



# CONGIUNTURA *flash*

4 Giugno 2018

## Gli USA motore della crescita globale, frena l'Euroarea; Italia sotto i riflettori



**L'economia globale scala la marcia...** La crescita dell'economia mondiale nel 2° trimestre si assesta su un ritmo solido, seppure più basso rispetto a quello raggiunto nei mesi scorsi. Il sostegno viene sia dal manifatturiero sia dai servizi ed è guidato dalle economie avanzate, con gli USA in testa che scalzano l'Europa; è meno robusto il contributo degli emergenti, specie per i più lenti progressi in Cina e India, dovuti alla debolezza della domanda estera. La politica commerciale americana e le probabili ritorsioni seminano incertezza e rischiano di frenare la crescita globale.



**... e l'Euroarea segue la scia** Dopo il rallentamento del PIL nel 1° trimestre, il recente calo degli indicatori congiunturali qualitativi allontana l'ipotesi di una attesa accelerazione della crescita nei mesi primaverili: pesano soprattutto la debole domanda estera, i venti protezionistici, che sono un deterrente per nuovi ordini e opportunità d'investimento, e le incertezze politiche (dentro e fuori l'Area). L'euro si è indebolito rispetto al dollaro (1,17, sui valori di novembre) specie per l'accresciuto scetticismo che sta accompagnando gli eventi politici in Italia. L'inflazione ha toccato un picco a maggio, spinto dall'aumento dei prezzi energetici, ma la core resta bassa. Si conferma perciò l'attesa che la BCE prolunghi oltre la scadenza prevista a settembre la fine degli acquisti di titoli di Stato.



**In Italia la crescita prosegue moderata...** In Italia il PIL è cresciuto dello 0,3% nel primo trimestre (da +0,4% nel 4° 2017), sostenuto dal contributo delle scorte. I consumi sono avanzati debolmente e investimenti ed esportazioni sono diminuiti per la prima volta dopo, rispettivamente, tre e nove trimestri di crescita. Giudizi e attese degli operatori non lasciano intravedere miglioramenti significativi nel trimestre in corso, specie per l'andamento della domanda estera (nuovamente calata in aprile nei mercati extra-UE). I consumi delle famiglie potranno essere sostenuti dalla crescita dell'occupazione dipendente (attesa proseguire anche in primavera) e gli investimenti dalle condizioni favorevoli derivanti sia dagli incentivi fiscali che dal credito, il cui costo è, per ora, ai minimi (1,5% a marzo). Il CSC stima una crescita della produzione industriale nel trimestre primaverile (+0,8% l'acquisito a maggio), dopo la stagnazione nel primo; nel terziario gli indicatori qualitativi (PMI e fiducia) segnalano una modesta crescita.

**... ma il nuovo governo deve ricostruire la fiducia** Le turbolenze politiche recenti, che sono sfociate in una crisi istituzionale, hanno fatto impennare i rendimenti dei titoli di Stato italiani (saliti fino a 310 pb) e lo spread coi Bund (che ha toccato 283 pb). La fase acuta è rientrata dopo il nuovo incarico a un governo Lega-M5s. Tuttavia, è cruciale agire con responsabilità per ricostituire stabilmente la fiducia degli operatori. Il prezzo di una nuova ondata di incertezza, se persistente, sarebbe un più forte rallentamento della crescita attraverso l'incremento dei tassi d'interesse, con conseguenze negative sui conti pubblici e sul finanziamento di imprese e famiglie.



**Gli USA accelerano...** La crescita americana si è andata rafforzando negli ultimi mesi ed è prevista accelerare in primavera. Gli occupati sono aumentati a un ritmo elevato e la disoccupazione è scesa ai minimi dal 2000 (3,8%). L'occupazione alimenta i consumi che sono visti in accelerazione, sostenuti anche da una moderata crescita dei redditi e dalla scarsa pressione inflazionistica. Gli ordini di beni capitali hanno continuato a registrare significativi incrementi e riflettono una dinamica positiva degli investimenti. I mercati si attendono altri 2 rialzi dei tassi FED entro fine anno.

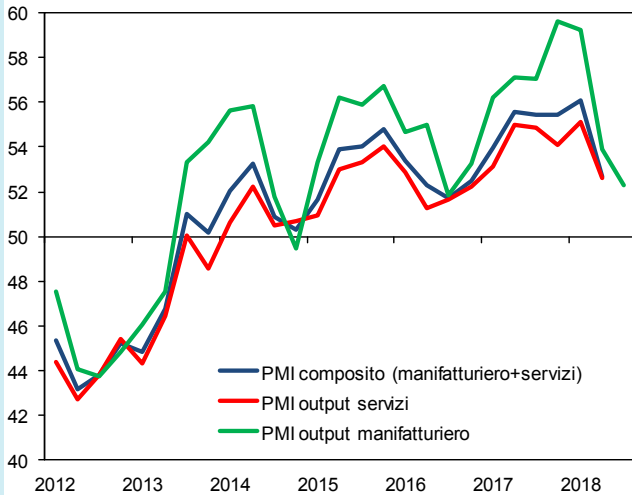


**... e prosegue, con alcuni rischi, l'espansione degli emergenti.** L'outlook generale si conferma, nel complesso, positivo; in particolare per i BRIC dove la crescita si accompagna a un'inflazione contenuta. L'aumento del prezzo del petrolio, salito a 79 dollari al barile a maggio da 72 in aprile, se persistente, genererà effetti idiosincratici sugli emergenti: se ne avvantaggeranno gli esportatori netti (Russia, Arabia Saudita, Nigeria ed Emirati Arabi Uniti) mentre ne risentiranno negativamente i grandi importatori (Cina e, soprattutto, India). Inoltre, il rafforzamento del dollaro, unito all'aumento dei tassi d'interesse, rischia di riattivare flussi di capitali diretti verso gli USA, mettendo sotto pressione le condizioni finanziarie di alcune economie emergenti particolarmente deboli.

# A colpo d'occhio

## Italia: i PMI segnalano un rallentamento

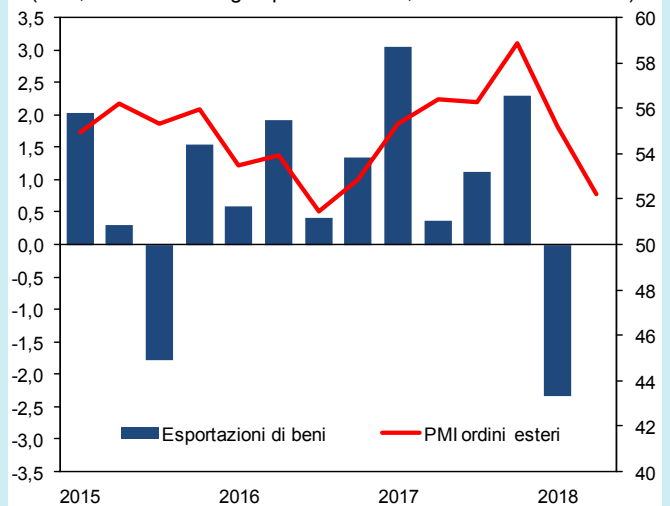
(Indici trimestrali destag. 50 = nessuna var. congiunturale)



PMI nel 2° trimestre 2018: aprile. PMI manifatturiero: aprile-maggio.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

## Passo falso dell'export italiano

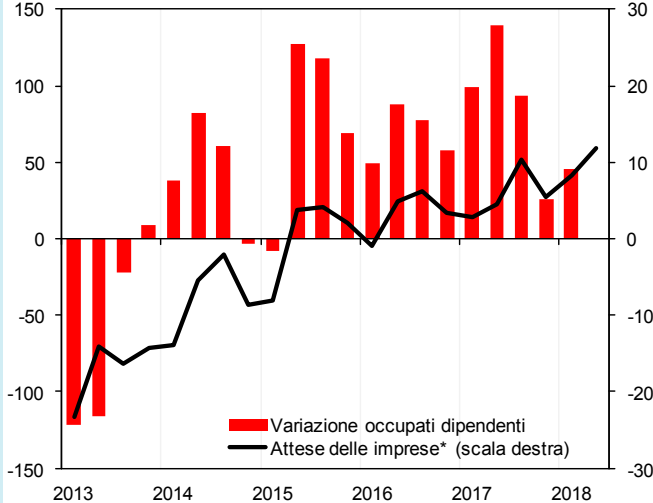
(Italia, dati trim. destag. a prezzi costanti, var. % e 50=ness. var.)



2° trimestre 2018: aprile-maggio.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Markit.

## Italia: ancora su l'occupazione dipendente

(Migliaia di occupati, var. trim.; attese delle imprese a 3 mesi)



\* Differenze tra % risposte in rialzo/in ribasso, posticipate di 3 mesi.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Sole24Ore-Banca d'Italia.

## Rendimento sovrano in aumento, ma ancora contenuto

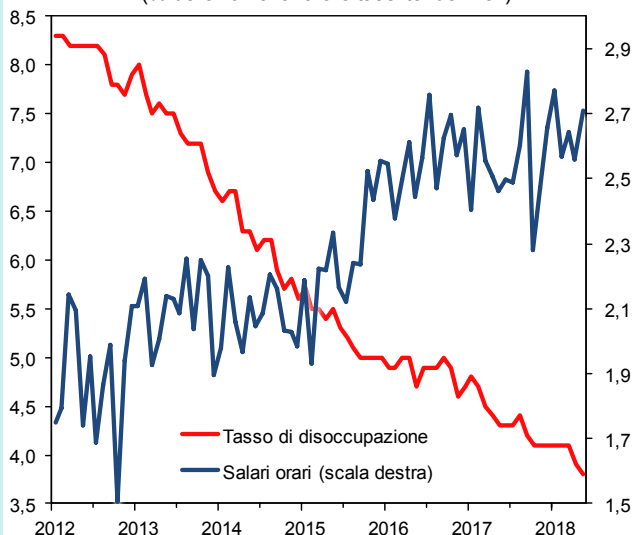
(Italia, titoli a 10 anni, valori %, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

## USA: disoccupazione al minimo, salari fiacchi

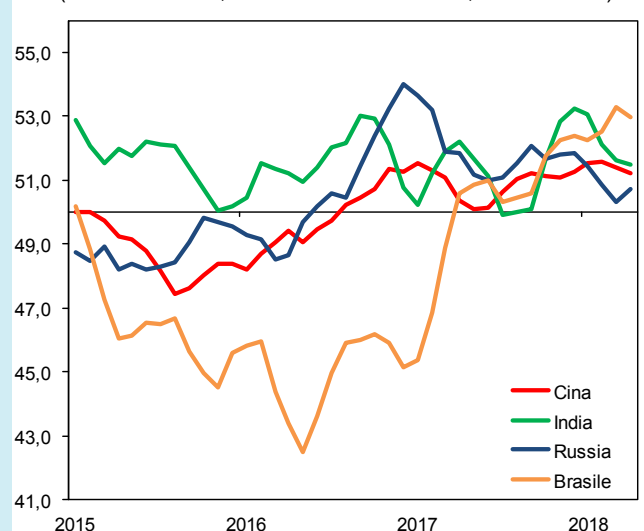
(% della forza lavoro e tassi tendenziali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

## BRIC in espansione ma frenano Cina e India

(Indici PMI manif.; medie mobili a tre termini, 50=ness. var.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati IHS-Markit.

## Il focus del mese - Pochi rischi dal rialzo del BTP, ma restano le debolezze

**Il rendimento dei BTP decennali è salito** di 106 punti base a maggio, toccando poco prima di fine mese il 3,10%, un livello che non si registrava da giugno 2014 e ben al di sopra della media degli ultimi due anni (1,85%); ha ripiegato poi a 2,84%.

Un aumento maggiore ha riguardato i titoli fino a due anni. Parallelamente, si sono ridotti i rendimenti sui Bund tedeschi (-22 pb a maggio) facendo salire lo spread a un massimo di 283 punti (da 122). Al contrario è stato minimo l'aumento dei rendimenti sovrani degli altri paesi del sud Europa (+24 pb in Spagna, 40 in Portogallo e 53 in Grecia).

**Una dinamica negativa ha avuto anche la Borsa italiana**, dove le quotazioni hanno perso l'11% a maggio, nonostante un recupero negli ultimi giorni. Le azioni bancarie hanno registrato un calo molto marcato (-21%), dato che i mercati associano loro un maggior rischio a causa dell'elevato ammontare di titoli sovrani nei portafogli degli istituti. Questo riduce la capacità delle imprese di investire e erode il valore degli asset delle famiglie.

Alla base delle turbolenze sui mercati c'è stata probabilmente l'emotività connessa ai tempi lunghi che sono stati necessari per formare il Governo Conte su cui si è innestata la decisione di *Moody's* di sottoporre il *rating* dell'Italia a revisione per un possibile *downgrade* legato, secondo l'agenzia, al rischio di stallo nel processo di riforme strutturali e di indebolimento dei conti pubblici.

Gli aumenti dei rendimenti sovrani hanno effetti negativi sulla spesa pubblica per interessi. Secondo le stime contenute nel Documento di Economia e Finanza di aprile, analoghe a quelle dell'Ufficio parlamentare di bilancio, se l'aumento fosse permanente e pari a 100 pb, per tutta la curva dei rendimenti, la spesa pubblica per interessi crescerebbe di 1,9 miliardi il primo anno, che salirebbero a 4,4 il secondo, 6,4 il terzo e 8,2 il quarto. Si tratta di effetti modesti, grazie all'elevata vita media del debito che, a fine 2017, era arrivata a 6,9 anni.

I maggiori rendimenti dei titoli di Stato italiani possono avere un impatto negativo anche su investimenti e consumi. L'aumento, infatti, si trasmette rapidamente ai tassi di interesse praticati dalle banche a imprese e famiglie, dato che esiste una relazione stretta tra il rendimento dei BTP, che fa da *benchmark*, e il costo della raccolta bancaria. Ciò determina un aumento dei costi per le imprese e quindi un'erosione della competitività e, per le famiglie, una riduzione del reddito disponibile.

**Rispetto alla crisi del 2011, la situazione è decisamente migliore.** Nonostante l'accelerazione di maggio sia stata simile a quella verificatasi nel luglio 2011, i rendimenti oggi sono molto più bassi (2,88% a fine maggio, 5,88% a fine luglio 2011) e ciò è cruciale per la sostenibilità dei conti pubblici.

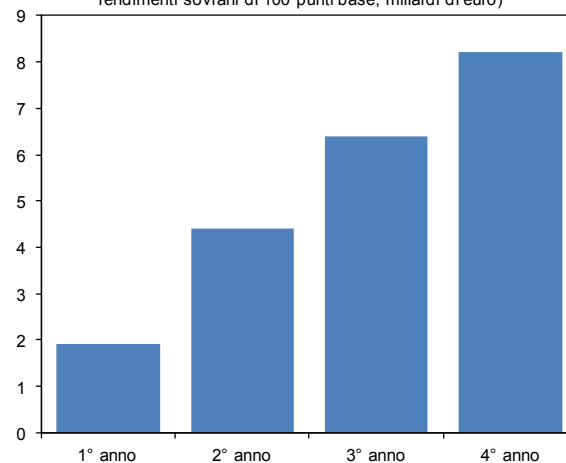
Inoltre, l'economia italiana oggi è molto più solida: oltre a una crescita del PIL che procede quasi ininterrottamente da venti trimestri, le esportazioni hanno raggiunto il record di 540 miliardi nel 2017, ben 100 miliardi in più del 2011, frutto di trasformazioni strutturali del manifatturiero italiano che hanno condotto a riguadagnare quote di mercato. Nel 2011, invece, l'Italia era uscita dalla prima recessione solo da due anni e le fondamenta dell'economia non si erano ancora consolidate.

Anche il contesto internazionale è decisamente più favorevole. Oggi tutti i paesi europei sono in crescita, anche più dell'Italia, mentre nel 2011 quelli della cosiddetta "periferia" erano già caduti in recessione. In preda alla crisi dei debiti sovrani, Grecia, Portogallo e Irlanda avevano perso l'accesso ai mercati e vi erano crescenti timori di una dissoluzione dell'euro. Tra le grandi economie, gli Stati Uniti crescevano dell'1,6%, contro il 2,3% di oggi.

L'Europa nel frattempo si è attrezzata. La BCE ha dimostrato di poter tenere a freno i rendimenti, con il *Quantitative Easing* ma anche con lo strumento di emergenza OMT, finora mai utilizzato. Inoltre, è stato predisposto un meccanismo per intervenire in situazioni di crisi, il MES, che nel 2011 era solo in stato embrionale.

**Allora aspettiamo che smetta di piovere?** Sebbene si possa trattare di fenomeni temporanei, è chiaro che queste turbolenze finanziarie toccano un Paese che ha un debito pubblico molto elevato e la cui crescita economica è strutturalmente inferiore a quella degli altri paesi europei. Perciò, vanno affrontati prima possibile i nodi strutturali dell'economia italiana, anche in considerazione della prossima fine del *Quantitative Easing*.

Basso l'impatto sulla spesa pubblica dall'aumento dei rendimenti (Maggiore spesa per interessi in caso di aumento permanente dei rendimenti sovrani di 100 punti base; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni CSC su stime Documento di Economia e Finanza.