



CONGIUNTURA *flash*

Luglio 2018

Crescita italiana debole in un'economia mondiale meno solida



Espansione internazionale più incerta... Il PIL globale cresce a buoni ritmi, ma con segni di rallentamento in alcuni paesi e rischi al ribasso in aumento. Legati soprattutto ai dazi commerciali e all'eventuale *escalation*, oltre che ai rincari energetici e a tensioni finanziarie in alcuni emergenti.

... e Italia lenta nel 2° trimestre La produzione industriale è cresciuta a maggio (+0,7%), recuperando in parte il calo di aprile (-1,3%); con l'ulteriore risalita stimata per giugno, nel trimestre l'attività risulterebbe stagnante. Ciò è coerente con la flessione della fiducia delle imprese manifatturiere e punta a un rallentamento del PIL nel 2° trimestre, in linea con lo scenario CSC di giugno. Per i mesi estivi, gli indicatori congiunturali convergono su giudizi non brillanti, preannunciando crescita ancora contenuta.



Traino dall'estero in pausa... L'export italiano è diminuito anche in aprile-maggio (-0,8%), dopo il calo nel 1° trimestre (-2,4%). La flessione ha riguardato soprattutto le vendite extra-UE, che però sono risalite a giugno. Giù anche l'export tedesco (-1,1% a maggio) e francese (-3,0%). Agiscono da freno: stop degli scambi mondiali, crescita europea meno forte dello scorso anno, effetti dell'apprezzamento dell'euro nel 2017. La discesa del cambio nel 2° trimestre, viceversa, favorirà l'export; indicazioni positive vengono dagli ordini esteri manifatturieri (PMI risalito a 52,3 a giugno).

... domanda interna fiacca Per gli investimenti, deboli a inizio anno, è atteso un recupero, come indica l'aumento della produzione di beni strumentali in primavera. Per i consumi c'è il rischio di un indebolimento, legato a una possibile risalita del tasso di risparmio (7,6% del reddito nel 1° trimestre, ai minimi), ragionevole dati i timori su bilanci familiari e mercato del lavoro. La crescita dell'occupazione, d'altronde, ha un passo altalenante: dopo aver perso slancio tra fine 2017 e inizio 2018, ha accelerato in aprile-maggio (+0,9% sul 1° trimestre), ma scalerà di nuovo marcia in estate stando alle attese delle imprese meno favorevoli su occupazione e domanda.

... e mercati finanziari in attesa Il rendimento del BTP decennale si è stabilizzato a luglio al 2,62%, con uno *spread* sul Bund fermo a 232 punti, ma di quasi 100 punti più alto rispetto ai valori dei primi 4 mesi. Anche le quotazioni di Borsa sono rimaste piatte a giugno-luglio, ma sui più bassi livelli toccati dopo il tonfo di maggio (-13%).



Eurozona in crescita... Dopo la frenata nel 1° trimestre (+0,4%), complice anche il maltempo e l'ondata di scioperi in Germania e Francia, l'Eurozona sembra aver ripreso un po' di slancio. Gli indicatori qualitativi sono coerenti con il proseguire della crescita a ritmi poco più alti in primavera.

... spinta ancora un po' dalla BCE Il tasso di interesse a breve resterà a zero fino al termine del 2019, ma mancano solo 5 mesi alla fine degli acquisti di titoli (QE), che tengono a freno i tassi a lunga, abbassando il costo del credito e liberando risorse bancarie per i prestiti. L'offerta di credito potrebbe restringersi ancora. Già oggi i prestiti alle imprese italiane (+1,2% annuo) forniscono un sostegno debole all'attività.



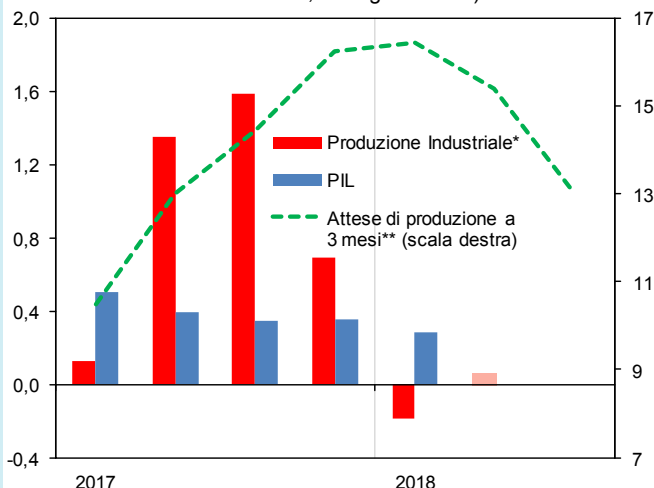
Stabile l'espansione USA... Il mercato del lavoro USA rimane solido: a giugno gli occupati aumentano più delle attese (+213mila unità) e i salari salgono del +2,7% annuo. Ciò sostiene la domanda interna: le vendite al dettaglio registrano una crescita significativa. Ancora meglio gli ordini di beni di capitale (+6,8% annuo in aprile-maggio), che indicano stabile espansione degli investimenti.

... avanzano alcuni emergenti Continua nel complesso la crescita, ai ritmi anticipati nello scenario di giugno, ma con un rimescolamento dovuto a spinte in direzioni opposte nei diversi paesi. Tra i BRIC, in Brasile si ha la frenata più brusca, in India l'accelerazione più marcata; maggiore stabilità per l'*outlook* di Cina e Russia.

... e si ferma il petrolio Il prezzo del Brent è stabile a luglio (76 dollari), sui valori raggiunti a maggio al culmine del trend di rincaro partito a metà 2017 (+53% annuo). Che impatta su imprese e famiglie nei paesi importatori. In Italia l'inflazione è salita all'1,3% annuo a giugno (da un minimo di 0,5%), ma la misura *core* resta bassa (0,5%).

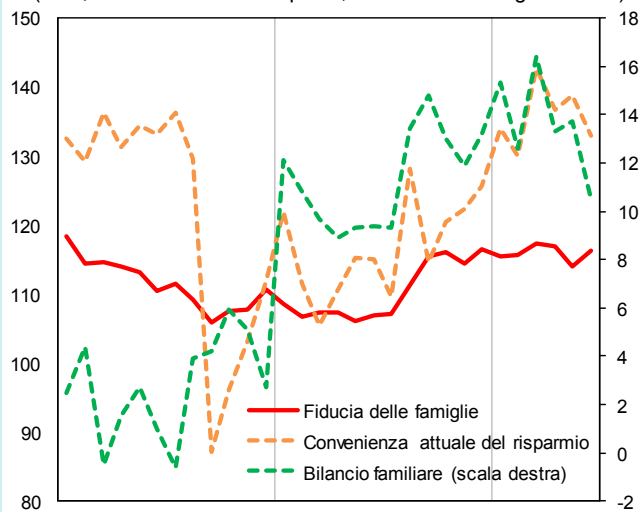
A colpo d'occhio

Le attese preannunciano produzione ancora debole (Italia, var. % congiunturali e saldi delle risposte, dati trimestrali, destagionalizzati)



* 2° trimestre 2018: stime CSC. ** Spostate avanti di un trimestre.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

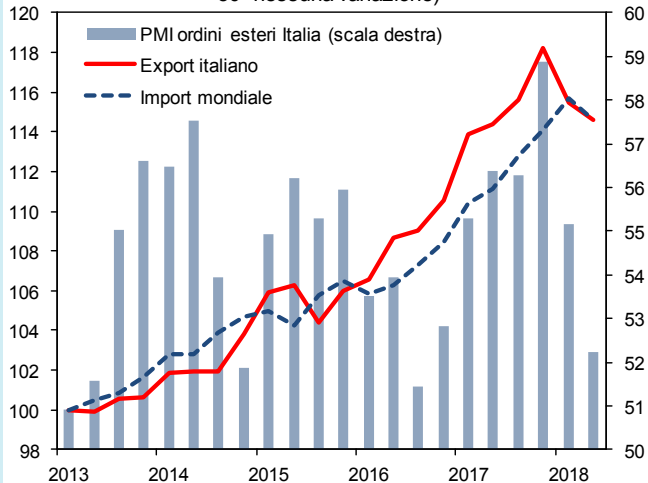
Consumi delle famiglie: prospettive in peggioramento (Italia, indici e saldi delle risposte, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

In calo l'export italiano e gli scambi mondiali

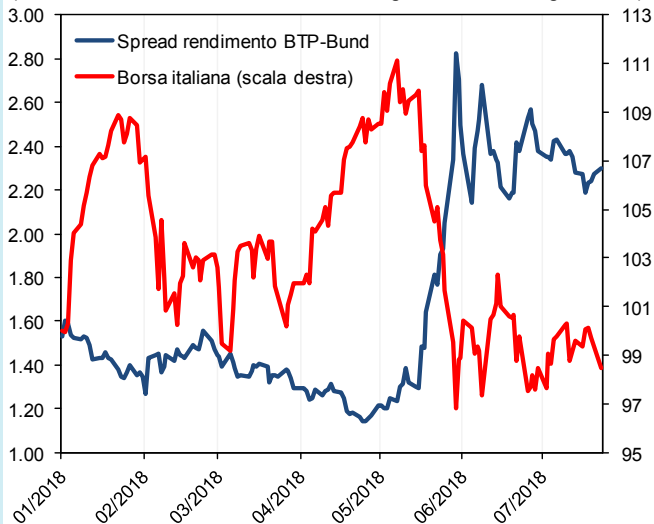
(Beni, dati trim. destag., prezzi costanti, indici 1° trim. 2013=100, 50=nessuna variazione)



2° trimestre 2018 = aprile-maggio per l'export italiano; aprile per l'import mondiale.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, CPB e Markit.

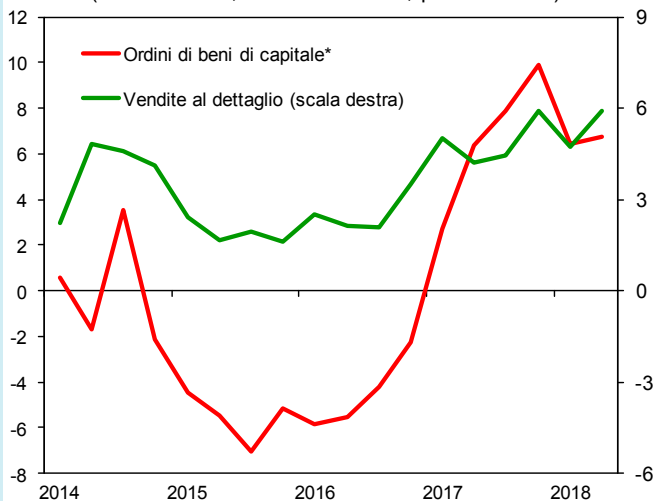
Investitori in modalità wait-and-see sull'Italia

(Titoli a 10 anni, valori %; indice FTSE, 1gen18=100; dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

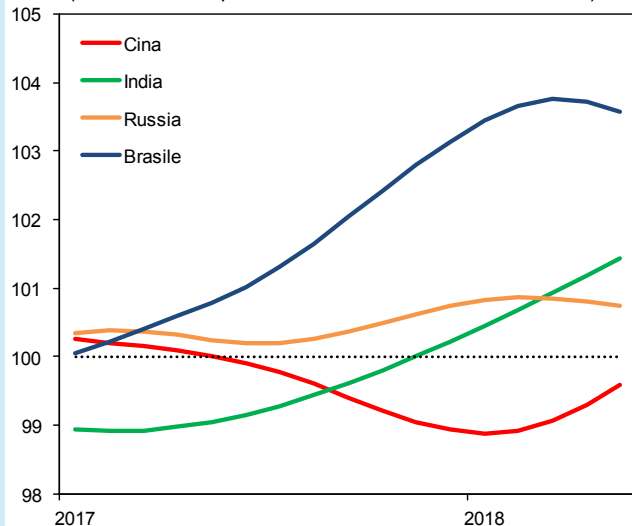
USA: indicazioni positive per consumi e investimenti (Dati trimestrali, var. % tendenziali, prezzi correnti)



* Esclusi difesa e aeromobili; 2° trim. 2018=media aprile-maggio.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

BRIC in ordine sparso

(Indicatore anticipatore del ciclo economico, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Il focus del mese - Ciclo economico dell'Eurozona: a che punto siamo?

Il rallentamento di inizio 2018 di PIL e produzione industriale nell'Eurozona aveva fatto dire a molti analisti che il punto di massimo, il “picco”, fosse stato superato e si fosse aperta la fase discendente del ciclo. Ma il ritrovato slancio nei mesi primavera degli indicatori di *sentiment* e di attività reale, unitamente alla lettura del 1° trimestre anche alla luce di fattori temporanei come maltempo e scioperi nelle due più grandi economie dell'area, ha riaperto il dibattito sul rallentamento. Con le informazioni qualitative e quantitative aggiornate, possiamo identificare in quale punto del ciclo si trova l'Eurozona?

Un duplice esercizio è d'obbligo, vista la molteplicità e volatilità delle informazioni congiunturali. Da un lato, ciò impone uno sforzo di sintesi di tutti gli indicatori ad alta frequenza, in quanto la lettura acquisisce robustezza se si mette in relazione l'andamento dei vari dati disponibili. Dall'altro, occorre un esercizio di “pazienza”, attendere cioè che trascorra un periodo di tempo congruo, tipicamente due trimestri (secondo l'approccio del *National Bureau of Economic Research*), per identificare una tendenza di fondo, al di là della volatilità che caratterizza il brevissimo periodo, e procedere così ad una corretta identificazione della fase ciclica.

A questo riguardo, l'Eurostat ha predisposto strumenti quali “l'orologio dell'economia”, che permette agli analisti di identificare il posizionamento ciclico dell'economia, sia a livello di area euro, sia per i singoli paesi membri. Attualmente, Eurostat posiziona la lancetta nel quadrante “espansione con decelerazione” in cui il tasso di crescita decresce, ma è comunque al di sopra del trend.

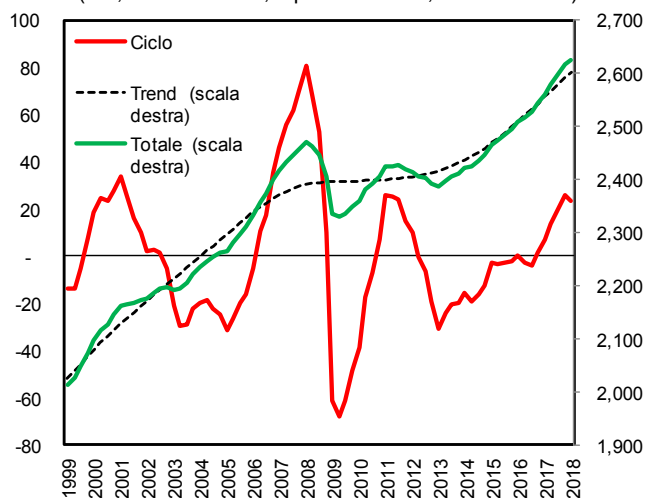
Il 2017, del resto, è stato un anno di forte espansione per l'area euro. Il PIL è aumentato del 2,4%, il ritmo più elevato degli ultimi dieci anni. Elemento caratterizzante la crescita è stata la corralità diffusa a tutte le dimensioni del sistema economico, da quella settoriale a quella geografica, fino alle componenti della domanda e al mercato del lavoro. Altro elemento è stata la compattezza rispetto al passato: l'indice di dispersione è sceso a 1,7 a fronte di una media storica di 2,9, con un campo di variazione tra un massimo di +7,8% dell'Irlanda e un minimo di +1,4% della Grecia. Il risultato del 2017 è ancor più apprezzabile se si considera che il potenziale di crescita è pari a +1,5% (fonte Commissione europea), in linea con il tasso medio di crescita della componente di lungo periodo, ossia il trend.

Dalla scomposizione del PIL nelle componenti di trend e ciclo si possono trarre indicazioni utili per confrontare l'attuale fase ciclica con le precedenti, in termini di durata, dopo aver individuato in maniera puntuale la datazione dei punti di svolta. La componente ciclica mostra che dal 2002 al 2017 si sono succedute tre fasi di espansione: la prima tra 2005 e 2008, della durata di 13 trimestri; la seconda tra 2009 e 2011 (7 trimestri); la terza tra 2013 e 2017 (20 trimestri). Durante quest'ultima fase, il PIL è cresciuto del 9,6%, superando del 5,7% il massimo pre-crisi.

Gli ultimi dati qualitativi delle inchieste sul 2° trimestre forniscono un quadro ancora positivo. L'industria dell'Eurozona si troverebbe ancora in una fase di “espansione” che, tecnicamente, si verifica quando le opinioni favorevoli degli imprenditori circa l'andamento della produzione mostrano una concordanza di segno con le aspettative di produzione. Data la persistente crescita degli ordini, evidenziata dal PMI manifatturiero (nonostante l'indebolimento degli ultimi mesi, confermato dai dati di luglio), l'espansione della produzione rischia di essere frenata da possibili strozzature di offerta, quali una carenza di personale e un'insufficiente capacità degli impianti. Il grado di utilizzo nel 2° trimestre è a 84,3%, sopra la media storica (81,0%) e poco sotto i massimi del 2007 (84,9%).

Troppo presto per dire con certezza “il picco è alle spalle”. Sulla base dei dati ad oggi disponibili, possiamo concludere che il punto di svolta del ciclo dell'Eurozona, che fa da spartiacque tra la fase ascendente e quella discendente, non è ancora univocamente identificabile tra il 4° trimestre del 2017 e il 1° del 2018, sebbene sia alta la probabilità che quest'anno e il prossimo non si tocchino più in modo stabile i tassi di crescita trimestrale visti nel 2017.

Eurozona in frenata, ma continua a crescere sopra il trend
(PIL, miliardi di euro, a prezzi costanti, dati trimestrali)



Trend e ciclo stimati con il filtro di Hodrick-Prescott.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.