



# CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Novembre 2008

Il **contagio** dalla finanza all'economia reale è avvenuto. Il veicolo è il **crollo di fiducia** che ha causato un **vuoto di domanda**: nell'incertezza imprese e famiglie rinviavano le decisioni di spesa. La **cura è nelle politiche economiche**, usando ogni strumento per arrestare la crisi bancaria, impedire il *credit crunch*, rilanciare la crescita con tagli dei tassi e delle tasse e soprattutto maggiore spesa pubblica che entra direttamente in circolo. Servono **misure coraggiose**, rapide, consistenti e chiare per rincuorare le aspettative degli operatori, bloccare la deriva irrazionale e cogliere le **condizioni favorevoli** (calo di materie prime e inflazione). I **governi** stanno reagendo, ma con interventi non sempre efficaci per stizza, indirizzo, tempismo. La nuova presidenza USA è un segnale positivo di cambiamento. Fondamentale è il **coordinamento internazionale**, ancora inadeguato. Le **banche centrali** hanno ridotto e ridurranno il costo del denaro, soprattutto la BCE, grazie alla rapida frenata dei prezzi al consumo; ma gli *spread* restano alti. Ormai è evidente che tutte le maggiori economie sono in **recessione**; causata da shock delle *commodity* (ora quasi rientrato), scoppio della bolla immobiliare (in via di riassorbimento) e necessità in USA di maggior risparmio, è stata aggravata dal panico dopo il fallimento di Lehman ed è diffusa tra nazioni e settori. La dinamica finora è coerente con il profilo del PIL delineato dal CSC per il 2008 e 2009 e confermato dall'FMI; lo scenario diventa molto più negativo incorporando meccanicamente il calo impazzito degli **ordini** a ottobre. In **Italia** la diminuzione della produzione industriale si accentuerà nel quarto trimestre; il *made in Italy* risente della riduzione di consumi *affordable luxury* e investimenti. L'aumento della **CIG**, rilevante in assoluto, è modesto nel confronto con i livelli passati e con la forza lavoro.

■ I governi fronteggiano le conseguenze della crisi finanziaria sull'economia reale con **aumenti di spesa e tagli di tasse**: Cina, Giappone, Stati Uniti, Francia, Spagna, Germania e Regno Unito hanno stanziato risorse ingenti per nuovi investimenti, accesso al credito delle imprese (soprattutto PMI), interventi nei settori più colpiti o strategici, sostegno all'occupazione ed estensione degli ammortizzatori sociali. In controtendenza, l'Irlanda, verso cui è stata annunciata la procedura per deficit eccessivo, ha varato una manovra molto restrittiva.

■ L'**Italia**, che in Europa ha il primato del debito pubblico (104,1% del PIL nel 2007), ha blindato la Finanziaria e studia misure di rilancio.

■ Le misure sono **giuste nella direzione ma confuse** sulla loro vera entità e sull'efficacia. Positiva la corallità di analisi e l'intenzione di **coordinamento del G20**.

■ Più rapido e chiaro l'**orientamento espansivo delle politiche monetarie**. La riduzione dei tassi è stata netta da parte della **FED** (dal 5,25% all'1% in un anno), della Banca d'Inghilterra (1,5 punti giovedì scorso) e di molte altre banche centrali. Molto timida la **BCE**: -0,5% al 3,25%, con tassi reali alti ed economia in recessione.

■ Ovunque sono **in arrivo nuovi tagli dei tassi**, grazie anche alla forte riduzione dell'inflazione. Il tasso ufficiale scenderà ben sotto l'1% negli USA entro fine anno e al 2% in Eurolandia nella prima metà del 2009.

■ Il calo dei tassi ufficiali è cruciale per compensare l'**aumento degli spread** che accresce il costo del credito per imprese e famiglie. La crisi di fiducia rende difficile per le banche centrali guidare i tassi di mercato. L'Euribor a tre mesi è sopra al tasso massimo BCE (il *marginal lending*, 3,75%), fatto mai accaduto. I *credit standard* sono stati irrigiditi ancora nel terzo trimestre.

## I governi reagiscono alla crisi

(Valori in miliardi di euro)

Paesi	Risorse stanziare	Periodo
Cina	427	biennio 2009-2010
Giappone	290	biennio 2008-2009
Stati Uniti	239	biennio 2008-2009
Francia	202	triennio 2009-2011
Spagna	41	triennio 2008-2010
Germania	23	biennio 2009-2010
Regno Unito	abbandono della doppia "golden rule"	

Fonte: elaborazioni CSC.

## La riduzione dei tassi ufficiali

(Valori %)

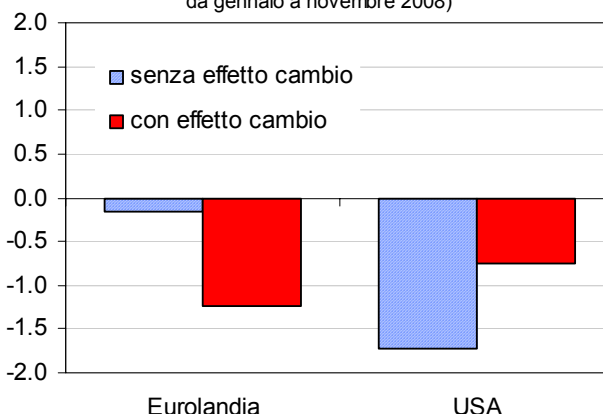
	Massimo di partenza	Mese di massimo	Livello attuale	Taglio totale
USA	5.25	set-07	1.00	-4.25
Regno Unito	5.75	nov-07	3.00	-2.75
Canada	4.50	dic-07	2.25	-2.25
Corea del Sud	5.25	set-08	4.00	-1.25
Eurolandia	4.25	ott-08	3.25	-1.00
Rep. Ceca	3.75	ago-08	2.75	-1.00
Svezia	4.75	ott-08	3.75	-1.00
Cina	7.47	set-08	6.66	-0.81
Svizzera	2.75	ott-08	2.00	-0.75

Fonte: elaborazioni CSC su dati T.F. e G.I.

- I tassi **Euribor** proseguono la lenta discesa ma sono ancora troppo elevati: 4,34% a tre mesi, in condizioni normali dovrebbe essere quasi di un punto più basso. Negli **USA** il gap è perfino un po' più ampio, ma il livello è nettamente minore grazie alla determinazione della FED. Così in Eurolandia i tassi a tre mesi restano alti in **termini reali**: 2,5% a novembre (stesso livello di gennaio, al netto dell'inflazione *core*). Negli USA sono invece negativi: -0,3% (1,7% in ottobre).
- La divaricazione nei tassi è compensata dai cambi. In Eurolandia le condizioni monetarie sono rese più espansive dal brusco calo dell'**euro**, che equivale a un taglio dell'Euribor di poco più di un punto tra gennaio e novembre. Specularmente in USA il rialzo del dollaro è uguale a una stretta di quasi un punto.
- I crolli delle **Borse** inaspriscono il costo del capitale e diffondono sfiducia. Negli USA secondo i dati IBES i titoli sono sottoquotati: il rapporto prezzo/utili è sceso a 10,3 a fine ottobre (-29,7% da inizio anno), minimo da metà anni 80. Se nel 2009 gli utili calassero del 40% rispetto a oggi, il rapporto salirebbe a 17,2.
- La **crisi bancaria** ha contagiato l'economia reale attraverso la forte diminuzione della fiducia. In Italia è scesa soprattutto tra le **imprese manifatturiere**: 77,7 l'indice ISAE in ottobre (81,8 in settembre), minimo dal '93.
- La debolezza delle vendite e il peggioramento dell'accesso al credito spingono le imprese a tagliare gli **ordini**: l'indicatore ISAE è caduto a -36 in ottobre, dal precedente -28, anticipando così un nuovo calo della produzione nei prossimi mesi.
- L'**attività industriale** è diminuita del 2,1% in settembre e dell'1,6% nel terzo trimestre. Nel quarto è prevedibile, in base agli indicatori anticipatori, una contrazione più profonda. Ciò conferma il profilo negativo del PIL delineato dal CSC per il 2008 e il 2009.
- In **Eurolandia** è crollata la fiducia di famiglie e imprese. L'indice di **sentimento economico** è sceso in ottobre a 80,4, minimo dal novembre '93. Il mercato deterioramento lascia prevedere andamenti negativi per investimenti e consumi nei prossimi mesi.
- Si contrae a ritmi da record l'**attività produttiva**. Scendono a ottobre ben al di sotto della soglia neutrale di 50 il PMI sia manifatturiero (41,1) sia dei servizi (45,8). In entrambi i settori sono estremamente bassi gli indici relativi agli **ordini**, interni ed esteri, e alle aspettative.
- La recessione pesa sul mercato del lavoro. Il numero di **disoccupati** è salito per il sesto mese consecutivo a settembre. Gli indici PMI sull'occupazione nell'industria (44,5) e nei servizi (48,1) segnalano l'intenzione delle imprese di diminuire l'impiego di manodopera in un contesto di forte riduzione della domanda e contrazione dei margini. Il tasso di disoccupazione è destinato quindi a salire ben oltre l'attuale 7,5%.

### Il calo dell'euro vale un taglio dei tassi

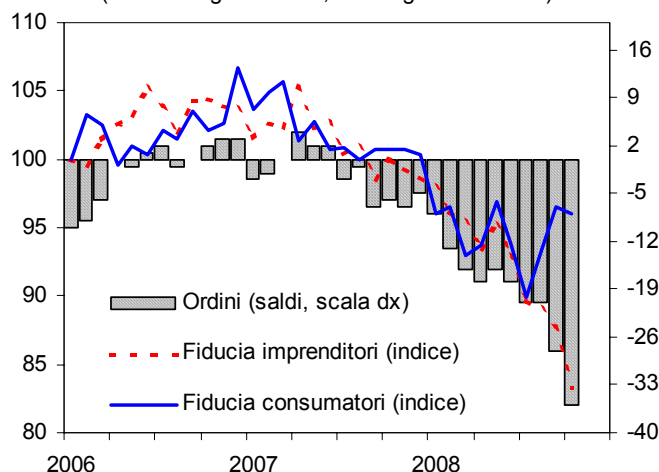
(Variazione dei tassi interbancari ed effetto cambio, da gennaio a novembre 2008)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Thomson Financial.

### In caduta libera ordini e fiducia delle imprese

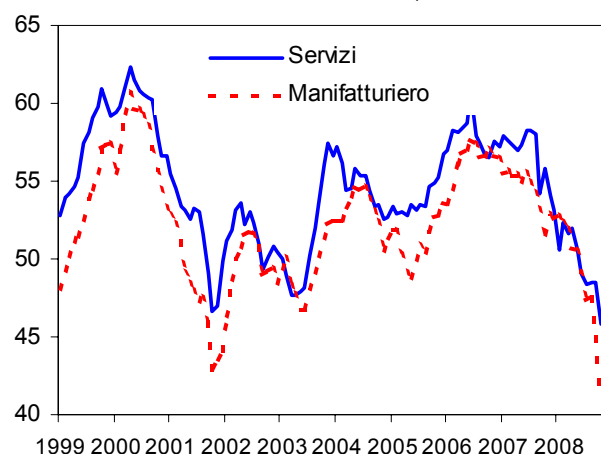
(Dati destagionalizzati; indice gen 2006=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISAE.

### Crolla l'attività nell'area dell'euro

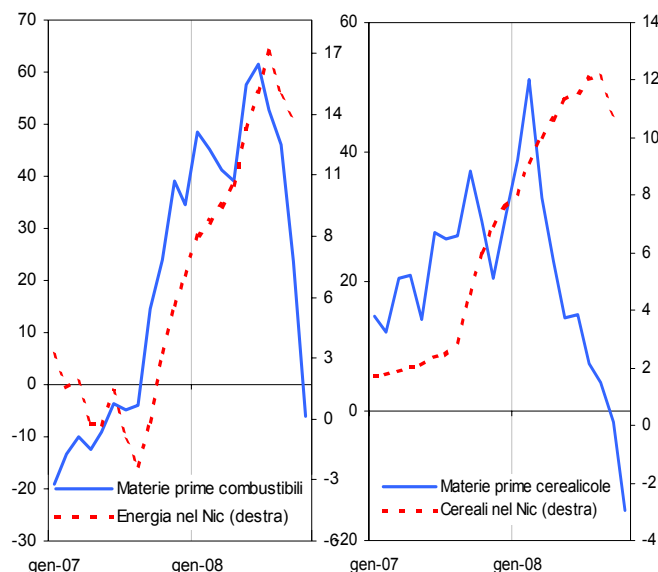
(Indici PMI, sopra 50=espansione, sotto 50=contrazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati RBS/Markit.

- Dall'estero l'Italia ora importa spinte al ribasso dei prezzi. La discesa delle quotazioni delle **materie prime combustibili** (-6,2% annuo a ottobre) ha già raffreddato la componente *energy* dell'inflazione (+13,6% a settembre da +16,6% a luglio). Con il consueto ritardo, il crollo del petrolio a ottobre fletterà molto l'inflazione entro fine anno.
- Lento e incerto il trasferimento ai consumatori del calo delle materie prime **alimentari** (-9,2% annuo in ottobre). Tuttavia, si attenua l'incremento dei prezzi dei beni alimentari (5,7% a settembre, 6,2% in agosto). Per i cereali, le materie prime calano del 15,3% annuo in ottobre (+51% a febbraio) e i prezzi al consumo iniziano a frenare: +10,7% a settembre dal +12,2% in agosto. La **pasta** ha rallentato da +39,7% (destagionalizzato e annualizzato) nel primo trimestre 2008 a +19,8% nel terzo.
- Anche le materie prime **non alimentari** scendono: -8,1% annuo a ottobre (-24,2% i metalli, -11,7% le fibre tessili). Creando le premesse per il raffreddamento della *core inflation* (2,3% a settembre).
- L'inflazione per le **famiglie povere** (sotto il secondo decile), dopo esser stata di quasi un punto superiore a quella media, scenderà più velocemente grazie proprio alla minor dinamica di energetici e alimentari.

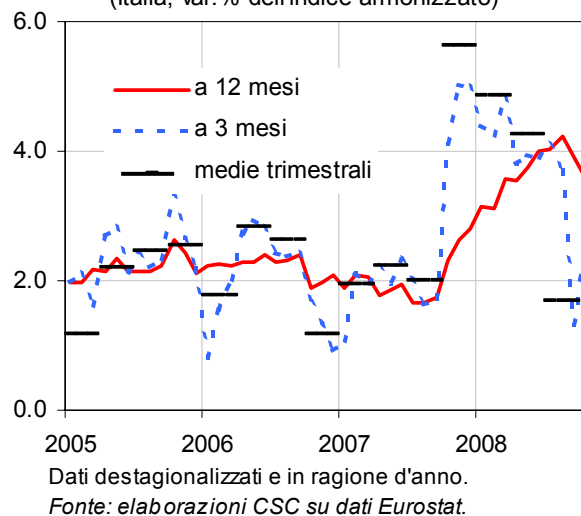
**L'inflazione energetica e alimentare segue le materie prime**  
(Italia, var. % tendenziali)



NIC= prezzi al consumo per l'intera collettività.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

- La flessione dell'**inflazione italiana** a ottobre è più netta di quel che dice la variazione annua, passata al 3,6% dal 4,2% in agosto (indice armonizzato). La variazione su tre mesi, destagionalizzata e in ragione d'anno, è caduta al 2,5% in ottobre dal 4,1% in luglio. Il picco è stato toccato un anno fa al 5%. L'andamento è simile ma più marcato in Eurolandia: 0,6% in ottobre da 5,1% in luglio.
- Nella media del terzo trimestre questa misura di inflazione, più significativa nel cogliere il **cambio di tendenza**, è scesa in Italia all'1,7%, dal 4,2% nel secondo. In Euro-landia si è passati dal 4,0% all'1,1%.
- Questi dati indicano che l'inflazione annua italiana continuerà a diminuire rapidamente, portandosi **sotto il 2%** a metà 2009.

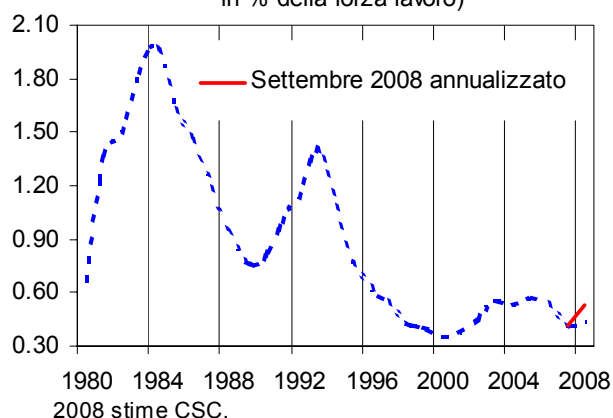
**La frenata dei prezzi al consumo**  
(Italia, var.% dell'indice armonizzato)



Dati destagionalizzati e in ragione d'anno.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

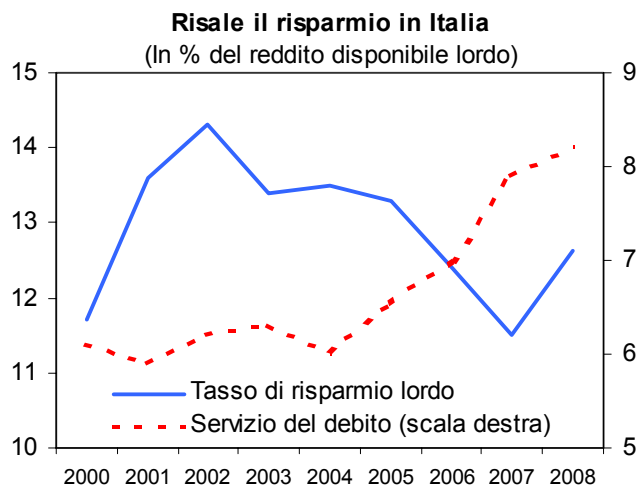
- In Italia i timori generati dall'aumento del ricorso alla **Cassa integrazione guadagni** si ridimensionano appena si mettono i dati in prospettiva. Tradotto in persone occupate a tempo pieno (ULA) e rapportato alla forza lavoro, il monte ore CIG annualizzato dei primi nove mesi del 2008 è stato pari a 0,44% contro una media di 0,55% nel periodo 2003-2007. Nel 1993 raggiunse l'1,4% e nel 1984 sfiorò il 2%.
- In assoluto la CIG (misurata con le ULA) è stata a settembre di poco superiore al dato medio del quadriennio precedente (132mila annualizzato contro 128mila), ma inferiore in rapporto alla forza lavoro (0,53%).
- Sono del tutto infondate le preoccupazioni legate alla **copertura finanziaria** della CIG, considerate le tendenze in atto e i saldi positivi degli anni 2004-2006 (1806,3 e 128,8 milioni rispettivamente per la ordinaria e la straordinaria).

**Cassa integrazione: un falso allarme**  
(Italia, unità di lavoro dipendenti in CIG in % della forza lavoro)



2008 stime CSC.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati INPS e ISTAT.

- Le famiglie italiane reagiscono alla crisi aumentando il **tasso di risparmio**, che nella prima metà del 2008 è salito al 12,4% del reddito disponibile, un punto in più rispetto al 2007. Si interrompe una discesa durata tre anni, dal 13,7% del 2004 all'11,3% del 2007.
- Incertezza, recessione e inflazione hanno ispirato prudenza nelle **decisioni di spesa**. Nei primi sei mesi del 2008 i consumi sono scesi dello 0,3% annuo a fronte di un aumento reale del reddito (+0,5%). Perciò il ribasso in corso dell'inflazione attenuerà il calo dei consumi.
- Alla flessione della spesa familiare ha contribuito l'aumento del **servizio del debito** all'8,2% del reddito (fine giugno 2008), un punto in più rispetto a dodici mesi prima. Quasi la metà del rialzo è per i tassi più alti.
- Il rincaro del costo del denaro ha indotto le famiglie a ridurre il **peso dei prestiti**, diminuito nella prima metà del 2008: 48,9% del reddito disponibile a giugno, 50% a fine 2007. La fase di rialzo durava dal 2001.

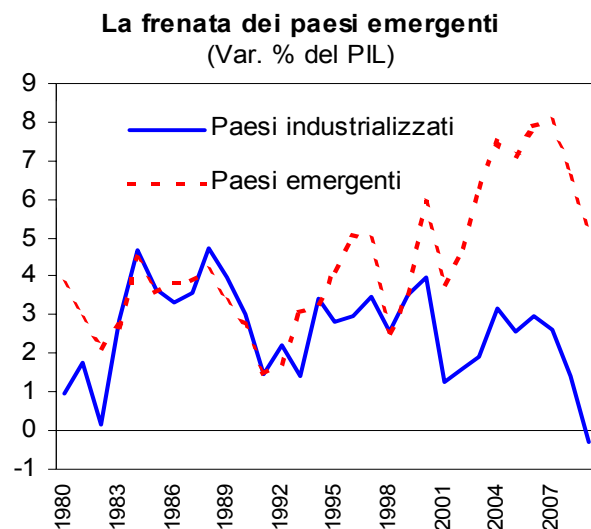


Per il servizio del debito dati di fine periodo.

2008: primi sei mesi; tasso di risparmio stime CSC.

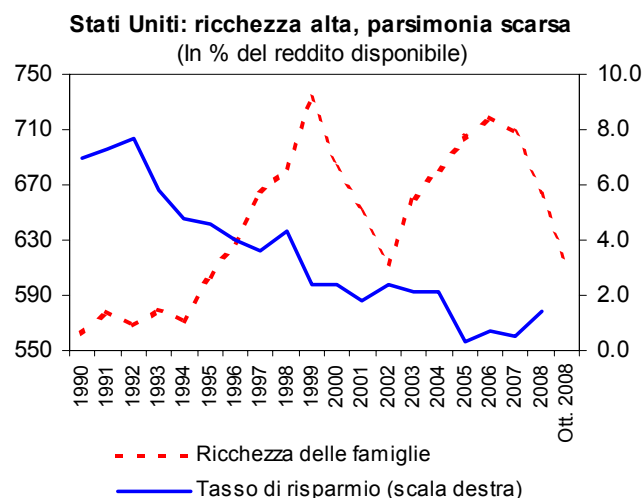
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca Italia, ISTAT, Prometeia.

- Diminuirà sensibilmente nel 2009 l'espansione dei **paesi emergenti** che hanno contribuito per oltre il 50% alla crescita del PIL mondiale nel 2008. Più esposti al rallentamento saranno quelli maggiormente dipendenti dall'export e con un più alto debito estero (est-europei, asiatici). Freneranno in modo marcato le nazioni esportatrici di materie prime per le quali il calo delle quotazioni significa minor reddito (Russia, Medio Oriente). L'**America Latina** risentirà del blocco quasi totale delle importazioni da parte di UE e Stati Uniti.
- La **Cina** potrà compensare il minor traino delle esportazioni con politiche di sostegno a consumi e investimenti. Il deflusso di capitali ha indebolito borse e cambi e ridotto le riserve valutarie di molti paesi asiatici, tra cui l'**India**, per la quale però l'export conta meno.



Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

- Negli **USA** la diminuzione della ricchezza, causata dalla riduzione dei valori azionari e dei prezzi delle case, spingerà le famiglie a ripristinare un più alto tasso di **risparmio**, che era al 6-8% del reddito disponibile nei primi anni 90 e si era quasi annullato nel 2005. E' salito all'1,3% nel terzo trimestre 2008. La maggiore parsimonia frenerà i consumi e sarà di ostacolo alla ripresa.
- L'indice di **attività manifatturiera ISM** è crollato a ottobre, con la componente degli ordini dall'estero al minimo storico. Ciò anticipa nuovi cali della produzione nei prossimi mesi e penalizzerà il contributo delle esportazioni alla crescita.
- Il crollo della fiducia dei consumatori in ottobre è stato determinato dalla crisi bancaria. I comportamenti di spesa risentiranno della **debolezza del mercato del lavoro**: -651mila posti negli ultimi tre mesi e disoccupazione a 6,5% il mese scorso, massimo dal 1993 (salirà oltre l'8% nel 2009). Ciò più che compenserà il beneficio del calo dei prezzi petroliferi.



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA, OCSE.