

Italia: crescono i rischi per la risalita del PIL, caro-energia e nuovi contagi sono i principali.



Un sentiero scivoloso di risalita. Nel 4° trimestre si conferma una frenata dell'economia italiana: preoccupano la scarsità di commodity, i prezzi alti dell'energia, i margini erosi, l'aumento dei contagi. Ma il trend di risalita dovrebbe proseguire: dopo il rimbalzo del 3° trimestre (+2,7%), il PIL italiano è a -1,3% dal livello pre-Covid (da un minimo di -17,9%) ed è previsto completare il recupero a inizio 2022.



Industria: rischi da energia. Lo scenario per la manifattura sarebbe favorevole: a novembre il PMI è salito ulteriormente (62,8 da 61,1), indicando espansione, grazie agli ordini in aumento. Tuttavia, l'impennata abnorme del prezzo europeo del gas e, quindi, dell'elettricità in Italia (+572% a dicembre sul pre-crisi), se persistente, mette a rischio l'attività nei settori energivori. Anche perché si somma alla scarsità e ai rincari di vari input produttivi. Si registrano primi impatti sulla produzione industriale in Italia (-0,6% in ottobre, dopo la frenata nel 3° trimestre), come già accaduto in Germania e Francia.

Servizi: rischi da contagi. Il PMI dei servizi ha recuperato a novembre (55,9 da 52,4), confermando che la risalita sta proseguendo. Per il turismo il recupero fino a ottobre è molto parziale (-22,9% i viaggi di stranieri in Italia dal 2019). In questo settore i rischi vengono dalla nuova ondata di contagi, che tiene alta l'incertezza e la prudenza delle famiglie, anche se finora le limitazioni restano moderate.

Più incertezza sugli investimenti. Gli investimenti sono già oltre i valori pre-crisi (+6,9% nel 3° trimestre), grazie al contributo delle costruzioni. La loro espansione è attesa proseguire nel 4° trimestre, grazie al traino di PNRR e incentivi. Tuttavia, la risalita di quelli in macchinari e attrezzature potrebbe essere frenata dai margini esigui delle imprese e dal contesto di nuovo molto incerto.



Export ripartito. L'export italiano di beni (+2,5% sopra il pre-crisi nel 3° trimestre) è rimbalzato in ottobre (+1,5% in valore), dopo il calo di settembre. A inizio 4° trimestre il livello è superiore al 3° in valore (+0,8%), ma inferiore in volume (-0,8%); ciò riflette il balzo dei prezzi di beni intermedi ed energia. In espansione le vendite intra-UE (+2,3% sul 3°), in calo le extra-UE (-0,8%), in particolare verso UK, Russia, Svizzera. Le indicazioni per fine 2021 restano positive, ma in un quadro incerto: robusta espansione della domanda, secondo gli ordini manifatturieri esteri, ma persistenti colli di bottiglia nelle forniture.

Dipendenti ai livelli pre-crisi. L'occupazione è aumentata in ottobre (+35mila unità), confermando lo scenario positivo del mercato del lavoro nel 2021: il numero di occupati, al minimo a gennaio 2021, ha da allora recuperato buona parte della caduta (+625mila), ma registra ancora un gap (-217mila da fine 2019). I lavoratori dipendenti hanno recuperato i livelli pre-Covid, anche quelli permanenti, ma gli indipendenti continuano a calare, ampliando una contrazione iniziata già prima della crisi.



Inflazione molto eterogenea. La dinamica dei prezzi al consumo è alta e radicata negli USA (+5,0% annuo, +4,1% la *core* al netto di energia-alimentari). Nell'Eurozona (+4,9%) la situazione è migliore, perché la *core* è salita poco (+2,6%). Il quadro è diversificato tra paesi: in Italia, con l'energia alle stelle (+30,7%), l'inflazione è salita meno (+3,8%) e la *core* quasi per nulla (+1,3%); la Germania subisce l'aumento maggiore (+6,0% e +4,1%). Il Giappone è fuori dal coro: l'inflazione è ostinatamente bassa.

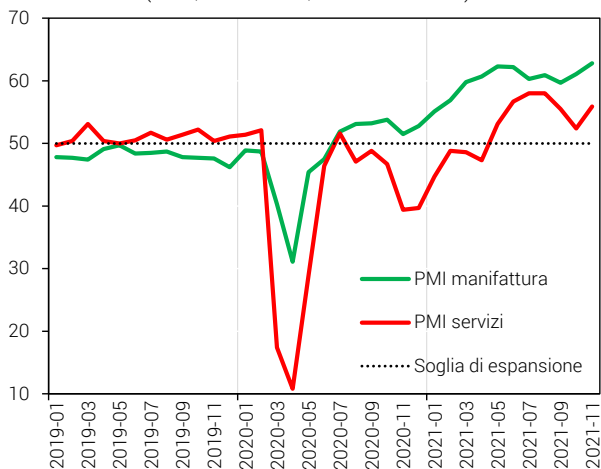
Tassi: cambio di rotta FED, non BCE. La decisione FED, a novembre-dicembre, di ridurre rapidamente gli acquisti di titoli, fa presagire un aumento dei tassi ufficiali USA nel 2022. Invece, la BCE si mantiene su una policy molto espansiva, avendo deciso a dicembre solo piccoli aggiustamenti del sentiero degli acquisti. Buona notizia per l'Italia, paese ad alto debito: il BTP resta basso e stabile (0,91% a dicembre).



Eurozona: scenario incerto. La produzione industriale dell'area in ottobre è salita in modo rilevante, anche se meno delle attese (+1,1% da -0,2%), grazie al rimbalzo (+2,8%) di quella tedesca dopo quattro cali in cinque mesi. Anche le vendite al dettaglio sono risalite (+0,2% da -0,4%). Ma a dicembre il PMI manifatturiero, pur sopra i 50 punti, è diminuito (58,0 da 58,4) e peggio è andata per il PMI nei servizi (53,3 da 55,9). Inoltre, a dicembre la fiducia delle imprese è peggiorata (13,5 da 18,3, indice Sentix).

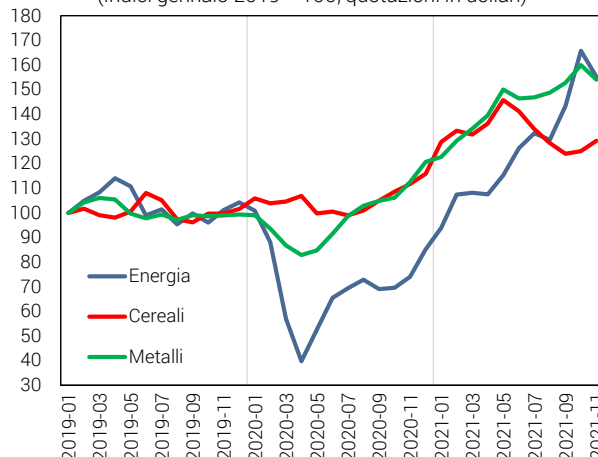
USA in indebolimento. L'attività economica USA a novembre ha rallentato rispetto a ottobre (+0,5% da +1,7%). Dinamica influenzata dal settore manifatturiero (+0,7% da +1,4%), come confermato dal PMI di dicembre, ancora espansivo ma in calo (57,8 da 58,5), e dall'indice PhillyFed, più che dimezzato (15,4 da 39,0). Anche il PMI dei servizi è sceso (57,5 da 58,0), mentre la fiducia delle imprese è migliorata (61,1 da 60,8). I posti di lavoro creati a novembre si sono confermati sopra la soglia critica, 235 mila unità, ma in calo da ottobre. Le vendite al dettaglio hanno subito un'inattesa frenata (+0,3% da +1,7%), mentre la fiducia dei consumatori si è confermata molto alta (indice Michigan a 70,4 da 67,4).

Lo scenario favorevole a fine 2021 per la manifattura...
(Italia, dati mensili, indici 50=no var.)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati IHS-Markit.

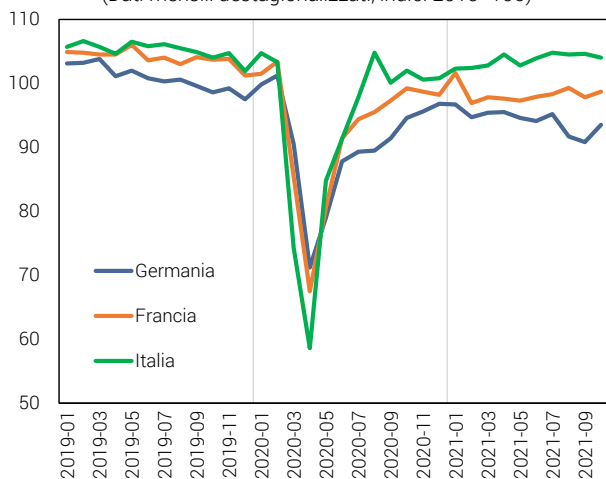
...è minacciato dall'abnorme rincaro soprattutto dell'energia
(Indici gennaio 2019 = 100, quotazioni in dollari)



Metalli: escluso il ferro. Energia: petrolio, gas naturale, carbone.

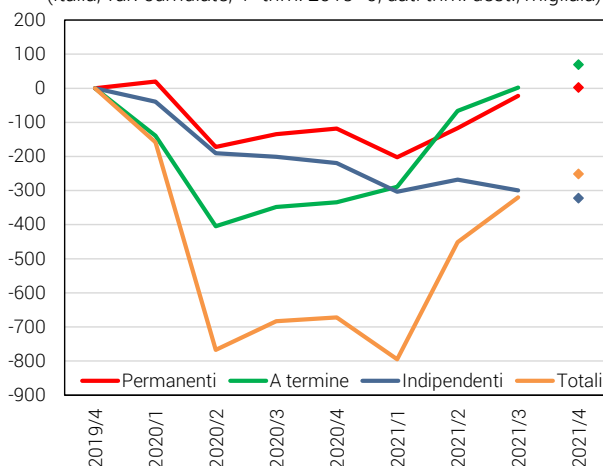
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati World Bank.

Produzione industriale frenata nei principali paesi europei
(Dati mensili destagionalizzati, indici 2015=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

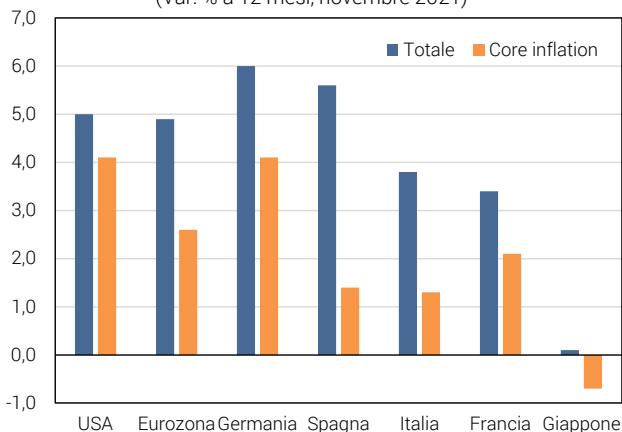
Risalita dell'occupazione, dipendenti tornati al livello pre-crisi
(Italia, var. cumulate, 4° trim. 2019=0, dati trim. dest., migliaia)



2021/4 = dati di ottobre.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Inflazione su valori molto diversi all'interno dell'Eurozona
(Var. % a 12 mesi, novembre 2021)

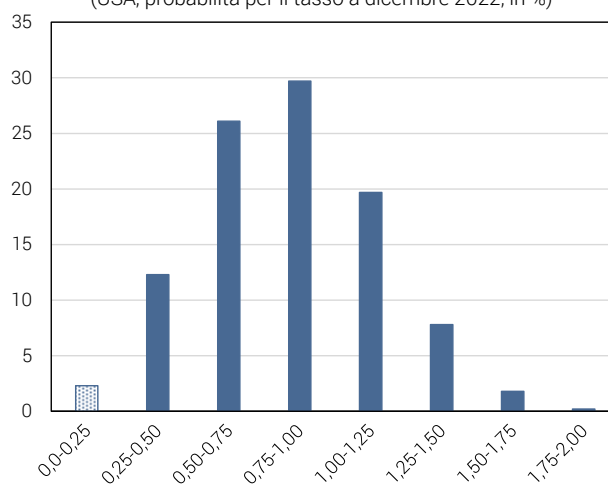


Giappone e USA: ottobre 2021.

Core inflation = indice totale al netto di energia e alimentari.

Fonte: elab. Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, Eurostat, BEA, e-Stat.

I mercati si attendono almeno 2/3 rialzi dei tassi FED nel 2022
(USA, probabilità per il tasso a dicembre 2022, in %)



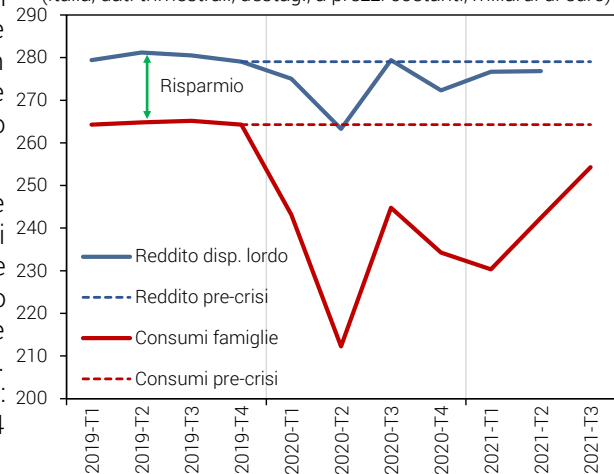
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CME.

Consumi alimentati dall'extra-risparmio accumulato

Luci e ombre per la spesa. L'attesa risalita dei consumi rischia di subire una frenata, a causa del balzo dei prezzi dell'energia, che riduce il potere d'acquisto. I consumi restano, però, sostenuti da un potente *driver*: il risparmio accumulato dalle famiglie durante la crisi. A favore è anche il completo recupero degli occupati dipendenti e in prospettiva dei redditi.

Minor reddito con la pandemia... Nel 2020, le chiusure temporanee di molte attività commerciali e industriali avevano determinato una forte riduzione di occupati e ore lavorate, con la conseguente caduta del reddito lordo disponibile delle famiglie: -5,6% nel 2° trimestre rispetto al 4° del 2019 (pari a circa -16 miliardi di euro). In seguito, tale caduta è stata in gran parte recuperata: -0,8% il gap residuo nel 2° trimestre 2021, pari a -4 miliardi rispetto al trend pre-Covid (stime CSC).

I consumi stringono il gap dal reddito, al ridursi del risparmio
(Italia, dati trimestrali, destag., a prezzi costanti, miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Istat.

...e crollo dei consumi... Le minori risorse disponibili insieme alle nuove abitudini di vita e lavoro dovute alla pandemia, hanno costretto le famiglie a rinunciare a molte spese nel 2020, soprattutto nei servizi. Ciò a causa delle restrizioni governative, del timore dei contagi, e per l'incertezza innescata dalla crisi. Nel 1° e 2° trimestre del 2020 la contrazione della spesa delle famiglie è stata del 19,7% rispetto al 4° 2019 (-52 miliardi). La perdita annua di consumo nel 2020, rispetto al trend pre-Covid, è stata di 127 miliardi (stime CSC). Al momento, questo crollo è stato recuperato solo in parte: la spesa in beni e servizi nel 2° e 3° trimestre 2021 è ripartita con forza, con un +10,4% (+3,4% in beni, +18,1% in servizi). Ciò ha ridotto il gap dal livello pre-pandemia al -3,8%, tutto nei servizi (-7,2%), mentre nei beni il recupero è già pieno. Nel 2021 la perdita "annua" rispetto al trend è quindi minore, ma non ancora annullata (73 miliardi nei primi 3 trimestri).

...con accumulo di risparmio. La maggior caduta dei consumi rispetto al reddito si è riflessa in una maggior accumulazione di risparmio, in gran parte "forzata". La propensione a risparmiare ha toccato il 20% nel 2° trimestre 2020 e poi ha subito una parziale flessione, arrivando al 12,9% nel 2° trimestre 2021, ancora alta (la media 2010-2019 è stata dell'8,2%). Nell'intero 2020, il risparmio ha raggiunto valori massimi, toccando i 170 miliardi (la media 2010-2019 è stata di 90 miliardi). L'ampliarsi della distanza tra reddito e consumi, calcolata con un esercizio controfattuale alla Bilbiie, Eggertsson e Primiceri (Voxeu, 2021), è stata di circa 80 miliardi in tutto il 2020; nella prima metà del 2021 la distanza si è ridotta, ma resta consistente (37 miliardi).

Tanta liquidità sui conti correnti. L'espansione del risparmio è in gran parte affluita verso attività finanziarie liquide delle famiglie italiane. Le risorse affluite tramite aumento dei prestiti bancari, invece, sono state modeste (+1,8% nel 2020). L'ammontare di depositi delle famiglie è quindi cresciuto di 66 miliardi nel 2020, da 1.043 a fine 2019 a 1.109 miliardi, ben oltre il suo pur significativo trend crescente (a prezzi correnti). Tale dinamica è proseguita nel 2021, con un aumento più contenuto, pari a +40 miliardi fino a ottobre.

Risorse per la risalita. Il maggior risparmio accumulato dalle famiglie italiane nei depositi bancari è un cuscinetto di risorse prontamente disponibile per la spesa nel prossimo futuro. Tale "extra-risparmio liquido" (stimato prudenzialmente dal CSC in 26 miliardi nel 2020 e positivo anche nei primi 3 trimestri del 2021, sebbene molto ridotto) verrà in parte utilizzato per alimentare a fine 2021 e nel 2022 la risalita dei consumi. Che sono ancora sotto il pre-crisi (-10 miliardi nel 3° trimestre 2021 dal 4° 2019; -40 annualizzati).

Come verrà speso l'extra-risparmio? Nonostante l'allentamento delle misure restrittive grazie alla campagna vaccinale, le famiglie continuano a mantenere un atteggiamento prudente. Inoltre, l'intensità della ripresa dei consumi, dopo recessioni concentrate nel settore dei servizi, può essere più debole, perché si è trattato in buona misura di acquisti "persi" (es. biglietto del cinema) e non di acquisti "rimandati" (es. lavatrice). Infine, la pandemia potrebbe avere effetti di lungo termine, come il cambiamento di abitudini di vita e di lavoro, che potrebbero determinare un incremento strutturale della propensione al risparmio (minori spese fuori casa). Tutto ciò fa prevedere un rilascio graduale dell'extra-risparmio liquido finora accumulato. Perciò, anche a causa del caro-energia, ben dentro il 2022 i consumi dovrebbero restare ancora sotto il livello pre-crisi.