



CONGIUNTURA flash

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Aprile 2015

Le potenti **spinte esterne** hanno innescato la **ripresa italiana**. La bilancia degli indicatori congiunturali pende senza dubbio dal lato della **risalita del PIL**. Il punto interrogativo rimane sulla velocità, che ordini, aspettative e indici anticipatori segnalano in **accelerazione** dalla primavera. Come scritto dal CSC tre mesi fa, le **nuove previsioni** rilasciate da vari istituti sono riviste verso l'alto; i valori rimangono opportunamente prudenti perché si tiene conto del fatto che l'Italia soffriva di **lenta crescita** prima della crisi. La stessa crisi ha azionato **freni straordinari**: alta disoccupazione, credit crunch, ampia capacità inutilizzata, settore immobiliare fragile, margini di profitto ai minimi e risparmio da ricostituire intralciano la ripartenza della domanda interna e delle attività produttive. Per ciascuno di essi, tuttavia, arrivano rassicuranti segnali di **allentamento della morsa**. In questo scenario, con il **DEF** il Governo attenua correttamente l'**impostazione restrittiva** della politica di bilancio; sul fronte degli **investimenti pubblici** si dovrebbero utilizzare appieno i fondi europei e i margini di flessibilità per il loro cofinanziamento. Imperativo, sia per avere spazi di manovra nei conti pubblici sia per innalzare il potenziale del Paese, è tenere la **barra dritta sulle riforme**. Che sono la benzina per alimentare la fiducia dei partner e dei mercati finanziari, di nuovo in allerta per il rischioso stallo nelle trattative sulla **Grecia**. Il contesto globale rimane favorevole: in **USA** clima, scioperi portuali, ricadute dell'arresto del boom nel settore petrolifero e dollaro forte hanno rallentato la crescita, che è attesa riprendere vigore; la **Cina** è in atterraggio pilotato, ma continuerà a essere un potente motore di sviluppo mondiale; l'**Eurozona**, con il peso maggiore sull'export italiano, è in progressivo miglioramento; le condizioni di **Brasile** e **Russia** sono difficili ma non si aggravano. I tassi di interesse resteranno bassi a lungo, in calo quelli di mercato, grazie alla **BCE**.

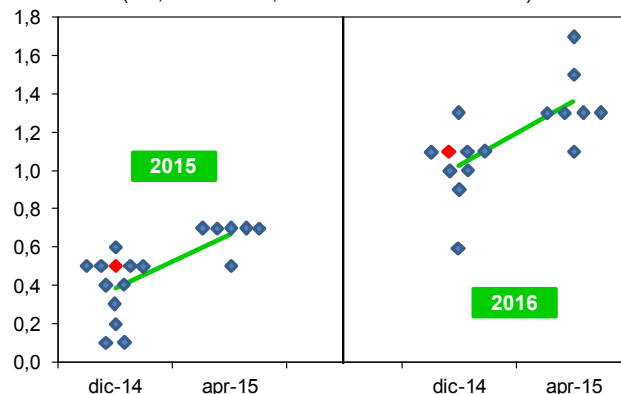
La **produzione industriale** italiana è stimata dal CSC in aumento dello 0,1% congiunturale in marzo, dopo il +0,6% in febbraio. Ciò porta a +0,2% la variazione nel 1° trimestre e a +0,3% il trascinarsi al 2°. L'indice **PMI manifatturiero** è salito in marzo a 53,3 (da 51,9 in febbraio) con **ordini totali** in forte accelerazione (54,5 da 51,2). È anche tornato a segnalare espansione il **PMI terziario**, dopo la stagnazione rilevata in febbraio (51,6 da 50,0), grazie all'incremento dei **nuovi affari** (53,1). Sulla base di questi dati il **PIL** è atteso crescere dello 0,2% congiunturale nel 1° trimestre e accelerare in primavera. Inoltre, l'**anticipatore OCSE**, in progresso da tre mesi (+0,14% in febbraio), intravede un ulteriore e più forte incremento del PIL nei mesi estivi.

Il miglioramento del quadro economico ha indotto i principali previsori a rivedere al rialzo le **stime di crescita** del PIL italiano nel 2015 e nel 2016 (per il CSC rispettivamente +0,5% e +1,1%). Da dicembre la media delle previsioni è salita di 0,3 punti per quest'anno (a +0,7%) e di 0,4 per il 2016 (a +1,4%).

L'**export italiano** è salito del 2,0% in febbraio, dopo il -2,1% in gennaio (dati a prezzi costanti). È ripartito anche quello delle principali economie europee: **Germania** (+1,1%, da -2,6%) e **Francia** (+1,0%, da -0,2%). Nel 1° bimestre le esportazioni italiane sono cresciute dello 0,4% sul 4° trimestre 2014 (+1,5% extra Area euro, -1,3% intra). Prospettive in miglioramento anche per effetto di euro debole e domanda europea più forte. Più favorevoli le valutazioni sugli **ordini esteri** manifatturieri in marzo: al massimo da 9 mesi la componente PMI (56,7) e da 11 mesi i giudizi ISTAT (saldo a -13). Sono al top dal 2011 le **attese delle imprese** industriali sulla domanda estera per il 2° trimestre (Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore).

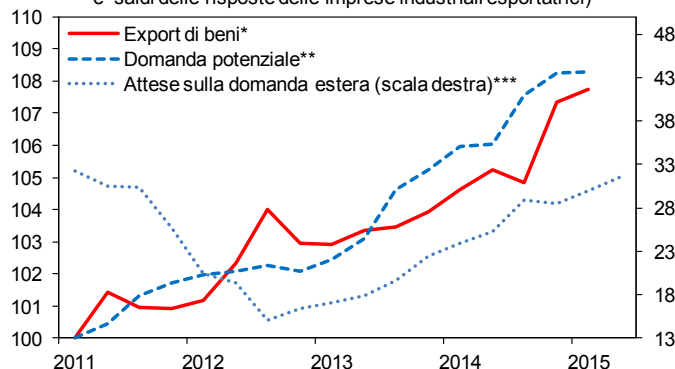
Le **importazioni** hanno registrato un calo in febbraio (-1,0%; segue il +2,5% in gennaio), dovuto interamente a minori acquisti energetici (+0,6% al netto dell'energia). Nel 1° bimestre hanno segnato un robusto +2,4% sul 4° trimestre 2014, indice che è in atto una ripresa della domanda interna.

In rialzo le previsioni per l'Italia
(PIL, variazioni %, stime rilasciate nei vari mesi)



In rosso la previsione del CSC.
Fonte: elaborazioni CSC su stime dei vari istituti.

Export italiano atteso in accelerazione
(Dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti, indici 1° trim. 2011=100 e saldi delle risposte delle imprese industriali esportatrici)



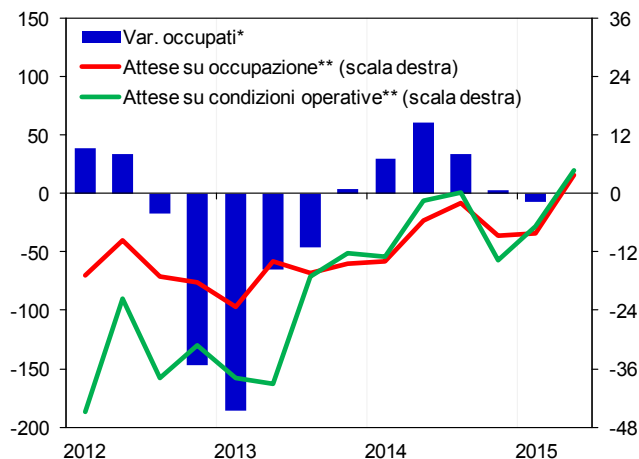
1° trim. 2015: media gen.-feb. per l'export, gennaio per la domanda potenziale.
* Dati in valore deflazionati con i prezzi alla produzione dei prodotti venduti all'estero; ** somma delle importazioni dei paesi partner, ponderate per le quote dell'export italiano verso i partner; *** medie mobili avanti di un trimestre.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Eurostat, CPB e Banca d'Italia.

Nei primi due mesi dell'anno il numero di **persone occupate** in Italia è rimasto sostanzialmente stabile sui livelli dell'ultimo quarto 2014, quando già era rimasto fermo. Si tratta di un arresto temporaneo dopo la progressiva risalita tra settembre 2013 e settembre 2014 (+232mila unità). Nei prossimi mesi le assunzioni a tempo indeterminato saranno sostenute da sgravi contributivi e nuove norme sul contratto a tutele crescenti.

L'occupazione nel suo complesso avanzerà in presa diretta con la congiuntura, stando al forte miglioramento delle **aspettative delle imprese**: per primavera 2015 il saldo delle risposte è balzato in territorio positivo per la prima volta dall'inizio della crisi, a +4,9 per le condizioni in cui operano le aziende e a +3,8 per l'occupazione (Banca d'Italia-II Sole 24 Ore).

Il **tasso di disoccupazione** è sceso al 12,7% nel primo bimestre 2015 (dal 13,0% nel 4° trimestre), a fronte di una forza lavoro in momentanea flessione, dopo il +0,9% nel 2014. La maggior fiducia nel trovare un posto, coerente con il forte ridimensionamento dei timori per l'andamento della disoccupazione, sosterrà l'espansione della forza lavoro, rallentando tuttavia il rientro della disoccupazione stessa.

Occupazione pronta a ripartire
(Italia, migliaia di occupati, var. trim.; attese delle imprese a tre mesi)

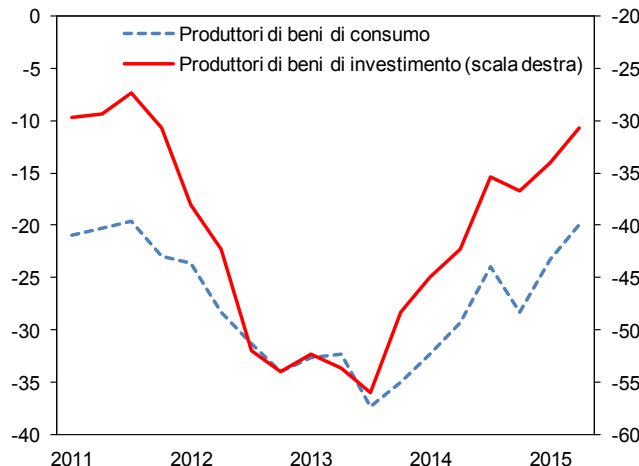


* 1° trimestre 2015: media gennaio-febbraio.
** Differenze tra % risposte in rialzo/in ribasso, posticipate di 3 mesi.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia-II Sole24Ore.

Segnali positivi per la **domanda interna** italiana. Le **condizioni per investire** secondo gli imprenditori sono nettamente migliorate: il saldo dei giudizi è salito a 14,5 in marzo da -15,0 in dicembre; per il 2015 nel complesso lo scarto percentuale tra chi si attende un aumento e chi una diminuzione dei piani di investimento è salito a 16,4 da 3,6 (Banca d'Italia-II Sole 24 Ore). Migliorano, inoltre, **ordini dall'interno** (-30,7 nel 1° trimestre, da -34,0 nel 4° 2014) e **attese** dei produttori di **beni strumentali** (ISTAT), segno che si rispolverano i piani di acquisto di macchinari e attrezzature.

Favorevole anche la tendenza dei **consumi**. L'indicatore **ICC** in volume è aumentato dello 0,1% nei primi 2 mesi del 2015 e le **immatricolazioni** di auto del 7,4% nel 1° trimestre, rispetto al 4° 2014. Il saldo dei giudizi sugli **ordini interni** dei produttori di beni di consumo è salito a -20,0 (da -23,3 nell'ultimo quarto del 2014). Il forte incremento della **fiducia** tra i consumatori preannuncia una maggiore spesa: in marzo l'indice è cresciuto di 3,2 punti (+8,4 nel trimestre); bene anche il clima personale, più correlato con le decisioni di consumo delle famiglie, che è salito per il 3° mese di fila (+1,7 in marzo, +4,3 nel trimestre).

Domanda interna, segnali di recupero
(Italia, saldo dei giudizi sugli ordini interni*, dati mensili destagionalizzati)



* Imprese manifatturiere.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Il Governo nel **Documento di Economia e Finanza (DEF)** ha rivisto al rialzo la crescita del PIL: 0,7% quest'anno (da 0,6%) e 1,3% il prossimo (da 1,0%). Con effetti positivi sulle entrate pubbliche: +6,4 miliardi nel 2016 rispetto alle precedenti stime. Inoltre, i minori rendimenti sui titoli di Stato consentono di proiettare una spesa per interessi di 4,2 miliardi più bassa.

La **politica di bilancio** rimane restrittiva nel prossimo quadriennio, ma meno intensamente: da 1,6 a 0,8 punti di PIL, stando alla variazione del saldo strutturale, che è confermato tornare in pareggio nel 2017. I saldi programmati sono fissati ai livelli indicati a ottobre scorso, mentre quelli tendenziali sarebbero stati nettamente migliori.

Il Governo così dispone di maggiori risorse per 0,1 punti di PIL quest'anno, 0,4 il prossimo, 0,1 nel 2017 e 0,2 nel 2018, utilizzando la **flessibilità** concessa dall'UE ai paesi che adottano riforme strutturali. Dalla **spending review** occorrono altri 10 miliardi nel 2016 per scongiurare l'inasprimento della pressione fiscale con l'aumento dell'IVA e il taglio di agevolazioni e detrazioni fiscali.

Il DEF attenua la restrizione del bilancio pubblico
(Valori in % PIL)

	2014	2015	2016	2017	2018
QUADRO PROGRAMMATICO					
Saldo di bilancio	-3,0	-2,6	-1,8	-0,8	0,0
Saldo primario	1,6	1,6	2,4	3,2	3,8
Saldo strutturale	-0,7	-0,5	-0,4	0,0	0,1
Variazione saldo strutturale		0,2	0,1	0,4	0,1
Debito pubblico	132,1	132,5	130,9	127,4	123,4
Debito pubblico netto sostegni	128,4	128,9	127,3	123,9	120,1
QUADRO TENDENZIALE					
Saldo di bilancio	-3,0	-2,5	-1,4	-0,2	0,5
Saldo primario	1,6	1,7	2,8	3,8	4,3
Saldo strutturale	-0,8	-0,5	0,0	0,5	0,8
Variazione saldo strutturale		0,3	0,5	0,5	0,3
Debito pubblico	132,1	132,4	130,3	127,2	123,7
Debito pubblico netto sostegni	128,4	128,8	126,8	123,7	120,3
DIFFERENZA TENDENZIALE E PROGRAMMATICO					
Variazione saldo strutturale		0,1	0,4	0,1	0,2

Fonte: Ministero dell'economia e delle finanze.

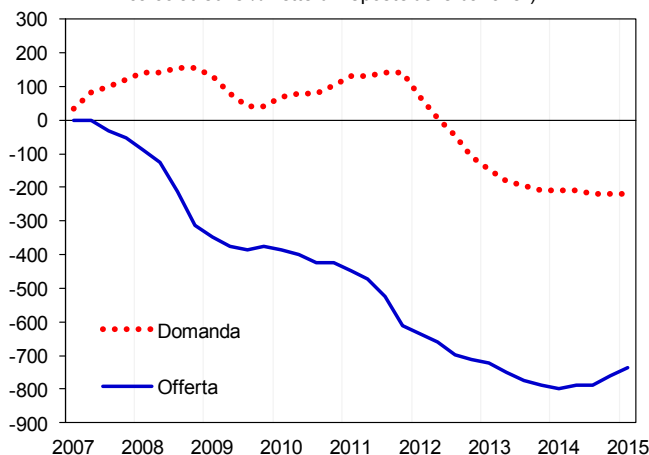
L'indagine Banca d'Italia sul **credito bancario** segnala un timido allentamento dell'**offerta** nel 1° trimestre, dopo quello di fine 2014. La posizione patrimoniale delle banche e le attese su settori e imprese sono ora giudicati favorevoli all'erogazione di prestiti. La **domanda** di credito è stabile, come nel 2014: da due trimestri ha smesso di calare quella per investimenti mentre sale quella per il capitale circolante.

CREDITO

I **prestiti alle imprese** continuano a ridursi: -0,6% a febbraio, -13,5% dal settembre 2011 (-124 miliardi; dati destagionalizzati CSC). A marzo il 10,9% delle imprese industriali non ha ottenuto il credito richiesto (6,2% nella prima metà 2011, picco a 16,6% nel luglio 2013). I crediti in sofferenza frenano le nuove erogazioni: sono saliti a 133 miliardi a febbraio (16,9% dei prestiti), da 25 a fine 2008 (2,9%); lo stesso FMI ha sollecitato misure per ridurre tale fardello.

Prosegue lenta la discesa dei **tassi di interesse** pagati dalle imprese: 2,4% a febbraio, da 2,5% a gennaio (3,6% nel settembre 2013). Un'ulteriore flessione sarà favorita dal calo dei tassi a lunga indotto dal QE. Ciò stimola la domanda di prestiti.

Credito: si allenta un po' la stretta, stabile la domanda
(Italia, imprese, indici cumulati 4° trimestre 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche*)



* Indicatori ricavati dai dati qualitativi della *Bank lending survey*; offerta = variazione dei *credit standard* con segno invertito. Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

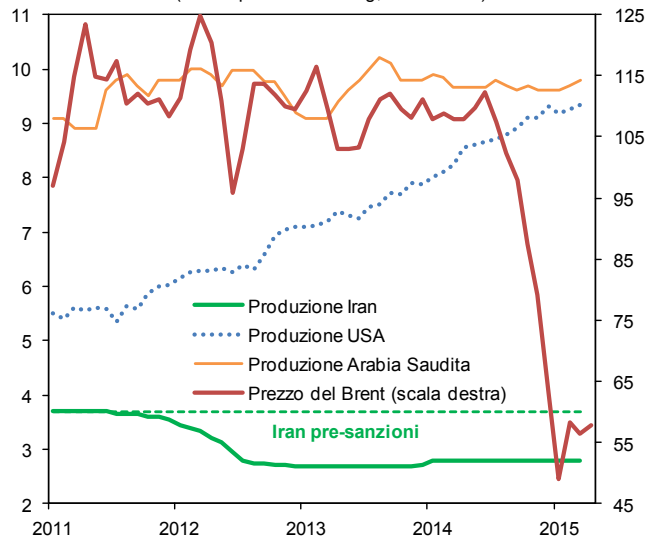
Il **prezzo del Brent** è salito a 61,7 dollari al barile in aprile, da 52,4 a metà marzo (112,2 nel giugno 2014). Il rialzo è avvenuto nonostante l'Arabia Saudita abbia accresciuto l'estrazione (9,8 mbg a marzo, da 9,6 a gennaio) e la produzione USA resti ai massimi (9,3 mbg, da 8,7 nel giugno 2014). In prospettiva, la rimozione delle sanzioni all'Iran aprirebbe la strada al suo export (di 0,9 mbg inferiore ai livelli del 2012).

PREZZI E MATERIE PRIME

Anche le quotazioni delle **commodity non-oil** sono scese molto rispetto ai massimi degli ultimi anni. Tra le altre: il ferro segna -58,1% in aprile da fine 2013; il mais è a -55,5% dall'estate 2012. Il cotone rincara (+8,1% da gennaio), invertendo la rotta dopo il ribasso del 2014 (-33,4%).

La variazione annua dei **prezzi al consumo** in Italia è negativa (-0,1% a marzo), allineata alla media dell'Eurozona. I prezzi dell'energia calano (-6,5% annuo), trasferendo la caduta del costo del petrolio sul potere d'acquisto delle famiglie. I prezzi dei beni alimentari salgono (+1,0% annuo). Quelli *core* frenano (+0,3%, +0,5% a febbraio); prossima allo zero la dinamica dei prezzi dei beni industriali (+0,2%).

Per il petrolio offerta in salita, prezzo basso
(Dollari per barile e mbg, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA, Thomson Reuters.

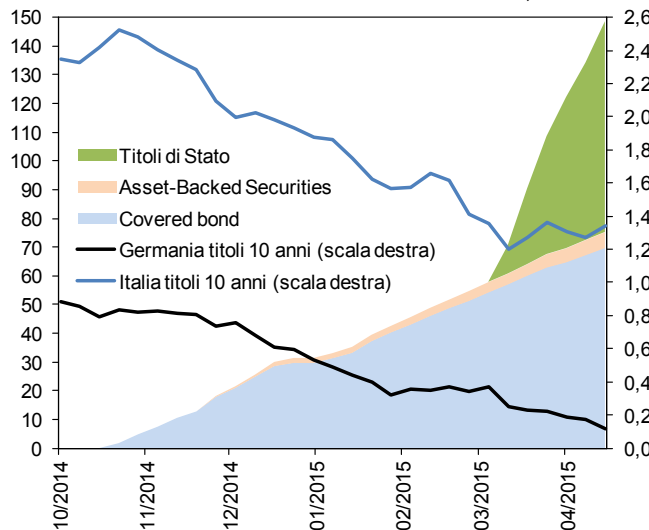
La **BCE** dal 9 marzo al 17 aprile ha acquistato titoli dell'Eurozona per 90,7 miliardi, il cosiddetto *Quantitative Easing* (QE). La maggior parte sono titoli pubblici (73,3 miliardi), cui si sommano *covered bond* (15,5) e ABS (1,9).

CAMBIO E BCE

Il rendimento del **BTP decennale** è all'1,45% in aprile (1,36% a inizio marzo), mentre il **Bund** è sceso a 0,10% (da 0,37%), con uno spread a 135 punti (da 99). Ciò per tre motivi: le tensioni sulla Grecia rinnovano il *fly to quality* verso la Germania; il QE crea più scarsità sui titoli tedeschi (sarà acquistato il 14,1% dello stock, 8,3% di quello italiano); in Italia cresce la durata media dello stock di titoli pubblici (6,45 anni a marzo, 6,38 a dicembre), dopo 4 anni di calo, a seguito dell'**emissione di BTP a più lungo termine** (7,58 anni a marzo, da 7,40) che attenua l'impatto del QE sul loro prezzo.

Anche sulla scia del QE, l'**euro** continua a indebolirsi rispetto alle principali valute: -1,5% in aprile il tasso di cambio effettivo nominale (-9,5% da dicembre). In particolare, rispetto al **dollaro** la svalutazione ha rallentato in aprile (-0,6%, a 1,08), ma è ampia da inizio anno (-12,7%, 1,23 a dicembre).

Procede spedito il QE, rendimenti sovrani ai minimi
(Eurozona, stock di titoli nel portafoglio BCE, in miliardi di euro, rendimenti % dei titoli sovrani, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Thomson Reuters.

EUROZONA

Accelera l'economia dell'**Eurozona**. A marzo, il **PMI composito** è salito a 54,0 (da 53,3 in febbraio), il livello massimo da 11 mesi. L'espansione è diffusa sia al **manifatturiero** (53,6) sia ai **servizi** (54,2) sia ai principali paesi dell'area. È aumentato il già più elevato ritmo di crescita in **Spagna** (composito a 56,9) e **Germania** (55,4); ha acquistato vigore, pur rimanendo modesto, in **Francia** (51,5) e **Italia** (52,4).

È aumentata ancora in marzo la **fiducia delle imprese** (+1,6 punti), sostenuta dall'euro meno forte, da condizioni di accesso al credito meno restrittive e dal calo dei prezzi dell'energia che riduce sensibilmente i costi di produzione. È migliorata di 3 punti la fiducia delle **famiglie**, sospinta dal maggiore potere d'acquisto e dal calo della disoccupazione.

Tutto ciò si traduce in una più forte espansione della domanda interna, come confermano il buon andamento delle **vendite al dettaglio**, aumentate del 3,0% in febbraio rispetto a un anno prima, e il marcato incremento a marzo delle **immatricolazioni di auto** (+13,2% annuo).

In **USA** il nuovo calo dell'**attività industriale** a marzo (-0,6% su febbraio) conferma l'impatto negativo del rialzo del dollaro e della debolezza della domanda globale su un'economia penalizzata, nei primi due mesi 2015, da rigide condizioni climatiche e da agitazioni sindacali nei porti della *West Coast*.

L'aumento delle **vendite al dettaglio** (+0,9% nominale su febbraio), sospinte in particolare dalle auto, prelude a una robusta ripresa della domanda interna. Si tratta, infatti, dell'incremento più forte da un anno e chiude 3 mesi di contrazioni dovute al maltempo; l'aumentato **tasso di risparmio** (5,8% a febbraio da 4,4% a novembre 2014) offre margini alla spesa.

La crescita dell'**occupazione** (appena +126mila unità a marzo, ma +247mila in media da gennaio 2014) e la graduale accelerazione dei **salari** rafforzeranno la fiducia delle famiglie, già salita di 2,9 punti, a 95,9 in aprile (rilevazione Michigan). Che è alimentata anche dal forte guadagno di **potere d'acquisto**, ottenuto grazie al calo del prezzo della benzina (-34,9% da inizio luglio 2014) e dall'aumento delle ragioni di scambio. Ciò contribuirà a ridurre la parsimonia.

Il **PIL cinese** decelera al 7,0% annuo nel 1° trimestre 2015 (dal 7,4% nel 2014), in linea per ora con il target del Governo ("intorno al 7,0%" quest'anno). Dai servizi viene il maggior contributo, grazie al +7,9% annuo. I dati di marzo precludono a un ulteriore rallentamento nel 2° trimestre: +5,6% annuo la produzione industriale (da +6,8% in febbraio), +10,2% le vendite al dettaglio (da +10,7%). Le politiche economiche del Governo continueranno a pilotare il rallentamento in atto. La Cina, comunque, fornirà ancora il maggior contributo alla crescita del PIL mondiale (33,0% nel 2015).

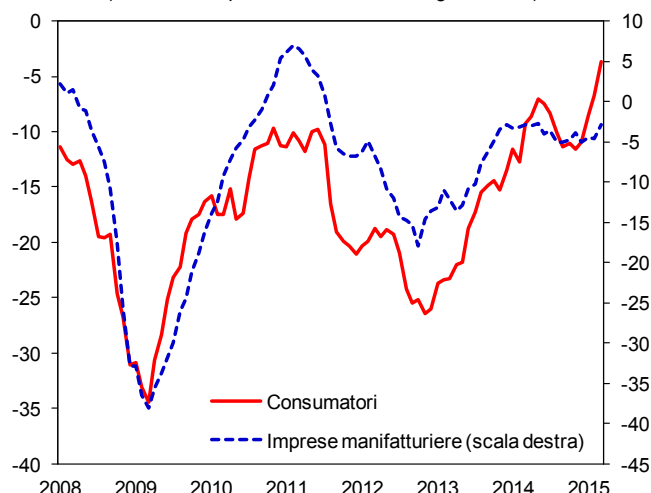
L'FMI ha rivisto all'insù le stime di crescita dell'**India** nel 2015 (7,5%, da 6,3%) e Moody's ha alzato a "positive" da "stabili" le prospettive sul debito pubblico. In febbraio la produzione industriale accelera: +5,0% annuo (da +2,8%).

Brasile in grave difficoltà: -9,1% in febbraio (da -5,1%) la variazione annua della produzione industriale (+8,1% l'inflazione in marzo, top dal 2003). In **Russia** la fiducia dei consumatori è scesa ai minimi dal 2009, peggiorando il già fosco quadro dipinto da tensioni geopolitiche e petrolio.

STATI UNITI

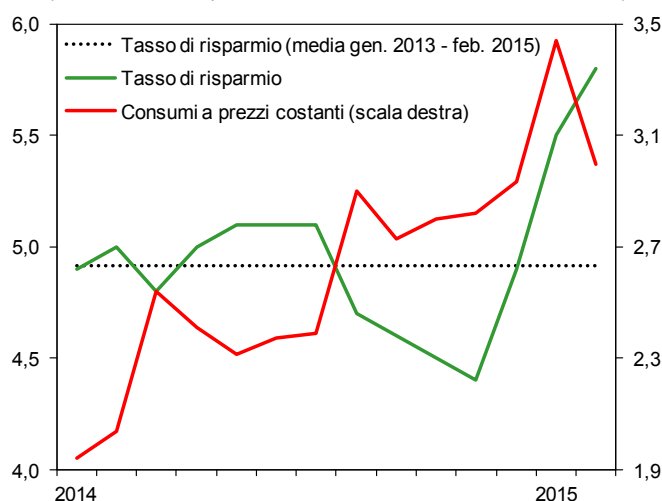
EMERGENTI

Nell'Area euro sale l'ottimismo
(Saldi delle risposte, dati mensili destagionalizzati)



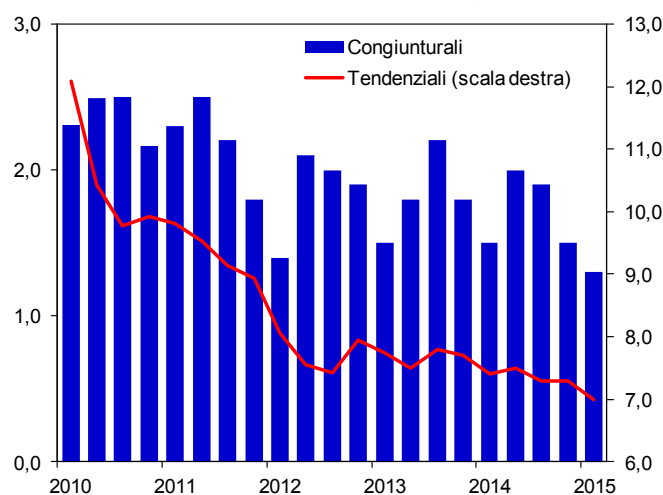
Fonte: elaborazioni CSC su dati della Commissione europea.

Negli USA consumatori parsimoniosi
(% del reddito disponibile e var. % tendenziali, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Federal Reserve.

Il rallentamento "pilotato" del PIL cinese
(PIL reale, var.%, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.