



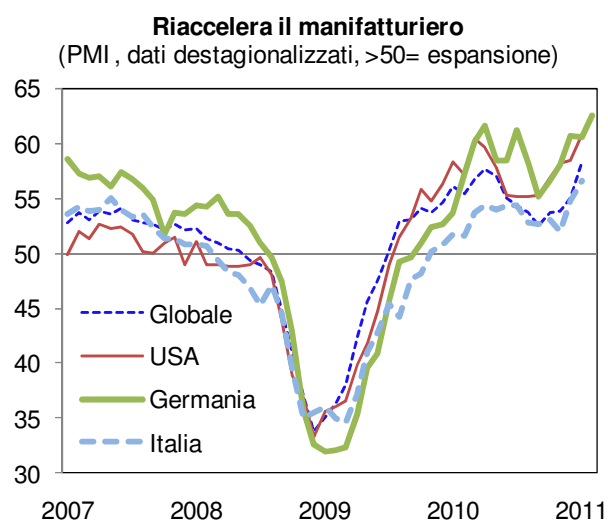
# CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Febbraio 2011

La **ripresa globale** prosegue a ritmi molto elevati, ma non uniformi. Gli indicatori, alcuni al top dal 1996, segnalano che il passo è molto **robusto** e in accelerazione in **USA, Germania, Brasile e Russia**, mentre rallenta in Cina e India. L'**economia italiana** procede **meno rapida**: dopo lo stop tra estate e autunno 2010, l'**attività industriale** ha recuperato slancio all'inizio del 2011, trainata dall'export (invece i consumi ristagnano). Questo scenario favorevole è incrinato dai livelli record dei **prezzi delle materie prime**. L'allarme è acuito dagli sconvolgimenti politici in paesi esportatori di beni energetici. Guidate dai fondamentali e dai temporanei cali di offerta, le quotazioni sono tutte in forte ascesa, molto spesso ben oltre i massimi del 2008 e in certi casi (cotone, rame, cereali) a valori storicamente elevati. L'attesa di altri incrementi dei corsi attrae **investimenti finanziari** che ne accentuano i movimenti. La debolezza della domanda finale, soprattutto in Italia, frena il **trasferimento a valle** dei rincari degli input. Ciò è ben evidente per i derivati dei **cereali**. I **margini** nel manifatturiero italiano, già molto compressi, vengono così ancora **erosi**, complice l'ulteriore aumento del **CLUP**. Energia e alimentari causano variazioni più forti dei prezzi al consumo. L'**inflazione core** rimane bassa e salirà in misura contenuta. Consolidamento della crescita e tensioni inflattive elevano il **costo del denaro**. FED e BCE tengono i **tassi a breve** ai minimi di sempre, negativi in termini reali, molto espansivi. La **BCE** prepara verbalmente un **rialzo** (normalizzatore), ma deve considerare i divari dinamici delle economie e le politiche di bilancio austere. Nuove **strette** monetarie ci sono state in Cina, India, Svezia. Il **credito bancario** si fa ancora **più selettivo** e il divario con la domanda di prestiti si amplia, specie per le piccole imprese. Dalla rinnovata incertezza sono meno incoraggiati **appetito per il rischio** e investimenti in Borsa, che riducono il costo del capitale azionario. Mentre gli aumentati **tassi a lunga** rincarano il finanziamento tramite obbligazioni.

- Continua a ritmi sostenuti la crescita dell'**economia mondiale**. Il **PMI globale** totale è salito in gennaio a 58,3, top dall'aprile 2006. L'**anticipatore OCSE** migliora in dicembre e indica ripresa robusta in **Germania, Giappone e USA** e in progressione nell'**Euroarea**; nei BRIC bene Brasile e Russia, rallentano Cina e India.
- Nell'economia **tedesca** in febbraio il **PMI manifatturiero** è record a 62,6 (da 60,5) grazie a produzione e ordini. Sale ancora la **fiducia** tra le **imprese** (indice IFO a 111,2, massimo storico). L'aumento della domanda interna si somma al boom dell'export.
- In **USA** il **PMI manifatturiero** ha raggiunto a gennaio il top dal maggio 2004 e quello del **terziario** il massimo da metà 2007; bene la **fiducia dei consumatori**, ma deboli mercato del lavoro e vendite al dettaglio. In **Cina** il PMI scende nel **manifatturiero** (febbraio 51,5) e nei **servizi** (gennaio 54,6).
- In **Italia** riparte il **PIL** nel primo trimestre 2011, dopo il debole +0,1% nel quarto 2010. Il traino viene sempre dalla **domanda estera**: migliorano sia i giudizi ISTAT sugli ordini esteri sia la relativa componente del PMI (a 58,8, massimo da aprile 2000); l'export extra-UE segna +8,7% mensile in gennaio. Resta stagnante la domanda interna.
- Nel manifatturiero le **attese** delle imprese anticipano ulteriori incrementi di attività. L'aumento della produzione in gennaio (+0,5%, stima CSC), in linea con la componente output PMI (60,2 da 56,1, ai massimi da giugno 2006), porta a +1,1% la crescita acquisita nel primo trimestre.
- Si conferma lenta la dinamica dei **consumi**: deludenti i saldi invernali, ferme le immatricolazioni di auto e in lieve recupero la **fiducia delle famiglie** (in febbraio a 106,4) dopo la forte caduta di gennaio (105,9, da 109,1).



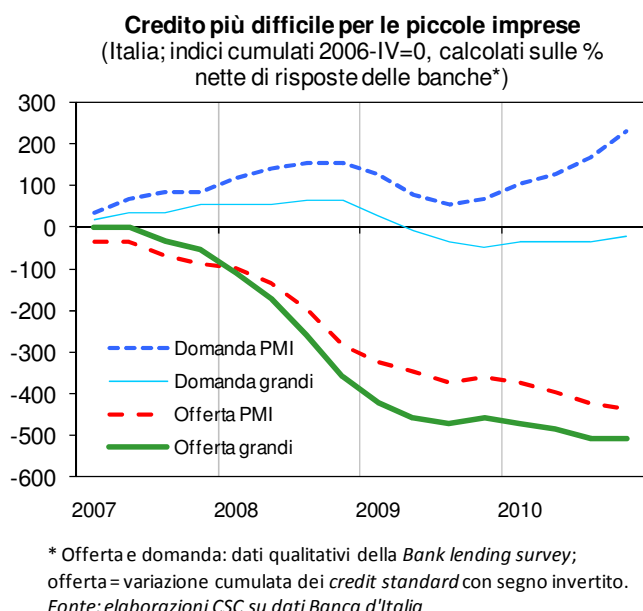
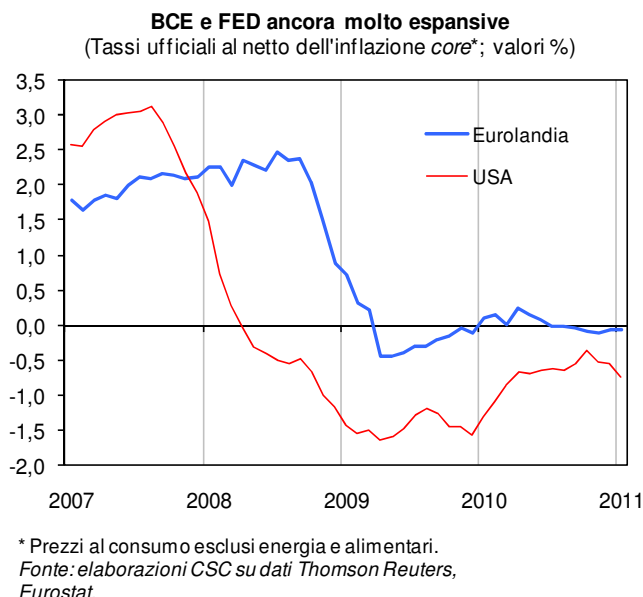
Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit e ISM.



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

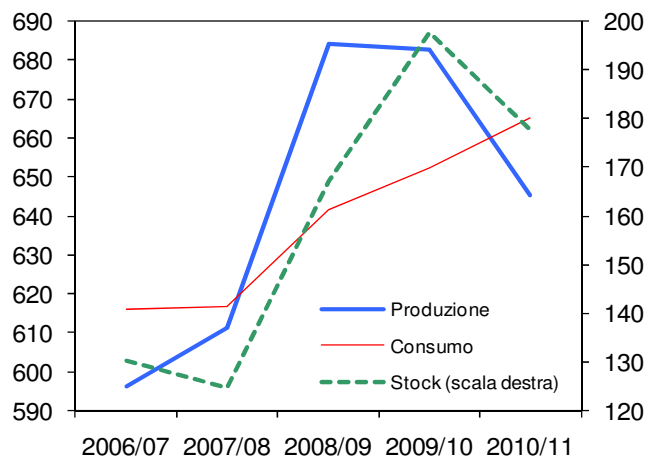
- Resta lontano il rialzo dei **tassi FED** dai minimi storici attuali: 0,25%, -0,75% reale (0,31% l'interbancario), con la disoccupazione alta e l'inflazione *core* bassa (1,0% a gennaio). Gli acquisti di titoli del Tesoro non evitano l'aumento dei **tassi a lunga** (3,5% a febbraio il *Treasury* a 10 anni, 2,4% in ottobre), spinti dalle migliori prospettive di ripresa, che quegli stessi acquisti hanno indotto.
- La **BCE** (tasso all'1,0%; -0,1% reale) potrebbe agire prima. I mercati si aspettano interventi nella seconda metà del 2011: il *future* sull'Euribor a 3 mesi è a 1,9% per dicembre (dall'1,1% di oggi). La BCE è in allerta, pur giudicando temporaneo l'aumento dell'inflazione se le aspettative restassero contenute. La sua decisione è complicata dalle **divergenze** di crescita nell'area. La **liquidità** fornita alle banche è sotto i valori pre-crisi ma resta ampia verso i PIGS (23,8% del totale alle banche greche). Il tasso a lunga in Germania è al 3,1% (2,3% in media a settembre) e gli **spread** dei periferici restano alti.
- In **altri paesi** prosegue la stretta sui tassi: a febbraio la Cina ha alzato a 6,06% (da 5,81%) e la Svezia a 1,50% (da 1,25%); a fine gennaio l'India a 6,50% (da 6,25%).
- Prima degli sconvolgimenti politici nei paesi *oil exporter*, era continuato il rialzo delle **Borse**: Wall Street a febbraio +74,7% dal minimo del 2009 (-14,1% dal picco del 2007); DAX tedesco +135,9% (e -6,0%); MIB italiano +51,2% (e -47,2%). L'aumentato prezzo delle azioni ha ridotto il **costo del capitale** per le imprese e accresciuto la convenienza a investire. L'*earning yield* è sceso negli USA al 5,75% in febbraio (6,45% a settembre), per la risalita delle quotazioni azionarie superiore a quella degli utili.
- Resta più alto l'**appetito per il rischio**, come segnala l'incremento negli USA dello *yield ratio* (0,61 in febbraio da 0,41 in settembre), rapporto tra rendimento dei titoli di stato a 10 anni e delle azioni.
- Il costo del capitale sale negli altri canali di finanziamento: i rendimenti sono arrivati a 5,2% a febbraio da 4,5% in settembre per le **obbligazioni tripla A** negli USA (in calo a 0,85% da 1,06% lo *spread* sui *Treasury* a 20 anni); più caro il **credito bancario**, per l'aumento del costo della raccolta dovuto ai maggiori tassi a lunga.

- Rimane difficile l'**accesso al credito** per le imprese e ostacola il consolidamento della ripresa. Negli **USA** i prestiti alle imprese iniziano a risalire (+0,4% mensile a gennaio) ma restano molto lontani dai livelli pre-Lehman (-24,0%). In **Eurolandia** sono tornati a calare (-0,7% a dicembre; -0,6% in Germania) e restano sotto i valori di picco (-4,3%; -6,1% in Germania).
- Anche in **Italia** i prestiti alle imprese restano deboli: a dicembre -0,3% mensile (+2,3% annuo). L'indagine ISTAT segnala un'ulteriore **stretta a gennaio** delle condizioni di accesso al credito nel manifatturiero (per il 12,8% delle imprese). I dati qualitativi Banca d'Italia mostrano maggiori difficoltà per le **piccole e medie imprese**: la loro richiesta di credito sale con più forza, mentre l'offerta si fa più selettiva. La stretta si traduce in **risalita dei tassi** pagati dalle imprese: 2,8% a dicembre dal 2,0% a maggio. Con l'Euribor a 3 mesi all'1,1%, gli **spread** si sono ampliati al nuovo picco (+1,8 punti, +1,3 a maggio).



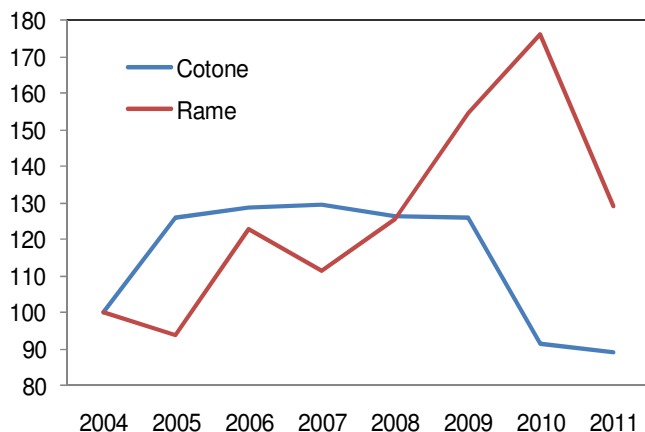
- Prezzi in forte aumento per le **materie prime**: +6,6% il **petrolio** Brent a febbraio (+37,3% da giugno 2010), +7,6% i **cereali** (+77,4%; indice CSC in dollari). Il grano è dell'11,8% oltre il picco 2008. Il Brent è del 21,1% sotto quei massimi, pur salito a circa 115 dollari al barile; l'ampio divario con il WTI USA (+16,7 dollari) si spiega con i timori degli sconvolgimenti politici nei paesi arabi.
- I rincari di energetici e alimentari sono alimentati dal trend dei **consumi** nei **Paesi emergenti**. Per il petrolio la domanda nel 2011 è stata rivista ancora al rialzo (89,3 mbg, +1,7% annuo, +5,6% in Cina; stime IEA). La crescita dell'intensità petrolifera in Cina sosterrà i prezzi anche nel lungo periodo. Per il grano la domanda cresce del 2,0% nella stagione 2010/11 (+5,4% in India).
- La difficoltà dell'**offerta** a tenere il passo è acuita da alluvioni e scioperi (cereali). Il raccolto di grano cala del 5,5% nel 2011, le scorte del 10,0%. Nonostante l'ampia capacità inutilizzata (4,7 mbg), l'estrazione OPEC aumenta (29,7 mbg a gennaio, 28,7 nel 2009) meno della richiesta e scendono le scorte.
- Prosegue la corsa delle quotazioni di **fibre** (+13,3% in dollari a febbraio, +95,5% da giugno 2010) e **metalli** (+3,8% e +29,4%).
- I corsi del **cotone** (+9,7% al mese negli ultimi otto mesi) sono i più alti dalla guerra civile americana. Cresce la domanda, in particolare in Cina (che assorbe il 70% della produzione mondiale), e si riduce la produzione, soprattutto per inondazioni in Pakistan, condizioni climatiche avverse in Cina, tasse all'export in India. I prezzi sono destinati a scendere poco dai picchi attuali.
- Per il **rame** le scorte, cresciute l'anno scorso, sono attese in riduzione. L'attesa di scarsità sta alimentando i prezzi (+4,6% mensile da dicembre). L'import cinese è in forte crescita (a gennaio +5,7% su dicembre) e secondo l'*International Copper Study Group* nel 2011 l'incremento della domanda sarà più forte di quello della produzione, dato che la richiesta in molte economie consumatrici è ancora sotto i livelli pre-crisi; ciò determinerà un deficit di offerta (435mila tonnellate) che terrà alte le quotazioni.
- Il rincaro di molte materie prime è sostenuto dall'afflusso di **capitali finanziari**. Scarsità anche temporanee di offerta (o tensioni geopolitiche come in Egitto e Libia) creano attese di aumenti dei prezzi, attirando investimenti che le avverano. Stime CSC indicano che gli aumenti del **petrolio** e il ruolo della speculazione si rafforzano a vicenda dal 2009 come già nel 2004-2008.
- Il contributo della finanza è forte anche per il **rame**: le posizioni speculative sono salite al picco storico a dicembre insieme ai prezzi. Il nesso tra prezzi e finanza aiuta a spiegare anche i rincari di **grano** e **mais**, non quello del **cotone**. Per i metalli la speculazione tiene alta pure la volatilità dei prezzi, sebbene sotto i picchi del 2008-2009.
- Si è indebolito il nesso tra **cambio del dollaro** e prezzi delle materie prime. Per il petrolio era stato forte fino al 2008: nell'attuale fase di risalita delle quotazioni, il dollaro non mostra un chiaro trend di indebolimento e ha oscillazioni molto più marcate.

**Grano: la domanda supera l'offerta**  
(Mondo; milioni di tonnellate)



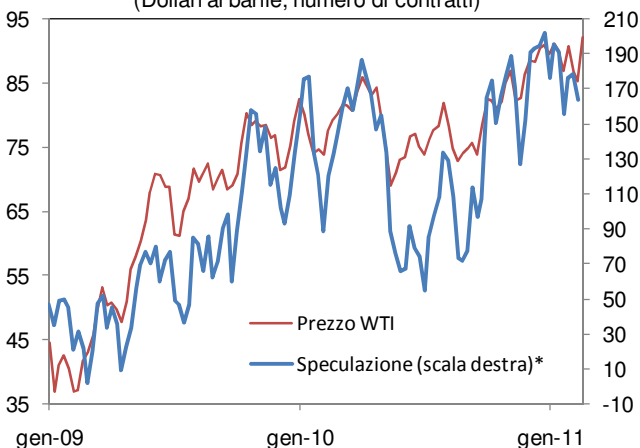
Fonte: elaborazioni CSC su dati USDA.

**Scarseggiano cotone e rame**  
(Scorte, mondo, indici: 2004 = 100)



2011: stime ICSG per il rame, USDA per il cotone.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati USDA, ICSG.

**Petrolio: più finanza nel prezzo**  
(Dollari al barile; numero di contratti)

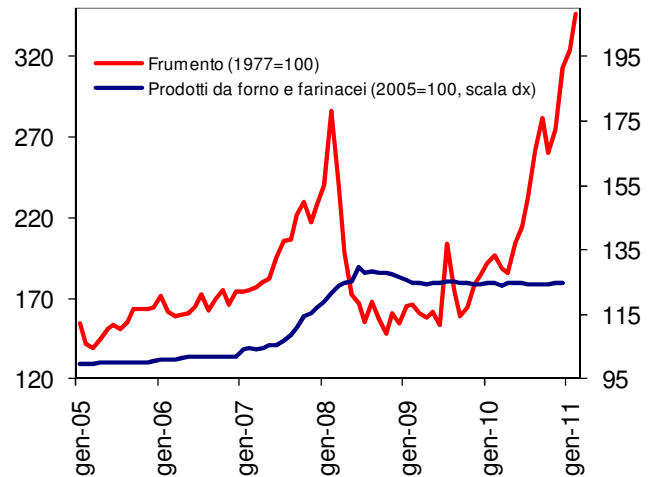


\* Posizioni lunghe nette dei *money managers* sul WTI al NYMEX (migliaia di contratti da 1000 barili).  
Fonte: elaborazioni CSC su dati CFTC, Thomson Reuters.



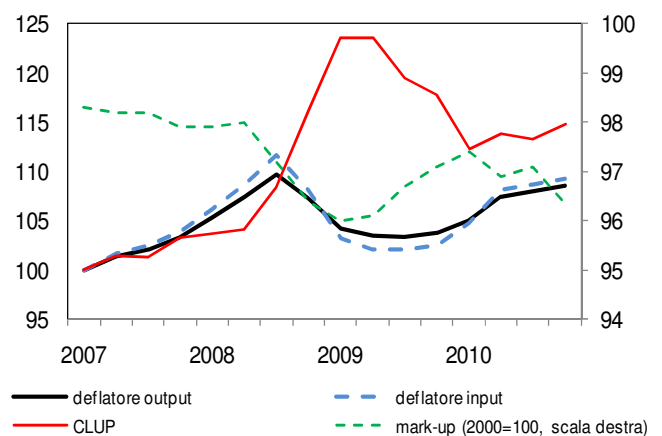
- In **Italia** la dinamica dei **prezzi alla produzione** per energia (+10,3% annuo a dicembre) e beni intermedi (+5,9%) è simile a quella in Germania e Area euro. Diversa invece quella per i beni di consumo: nel 2010 +1,5% in Italia, come in media nel 2000-06 (periodo più stabile per i prezzi delle materie prime), contro il +2,4% in Germania, il doppio di allora (+1,2%). La divergenza è spiegata dalla maggiore **debolezza della domanda** in Italia che non consente il **trasferimento** dei rincari delle materie prime.
- Nel corso del 2010 il prezzo del **frumento** è aumentato più del 70% mentre l'indice dei prezzi alla produzione dei **prodotti da forno e farinacei** è rimasto sostanzialmente stabile in Italia (+0,2%). Nello stesso periodo i prezzi alla produzione del settore sono cresciuti in tutti i principali paesi europei e soprattutto in Francia (+2,3%) e Germania (+2,0%).
- Il **costo degli input acquistati** reagisce con un ritardo di due-tre trimestri alle variazioni dei prezzi delle materie prime. Nell'**industria** in senso stretto in Italia i prezzi degli input sono aumentati del 7,1% dal terzo trimestre 2009 al quarto 2010. Più del prezzo dell'output (+5,1%).
- Oltre che per l'aumento dei prezzi delle materie prime, a fine 2010 i costi unitari sostenuti dalle imprese sono lievitati anche per il rialzo del **CLUP** (+1,3% nel quarto trimestre sul terzo; stima CSC), conseguente alla nuova flessione della produttività (-0,4%).
- L'incremento dei costi, non compensato da un analogo ritocco dei prezzi di vendita, torna a **erodere** i già bassi **margini aziendali**. Nel terzo trimestre 2010 il **mark-up** industriale (misurato dal rapporto tra prezzo dell'output e costi unitari variabili) era dell'1,2% inferiore rispetto ai livelli di inizio 2007. Nel quarto è sceso dello 0,8%.
- Il rincaro delle materie prime fa salire ovunque la dinamica totale dei **prezzi al consumo**: +2,4% annuo a gennaio in Eurolandia, +4,9% in Cina, +1,6% negli USA. In Italia è salita a +2,1% a gennaio da +1,3% a giugno. Il rincaro da petrolio è inevitabilmente marcato: +9,3% annuo i prezzi energetici al consumo in Italia (+0,4% nel febbraio 2010). Contenuta la ricaduta del caro materie prime sugli alimentari: +1,7% annuo in Italia (-0,3% in maggio).
- Nei paesi avanzati l'**inflazione core** (al netto di energia e alimentari) resta però stabile e bassa: in Italia +1,5% e +1,0% in USA a gennaio; +1,1% a dicembre nell'area euro. La **domanda interna** ancora debole e la capacità sottoutilizzata frenano i prezzi al consumo italiani dei beni industriali (+1,5% annuo a gennaio). A dicembre i listini del vestiario salgono dell'1,0% annuo, contro il +66,7% in euro per le fibre e il -0,2% in volume dei consumi di abbigliamento e calzature nel 2010 (dato Confcommercio); quelli dei mobili aumentano dell'1,7%, contro il +20,5% del legno e il +0,7% dei consumi di beni e servizi per la casa.

**Italia: il rincaro del frumento non si scarica a valle**  
(Prezzi della materia prima e prezzi alla produzione, in euro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati CSC e ISTAT.

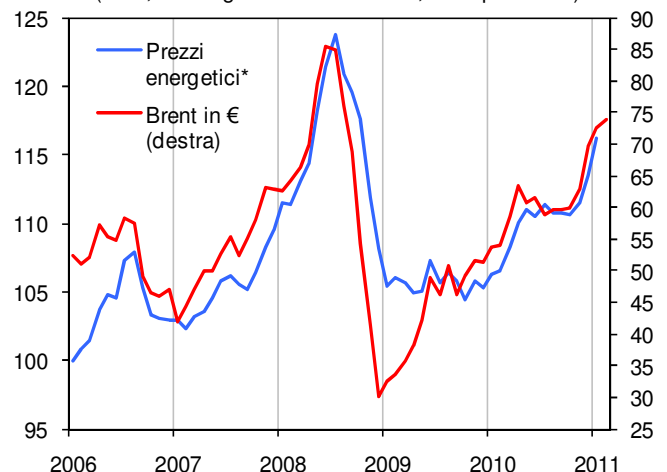
**Costi su, margini giù**  
(Italia, industria in senso stretto; 1° trim. 2007=100)



4° trimestre 2010: stime CSC.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

**Petrolio: effetti immediati sui prezzi al consumo**  
(Italia, indici: gennaio 2006 = 100; euro per barile)



\* Carburanti, lubrificanti, energia elettrica, gas per uso domestico e riscaldamento (indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività).

Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat, Thomson Reuters.