

Sommario

Questa nota esamina la situazione congiunturale alla luce dei dati di contabilità nazionale del primo trimestre e delle informazioni disponibili per i mesi successivi. Tali indicatori segnalano una attività economica che evolve in linea con la previsione del DEF di aprile (+0,7 per cento), pur in presenza di un quadro internazionale che è andato in parte modificandosi rispetto a quanto atteso nella scorsa primavera.

L'elemento di maggiore differenza riguarda il commercio globale, contrattosi nei primi cinque mesi. Dato questo calo, sembra problematica, a meno di forti accelerazioni nella seconda metà dell'anno, la realizzazione della crescita della domanda mondiale ipotizzata nel DEF. La dinamica peggiore del previsto è, però, da attribuire ai paesi emergenti che hanno un minor peso nell'export italiano, talché la domanda che si rivolge al nostro Paese dovrebbe risultare un po' più tonica di quella complessiva.

Si è confermata, come era ipotizzato nel DEF, la debolezza dell'euro e del prezzo del petrolio, ma le tendenze dei primi sette mesi mostrano un cambio col dollaro meno deprezzato e un greggio più alto di quanto atteso in primavera. Le pressioni al ribasso delle ultime settimane potrebbero ricondurre il petrolio più vicino alle attese di aprile.

L'aggravamento della crisi greca, non esplicitamente considerato nelle previsioni di primavera, ha avuto ripercussioni limitate sui premi al rischio della zona euro. Il programma di acquisto di titoli, avviato in marzo dall'Eurosistema, ha avuto effetti favorevoli sui tassi di interesse; più incerti sono i risultati sul fronte dell'inflazione.

Pur se la dinamica del PIL italiano appare in linea con le previsioni di aprile, la composizione della domanda si prospetta in parte differente. La frenata dei consumi del primo trimestre ne condiziona il risultato in media d'anno, prefigurando un rialzo meno sostenuto di quello assunto nel DEF. Al contrario, gli investimenti, trainati dai mezzi di trasporto, potrebbero essere più dinamici di quanto stimato. L'export ha risentito parzialmente della frenata dei paesi emergenti, grazie a deprezzamento del cambio e orientamento verso le aree in crescita. Il contributo della domanda estera netta al PIL potrebbe, però, risultare più basso di quello supposto dal DEF, per una più robusta accelerazione dell'import. Seppur molto volatili, le scorte potrebbero dare un apporto positivo al PIL. Le tendenze del mercato del lavoro sono in lento miglioramento. Il quadro dell'inflazione si configura più contenuto di quello supposto dal Governo in aprile.

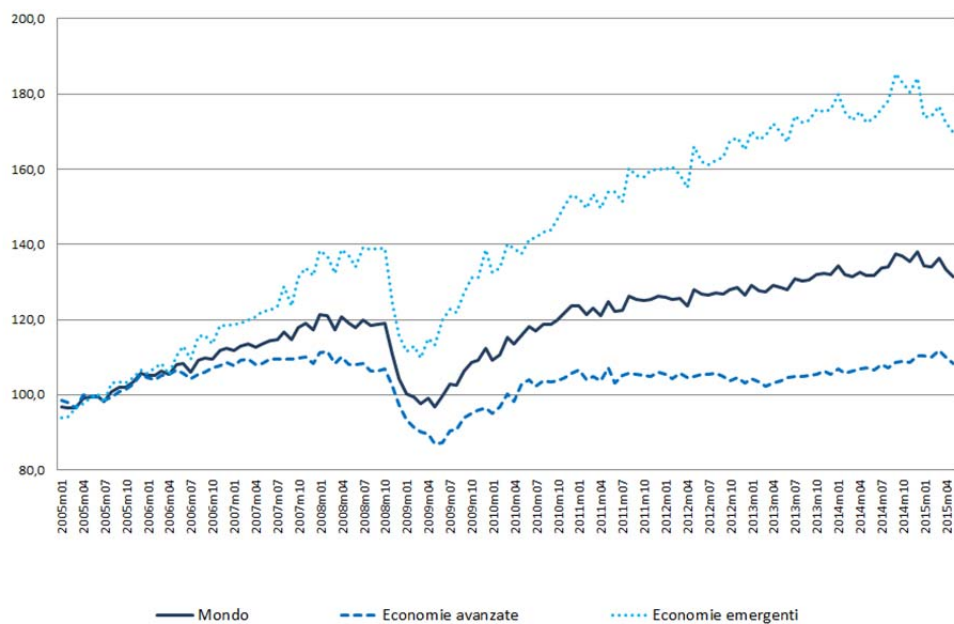
Contesto internazionale

Flette il commercio globale

L'economia mondiale ha rallentato nei primi mesi del 2015, dando luogo a una contrazione del commercio internazionale: le importazioni globali sono diminuite in gennaio-maggio dell'1 per cento rispetto al secondo semestre del 2014. Data questa flessione, la stima di un aumento della domanda mondiale nel 2015 del 4 per cento, formulata dagli organismi internazionali e adottata nel DEF, implica una forte accelerazione nella seconda metà dell'anno, con una crescita dell'import mondiale quantificabile nel 7-8 per cento rispetto ai livelli dei precedenti sei mesi.

La flessione degli scambi ha riflesso il calo delle importazioni dei paesi emergenti (fig. 1). Vi hanno contribuito le tensioni geo-politiche nell'Est Europa e in Nord Africa, la caduta delle ragioni di scambio dei produttori di materie prime energetiche, la recessione del Brasile, il rallentamento della Cina. Con riferimento a quest'ultimo paese, la crescita congiunturale del PIL nel periodo aprile-giugno (+1,3 per cento) è ulteriormente rallentata rispetto alla dinamica dei precedenti trimestri. Gli indicatori anticipatori segnalano la prosecuzione della decelerazione nella seconda metà dell'anno. L'instabilità del mercato azionario, esplosa in estate, potrebbe influire sull'evoluzione dell'economia. Anche se il ricorso all'*equity* costituisce in Cina una fonte ancora marginale nel finanziamento delle imprese e riveste un peso limitato, ma in rapida crescita, nell'investimento delle famiglie, il proseguire di ampie cadute avrebbe ripercussioni sul settore finanziario e interferirebbe con l'obiettivo di fondare la crescita su un più forte sviluppo del mercato dei capitali.

Fig. 1 – Importazioni mondiali e delle maggiori aree
(indici di volume, 2005=100)



Andamenti positivi nei paesi avanzati

Nell'area delle economie avanzate la dinamica produttiva si conferma favorevole. Dopo la temporanea stasi del primo trimestre, gli Stati Uniti sono tornati su un sentiero positivo. Allo stimolo proveniente dal miglioramento del reddito disponibile delle famiglie si contrappone l'effetto di freno indotto dall'apprezzamento del dollaro sulla generalità delle valute, dando luogo a una ripresa più contenuta rispetto a quella che era attesa alcuni mesi fa. La Riserva federale conferma l'indicazione di avviare entro la fine del 2015 un movimento al rialzo dei tassi di interesse, fermi da sette anni (dicembre 2008) al livello zero. Ciò avverrebbe, però, in modo più lento di quanto era ipotizzato la scorsa primavera, anche in considerazione del contesto di pressioni salariali complessivamente contenute e di deboli tensioni inflazionistiche.

In Giappone la crescita nel primo trimestre (+1 per cento) è stata superiore alle attese, venendo sostenuta dalle scorte e dal rafforzamento degli investimenti. Gli indicatori congiunturali segnalano una moderazione della dinamica produttiva nei mesi successivi.

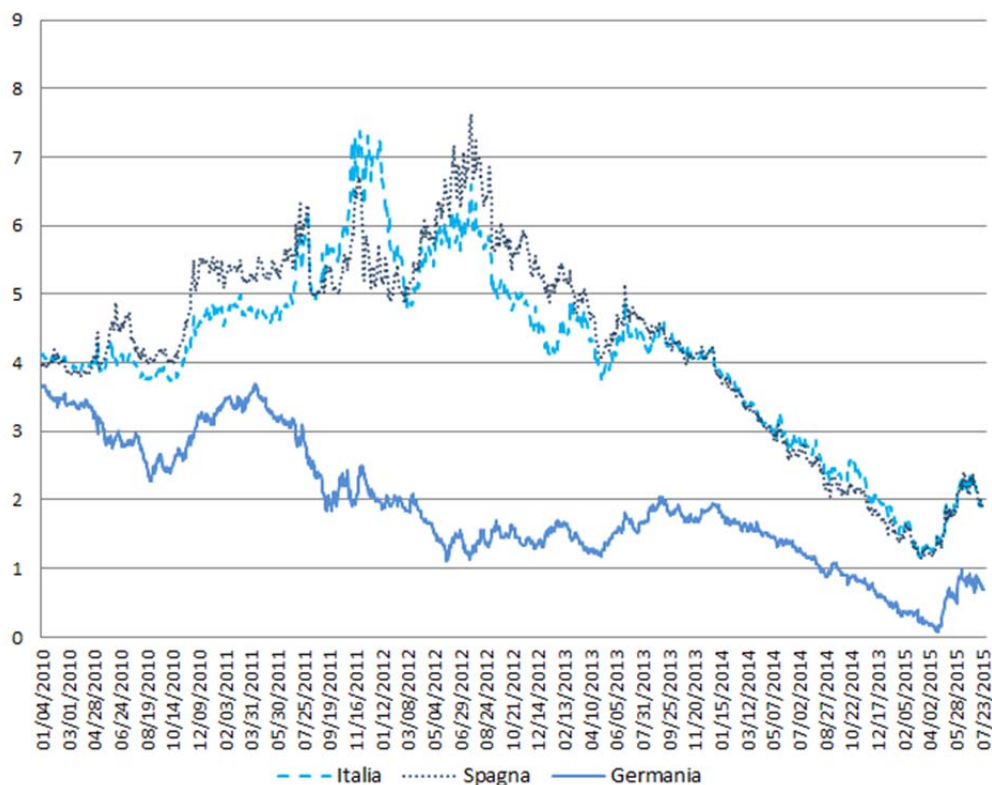
Crisi greca e ripresa euro

Nella zona euro, l'aumento di incertezza derivante dall'evoluzione del negoziato sul debito greco ha amplificato la volatilità dei mercati finanziari e azionari, ma ha avuto effetti limitati sul rialzo dei premi al rischio dei titoli pubblici dell'area. Considerando l'Italia, il differenziale tra i tassi di interesse dei buoni del tesoro decennali e i corrispondenti *bund* tedeschi, sceso a fine marzo intorno a 110 punti base, è salito fino a un picco di 163 punti nei giorni successivi al referendum greco del 5 luglio. Il raggiungimento, poi, di un'intesa il 13 luglio ha dato luogo a un rapido allentamento delle tensioni, con lo *spread* sui rendimenti tedeschi che è tornato ad approssimarsi ai livelli di fine marzo (fig. 2).

A contenere le ripercussioni del riesplodere della crisi del debito ellenico, in contrasto con quanto verificatosi nel 2010-2011, ha contribuito la rete di sicurezza costruita dalla BCE nel settembre 2012 con il programma OMT e l'avvio dell'Unione bancaria. A ciò si sono affiancati gli effetti favorevoli della più ampia liquidità fornita con le operazioni di rifinanziamento del sistema bancario e, da marzo, con gli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema. Il conseguimento di un'intesa tra creditori e Stato greco ha consentito di superare la fase di acuta tensione politica, oltre che finanziaria, all'interno della zona euro. Esso non elimina, però, le incertezze. Restano da verificare, nella prospettiva che si apre dopo l'intesa di luglio, le condizioni per una soluzione duratura della crisi greca con riferimento alla sostenibilità del debito e alla crescita del paese.

L'instabilità finanziaria degli ultimi mesi non sembra avere inciso in misura significativa sul processo di graduale ripresa in atto nell'area euro. Nel primo trimestre il PIL è aumentato dello 0,4 per cento, con dinamiche positive in gran parte dei paesi membri.

Fig. 2 – Rendimenti sui titoli di stato decennali
(dati giornalieri, valori percentuali)



Fonte: Bloomberg

Il rialzo è stato favorito dal rafforzamento della domanda interna, tanto nella componente dei consumi che degli investimenti. Le informazioni congiunturali segnalano la prosecuzione della fase di ripresa nel secondo trimestre. L'indicatore €-coin della Banca d'Italia, che fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area, ha segnato in giugno il settimo rialzo consecutivo. Analogamente, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) della zona euro, riferito all'intera economia, si è ancora collocato nelle anticipazioni relative al mese di luglio nell'area dell'espansione. La produzione industriale ha subito una frenata in maggio-giugno, ma non tale da compromettere l'evoluzione dell'attività manifatturiera nel secondo trimestre.

Politiche più favorevoli alla ripresa nell'area euro

Il cambio di tono delle politiche macroeconomiche ha favorito l'emergere della diffusa, seppure moderata, fase di ripresa nell'area della moneta unica. Sul lato delle politiche di bilancio, l'impostazione è divenuta meno restrittiva rispetto al recente passato. Sul lato della politica monetaria, l'azione della BCE ha assunto un segno decisamente più espansivo con l'ampio programma di acquisti di titoli pubblici e privati avviato in marzo. Gli effetti si sono resi visibili già all'indomani dell'annuncio del piano, in gennaio, con

l'avvio di un rapido processo di riduzione dei tassi di interesse e di deprezzamento del cambio dell'euro. Dopo avere toccato un punto di minimo nell'ultima decade di aprile, i rendimenti sui titoli di Stato sono risaliti, correggendo in parte il precedente calo (cfr. fig. 2). Nel mercato dei cambi, la quotazione dell'euro, scesa da 1,23 a 1,08 dollari tra dicembre e aprile, si è leggermente apprezzata nei mesi successivi per poi riportarsi, nelle ultime settimane, in prossimità dei minimi toccati in aprile. Tra dicembre e luglio, la perdita di valore dell'euro è stata di circa il 10,5 per cento sulla moneta americana, del 6,5 per cento rispetto a un più ampio paniere di valute (fig. 3). Dato il livello medio a cui si è attestato il tasso di cambio dollaro/euro nei primi sette mesi dell'anno (1,114), perché si realizzi nel 2015 un rapporto prossimo alla parità col dollaro, ipotesi assunta dai previsori nella scorsa primavera (il DEF prevedeva 1,081 dollari per euro), occorrerebbe che la moneta unica si indebolisse nei restanti cinque mesi, con un deprezzamento medio sulla valuta americana del 4-5 per cento rispetto ai valori registrati nelle ultime settimane di luglio.

Lo scopo principale della decisione della Bce di procedere all'acquisto di titoli è di promuovere un innalzamento delle aspettative di inflazione, scese da diverso tempo sotto l'obiettivo statutario (dinamica dei prezzi al consumo della zona euro prossima al 2 per cento), e recuperare così capacità di influire sul ciclo attraverso gli strumenti convenzionali di politica monetaria.

Fig. 3 – Tasso di cambio dell'euro
(numeri indice 2010=100)



Fonte: BCE, BIS e stima Upb per luglio

In effetti, l'inflazione dell'area al netto delle componenti più volatili è tornata leggermente a salire (da 0,6 a 0,8 per cento tra gennaio e giugno), rimanendo però ancora contenuta. Anche le attese di inflazione, desunte dai rendimenti degli strumenti finanziari, hanno mostrato un rafforzamento, dopo aver toccato un livello molto basso tra fine 2014 e inizio 2015. Tuttavia, il processo di correzione delle attese ha preso a rallentare nella fase più recente fino a tendere a interrompersi negli ultimi mesi. Ciò risulta particolarmente evidente quando si considerino le attese nell'orizzonte di cinque anni (al 2020) basate sulla cosiddetta *break-even inflation* (differenza tra il rendimento del Bund ordinario e di quello indicizzato all'inflazione dell'area euro) che mostrano, a partire da aprile, il riemergere di una tendenza al ripiegamento (fig. 4).

Nel considerare queste dinamiche si deve tenere conto che il programma di acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema è stato avviato da cinque mesi e dovrà procedere almeno fino a settembre 2016. Esso proseguirà oltre questa data, se l'inflazione non sarà tornata su un sentiero compatibile con gli obiettivi di dinamica dei prezzi della BCE. Tuttavia, l'evoluzione di questi primi mesi indica che il rialzo delle aspettative di inflazione, depresse dopo un prolungato periodo di recessione, è un percorso complesso che richiede tempo.

Fig. 4 – Aspettative di inflazione dell'area euro basate sulla *break-even inflation*¹
(dati settimanali, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bundesbank

1) Differenza di rendimento nel mercato secondario tra Bund ordinario e Bund, con analoga scadenza, indicizzato all'inflazione dell'area euro.

Eccesso di offerta di greggio

La quotazione del petrolio, dopo avere toccato un minimo sotto i 50 dollari (qualità Brent) a inizio d'anno, è risalita intorno ai 65 dollari in giugno per poi ripiegare nelle ultime settimane sotto i 55 dollari (il prezzo medio per il 2015 ipotizzato nel DEF è di 56,7 dollari). L'elevata produzione di greggio continua ad alimentare l'eccesso di offerta nel mercato mondiale e a esercitare pressioni al ribasso sui prezzi. Tale squilibrio potrebbe ampliarsi in prospettiva con la rimozione delle sanzioni all'Iran e la conseguente espansione delle forniture provenienti da questo paese.

Economia italiana

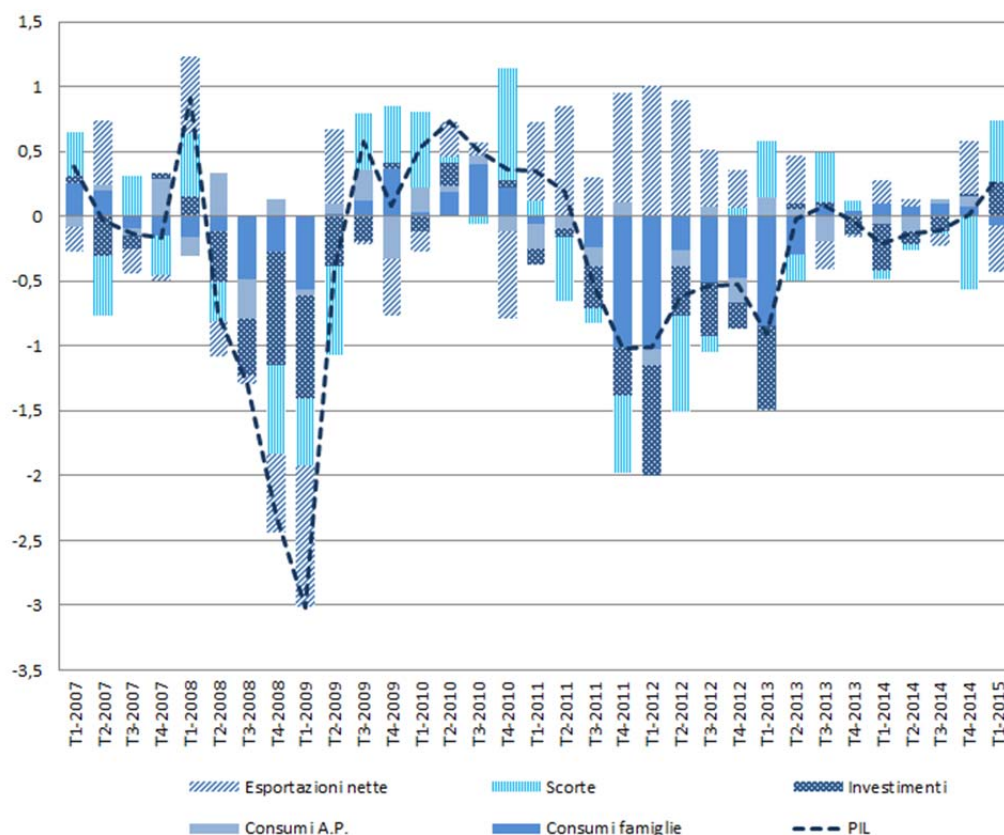
Ripresa irregolare nel primo trimestre

Dopo cinque trimestri la dinamica del PIL è tornata positiva nei primi tre mesi dell'anno, registrando una crescita congiunturale superiore alle attese (+0,3 per cento, fig. 5). La composizione della domanda ha, tuttavia, evidenziato una diffusione della ripresa ancora irregolare. I consumi delle famiglie sono risultati in marginale calo, gli investimenti in impianti e macchinari si sono indeboliti, le esportazioni di beni e servizi hanno frenato a fronte del rallentamento del commercio mondiale. L'attività economica è stata trainata dall'espansione della domanda rivolta al settore dei mezzi di trasporto, dall'accenno di inversione di tendenza nelle costruzioni e dal contributo favorevole delle scorte dopo il destoccaggio dei mesi precedenti. Sulla marcata accelerazione degli investimenti in mezzi di trasporto (+28,7 per cento sul precedente trimestre) e sul rialzo delle costruzioni (+0,5 per cento) può avere in parte inciso anche l'effetto favorevole dell'Expo. Al netto della variazione delle scorte, la domanda aggregata finale si è leggermente ridotta nel primo trimestre (-0,2 per cento), dopo essere cresciuta negli ultimi tre mesi del 2014 (+0,6 per cento).

Fiducia e andamenti effettivi

La recente fase congiunturale ha continuato a caratterizzarsi per il rialzo degli indicatori di fiducia di imprese e, soprattutto, famiglie. Tali apprezzabili miglioramenti si sono accompagnati a dinamiche più contenute dei cosiddetti *hard data*. Ciò è evidente nell'industria dove è tornato ad allargarsi, come già avvenuto tra metà 2013 e inizio 2014, lo iato del clima di opinione (e dell'indicatore PMI) rispetto all'evoluzione della produzione industriale (fig. 6). Una simile divaricazione potrebbe riflettere un deterioramento, causato dalla prolungata crisi, dei livelli di attività giudicati "normali" dagli imprenditori. In tale situazione, incrementi di produzione anche modesti potrebbero essere percepiti come consistenti in rapporto a livelli "normali" strutturalmente più bassi.

Fig. 5 – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti della domanda alla variazione del PIL
(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)

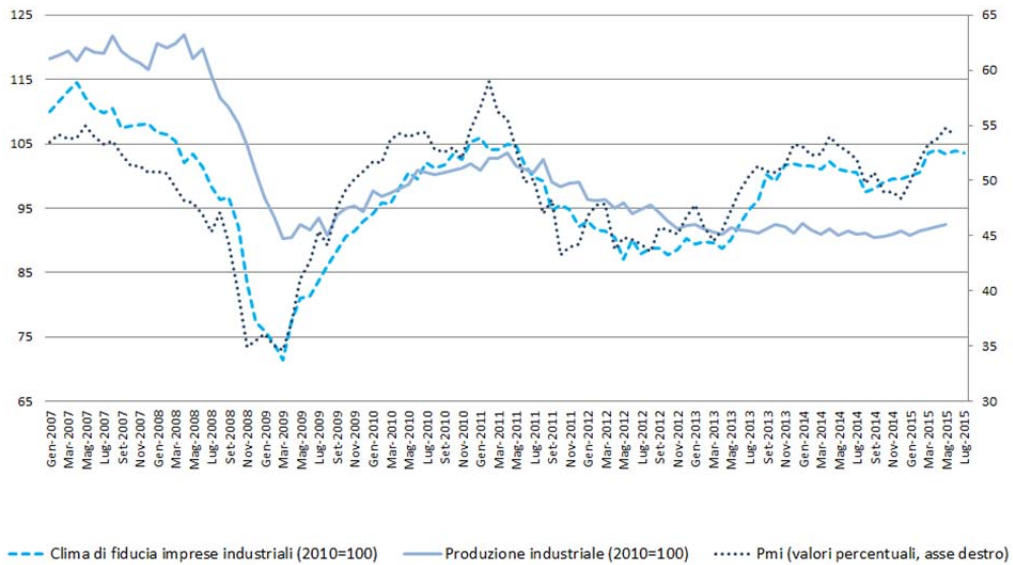


Fonte: Istat

Accanto a ciò, è possibile che la crisi abbia portato ad aumentare la dispersione tra le imprese in condizioni più o meno favorevoli. Ne consegue che, nella fase iniziale della ripresa, accanto a produttori in crescita vi sia una popolazione di operatori, soprattutto di piccola dimensione, che continuano a sperimentare ritardi. Le indagini campionarie sulla fiducia potrebbero non cogliere in pieno questa fascia di imprese ancora in difficoltà. Col diffondersi della ripresa questo motivo di divaricazione tra *soft* e *hard data* dovrebbe tendere ad attenuarsi.

Un *gap* tra indicatori di fiducia e andamenti effettivi si nota anche sul lato delle famiglie (fig. 7). Il rialzo del clima di opinione dei consumatori, in atto dal 2013, è stato significativo ed è stato corretto solo parzialmente dal ribasso di luglio. Un simile aumento si è accompagnato a dinamiche positive, ma contenute della spesa. Anche in questo caso influisce l'emergere di eterogeneità tra le famiglie che escono dalla recessione con condizioni di bilancio disomogenee. Accanto a ciò, la spesa per consumi è stata frenata dall'esigenza di ricostituire i risparmi erosi nella crisi: nei due anni terminanti nel primo trimestre 2015, il potere d'acquisto delle famiglie è aumentato dell'1,4 per cento, mentre le loro spese si sono ridotte dello 0,4 per cento con un aumento della propensione al risparmio di 1,5 punti percentuali (al 9,2 per cento).

Fig. 6 – Produzione industriale, clima di fiducia e indice PMI dei responsabili degli acquisti
(numeri indice e valori percentuali)



Fonte: Istat e MakitEconomics

Fig. 7 – Spesa per consumi e fiducia delle famiglie
(milioni di euro e numeri indice)



Fonte: Istat

Ripresa più diffusa nel secondo trimestre

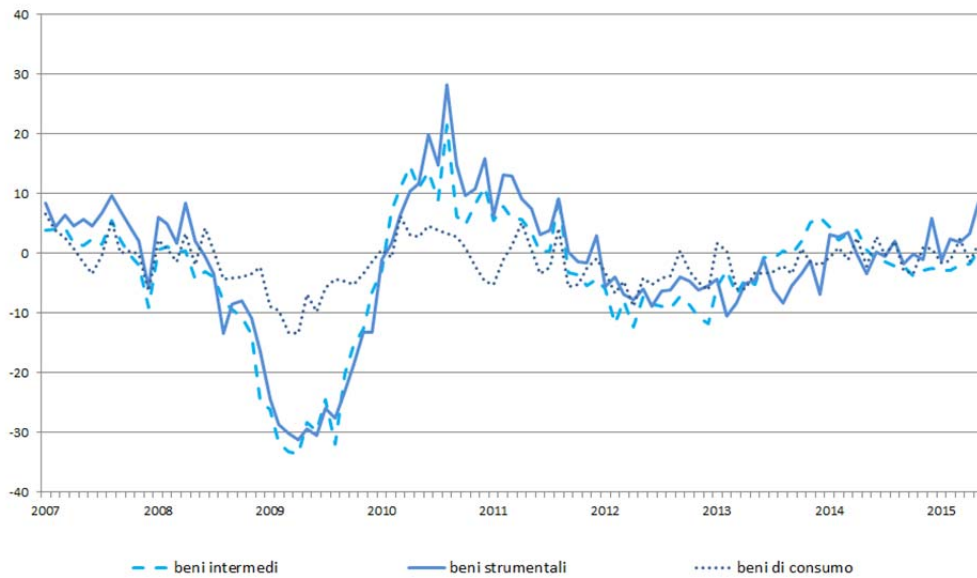
Gli indicatori congiunturali del periodo aprile-giugno segnalano la continuazione della fase di graduale ripresa dell'economia, a ritmi prossimi a quelli dei primi tre mesi (tra lo 0,2 e lo 0,3 per cento) e con una maggiore diffusione delle dinamiche positive alle componenti della domanda. Ciò sarebbe favorito dal graduale allentamento delle condizioni dell'offerta di credito tanto alle famiglie che alle imprese. Sarebbe proseguita, in particolare, la forte espansione degli investimenti in mezzi di trasporto, con un effetto di traino per il processo di accumulazione nel suo complesso. Gli investimenti in costruzione avrebbero, invece, frenato, con l'esaurirsi della spinta dei fattori transitori all'opera nel primo trimestre. I consumi delle famiglie sarebbero tornati sul sentiero moderatamente positivo che ha contrassegnato la fase di lento recupero dell'ultimo anno, beneficiando, da un lato, del miglioramento del potere d'acquisto, ma venendo contenuti, dall'altro, dalla maggiore propensione al risparmio. Le esportazioni avrebbero risentito parzialmente della frenata dei paesi emergenti, grazie al deprezzamento del cambio e al maggiore orientamento geografico verso i mercati in crescita del Nord America e dell'Europa. Il contributo della domanda estera netta all'aumento del PIL potrebbe essere, però, risultato limitato dall'accelerazione delle importazioni su cui in parte si scaricano gli impulsi della maggiore domanda interna, in particolare quella di mezzi di trasporto.

Per quanto riguarda i settori produttivi, si sono confermati i segnali favorevoli nella manifattura. Dopo la contenuta flessione di aprile, l'indice della produzione industriale ha registrato un balzo in maggio, che proietta la crescita acquisita nel secondo trimestre a circa lo 0,9 per cento, in accelerazione rispetto ai precedenti tre mesi; una dinamica che, se confermata, potrebbe preludere a una progressiva chiusura del divario con l'andamento degli indicatori qualitativi evidenziato nella figura 6. Il traino all'industria è ancora fornito dalle produzioni di beni strumentali, grazie al marcato recupero della fabbricazione di autoveicoli in risposta alla maggiore domanda sia interna che estera. Una ripresa, più moderata, si è inoltre registrata per i beni intermedi. Nel complesso, a maggio, l'evoluzione tendenziale dell'indice generale di produzione è apparsa in netto miglioramento (+3 per cento), attestandosi sui ritmi di crescita di metà 2011 (fig. 8).

L'attività economica è, invece, risultata ancora altalenante nelle costruzioni, dove in maggio l'indice di produzione è tornato a calare (-0,6 per cento). I segnali congiunturali di questo comparto si caratterizzano per una forte frammentarietà, delineando un recupero ciclico molto graduale. Per quanto riguarda i servizi, le informazioni relative al secondo trimestre appaiono ancora parziali. In maggio, le vendite al dettaglio hanno registrato una battuta d'arresto dopo il buon incremento di aprile, per il contributo sfavorevole dei beni alimentari e una stazionarietà della componente non-alimentare. Secondo le indicazioni desunte dalle indagini qualitative, in luglio, il clima di fiducia nei servizi di mercato è ulteriormente aumentato, dopo il marcato incremento del mese precedente, grazie al positivo andamento dei giudizi sugli ordini e al recupero delle attese di breve periodo sulle condizioni di domanda. (fig. 9).

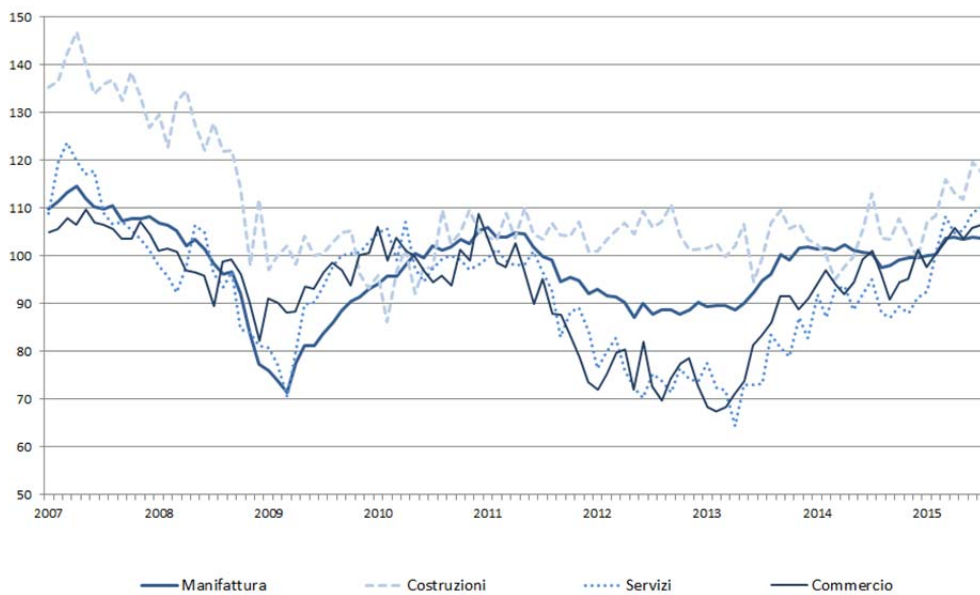
Nell'insieme, queste tendenze appaiono coerenti con una crescita dell'attività economica dello 0,7 per cento, quale era prevista nel DEF di aprile. In effetti le stime più recenti dei previsori tendono a convergere verso questo valore.

Fig. 8 – Produzione industriale
(variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: Istat

Fig. 9 – Clima di fiducia delle imprese
(saldi destagionalizzati)



Fonte: Istat

Inflazione bassa

La moderazione della fase di ripresa e la crescita contenuta dei consumi hanno contribuito a mantenere l'inflazione su ritmi molto ridotti, nonostante l'indebolimento del cambio e la temporanea risalita delle quotazioni delle materie prime. In giugno, la variazione annua dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività è risultata pari allo 0,2 per cento, in lieve accelerazione rispetto al mese precedente (+0,1 per cento). Al netto delle componenti più volatili, l'inflazione di fondo è rimasta stabile allo 0,6 per cento. Le aspettative sui prezzi di imprese e consumatori scontano dinamiche molto contenute nei prossimi mesi. In luglio, tra le famiglie, diminuisce la quota di quanti si aspettano aumenti costanti mentre risale l'incidenza delle attese di stabilità; tra le imprese non si evidenziano modifiche sostanziali, con politiche di prezzo caute per quelle produttrici di beni di consumo (fig.10).

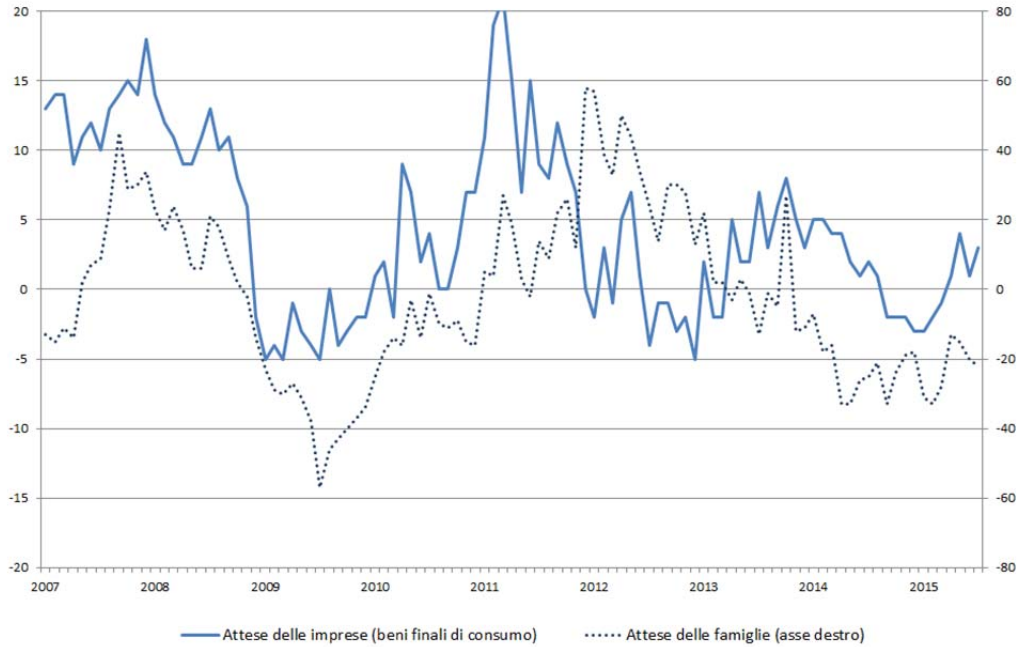
Domanda di lavoro in aumento

Il mercato del lavoro è in lento miglioramento. Dopo la stasi registrata tra la fine del 2014 e l'inizio del 2015, il numero degli occupati nel bimestre aprile-maggio è tornato ad aumentare (+0,3 per cento sul primo trimestre), mentre il tasso di disoccupazione è rimasto stabile ai valori a cui era sceso nel primo trimestre (12,4 per cento). Le informazioni dettagliate sulle dinamiche occupazionali della rilevazione Istat sulle forze di lavoro, condotta presso le famiglie, sono ferme al primo trimestre e risultano parzialmente difformi con quelle di fonte amministrativa originate dal lato imprese (Ministero del lavoro e Inps). I dati Istat mostrano che la crescita del primo trimestre rispetto al corrispondente periodo del 2014, è stata guidata dagli ultracinquantenni (a fronte di flessioni nelle altre classi di età) e, tra i dipendenti, dall'incremento dei lavoratori a termine. Le indicazioni di fonte amministrativa invece mettono in luce, nella prima parte dell'anno, un deciso aumento delle assunzioni con contratti a tempo indeterminato, in consonanza con gli sgravi contributivi introdotti in gennaio e l'entrata in vigore (da marzo) delle nuove norme sul licenziamento individuale. Le discrepanze tra fonti emergono, come detto, con riferimento alle dinamiche tendenziali del primo trimestre; una maggiore omogeneità potrebbe cominciare a evidenziarsi con la diffusione della rilevazione Istat relativa al secondo trimestre.

Segnali positivi si evidenziano, comunque, sul fronte della domanda di lavoro. Gli indicatori mostrano, in effetti, l'emergere di una maggiore richiesta di lavoro (approssimata dal tasso di posti vacanti, ovvero dalla quota di domanda insoddisfatta) già a partire dalla fine del 2013, in anticipo quindi rispetto alla ripresa dell'economia; un nuovo rialzo nella domanda di posizioni di lavoro da parte delle imprese si è poi verificato all'inizio di quest'anno (fig. 11). L'aumento del tasso dei posti vacanti, accompagnandosi a una stabilizzazione del tasso di disoccupazione, non sembra indicare un inasprimento delle tensioni nel mercato del lavoro dovuto a fenomeni di *mismatch*

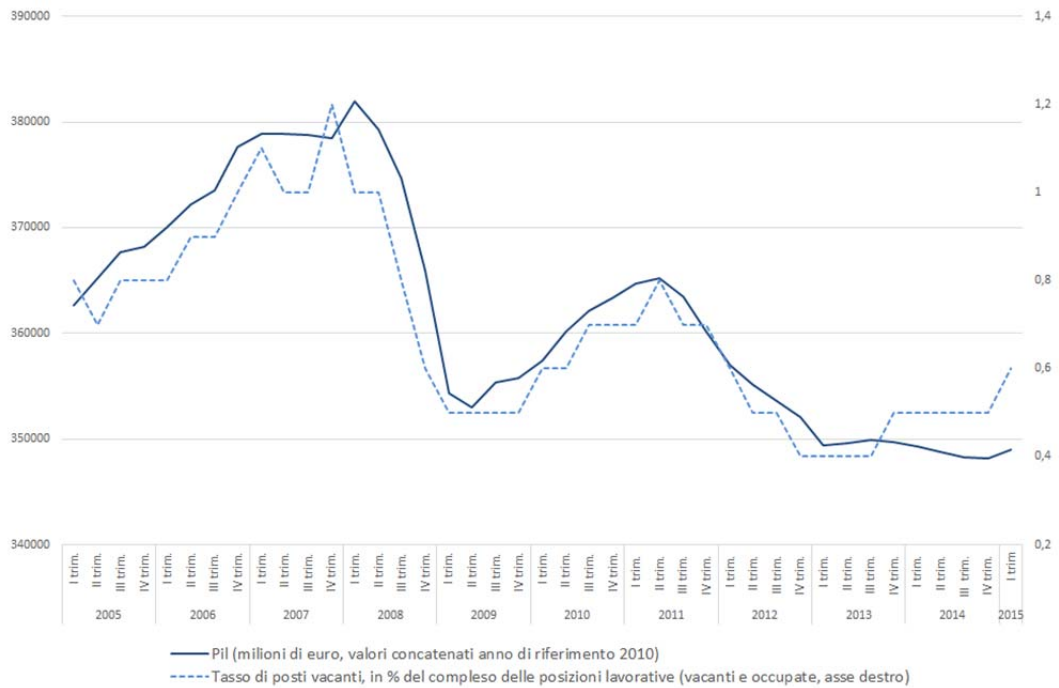
con l'offerta e potrebbe, dunque, preludere a miglioramenti anche nelle statistiche dell'occupazione.

Fig. 10 – Aspettative sui prezzi delle imprese e delle famiglie
(saldi destagionalizzati)



Fonte: Istat

Fig. 11 – PIL e posti vacanti
(milioni di euro e valori percentuali)



Fonte: Istat