



# CONGIUNTURA *flash*

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Maggio 2015

L'economia italiana va meglio dell'atteso. È indispensabile cogliere l'opportunità di innalzare il potenziale di crescita del Paese offerta da fattori molto favorevoli. L'incremento del PIL nel primo trimestre è stato più alto delle stime CSC e rende possibile raggiungere nel 2015-16 risultati superiori alle previsioni prevalenti. L'accelerazione già dalla primavera è nelle carte delle spinte esterne (cambio, tassi, petrolio, ripresa USA e nel resto dell'Eurozona) ed è confermata dagli indicatori disponibili. Ciò aiuta la fiducia e, dunque, consolida il miglioramento. I progressi congiunturali non vogliono dire che le gravi conseguenze della crisi spariscono né fanno dell'Italia un'economia dinamica: la performance rimane inferiore a quelle tedesca, spagnola, inglese e, perfino, francese. Solo proseguendo lungo la strada delle riforme si potrà chiudere il divario di crescita e, soprattutto, aumentare sensibilmente occupazione e reddito degli italiani. Il ritardo rispetto a quanto necessario resta ampio, nonostante il grande sforzo in atto abbia già dato importanti risultati. Due aspetti vanno tenuti ben presenti: la finestra internazionale propizia è una tantum e temporanea; gli altri paesi non stanno immobili, ma sono un cantiere aperto di cambiamenti, più o meno profondi e rapidi. Quindi per recuperare terreno serve operare a velocità superiore alla loro. La Grecia rappresenta il rischio più immediato dello scenario: l'esito del braccio di ferro è sempre più incerto e un incidente di percorso più probabile. Per ora i mercati finanziari sono stati colpiti solo in piccola misura dal contagio, grazie anche al cordone sanitario eretto dalla BCE. Un default ellenico danneggerebbe le banche pure altrove, penalizzandone un'altra volta la capacità di dare credito. La fiducia di famiglie e imprese ne risentirebbe. Non sembra saggio provare a vedere l'effetto che fa.

Dopo la stagnazione nel 4° trimestre 2014, il PIL italiano è aumentato dello 0,3% nel 1° 2015 (primo incremento dal 3° 2013), portando a +0,2% l'acquisito per il 2015. Gli indicatori congiunturali coincidenti e anticipatori delineano un'accelerazione della ripresa fin dal trimestre in corso.

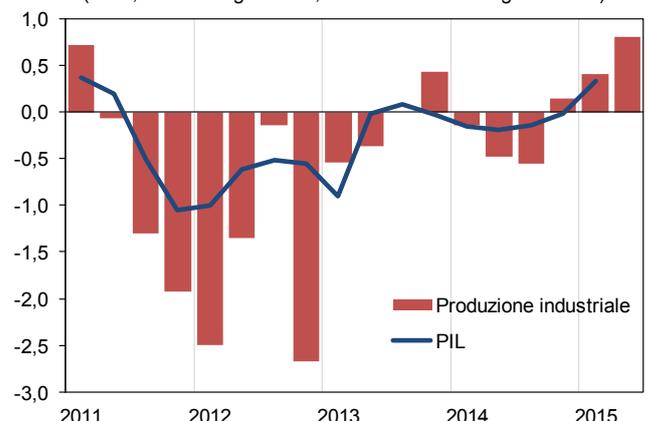
Il CSC stima incrementi congiunturali della produzione industriale in aprile (+0,3%) e in maggio (+0,1%), che portano a +0,8% la variazione acquisita nel 2° trimestre. Il PMI composito in maggio si è attestato a 53,7, da 53,9 in aprile (51,6 nel 1° trimestre). Nel terziario indica un rallentamento (-0,6 punti, a 52,5); nel manifatturiero accelerazione (54,8, top da aprile 2011, da 53,8), con netti miglioramenti delle componenti produzione (57,1, +1,2 punti) e ordini (56,7, +1,9), sostenuti anche dalla domanda interna.

Per i prossimi mesi le prospettive, secondo l'anticipatore OCSE, sono più positive: +0,15% in marzo su febbraio, quarto incremento consecutivo (+0,4% cumulato da novembre).

Dallo scorso settembre, quando aveva raggiunto i livelli più bassi dall'aprile 2009, a marzo 2015 la produzione industriale in Italia è salita, pur con ampie oscillazioni, dell'1,4%. Nel manifatturiero l'aumento è stato più forte: +1,9% (+3,8% annualizzato). A tirare non è stato solo l'export: il fatturato estero è cresciuto del 3,3% e quello interno del 3,2% (variazioni a prezzi costanti).

I beni non durevoli (+4,1%) e d'investimento (+3,5%) hanno sostenuto la ripresa. I settori più dinamici sono stati motoveicoli (+21,3%), coke e prodotti raffinati (+10,7%) e farmaceutica (+17,6%), unico comparto ad avere superato i livelli pre-crisi. Incrementi di attività si sono avuti in due terzi dei settori. Nel restante terzo è rallentata la caduta. L'indice di diffusione mostra, comunque, che è aumentata la quota di comparti con variazioni congiunturali positive: da 38% a settembre a 52% a marzo.

L'accelerazione della produzione spinge il PIL  
(Italia, var. % congiunturali, dati trimestrali destagionalizzati)



Produzione industriale nel 2° trimestre 2015: acquisito a maggio.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Indagine rapida.

I settori che tirano la ripresa  
(Italia, variazioni % dell'attività da settembre 2014\* a marzo 2015)

Motoveicoli, rimorchi e semirimorchi	21,3
Farmaceutica	17,6
Coke e prodotti raffinati	10,7
Abbigliamento	8,6
Stampa	7,6
Computer, elettronica e ottica	6,1
Altre industrie manifatturiere	3,0
Minerali non metalliferi	2,6
Chimica	2,1
<b>Manifatturiero</b>	<b>1,9</b>
Apparecchiature elettriche	1,8
Altri mezzi di trasporto	1,5
<b>Industria (esc. costruzioni)</b>	<b>1,4</b>
Gomma-plastica	1,2

\*Punto di precedente minimo.

Dati destagionalizzati.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

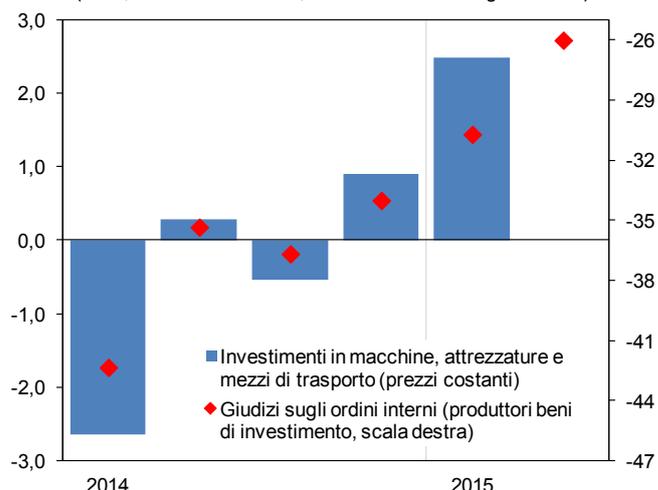
INVESTIMENTI

Segnali positivi per gli **investimenti in macchinari e mezzi di trasporto**, in crescita dello 0,9% congiunturale nel 4° trimestre 2014 e del 2,5% nel 1° 2015 (+28,7% quelli in mezzi di trasporto). Nel 2° 2015 è attesa continuare tale tendenza favorevole. Sono migliorate, infatti, le valutazioni dei produttori di **beni d'investimento** (ISTAT): in aprile-maggio il saldo dei giudizi sugli ordini interni è stato di -26,0, da -30,7 nel 1° trimestre e -34,0 nel 4°; buone anche le attese a tre mesi.

Gli investimenti in **costruzioni** sono tornati ad aumentare per la prima volta dal 2° trimestre 2010: +0,5% nel 1° 2015 sul 4° 2014, in linea con la dinamica della produzione edile, aumentata dello 0,4%. Le prospettive restano positive, dato che la fiducia e le attese delle imprese del settore sono molto migliorate negli ultimi mesi.

A zavorrare la spesa per investimenti è il basso **grado di utilizzo** degli impianti, che è aumentato a inizio 2015 (71,7%) ma rimane ancora al di sotto della media pre-crisi (76,6% tra 2000 e 2007).

**Investimenti: recupero più forte in vista**  
(Italia, variazioni % e saldi, dati trimestrali destagionalizzati)



Ordini nel 2° trimestre 2015: media aprile-maggio.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

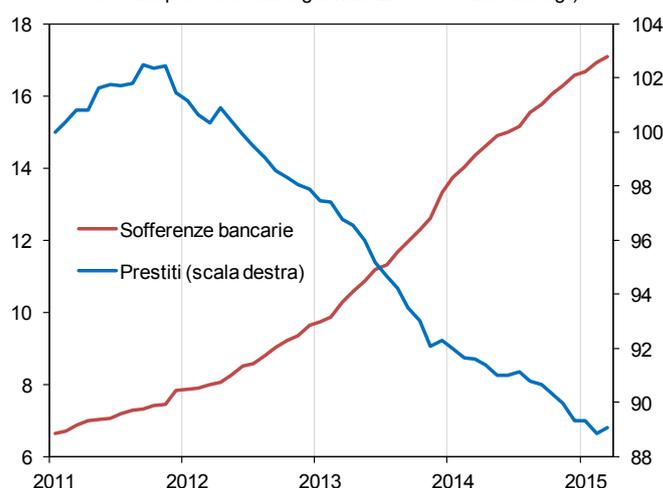
CREDITO PER LE IMPRESE

I **prestiti alle imprese** hanno registrato un mini rimbalzo a marzo: +0,2% (dopo -0,5% a febbraio; dati destagionalizzati CSC). Il timido allentamento della stretta d'offerta da fine 2014 e la stabilità della domanda, segnalati dalle indagini qualitative, sono coerenti con l'attenuazione della caduta del credito (-0,1% mensile nel 1° trimestre, dopo -0,3% nel 2014 e -0,5% nel 2013). La quota di imprese manifatturiere che non ottiene il credito richiesto è all'11,8% a maggio, da 14,0% nel febbraio 2014 (6,2% nella prima metà del 2011).

Le erogazioni sono frenate dall'alto rischio di credito: le **sofferenze bancarie** continuano, infatti, a crescere (135 miliardi a marzo, 25 a fine 2008). Vari interventi sono allo studio: garanzie per la vendita dei crediti deteriorati, più rapida deducibilità delle perdite su crediti, più veloci procedure fallimentari. È urgente invertire la rotta dei prestiti per favorire la ripresa.

Continua il calo dei **tassi** pagati dalle aziende: 2,3% in media a marzo sulle nuove operazioni, da 2,4% a febbraio (3,5% nel marzo 2014). Ciò riduce la spesa per interessi delle imprese e stimola la risalita della domanda di credito.

**L'alto rischio di credito frena i prestiti**  
(Italia, imprese, stock di fine periodo, in % dei prestiti e indice gennaio 2011=100 dati destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

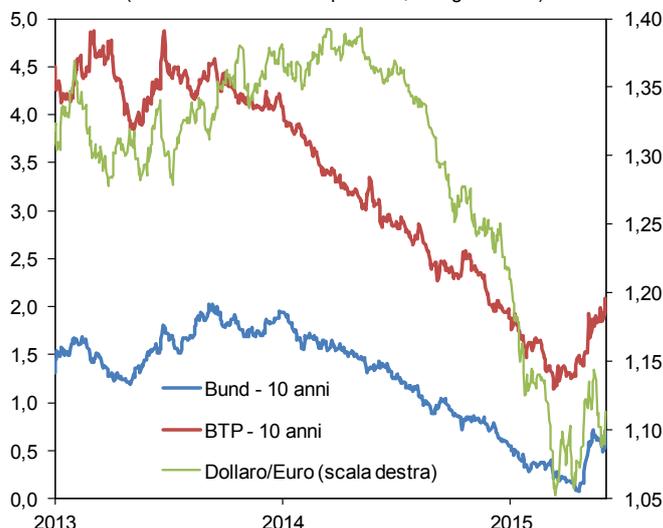
QE, TASSI E CAMBIO

Gli **acquisti** di titoli della BCE (*Quantitative Easing*) hanno portato i bond pubblici emessi nell'Eurozona nel suo bilancio a 147 miliardi di euro a fine maggio (26 quelli italiani). Includendo i titoli privati (*Covered Bond* e ABS) il totale ammonta a 181 miliardi. Il programma BCE proseguirà almeno fino al settembre 2016.

Nonostante ciò, i **rendimenti sovrani** sono rimbalzati, pur restando molto bassi: sul BTP decennale è salito a 2,09% a giugno, dal minimo di 1,14% a marzo; sul Bund di pari durata è a 0,71%, da 0,08% in aprile. I titoli sovrani tedeschi a cinque anni sono tornati ad avere rendimenti positivi (0,15%, da -0,15% in aprile), ma quelli di minore durata li hanno ancora negativi (-0,07% a tre anni). L'Euribor a tre mesi, che più direttamente riflette la politica monetaria, è a -0,01%.

Negli ultimi mesi, inoltre, l'**euro** si è rafforzato sul dollaro: 1,11 a giugno, da un minimo di 1,05 a marzo. Ma aveva toccato 1,39 nel maggio 2014. Le **condizioni monetarie** complessive sono così diventate un po' più strette, ma rimangono estremamente accomodanti.

**Tassi sovrani e cambio: rimbalzo dai minimi**  
(Rendimenti % e dollari per euro, dati giornalieri)



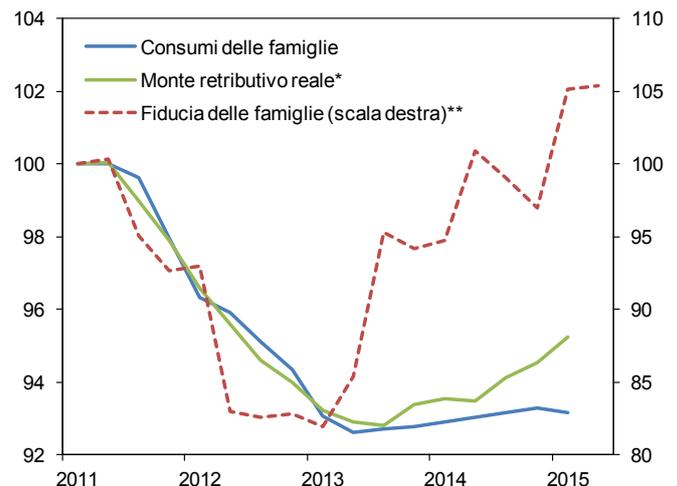
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Appaiono positive le prospettive per i **consumi** in Italia dopo la temporanea battuta d'arresto nel 1° quarto dell'anno (-0,1% sul 4° 2014): le immatricolazioni di auto sono salite del 3,4% nella media aprile-maggio sul 1° trimestre. Significativo il balzo della fiducia dei consumatori: 106,9 in aprile-maggio, da 98,3 nel 4° 2014. La spesa delle famiglie sarà sostenuta da un mercato del lavoro atteso in progresso e da una dinamica salariale ben sopra l'inflazione.

**Occupazione** stabile nel 1° trimestre. Si tratta di un arresto temporaneo: segnali di ripresa della domanda di lavoro provengono da indagini qualitative presso le imprese e da riduzione delle ore di CIG autorizzate (-41,1% nei primi 4 mesi del 2015 rispetto a un anno prima), confermati dal forte aumento degli occupati in aprile (+159mila su marzo).

Nel 2° e 3° trimestre le **retribuzioni contrattuali** procederanno a passo costante: a bocce ferme, +1,7% nel settore privato (+1,5% nel 1°; +1,6% nel 2014) e +1,2% nell'intera economia (da +1,1% e +1,2%). Al netto dell'inflazione i salari contrattuali saliranno dello 0,9% (come nel 2014).

**Fiducia e retribuzioni sosterranno i consumi**  
(Italia, 1° trim. 2011=100, dati trimestrali destagionalizzati)



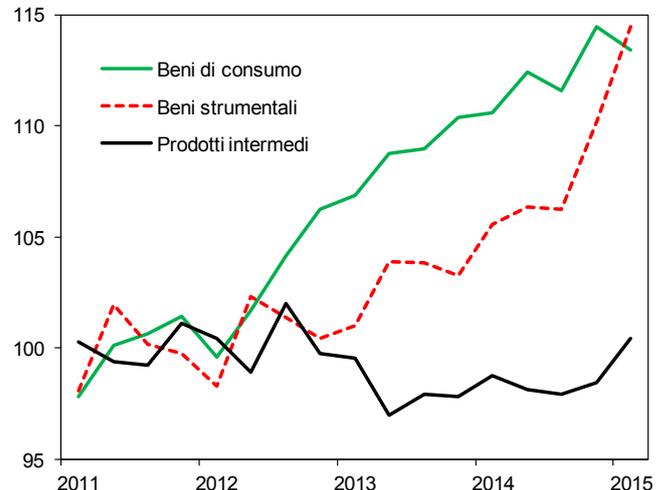
\* Monte retributivo nel 1° trimestre 2015: stime CSC.  
\*\* Fiducia nel 2° trimestre 2015: media aprile-maggio.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

L'**export** italiano è aumentato, a prezzi costanti, dell'1,7% in marzo su febbraio, realizzando un +1,4% nel 1° trimestre sul 4° 2014. Il dispiegarsi degli effetti favorevoli della svalutazione del cambio ha spinto le vendite **extra-Area euro** (+2,5% trimestrale; stime CSC); sono diminuite, invece, quelle **intra-Area** (-0,2%). In forte aumento le esportazioni di beni strumentali (+3,9%) e intermedi (+2,1%); in riduzione quelle di beni di consumo (-0,9%) ed energetici (-4,9%).

La ripresa della domanda interna ha spinto le **importazioni**, balzate del 3,6% in marzo (+4,0% nel 1° trimestre).

In aprile giù del 2,0% in valore l'export extra-UE. Prospettive comunque molto favorevoli nel 2° trimestre, secondo gli indicatori degli ordini manifatturieri esteri: in media aprile-maggio la componente **PMI** (57,0) è al top da un anno e il saldo dei **giudizi delle imprese** (-12) da uno e mezzo. Anche grazie al rafforzamento della domanda europea e all'esaurirsi dello shock petrolifero sui paesi esportatori di *oil*. Cala però il **commercio mondiale** (-1,5% nel 1° trimestre): a 49,8 la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale in maggio.

**I beni strumentali trainano l'export italiano**  
(Dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti, 2011=100)



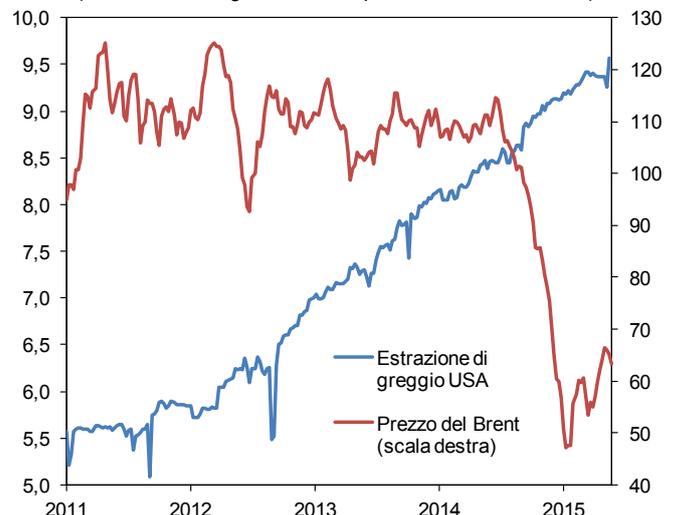
Dati in valore deflazionati con i prezzi all'export.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

La quotazione del **petrolio** Brent è salita a 65,1 dollari al barile a inizio giugno, da 59,8 in aprile (48,9 a gennaio). A causa del precedente crollo dei prezzi (112,2 nel giugno 2014), la crescita dell'**estrazione USA** si era fermata per diverse settimane, ma è poi rimbalzata nell'ultima di maggio (9,6 mbg, 9,4 a marzo). L'offerta mondiale resta abbondante rispetto ai consumi (+1,3 mbg nel 2015, previsioni EIA) e terrà a freno le quotazioni.

Il prezzo del **mais** scende lentamente (-6,2% a maggio da fine 2014) e rimane alto (+35% sulla media di lungo periodo). Ribasso più marcato per il **ferro** (-21,8%), che pure resta molto caro (+63,7% sulla media storica). Rincarà il **cotone** (+7,0%), in linea, a fine 2014, con la media 1990-2009.

La variazione annua dei **prezzi al consumo** in Italia è tornata positiva a maggio (+0,2%, da -0,1% in aprile), lontana però dall'obiettivo BCE (+2,0%). Calano meno quelli energetici (-5,8%, da -6,4%), crescono gli alimentari (+1,0%). La dinamica dei prezzi **core** è salita a +0,6% annuo (da +0,3%); ciò è dovuto a quelli dei servizi (+0,7%, da +0,3%), mentre quelli dei beni industriali restano a +0,3%, sintomo di bassi livelli di attività.

**Non si ferma la corsa del petrolio USA, prezzo meno basso**  
(Milioni di barili al giorno e dollari per barile, dati settimanali)



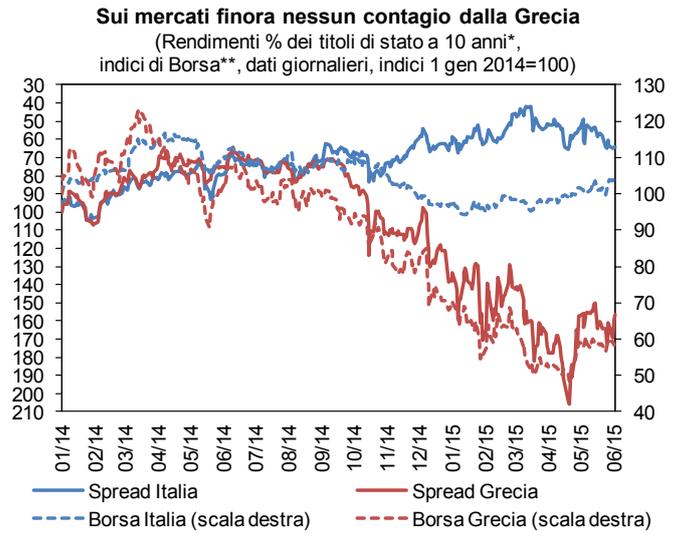
Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA, Thomson Reuters.

**EUROZONA**

Sulle prospettive di crescita dell'**Eurozona** pesa l'incognita della **crisi greca**. Il tempo è agli sgoccioli: a giugno scadono quattro rate del prestito FMI (1,5 miliardi di euro). Non è possibile prevedere se ci sarà **default**, se ciò comporterà l'uscita dall'euro e cosa accadrà nel resto dell'Eurozona ai mercati finanziari, alla fiducia di consumatori e imprese, ai conti delle banche e alla loro capacità di erogare credito.

Finora non c'è stato alcun contagio greco. Nei confronti con la Germania: lo **spread** sovrano ellenico è arrivato a 1.024 punti base a giugno (da 465 nel settembre 2014), quello italiano è sceso a 90 a marzo, per poi salire a 139 a giugno; la **Borsa** greca ha perso molto terreno, quella italiana è andata come la tedesca.

Rimangono **potenti le spinte** provenienti da cambio debole, tassi bassi e petrolio a buon mercato. E stanno producendo i risultati attesi: la crescita dell'Eurozona si è rafforzata nel 1° trimestre (+0,4% sul 4° 2014). Gli indicatori la danno in ulteriore accelerazione: i dati primaverili di **PMI** e **fiducia** sono superiori a quelli medi del primo trimestre.



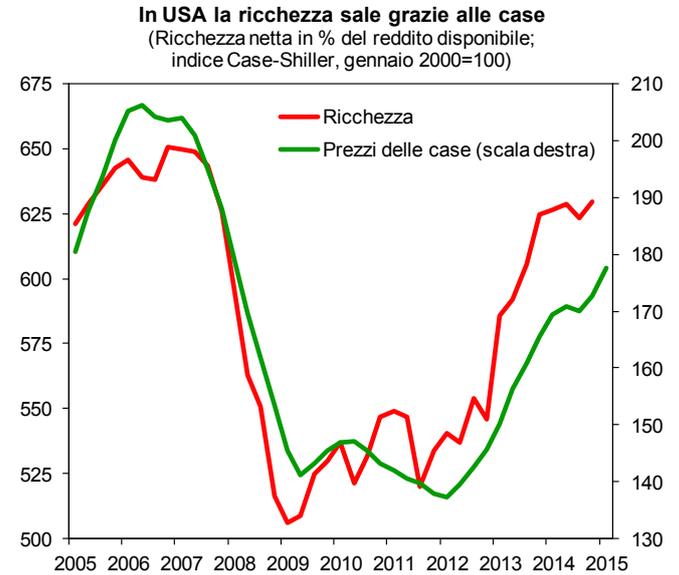
\* Punti % di scarto rispetto alla Germania, scala invertita.  
\*\* "Paese"/Germania.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

**STATI UNITI**

Si è contratto il **PIL USA** nel 1° trimestre (-0,7% annualizzato) per fattori temporanei (maltempo e scioperi), mentre dollaro forte e domanda estera debole penalizzano l'export.

È atteso ripartire rapidamente. Va esaurendosi l'impatto negativo del calo dei prezzi energetici sull'industria estrattiva, che ha causato negli ultimi mesi chiusura dei pozzi e minori investimenti. Sono saliti gli **ordini** di macchinari in aprile e a maggio ha accelerato l'attività manifatturiera (ISM a 52,8 da 51,5).

Migliora a maggio la **fiducia dei consumatori** (a 95,4 da 94,3 in aprile, indice Conference Board), nonostante il rialzo dei prezzi della benzina (+10,3% mensile). È inoltre risalita in aprile l'**occupazione** non agricola (+223mila unità) ed è sceso a 5,4% il tasso di disoccupazione. Ciò, con l'aumento della ricchezza finanziaria e immobiliare (+30,8% il **prezzo delle case** da febbraio 2012), rafforzerà ulteriormente la fiducia delle famiglie, ridurrà il tasso di risparmio (risalito a 5,6% del reddito disponibile in aprile) e sosterrà i consumi; al top da luglio 2005 le vendite di auto in maggio.



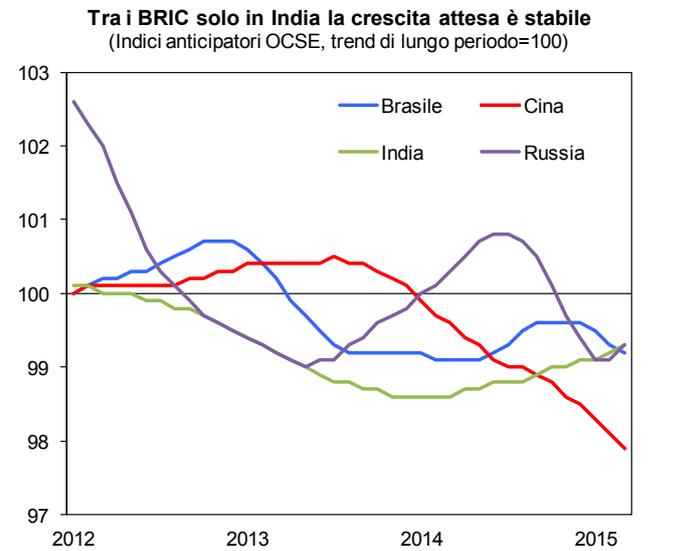
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

**EMERGENTI**

Dinamiche difformi nel ciclo dei **BRIC**: l'anticipatore OCSE indica crescita stabile in India, ulteriore rallentamento in Cina, moderazione della caduta in Russia e peggioramento in Brasile.

In **India** +2,1% annuo la produzione industriale in marzo, ritmo più lento da 5 mesi, ma +7,6% i beni di investimento. Anche la crescente fiducia delle imprese e l'inflazione ai minimi da 4 mesi in aprile (4,9%) favoriranno gli investimenti. In **Cina** i dati di aprile indicano rallentamento nel 2° trimestre, nonostante gli interventi espansivi del governo: +5,9% annuo l'output industriale (+6,4% nel 1° trimestre), +10,0% le vendite al dettaglio (+10,5%). PMI manifatturiero in maggio a 49,2.

Congiuntura sfavorevole in **Brasile**: in aprile -7,6% annuo l'output industriale (-3,4% in marzo); l'inflazione a 8,2% (massimo dal 2003) ha spinto la Banca centrale ad alzare ancora il tasso ufficiale (+50 pb a 13,25%); la fiducia dei consumatori è ai minimi. **Russia** ancora in difficoltà: dopo il -1,9% annuo del PIL nel 1° trimestre (stima flash), l'output in aprile ha segnato -4,5%, il più forte calo annuo dal 2009 (-0,4% nel 1° trimestre).



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.