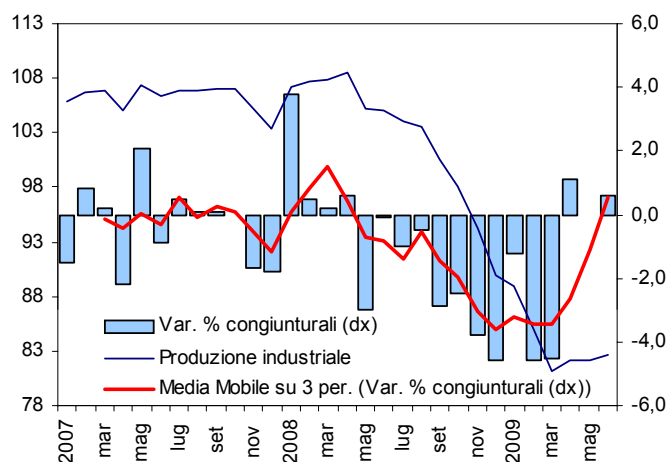
Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Luglio 2009

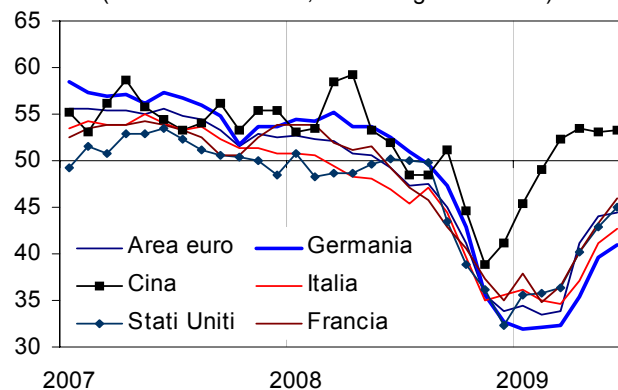
La ripresa si profila in **ordine sparso**. Il crollo dell'attività è stato sincronico nei diversi Paesi, accomunati da dinamiche analoghe nei singoli settori manifatturieri. I segnali di svolta sono invece molto differenziati. Robusti in **Asia**: Cina e India sono tornate già da qualche mese in espansione, grazie alla domanda interna; il Giappone ha messo a segno un recupero del 14% nella produzione industriale tra marzo e maggio. Nel resto delle economie avanzate i progressi sono minori in **Eurolandia** (vendite di auto in forte aumento; in Germania balzo di produzione e ordini in maggio), maggiori negli **USA** (produttività e ordini su, mercato immobiliare meno fragile). In **Italia** la produzione si è stabilizzata sui livelli molto bassi toccati a marzo; migliorano le aspettative di produzione e commesse, indicando incrementi di attività nella seconda metà dell'estate; sono meno sfavorevoli le **condizioni per investire**. L'**aggiustamento americano** è molto più avanzato di quello europeo: le imprese hanno drasticamente tagliato investimenti, scorte e occupazione, si sono assicurate fondi a bassi tassi direttamente sul mercato e sono pronte a ripartire. Nell'eurozona il sistema bancocentrico continua a **razionare il credito** (specie da parte delle grandi banche che operano con criteri più rigidi), i tagli occupazionali necessari per recuperare **margini di profitto** arriveranno nei prossimi mesi e freneranno i consumi. La **disoccupazione italiana** è destinata a salire; la CIG a giugno è aumentata molto (su maggio +12,8% l'ordinaria e +7% la straordinaria), supererà nel 2009 i livelli assoluti del 1984 (non in rapporto alla forza lavoro). L'**avversione al rischio** si è solo un po' ridotta, come si vede dagli **spread** tra Paesi e tra titoli di Stato e di imprese. Si sono ancor più prosciugati i **flussi di capitali** verso i paesi emergenti, soprattutto l'**Est Europa**, negli ultimi anni fiorente mercato di sbocco per il made in Italy. I **tassi** pagati dalle imprese italiane sui nuovi prestiti sono scesi al 2,80% in maggio (3,61% per quelli fino a un milione, 2,38% per quelli oltre). I **cambi** sono mossi da forze contrapposte che si equilibrano: i fondamentali più favorevoli al dollaro e la graduale riduzione del ruolo della moneta americana come valuta di riserva.

- In Italia l'attività manifatturiera si stabilizza con segni di recupero, ma i livelli sono molto bassi. In giugno la **produzione industriale** è cresciuta dello 0,6% su maggio (stime CSC), quando è rimasta invariata sul mese precedente (in aprile +1,2% mensile, dati destagionalizzati).
- Migliorano le **condizioni per investire** nel giudizio delle imprese: in giugno il saldo delle risposte è salito a -12,8, da -44,4 di marzo (indagine Banca d'Italia-II Sole 24 Ore). Meno negativa anche la **tendenza di ordini e domanda** rilevata dall'ISAE per i beni di investimento: il saldo sale a -2 in giugno, massimo da un anno.
- Le **attese di produzione** ISAE puntano a un progresso dell'attività industriale nei prossimi mesi: il saldo in giugno è a -8, dal -10 di maggio (-23 il minimo toccato in marzo).
- E' rallentata la contrazione manifatturiera nell'eurozona, ma gli indici **PMI** sono rimasti in giugno in territorio ampiamente negativo; 42,7 in Italia (da 41,1). Sono in territorio espansivo in Cina (53,2) e India (55,3). Negli USA è risalito a 44,8, sopra i livelli di settembre 2008.
- In Italia l'**indice di fiducia** ISAE è aumentato in giugno per il terzo mese consecutivo nel manifatturiero (69,3) e tra i consumatori (105,4). In Germania l'indice **IFO** è arrivato a 85,9, picco da sette mesi; lo **ZEW** si è portato a 39,5 (luglio) sui livelli della primavera 2006; il rimbalzo della produzione manifatturiera in maggio (+5,1% su aprile) concretizza il miglior sentimento.
- Le **immatricolazioni di auto** nell'area euro aumentano in giugno dello 0,7% mensile (+7,3% a maggio). In Italia crescono dell'8% dopo due mesi di stabilità. Negli USA salgono del 4,8%, dopo il -1% di maggio.

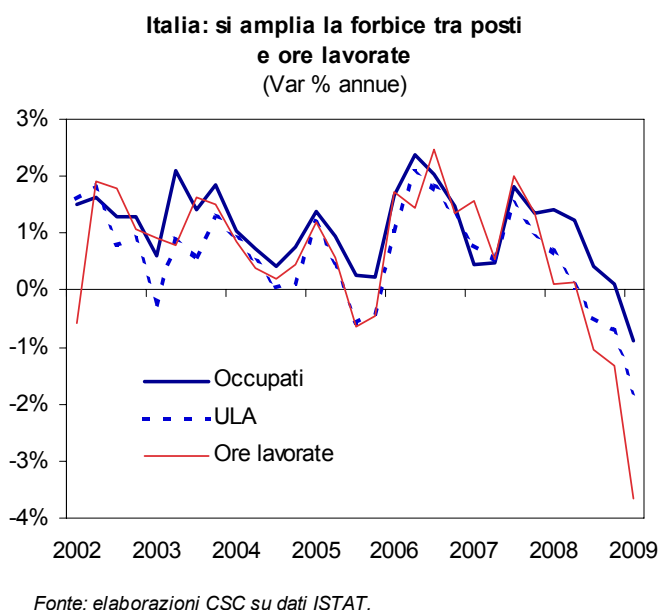
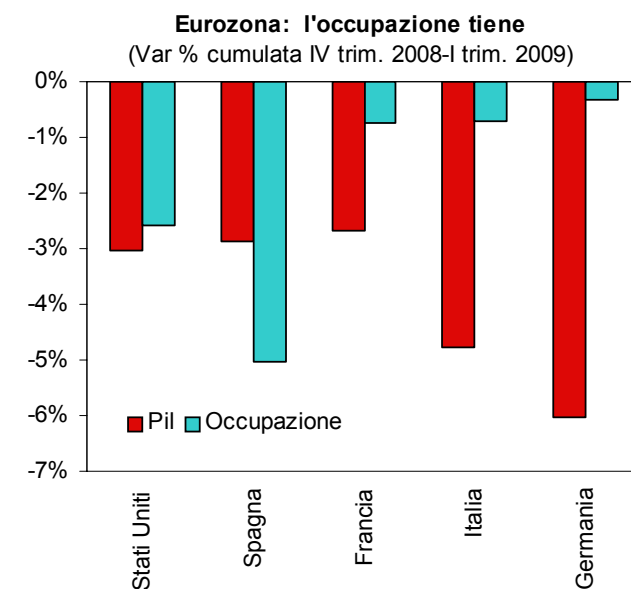
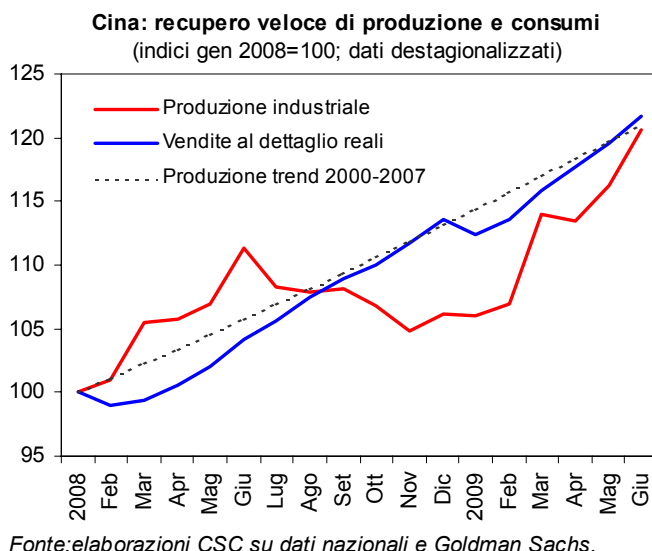
Italia: si stabilizza la produzione industriale
(2005=100, dati destagionalizzati)



Riparte la Cina, timidi passi negli altri paesi
(PMI manifatturiero, 50 = soglia neutrale)



- **Cina** è stata la prima grande economia a ricollocarsi sul sentiero di crescita pre-crisi, già dalla prima metà del 2009. Produzione e consumi hanno recuperato velocemente i livelli precedenti grazie alla politica economica fortemente espansiva.
- La crescita del **PIL del 2° trimestre** sorprende al rialzo: 7,9% annuo (da 6,1% nel 1°) che implica una crescita trimestrale destagionalizzata annualizzata di 16,5% sul 1° 2009, un valore vicino al massimo storico di 18,5% del 3° trimestre 2003.
- La **produzione industriale** è cresciuta più del previsto a giugno (+3,8% da 2,7% a maggio, destagionalizzati). Corrono gli investimenti (anche immobiliari) e i consumi, di auto in primo luogo (+48% annuo a giugno, +26% annuo nel 1° semestre 2009). Confermano i dati di produzione quelli di consumo di energia elettrica: +15% nel 2° trimestre 2009 sul 1° e 2,5% su giugno 2008.
- Le **vendite al dettaglio** reali sono aumentate in giugno dell'1,6% sul mese precedente (1,9% in maggio, dati destagionalizzati) e del 15% annuo (+15,5% nel 2008).
- Nei **mercati del lavoro europei** i riflessi negativi della profonda contrazione dell'attività economica si stanno manifestando con ritardo e finora in maniera meno marcata rispetto agli Stati Uniti. Nel semestre a cavallo tra 2008 e 2009, l'occupazione in Germania, Francia e Italia ha subito una flessione inferiore all'1%, nonostante la brusca caduta del PIL. Seppur più flessibili grazie alle riforme, i mercati del lavoro europei sono ancora caratterizzati da elevati costi di aggiustamento che inducono le imprese a un maggior ricorso a strumenti di contenimento temporaneo dell'utilizzo del lavoro, come la riduzione dell'orario.
- La minore contrazione dei livelli di occupazione nell'area euro comporta una **caduta della produttività**, che, a fronte della rigidità dei salari, comprime i margini di profitto delle imprese, porterà a tagli occupazionali e rallenterà la ripresa nell'Eurozona rispetto agli USA.
- In **Italia** nel primo trimestre del 2009 è stato piccolo il calo degli occupati rispetto al trimestre precedente: -76mila posti (-0,3% contro il -2,6% del PIL). Dall'inizio della recessione sono 200mila i posti persi, un calo molto inferiore alle 500mila unità di lavoro a tempo pieno indicate dai dati di Contabilità Nazionale. La differenza riflette il ricorso a riduzioni di orario (anzitutto la CIG).
- In giugno hanno continuato ad aumentare le ore autorizzate di CIG (+6,8% rispetto a maggio, dati destagionalizzati). Se le richieste rimanessero al livello di giugno per il resto dell'anno, il monte ore nel 2009 raggiungerebbe gli 839 milioni, superando il picco del 1984 (812 milioni). In rapporto alla forza lavoro, una volta trasformate nell'equivalente di lavoratori occupati a tempo pieno, le ore di CIG nel 2009 sono stimate raggiungere l'1,93%, contro l'1,40% del 1993 e il 2,11% del 1984.
- E' aumentato e aumenterà il **tasso di disoccupazione**: 7,3% nel primo trimestre del 2009 dal 6,5% a inizio 2008 in linea con le previsioni CSC (8,6% medio 2009). E' elevato il rischio che la disoccupazione ciclica si trasformi in strutturale e incida negativamente sulla crescita potenziale.



■ I **prestiti alle imprese** in Italia sono rimasti stabili in maggio (+0,1% destagionalizzato) frenando a +2,6% annuo (12,6% un anno fa). Nell'Euroarea -0,3% in un mese e +4,4% annuo (da +14,2%). Resta alta la quota di imprese manifatturiere italiane che **non ottiene il credito** (7,5% a maggio). I prestiti all'economia dei **maggiori gruppi** in Italia calano del 2,1% annuo a marzo (+10% a novembre 2007). Quelli delle altre banche restano in crescita (10%). Le grandi banche, che si finanziavano più sui mercati all'ingrosso, hanno avuto maggiori difficoltà di raccolta. Le piccole sono più radicate nelle economie locali.

■ Per i maggiori gruppi bancari i **profitti** scendono: in Italia da 0,9% degli asset nel 2007 a 0,3% nel 2008, da 1% a 0,4% negli USA e a -0,4% in Germania. La **capitalizzazione** cresce: in Italia da 6,5% a 7,3% (tier 1 su asset), in Germania da 7,8 a 8,9, negli USA da 8,3 a 9. Ciò può nascere dal **deleveraging**, riduzione di prestiti a parità di capitale. In Italia nelle grandi banche fino al 2008 i **prestiti** tengono in rapporto ai **depositi** (71,9% da 71,5) e salgono in rapporto all'**attivo** (intorno a 60%). In Germania (da 28 a 25,2) e USA (da 61,9 a 54,8) cala il rapporto prestiti/depositi.

■ I **tassi a lungo termine** segnalano maggior fiducia (o minor pessimismo) sulle prospettive economiche rispetto a inizio anno, nonostante il calo di 0,2% nelle ultime settimane di tutta la **curva dei tassi**. I rendimenti sui bond statali tripla A in Eurolandia sono saliti da 3,65% a 4,52% su quelli a 30 anni, da 3,96% a 4,56% a 20 anni, da 3,67% a 3,93% a 10 anni. I **tassi a breve** sono invece scesi: oltre un punto il rendimento sui titoli statali a 3 mesi (da 1,68% a 0,57%), ancor più l'Euribor a 3 mesi (da 2,89% a 0,95%). La **curva** è diventata più inclinata fino a 15 anni e di nuovo piatta, da negativa, nella parte finale.

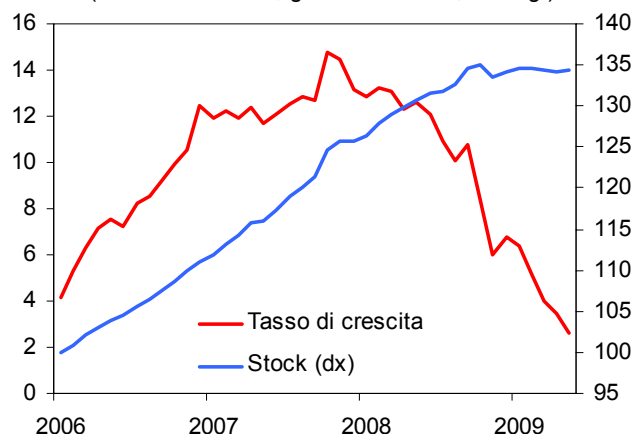
■ Restano ampi gli **spread**, a causa del persistere di alta avversione al rischio. Tra paesi: a metà luglio lo spread Italia-Germania a 10 anni era di 0,97% (1,92% Irlanda-Germania). E per le **imprese**: i rendimenti sui bond tripla A sono di 1,13 punti più alti in USA rispetto ai titoli di Stato (max di 2,02 a ottobre 2008, 0,59 tra 2004 e 2006), di 1,21 punti in Eurolandia (max di 1,91 a maggio 2009, 0,18 tra 2004 e 2006).

■ Più forte dell'atteso il crollo dei **flussi di capitali** verso i paesi emergenti. L'*IIF* ha rivisto al ribasso le stime 2009: i flussi netti calano a 119 miliardi di dollari, -59% sul 2008 (291 miliardi) e lontani dai 962 miliardi del 2007. Si prevede un recupero veloce nel 2010, a 323 miliardi.

■ Gran parte della caduta è nei **finanziamenti bancari**, il cui flusso netto diventa negativo: -95 miliardi di dollari, da +96 nel 2008 e +398 nel 2007. Nel 2010 si prevede un flusso netto positivo di 44 miliardi.

■ A risentirne maggiormente è l'**Est Europa**: -33 miliardi di dollari di afflussi netti nel 2009, da 214 nel 2008. Nel 2010 è atteso un recupero a 122 miliardi (che appare però ottimistico). Tengono gli investimenti diretti: 47 nel 2009 e 61 nel 2010, da 71 nel 2008. Ma crollano i finanziamenti, bancari e non: -82 nel 2009 e 56 nel 2010, da 162 nel 2008.

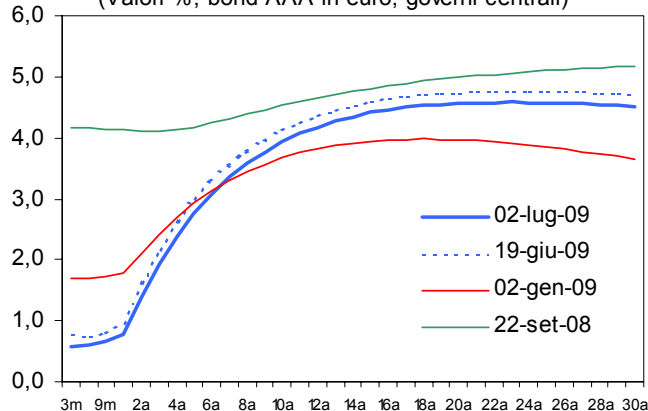
Italia: fermo il credito bancario alle imprese
(Var. % a 12 mesi; gen. 2006 = 100, destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

Più ripida la curva dei tassi in Eurolandia

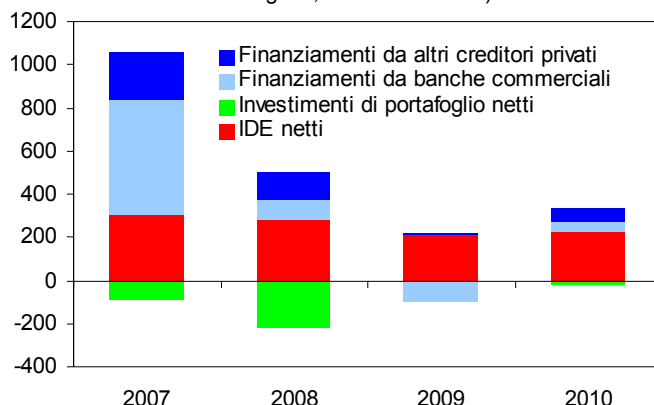
(Valori %; bond AAA in euro, governi centrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

PVS: ancora la siccità di capitale estero

(Flussi netti di capitali esteri privati verso i paesi emergenti, miliardi di dollari)



¹ Flussi nei principali paesi emergenti: fino a gennaio il campione era di 28 paesi, a giugno sono stati aggiunti i 6 del Gulf Cooperation Council (GCC).

Fonte: previsioni 2009-10 Institute of International Finance (giugno 2009).

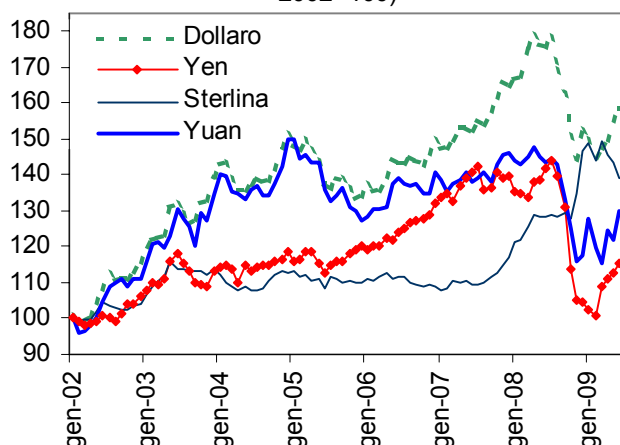
- Continua a ritmi sostenuti la diminuzione dei **prezzi delle case**. E' accelerata nel primo trimestre 2009 nei paesi dove più estesa è stata la bolla immobiliare: Stati Uniti -6,92% (contro il -6,62% del trimestre precedente), Irlanda -2,96% (-2,47%) e Spagna -3,02% (-2,42%). In USA pare giunta al termine mentre proseguirà in Europa (Germania esclusa).
- In **Italia** nel 2008 i prezzi delle abitazioni si sono ridotti mediamente del 2,4% rispetto al 2007 e nel 2009 si stima un'ulteriore contrazione del 9% dopo un primo trimestre in diminuzione del 4,5% e un secondo del 3,9%. Il numero di transazioni immobiliari nel segmento residenziale è diminuito del 15,1% nel 2008 e per il 2009 è stimata una nuova riduzione del 20%, che riporta i livelli ai valori di inizio anni 2000.
- L'aggiustamento frenerà la ripresa: deprime il settore edilizio, riduce la ricchezza, accresce la prudenza delle banche nel concedere prestiti ipotecari.
- La **svalutazione dell'euro** dal luglio 2008 è stata estesa: -11,3% sul dollaro, -20,3% sullo yen e -11% sullo yuan. Solo la sterlina ha perso terreno verso la moneta unica (-8%), riflettendo la maggiore esposizione alla crisi finanziaria rispetto alla media dei paesi dell'area. Tuttavia, si tratta di movimenti che compensano solo in parte le rivalutazioni precedenti.
- Gli aggiustamenti sono stati dettati dalla fuga verso la qualità che ha premiato il **dollaro** e posto fine al *carry trade* che penalizzava lo yen. Da marzo la normalizzazione dei mercati finanziari sta facendo riemergere i fondamentali nell'andamento dei cambi.
- Fondamentali che sono migliorati per la valuta USA: riduzione del deficit corrente e prospettive di ripresa più forte. Tuttavia, sul biglietto verde grava l'incognita di una minore domanda come **moneta di riserva** che lo espone a bruschi indebolimenti.
- L'**export italiano** è stato particolarmente colpito dal crollo del commercio internazionale (-19% in volume nei primi quattro mesi 2009 rispetto allo stesso periodo 2008). Sono stati più penalizzati i settori di maggiore specializzazione, macchinari in primis.
- La **bilancia commerciale** italiana si è notevolmente deteriorata in volume nel primo trimestre del 2009, passando da un attivo che sfiorava l'1% del PIL nel secondo trimestre del 2008 a un passivo dello 0,6%. La caduta del saldo commerciale nasce dal crollo delle esportazioni (-24% a prezzi costanti) ed è stata contenuta dalla contestuale diminuzione dell'import (-19%). In valore, il miglioramento delle ragioni di scambio, grazie al calo dei prezzi delle materie prime, porta a un debole avanzo del saldo commerciale pari allo 0,1% del PIL (primo trimestre 2009).
- Se i segnali di ripresa internazionale si radicheranno, negli ultimi mesi del 2009 ci sarà un **recupero** delle esportazioni italiane e un probabile progresso del saldo commerciale.

Prezzi delle case: aggiustamento in corso
(Var. % reali, deflazionate con i prezzi al consumo)

	2007/2000	2008/2007	Q1-09/Q4-08
Spagna	93,9	-5,5	-1,3
Francia	80,9	-7,5	-0,6
Regno Unito	79,7	-18,0	-4,1
Irlanda	58,7	-11,9	-1,8
Stati Uniti	53,9	-19,5	-6,3
Italia	47,0	-2,4	-3,2

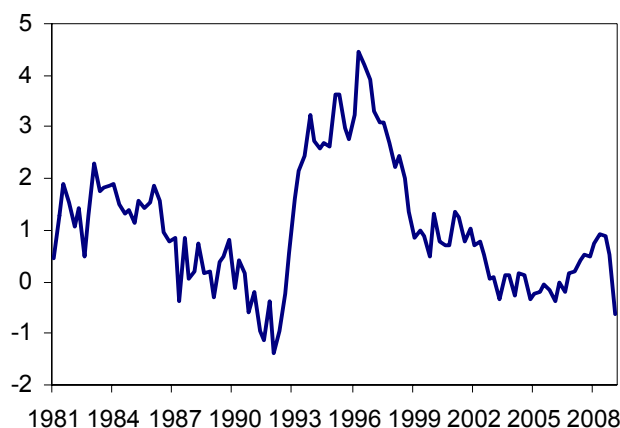
Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali.

L'euro resta forte
(Cambi nominali rispetto all'euro, gennaio 2002=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Italia: il crollo del saldo commerciale
(In % del PIL, valori concatenati anno 2000)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT