



# CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Luglio 2015

*Le recenti progressi dell'economia italiana sono in linea o perfino superiori a quelli indicati dal CSC nello scenario di metà giugno. Nell'industria produzione, fatturato e ordini accelerano, tirati dalla domanda interna come prova il balzo dell'import. L'occupazione è ripartita e consolida fiducia e capacità di spesa delle famiglie. Gli indicatori danno investimenti in recupero. L'offerta di credito si allenta e le misure appena varate per smaltire le sofferenze aiuteranno il rilancio dei prestiti bancari. Inoltre, le condizioni internazionali sono ancora più favorevoli di quelle incorporate nelle ultime previsioni CSC. Il petrolio è del 10% più basso e, con il ritorno del greggio iraniano, tenderà a scendere. Il cambio dell'euro contro dollaro è sceso del 5% e l'avvio, sempre più vicino, della normalizzazione della politica monetaria della FED lo schiaccerà ulteriormente. L'acquisto di titoli da parte della BCE ripiegherà i tassi di mercato. La ripresa nell'Eurozona si sta consolidando e l'export del Made in Italy già ne beneficia. È ormai evidente la ripartenza della locomotiva USA. Il commercio globale è tornato ad aumentare. Grazie all'accordo in extremis, non ci sarà alcun contagio dalla Grecia; sebbene la reazione dei mercati avesse fatto capire che sarebbe stato contenuto, nell'attuale contesto di fragilità economica correre quel rischio sarebbe stato delittuoso. Resta il timore di una frenata più marcata dei paesi emergenti. La violenta correzione della Borsa in Cina non aiuta il difficile passaggio ai consumi del testimone dello sviluppo; finora, però, il dirigismo delle autorità ha pilotato un atterraggio morbido. Si approfondisce la recessione in Brasile. Quella in Russia, invece, si sta attenuando e ciò conforta l'attesa del ritorno all'espansione nella seconda metà del 2015. La priorità dell'Italia è rafforzare la lenta risalita dell'economia proseguendo lungo la strada delle riforme strutturali, inclusa la riduzione del carico fiscale che zavorra la competitività delle imprese.*

In Italia la produzione industriale accelera nel 2° trimestre (+0,8%, +0,5% nel 1°), nonostante il calo in giugno (-0,2% su maggio, stima CSC). L'andamento è coerente con una dinamica del PIL analoga a quanto registrato nel 1° (+0,3% sul 4° 2014) e migliore dell'atteso. L'anticipatore OCSE, in crescita da 7 mesi (+0,03% in maggio) prospetta maggiori progressi nei mesi estivi. Aumentano le probabilità di una revisione al rialzo delle stime CSC per il 2015 (+0,8%), grazie anche all'allentamento delle tensioni causate dalla crisi greca.

L'ampia forbice tra fatturato totale e produzione lascia intravedere spazi di cambio di passo per quest'ultima. Le maggiori vendite sono sostenute dalla domanda domestica: da settembre 2014 a maggio +3,4% totale (a prezzi costanti), grazie ad +4,3% delle vendite interne e al +2,9% di quelle estere.

Il contributo della spesa domestica resterà forte: in giugno sono ancora migliorati i giudizi delle imprese manifatturiere sugli ordini interni (-21, da -22, ISTAT), determinanti per il nuovo robusto aumento degli ordini totali (54,7, PMI Markit).

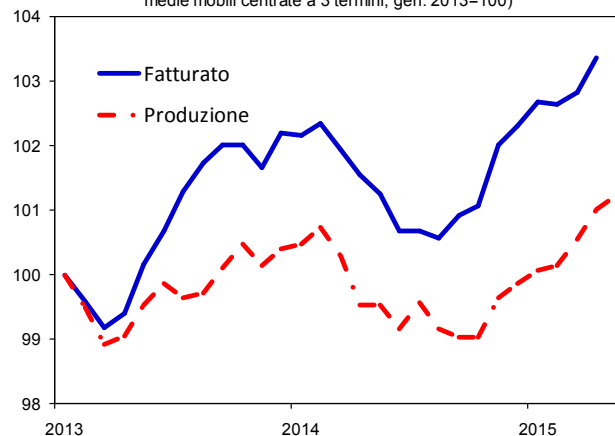
In maggio l'export italiano è salito dell'1,4% mensile a prezzi costanti. Nel bimestre aprile-maggio la dinamica (+1,3% sul 1° trimestre) è in linea con quanto realizzato nei primi tre mesi del 2015 (+1,4% sul 4° 2014). Hanno accelerato le vendite nell'Area euro (+2,7%); più modesto l'incremento di quelle extra-Area (+0,7%). L'import è ristagnato in maggio, ma nel bimestre aprile-maggio è cresciuto dell'1,8% sul 1° trimestre. A giugno balzo dell'import extra-Ue (+5,4% a prezzi correnti), giù l'export (-1,6%).

Nei mesi estivi l'export sarà sostenuto dall'accelerazione della domanda globale e dal pieno dispiegarsi degli effetti dell'euro debole. Buone prospettive sono confermate dagli indicatori qualitativi sugli ordini manifatturieri esteri: nel 2° trimestre PMI a 56,2 (da 54,9 nel 1°) e saldo dei giudizi delle imprese a -13 (da -17).

Il commercio mondiale, dopo -1,5% nel 1° trimestre, è cresciuto in aprile dello 0,3% su marzo, con un'accelerazione nei paesi emergenti (+1,1%, +3,2% quelli asiatici). Torna in zona espansiva la componente ordini esteri del PMI globale in giugno (50,8).

## In Italia migliorano fatturato e produzione

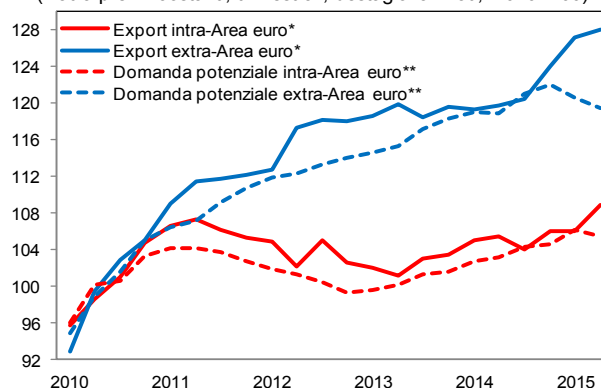
(Indici mensili in volume e destagionalizzati, settore manifatturiero, medie mobili centrate a 3 termini, gen. 2013=100)



Produzione in giugno 2015: stime CSC.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

## Buona performance dell'export italiano

(Dati a prezzi costanti, trimestrali, destagionalizzati, 2010=100)

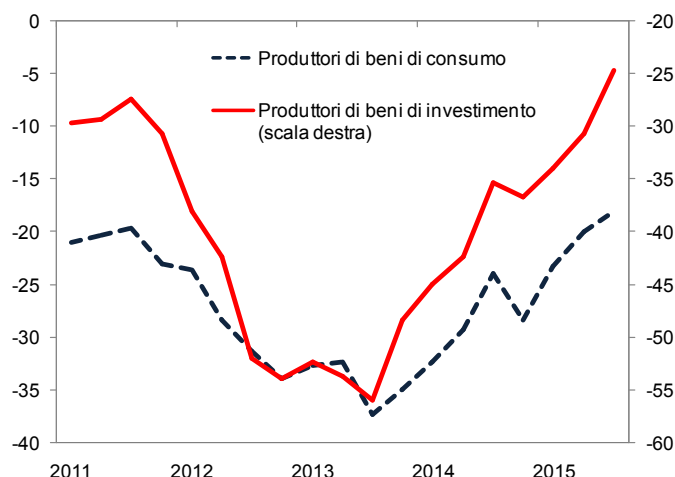


\* Esportazioni in valore deflazionate con i prezzi alla produzione dei prodotti venduti all'estero. \*\* Somma delle importazioni dei paesi partner, ponderate per le quote delle esportazioni italiane verso i partner.  
Il trim est 2015: aprile-maggio.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Eurostat e CPB.

Segnali positivi per gli **investimenti**. Nell'indagine trimestrale Banca d'Italia-II Sole 24 Ore in giugno le **condizioni** per investire sono rimaste favorevoli: il saldo dei giudizi si è attestato a 8,7 (da 14,5 in marzo); migliorano le attese a 3 mesi sulle condizioni in cui operano le imprese (saldo a 5,4 da 4,9). Per il 2015 le imprese prevedono un aumento del 5,3% (indagine Invind, Banca d'Italia). Avanzano nettamente i **giudizi su ordini dall'interno** (saldo a -24,7 da -30,7) e le **attese** dei produttori di **beni strumentali** (ISTAT), segno che vengono realizzati nuovi piani di acquisto di macchinari e attrezzature.

Favorevole anche la tendenza dei **consumi**. Le **vendite al dettaglio** in volume sono aumentate dello 0,5% in aprile-maggio sul 1° trimestre e le **immatricolazioni** di auto del 2,1% nel 2° trimestre sul 1°. Il saldo dei giudizi sugli **ordini interni** dei produttori di beni di consumo è salito a -18,0 (da -20,0 tra gennaio e marzo). L'incremento della **fiducia** tra i consumatori preannuncia maggiore spesa: in giugno +3,5 punti l'indice (+1,2 nel 2° sul 1°); bene, in particolare, il clima personale, più correlato con le decisioni di acquisto (+1,5 punti in giugno, +1,0 nel trimestre). Agisce da freno l'aumento del tasso di risparmio (9,2% nel 1° trimestre, +0,8 punti percentuali sul 4° 2014).

**Domanda interna in forte miglioramento**  
(Italia, saldo dei giudizi sugli ordini interni\*, dati mensili destagionalizzati)



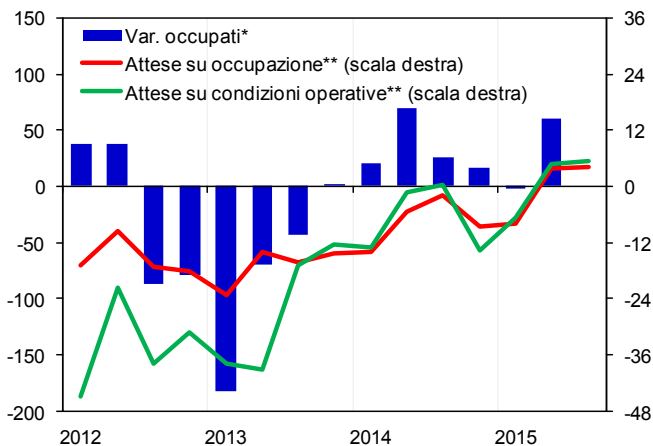
\* Imprese manifatturiere. I saldi dei giudizi sono spostati avanti di un trimestre.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

In Italia l'**occupazione** è ripartita: nonostante la momentanea flessione di maggio (-0,3% mensile), il bimestre aprile-maggio registra un incremento di 63mila unità sul 1° trimestre (+0,3%), grazie all'aumento mensile record di aprile (+131mila unità). A fronte di una forza lavoro che segna un +0,2%, il tasso di disoccupazione nel bimestre resta fermo al 12,4% del primo trimestre.

L'occupazione nel complesso avanzerà in presa diretta con i progressi della congiuntura. Ciò è confermato dal miglioramento delle **aspettative delle imprese**: per l'estate 2015 il saldo delle risposte si consolida in territorio positivo, a +5,4 per le condizioni in cui operano le aziende e a +4,2 per l'occupazione (Banca d'Italia-II Sole 24Ore).

Tasso di **disoccupazione** su livelli elevati ma in lento calo nella media dell'Eurozona: in maggio all'11,1%, dall'11,2% nel primo trimestre. Ancora altissimo in Spagna (22,5%), seppure diminuito dal picco di febbraio 2013 (26,3%); pressoché stabile in Francia (10,3%), mentre è ai minimi in Germania (4,7%).

**Buone prospettive per l'occupazione**  
(Italia, migliaia di occupati, var. trim.; attese delle imprese a tre mesi)



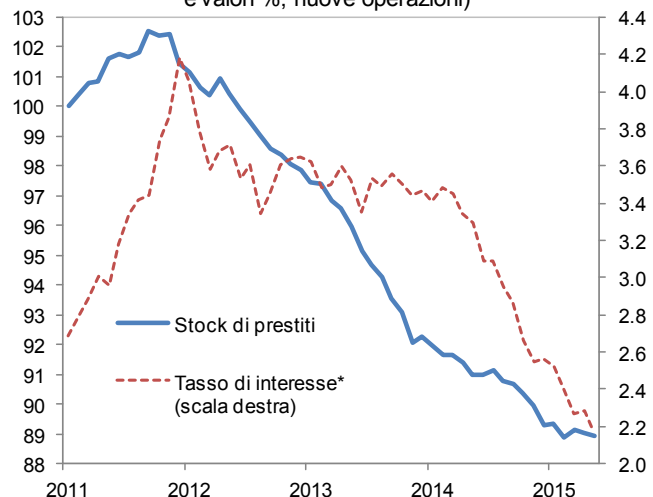
\* 2° trimestre 2015: media aprile-maggio.  
\*\* Differenze tra % risposte in rialzo/in ribasso, posticipate di 3 mesi.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia-II Sole24Ore.

Lo stock di **prestiti** erogati alle imprese italiane si è ridotto ancora a maggio (-0,1%, -0,2% in aprile), tornando ai livelli di febbraio. Nei primi cinque mesi 2015 la variazione è stata di -0,1% in media (-0,3% al mese nel 2014). Nuovo timido allentamento dell'offerta nel 2° trimestre (Banca d'Italia), ma la quota di imprese che non ha ottenuto il credito chiesto è alta: 9,7% a giugno (11,9% nel 2014; 6,2% nella prima metà del 2011).

Le erogazioni sono frenate dall'accumulazione di **crediti in sofferenza** nei bilanci bancari: a maggio sono saliti a 138 miliardi di euro, pari al 17,6% dei prestiti (25 miliardi e 2,9% a fine 2008). Le misure da poco varate dal Governo (deducibilità nell'anno delle perdite su crediti, maggiore rapidità delle procedure fallimentari) mirano a far smaltire in minor tempo le sofferenze. I primi effetti si vedranno nella seconda metà del 2015. Si sta lavorando alla creazione di una società specializzata nell'acquisto di crediti deteriorati.

Prosegue la discesa dei **tassi pagati dalle imprese** sulle nuove operazioni: in media 2,2% a maggio, da 2,3% in aprile (3,5% nel febbraio 2014). Per le grandi imprese 1,6% (da 1,8%), per le piccole 3,0% (da 3,1%). Il minor costo ha favorito l'inizio di risalita della domanda di credito nel 2° trimestre.

**Credito: si ferma la caduta, costo in discesa**  
(Italia, imprese, indice gennaio 2011=100, dati destagionalizzati e valori %, nuove operazioni)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

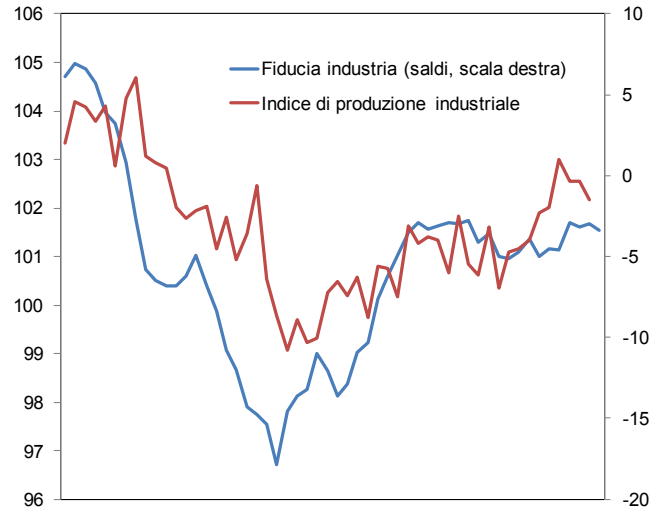
GRECIA E EUROZONA

Nell'Euroarea permangono segnali contrastanti. La **produzione industriale** è arretrata in maggio (-0,4%) dopo aver ristagnato in aprile, ma è superiore ai livelli di inizio anno. L'**indice composito di fiducia** è diminuito (103,5, -0,3 punti): tra le **famiglie**, al deterioramento delle valutazioni sull'andamento futuro dell'economia e sul risparmio si è contrapposto il miglioramento delle attese relative al mercato del lavoro; il **sentiment delle imprese** è peggiorato per le aspettative su produzione e livello corrente degli ordinativi.

Nel 2° trimestre il **PMI composito** è risultato superiore, in media, di 0,6 punti rispetto al 1°, coerente con una crescita del PIL pari allo 0,4% congiunturale. Cambio favorevole, bassi prezzi dell'energia e QE hanno più che compensato l'incertezza generata dalla crisi greca.

L'accordo raggiunto tra i Governi europei per il salvataggio della **Grecia** ha scongiurato il rischio di contagio che, pur limitato, si sarebbe avuto con l'uscita ellenica dalla moneta unica. Tuttavia, ripropone l'impostazione che là non ha funzionato e non ha sciolto il nodo dell'insostenibilità del debito.

**Industria Euroarea: produzione giù, fiducia stabile**  
(Dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, Commissione europea.

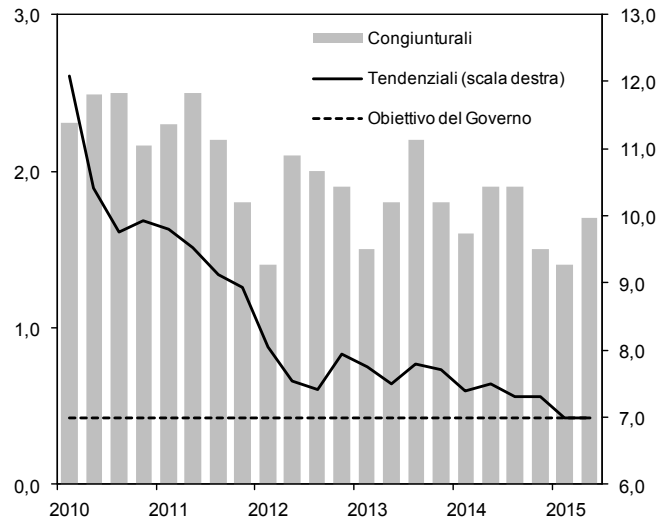
CINA E RUSSIA

Tra gli emergenti l'anticipatore OCSE indica nei prossimi trimestri ulteriore rallentamento per la **Cina** e i primi segni di svolta positiva del ciclo economico per la **Russia**.

Il PIL cinese nel 2° trimestre è cresciuto del 7,0% annuo, come nel 1°, in linea con l'obiettivo del Governo, ma al ritmo più basso dal 2009. In giugno accelerazione per l'output industriale a +6,8% annuo (+6,1% in maggio) e le vendite al dettaglio a +10,6% (+10,2%) grazie agli interventi espansivi adottati dalle autorità. L'**instabilità finanziaria** è nuovo motivo di preoccupazione: la Borsa di Shanghai ha perso il 20,2% dallo scoppio della bolla a metà giugno, dopo il +60% registrato da gennaio che aveva molto contribuito alla crescita dei servizi.

La Russia sta uscendo con fatica dalla recessione: la **fiducia dei consumatori** nel 2° trimestre (-23) è migliorata di ben 9 punti rispetto al 1°, ma resta ben inferiore rispetto a un anno fa. Le vendite al dettaglio in maggio sono cresciute dello 0,4% reale su base mensile (+2,1% in maggio), mentre si sta attenuando il ritmo di caduta dell'output industriale: -0,2% in giugno da -0,5% in maggio e -1,6% in aprile).

**Crescita cinese in linea con l'obiettivo**  
(PIL reale, var.%, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

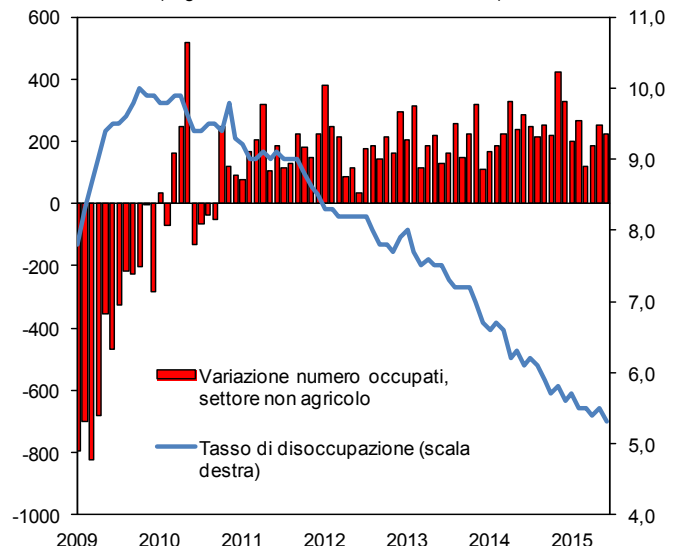
USA

In **USA** si rafforza la ripresa, dopo lo stop temporaneo del PIL nel 1° trimestre (-0,2% annualizzato). Ha accelerato l'espansione dell'attività nei **servizi** (PMI a 56,0 in giugno, +0,3 punti su maggio), con un rafforzamento degli ordini grazie alla domanda interna. Ciò è coerente con un maggiore vigore dell'economia nei trimestri centrali dell'anno.

In giugno la **produzione industriale** è cresciuta dello 0,3% mensile. Ha frenato la caduta dell'attività di perforazione **oil&gas**, dimezzatasi da novembre per il crollo del prezzo. In stallo l'output nella **manifattura**; il PMI segnala comunque una moderata espansione dell'attività (53,5, +0,7 punti su maggio), con un'accelerazione di occupazione e ordini interni e una lieve contrazione di quelli esteri, per effetto del dollaro forte.

Robusta la crescita dell'**occupazione**: +223mila unità nel settore non agricolo in giugno). Mercato del lavoro in salute, dollaro forte e petrolio a buon mercato sostengono potere d'acquisto e fiducia delle famiglie (+6,8 punti in giugno l'indice *Conference Board*). Ciò rafforzerà i **consumi**, dopo uno stop delle vendite al dettaglio in giugno (-0,3% mensile).

**USA: occupazione avanti a passo robusto**  
(Migliaia di unità e % della forza lavoro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.



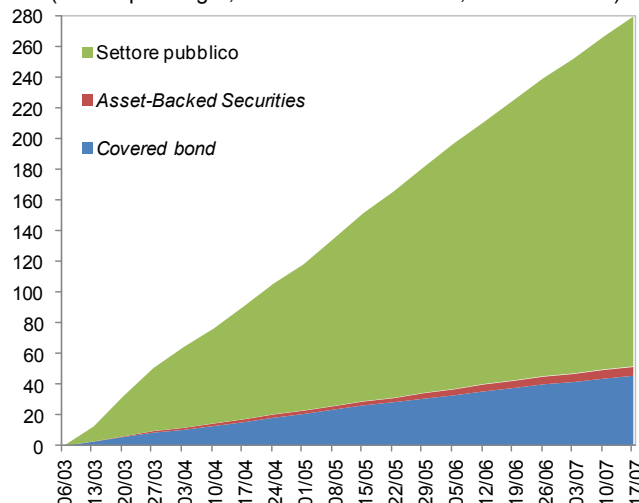
TASSI, BCE, FED

La **BCE** sta proseguendo l'espansione monetaria a un ritmo (13,3 miliardi nella 3<sup>a</sup> settimana di luglio, 14,7 a settimana dal 9 marzo) superiore ai 60 miliardi al mese annunciati a gennaio. Fino al 17 luglio ha acquistato titoli pubblici dell'Eurozona per 228 miliardi, *covered bond* per 46 miliardi e ABS per 6 miliardi (un totale di 279 miliardi in poco più di 4 mesi).

Il rendimento del **BTP** decennale è sceso all'1,91% a luglio (da 2,39% a fine giugno), quello del **Bund** a 0,73% (da 0,98% a inizio giugno). I tassi a lunga sono molto inferiori ai valori di inizio 2014 (3,92% il BTP, 1,94% il Bund), ma sopra i minimi toccati a marzo-aprile (1,15% il BTP, 0,08% il Bund). I BTP meno lunghi hanno tassi poco sopra lo zero (0,48% a 3 anni), quelli sui Bund sono negativi (-0,11%). Stanno rientrando gli effetti dell'incertezza generata dalla crisi greca.

La **FED**, come scontato nello scenario CSC di giugno, è prossima al primo rialzo del tasso ufficiale (ora 0-0,25%). La disoccupazione USA è scesa al 5,3% a giugno, a un passo dal 5,0-5,2% di lungo periodo; l'inflazione *core* è all'1,8% a giugno (1,7% a maggio), vicino all'obiettivo del 2,0%.

**BCE: espansione monetaria avanti tutta**  
(Titoli in portafoglio, stock in miliardi di euro, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

CAMBIO

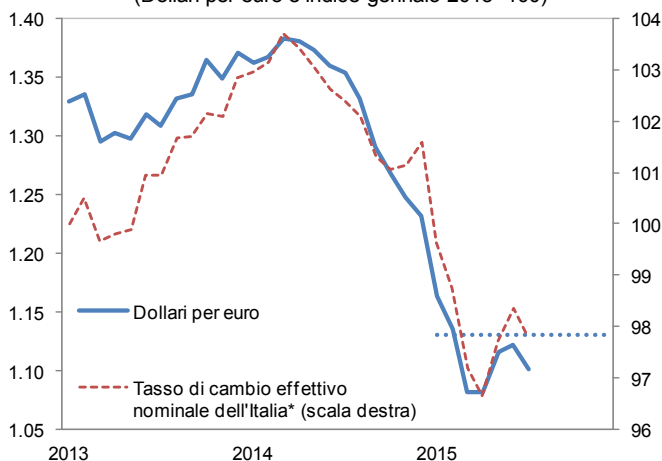
Il tasso di cambio nelle ultime settimane ha contribuito ad allentare le **condizioni monetarie nell'area**. L'euro infatti si è indebolito, scendendo a 1,10 dollari in media a luglio (1,12 a giugno, 1,05 il minimo a marzo). Da inizio anno ha perso più del 10% rispetto al dollaro; vi hanno contribuito: la continua espansione monetaria BCE, l'imminente aumento dei tassi FED e la gestione pasticciata della crisi greca.

L'**euro** si è indebolito anche nei confronti della principale valuta emergente (-10,5% da dicembre sullo yuan), verso quelle di importanti partner europei (-10,3% sulla sterlina) ed extra-europei (-7,9% sullo yen). Si è rivalutato, invece, su quelle di alcuni partner extra-europei (+4,0% sulla lira turca e +7,0% sul real brasiliano).

In termini di **cambio effettivo nominale** l'euro si è deprezzato del 7,3% da inizio anno. Per l'Italia la svalutazione è pari al 3,7% (cambi bilaterali ponderati con il peso dei corrispondenti paesi nel commercio estero italiano). La svalutazione aiuta a rialzare la dinamica dei prezzi e offre una spinta all'export, che si realizzerà in larga misura nel corso del 2015.

**Il cambio resta debole**

(Dollari per euro e indice gennaio 2013=100)



Linea tratteggiata: previsioni CSC di giugno 2015.  
\* Media dei cambi bilaterali verso l'euro di 62 paesi partner, ponderati in base all'importanza di ciascuno nel commercio italiano.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters e Banca d'Italia.

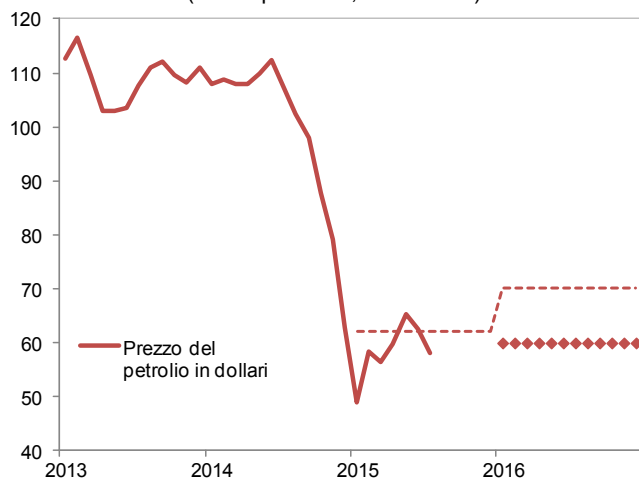
MATERIE PRIME E PREZZI

Il prezzo del **petrolio** Brent è sceso a luglio a 55,9 dollari al barile, da 62,6 in giugno (112,2 giugno 2014). L'accordo con l'Iran siglato il 14 luglio pone fine alle sanzioni sul suo export e dal 2016 aggiungerà 1 mbg a un'offerta mondiale che già sovravanza, e di molto, la domanda. Ciò tenderà ad abbassare il prezzo di 10 dollari al barile il prossimo anno (stime EIA); ossia a 60 dollari, contro i 70 inseriti nello scenario CSC di giugno.

Balzo del prezzo del **mais** a luglio (+14,6%), a seguito della siccità che sta riducendo il raccolto negli USA. Salita anche la quotazione del **cotone** (+1,2% a luglio), sopra il livello di lungo periodo (+7,0%). Scende, invece, il prezzo del **rame** (-4,1%), lungo un trend partito fin dal 2011, per il progressivo indebolimento dell'import della Cina.

La dinamica annua dei **prezzi al consumo** in Italia resta poco sopra lo zero (+0,2% a giugno, da +0,1% a maggio). Calano i prezzi energetici (-5,8% annuo), sulla scia del petrolio. I prezzi alimentari, invece, crescono dell'1,0% annuo. Quelli *core* mantengono ritmi molto contenuti (+0,6%). Nel quadro interno e internazionale prevalgono le spinte deflazionistiche.

**Prezzo del petrolio più basso grazie all'accordo con l'Iran**  
(Dollari per barile, dati mensili)



Linea tratteggiata = previsioni CSC di giugno 2015;  
pallini = scenario post accordo con l'Iran.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.