



CONGIUNTURA flash

Analisi mensile del Centro Studi Confindustria

Luglio 2016

L'incertezza politica è il tratto distintivo e dominante dell'attuale scenario economico internazionale. Nuovi attacchi terroristici e cruciali appuntamenti elettorali dagli esiti in bilico e dalle conseguenze potenzialmente dirimpenti rendono ancora più fragile la **crescita globale**. La quale a metà del 2016 risulta essere la **più debole** degli ultimi tre anni e mezzo, nonostante si siano registrati progressi in **USA** e in alcuni dei principali emergenti. La locomotiva americana ha accelerato nel corso del secondo trimestre, anche grazie al **settore manifatturiero** che aveva finora molto risentito della rivalutazione del dollaro e del crollo degli investimenti nell'estrazione di petrolio. In **Cina** le misure espansive hanno stabilizzato il ritmo di sviluppo, fisiologicamente rallentato; la Russia sta uscendo dalla recessione, che in **Brasile** si sta attenuando. L'**Eurozona** ha marciato a ritmo costantemente discreto nei passati sei mesi; tuttavia, le attese forti ripercussioni della **Brexit** hanno spinto a ribassare le previsioni per il resto dell'anno in corso e soprattutto per il prossimo. L'unico contrasto alle **spinte recessive** che promanano dal Regno Unito (dove è rapidamente entrato in crisi il settore immobiliare) e che si diramano anzitutto attraverso il canale finanziario (in particolare il credito delle banche, oggetto di larghe vendite in Borsa) è costituito dalle **politiche monetarie** ultra-espansive che, benché ritenute sempre meno efficaci, sono riuscite a far scendere ancora i tassi di interesse a lungo termine. La svalutazione della **sterlina** ha ingenerato nuova instabilità valutaria. In **Italia** la risalita della produzione industriale, già molto disomogenea tra settori e quindi poco solida, ha subito una nuova battuta d'arresto nel secondo trimestre e, di conseguenza, costringe a rivedere all'ingiù le stime di variazione del PIL. L'**export** è in recupero mentre l'aumento della **domanda interna** si sta infiacchendo a causa dei consumi, con gli investimenti che invece tengono il passo. Nel mercato del lavoro l'aumento dell'**occupazione** ora non riguarda più solo le forme contrattuali incentivate: un segnale importante di consolidamento dei progressi avviati ormai da oltre due anni.

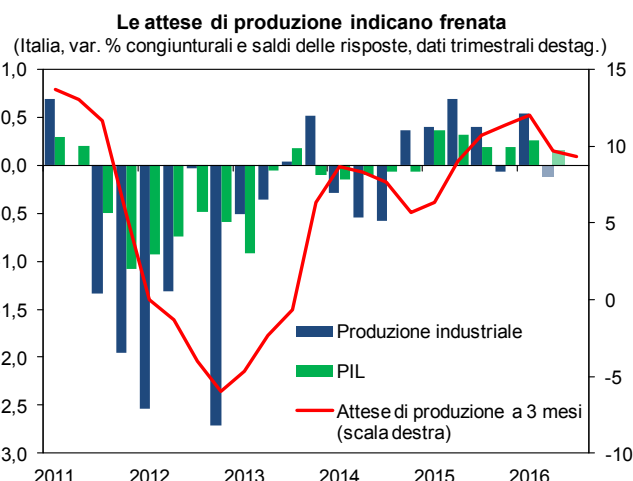
In **Italia** nel 2° trimestre: la **produzione** industriale cala (-0,1% da +0,5% nel 1°), nonostante il rimbalzo in giugno (+0,5% su maggio, stima CSC) e le attese non anticipano un'accelerazione (saldo dei giudizi a 9,3 da 9,7); l'attività nelle costruzioni è molto debole. Ciò è coerente con un **PIL** inferiore a quanto previsto (+0,15% contro +0,25% stimato) e non molto più vivace anche nel 3°. All'incertezza derivante dalla Brexit si sommano le difficoltà del sistema bancario (non solo in Italia). Fattori che accrescono i rischi al ribasso per l'andamento dell'economia italiana.

In giugno il **PMI Markit composito** (pre-Brexit) per l'Italia segnala espansione dell'attività a un ritmo più veloce di quello rilevato in maggio (+1,8 punti, a 52,6); tuttavia, l'indice nel 2° trimestre è inferiore a quello medio del 1° (52,2 da 53,4). Il **PMI manifatturiero** segnala accelerazione (+1,1 punti a 53,5) grazie alla più forte crescita di produzione, ordini ed esportazioni. Anche nei **servizi** l'attività è avanzata più delle attese, dopo la stagnazione rilevata in maggio (51,9 da 49,8); dinamica mensile più robusta anche per i nuovi ordini.

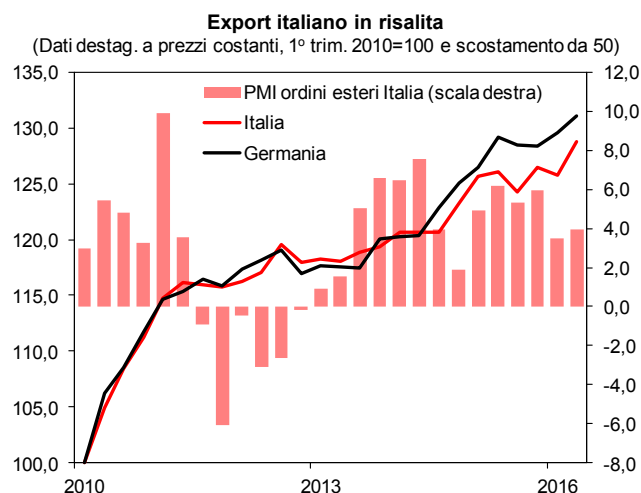
Le **esportazioni italiane** sono diminuite, a prezzi costanti, dello 0,4% in maggio su aprile (stime CSC). Nell'ultimo bimestre hanno registrato, comunque, un incremento del 2,4% sul primo trimestre, grazie a maggiori vendite sia nei paesi UE (+2,0%) sia in quelli extra-UE (+3,0%). In aumento anche l'export della **Germania** (+1,2% nel bimestre) e, marginalmente, quello della **Francia** (+0,2%).

Gli indicatori qualitativi sugli **ordini esteri** del manifatturiero italiano in giugno, che non registrano ancora le ripercussioni negative della Brexit, indicano prospettive in miglioramento per i mesi estivi: a 54,6 la componente PMI (+2,6 punti su maggio) e a -17 il saldo dei giudizi delle imprese (+1 punto).

In risalita, ma ancora deboli, gli indicatori degli **scambi globali**: +1,0 punti la componente ordini esteri del PMI in giugno (a 49,9, sotto la soglia neutrale di 50 per il 5° mese consecutivo) e in aumento in luglio, ma su valori bassi, il Baltic index, che misura il costo dei noli navali per le materie prime.



PIL e produzione nel 2° trimestre 2016: stime CSC. Le attese sono spostate avanti di un trimestre. Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Indagine rapida.



Export nel 2° trimestre 2016: media aprile-maggio. Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, ISTAT, Markit.

In giugno le **condizioni per investire** sono meno favorevoli: il saldo dei giudizi si è attestato a 6,1 (da 8,8 in marzo). Calano anche le **attese** a tre mesi sulle **condizioni in cui operano le imprese** (saldo a 4,9 da 8,5; Banca d'Italia-II Sole 24 Ore). Tuttavia, gli imprenditori prevedono un aumento degli investimenti del 2,5% nel 2016 e tra i produttori di **beni strumentali** avanzano nel 2° trimestre i **giudizi** sugli **ordini interni** (saldo a -20,3 da -21,7 nel 1°) e sono stabili le **attese** (ISTAT). Ciò indica che procedono i programmi di acquisto di beni d'investimento, grazie anche alle misure governative *ad hoc*.

Positiva la dinamica dei **consumi**. L'indicatore ICC in volume è salito dello 0,3% in aprile-maggio sul 1° trimestre e le **immatricolazioni** di auto del 2,0% nel 2° trimestre sul 1°. Le prospettive sono, però, incerte. L'andamento debole dei **prezzi** (-0,4% annuo a giugno; +0,4% l'indice *core*) sostiene il reddito reale delle famiglie, ma il saldo dei giudizi sugli **ordini interni** dei produttori di beni di consumo è sceso a -16,3 nel 2° trimestre (da -14,0 nel 1°). Il 3° calo consecutivo della **fiducia** dei consumatori preannuncia maggiore prudenza nella spesa: in giugno -2,3 punti a 110,2 (-3,6 punti nel 2° sul 1°).

Si consolida la risalita dell'**occupazione** in Italia. Nel bimestre aprile-maggio il numero di persone occupate è aumentato di 97mila unità (+0,4%), dopo le +25mila del primo trimestre (+0,1%); il livello in maggio è ai massimi da aprile 2011. La crescita è ascrivibile a un ulteriore aumento dei dipendenti a tempo indeterminato (+31mila, che allunga la serie di quattro trimestri consecutivi di espansione). Crescono anche i lavoratori a termine (+53mila, dopo due trimestri di contrazione) e quelli indipendenti (+12mila, pressoché piatti nel primo trimestre dopo un prolungato calo).

Buone le prospettive per il mercato del lavoro: migliorano ancora nel 2° trimestre le **attese** delle imprese sulla manodopera impiegata (saldo delle risposte a 6,2 da 4,8). Le valutazioni favorevoli sono più diffuse al Nord e tra le aziende con meno di 200 addetti (Banca d'Italia-II Sole 24 Ore).

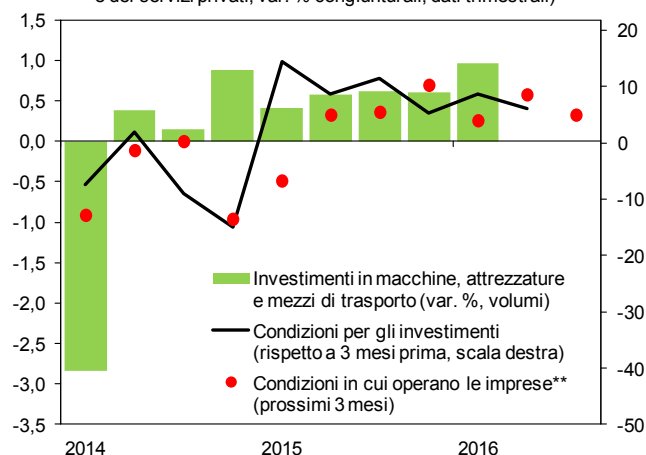
Il tasso di **disoccupazione** è fermo all'11,6%; la forza lavoro, al di là delle fluttuazioni mensili, mostra una graduale crescita (+0,4% in aprile-maggio) che indica una maggiore fiducia nel trovare lavoro.

Il **credito** alle imprese in Italia era in timido recupero prima della Brexit: +0,3% a maggio, +0,1% in aprile (-0,4% al mese nel 1° trimestre), con lo stock del 15,0% sotto i valori del settembre 2011 (-138 miliardi). Inoltre, il tasso di interesse sui nuovi prestiti ha toccato i minimi a maggio: 1,8%, da 1,9% in aprile (3,5% a inizio 2014); ciò stimola il processo di risalita della domanda, proseguito piano nel 2° trimestre.

Le **sofferenze** bancarie, però, hanno continuato a crescere: 142 miliardi a maggio (18,5% dei prestiti), da 141 in aprile. Terzo mese consecutivo di aumento, dopo il forte calo di febbraio, nonostante le misure varate (GACS, tempi di recupero accelerati). Questo manterrà le banche prudenti nelle erogazioni.

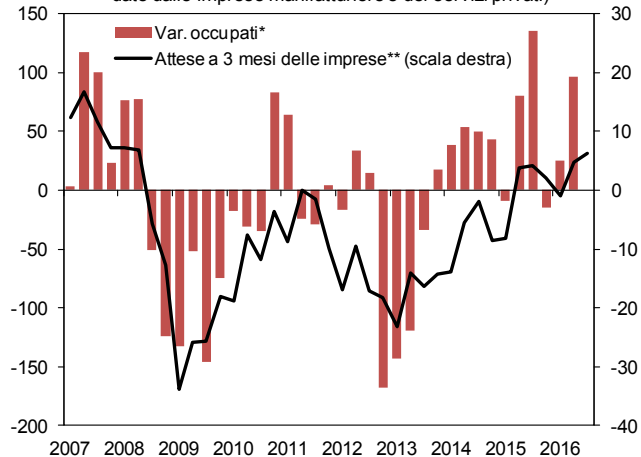
Il crollo delle quotazioni delle **banche** italiane, accentuato dalla Brexit, rispecchia le attese di maggior fabbisogno di capitali e ne rende più arduo il reperimento, proprio quando le risorse del Fondo Atlante sono quasi esaurite e gli esiti dei nuovi **stress test** EBA-BCE (che saranno diffusi il 29 luglio) potrebbero indicare debolezze da sanare. C'è il rischio di una nuova fase di **credit crunch**. Dopo le garanzie pubbliche per la raccolta di liquidità tramite bond (varate a fine giugno), altri interventi sono allo studio anche per favorire le eventuali ricapitalizzazioni.

Investimenti: imprenditori meno ottimisti
(Italia, saldi delle risposte* date dalle imprese manifatturiere e dei servizi privati; var. % congiunturali; dati trimestrali)



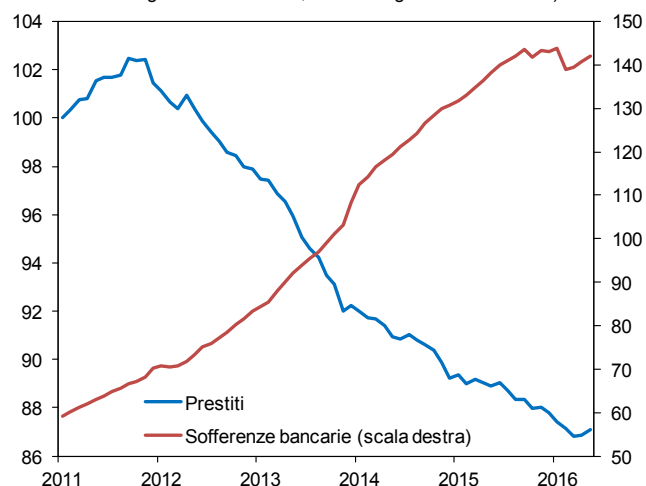
* Differenza tra % risposte <magiori> e % risposte <peggiori>.
** Spostate avanti di un periodo.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia-II Sole 24 Ore.

Prospettive positive per l'occupazione
(Italia, migliaia di occupati, var. trim.; saldi delle risposte date dalle imprese manifatturiere e dei servizi privati)



* 2° trimestre 2016: media aprile-maggio.
** Differenze tra % risposte in rialzo/in ribasso, spostate avanti di un periodo.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia-II Sole24Ore.

Mini recupero dei prestiti pre-Brexit, sofferenze elevate
(Italia, imprese, stock di fine periodo, indice gennaio 2011=100, dati destag. e miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

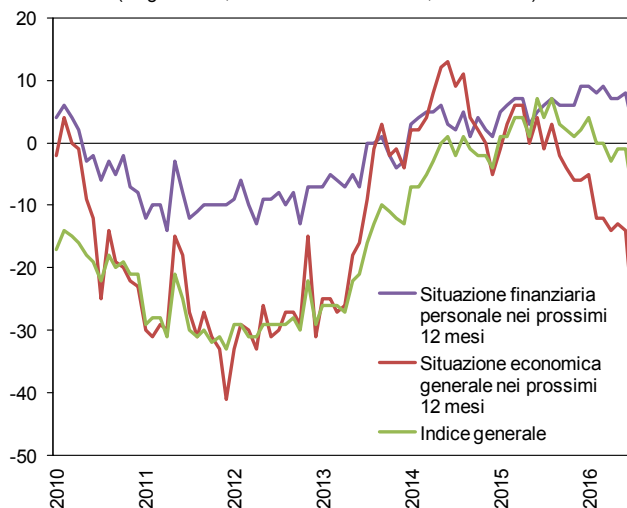
REGNO UNITO

Nel Regno Unito, in seguito al voto favorevole all'uscita dall'UE, la **fiducia dei consumatori** ha registrato il più forte calo dal 1994, tornando in luglio ai livelli di fine 2013 (indice a -9, da -1). La caduta è stata maggiore tra chi ha votato per il *Remain* (-13 punti) rispetto al *Leave* (-5 punti). Le aspettative a un anno sulla situazione economica generale sono peggiorate di più (-29, da -14) di quelle relative alla propria situazione finanziaria (+2, da +8).

In giugno è proseguito l'indebolimento dell'attività, specialmente nel settore delle **costruzioni**. L'indice **PMI** (dati raccolti prima del referendum nell'80% dei casi) è sceso a 46,0, il livello più basso da giugno 2009, e indica contrazione per la prima volta da aprile 2013. Il PMI dei **servizi** a 52,3 ha eguagliato il minimo da febbraio 2013 registrato in aprile.

La **Bank of England** ha rinviato ad agosto le decisioni di politica monetaria, per basare il pacchetto di misure di sostegno alla crescita su dati certi rispetto all'impatto della Brexit sull'economia reale. Il nuovo **Governo May** ha annunciato l'abbandono della via dell'austerità seguita dal precedente esecutivo dopo la crisi.

La Brexit affonda la fiducia dei consumatori
(Regno Unito, fiducia dei consumatori, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

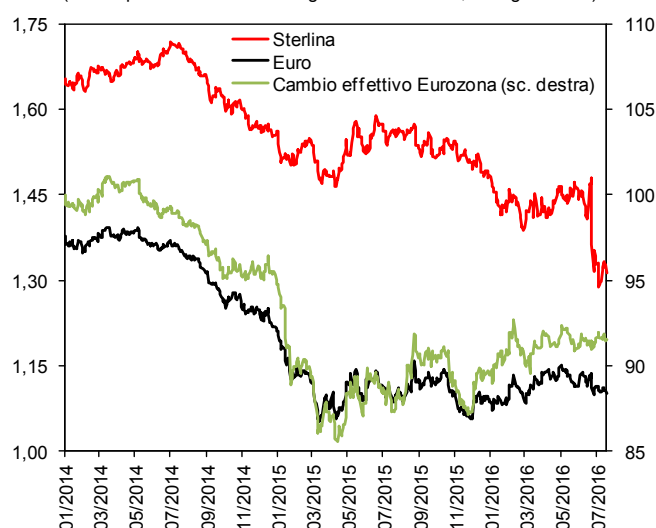
CAMBIE BANCHE CENTRALI

Dopo la Brexit la **sterlina** è caduta, con ampie fluttuazioni, intorno a 1,32 sul dollaro (-8,5% rispetto alla media pre-Brexit in giugno). Si sono indeboliti sul biglietto verde anche l'**euro**, a 1,10 (-2,2%), e lo **yuan** cinese (-1,8%), mentre lo **yen** giapponese, dopo un momentaneo apprezzamento, è tornato sui livelli di giugno precedenti il referendum.

Di conseguenza, il **tasso di cambio effettivo** dell'Eurozona è sostanzialmente invariato (+0,1%); quello dell'Italia, relativamente più connessa via scambi commerciali con gli Stati Uniti e meno con il Regno Unito, si è svalutato dello 0,3% (stime CSC), rimanendo più forte dei livelli del 2015.

BCE e **FED** hanno lanciato messaggi rassicuranti post-Brexit, dicendosi pronte a fornire ulteriore liquidità, se necessario. La BCE prosegue con l'acquisto di titoli (QE), che fanno da scudo ai rendimenti sovrani, e con i prestiti a costo zero o negativo alle banche (T-LTRO 2), pensati per sostenere il credito. Per la FED è ora molto probabile il rinvio del rialzo dei tassi che era atteso nella seconda metà del 2016.

L'euro risente poco degli sbalzi della sterlina post-Brexit
(Dollari per valuta e indice 1° gennaio 2014=100, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Thomson Reuters.

IMPATTO SUI MERCATI

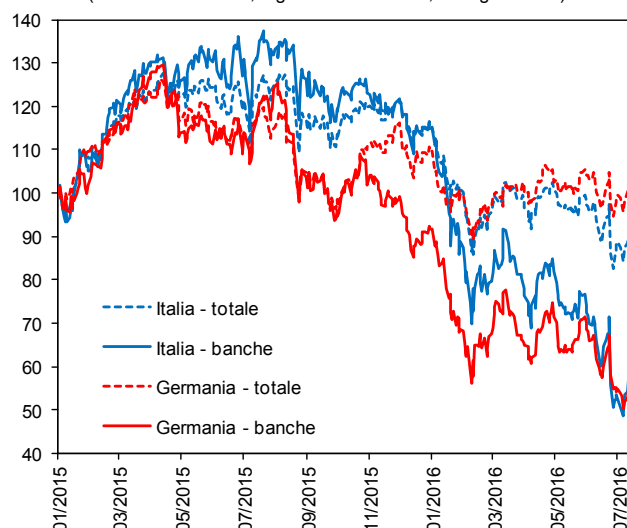
La Brexit ha avuto un forte impatto sulle **Borse**, cadute bruscamente nelle prime due settimane post-referendum. In seguito si è avuto un recupero pieno negli USA (a metà luglio +2,4% dal 23 giugno), parziale invece in Germania (-2,7%) e ancor più in Italia (-6,9%). Molto marcati i ribassi delle quotazioni bancarie: in Italia -16,8% dal 23 giugno (-48,2% da inizio anno), in Germania -17,2% (-39,4%). Il credito alle imprese potrebbe risentirne, indebolendo la già scarsa crescita dell'economia.

I **rendimenti sovrani** sono saliti nei primi giorni della Brexit, ma poi sono gradualmente scesi su livelli più bassi di quelli iniziali. Il BTP decennale, balzato a 1,57% (da 1,42% pre-Brexit), è a 1,23% a luglio. Profilo simile per il Regno Unito (0,79% da 1,38%), mentre è stato opposto per la Germania (caduta a -0,19%, da 0,10%, e risalita a -0,04%).

Il prezzo del petrolio **Brent** si è un po' ridotto, con alti e bassi, sulla scia del peggioramento dello scenario indotto dalla Brexit: 46,6 dollari al barile a luglio, da 50,6 il 23 giugno. Continuano ad agire al rialzo le attese di graduale riequilibrio tra domanda e offerta mondiale di greggio, come segnalato dalle scorte USA in calo (522 mb a luglio, record a 543 in aprile).

In Borsa banche deboli

(Indici FTSE e DAX, 1 gennaio 2015=100, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

EUROZONA

La Brexit frenerà l'espansione nell'**Eurozona**. I principali istituti internazionali hanno rivisto al ribasso la variazione del PIL di quest'anno e del prossimo: a +1,5% la media delle previsioni per il 2016 (da +1,6% pre-Brexit) e a +1,2% per il 2017 (da +1,6%). Il costo per l'Eurozona dell'uscita del Regno Unito dall'UE è stato stimato tra -0,1 e -1,2 punti percentuali di PIL nel biennio 2016-2017. Ciò è attribuito, soprattutto, al calo dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese derivante dalla maggiore incertezza.

Le prime rilevazioni post-Brexit mostrano un calo della fiducia in luglio: -26 punti quella delle imprese tedesche (indice ZEW); -1,8 nell'UE (-0,7 nell'Eurozona) quella delle famiglie.

Invece le indagini qualitative di Markit, ferme a giugno, non registrano ancora gli effetti della Brexit: **PMI composito** a 53,1, come a maggio; il livello nel 2° trimestre dell'anno (53,1) è in linea con quello rilevato nel 1° (53,2). Avanza più lentamente il terziario (52,8 da 53,3) e accelera il manifatturiero (52,8 da 51,5), con produzione e ordini in maggiore recupero. Scendono a ritmi meno rapidi i prezzi di vendita.

In **USA** si rafforza la ripresa, dopo la lenta dinamica del PIL nel 1° trimestre (+1,1% annualizzato). Ha accelerato l'espansione dell'attività nei **servizi** (PMI a 56,5 in giugno, +3,6 punti su maggio), con un incremento degli ordini dovuto soprattutto alla domanda interna. Ciò è coerente con un maggiore vigore dell'economia nei trimestri centrali dell'anno.

In giugno la **produzione industriale** è salita dello 0,6% mensile dopo l'arretramento di maggio (-0,3% su aprile). Migliorano le condizioni nella **manifattura**: il PMI segnala una robusta espansione dell'attività (54,7, +2,1 punti su maggio), con un'accelerazione degli ordini totali (57,0, +1,3) sostenuta soprattutto da quelli interni (in moderata crescita gli ordini esteri).

Robusta la crescita dell'**occupazione**: +287mila unità nei settori non agricoli in giugno, dopo lo stop di maggio (+11mila). Il tasso di disoccupazione è al 4,9% e i salari orari sono aumentati dello 0,1% su maggio. Migliora la fiducia dei consumatori (+5,6 punti l'indice *Conference Board* in giugno dopo il calo di maggio) grazie anche ad attese più positive. Nel complesso le famiglie sono cautamente ottimiste e ciò contribuisce a sostenere i **consumi** nel breve periodo.

USA

Il **PIL cinese** è salito nel 2° trimestre 2016 allo stesso passo del 1° (+6,7% annuo) e in linea con il target (6,5%-7,0%). Prosegue la stabilizzazione dei ritmi di crescita, grazie a espansione del credito e stimoli di bilancio: in giugno +6,2% annuo la produzione industriale (+6,0% in maggio) +10,6% le vendite al dettaglio (+10,2%).

In **Brasile** la Presidenza ad interim di Temer sta risolvendo la fiducia delle imprese, in giugno ai massimi dal 2014, e attirando capitali dall'estero: +16,8% il real da inizio anno. L'output industriale (-7,7% annuo in giugno, dopo -6,9%) si è stabilizzato su livelli molto bassi, pari a quelli del 2009.

Russia verso la ripresa: a giugno 3° aumento di fila della produzione (+1,7% annuo, dopo +0,7% e +0,5%); indici PMI in area espansiva sia nel manifatturiero (51,5 da 49,6 in maggio) sia nei servizi (53,8 da 51,8) per la prima volta dal 2014.

L'**India** continua nel suo percorso di crescita: a maggio è salito dell'1,2% annuo l'output industriale (dopo -1,4%). PMI composito a 51,1 in giugno (da 50,9).

EMERGENTI

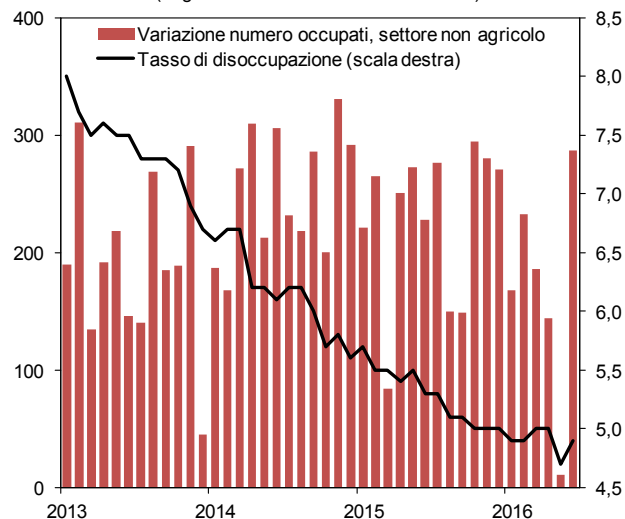
Con la Brexit tagliate le stime di crescita dell'Eurozona
(PIL, variazioni %)

| | pre-Brexit | | post-Brexit | | Riduzione cumulata |
|--------------------|------------|------------|-------------|------------|--------------------|
| | 2016 | 2017 | 2016 | 2017 | |
| IHS Global Insight | 1.7 | 1.8 | 1.4 | 0.9 | -1,2 |
| Morgan Stanley | 1.5 | 1.8 | 1.2 | 1.3 | -0,8 |
| UniCredit | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.0 | -0,7 |
| Citigroup | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.1 | -0,6 |
| Goldman Sachs | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | -0,5 |
| CSC | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.2 | -0,4 |
| Prometeia | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.2 | -0,3 |
| Deutsche Bank | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.1 | -0,3 |
| FMI | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.4 | -0,1 |
| Media | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.2 | -0,5 |

In ordine crescente per la riduzione cumulata 2016-2017 del PIL dovuta alla Brexit.

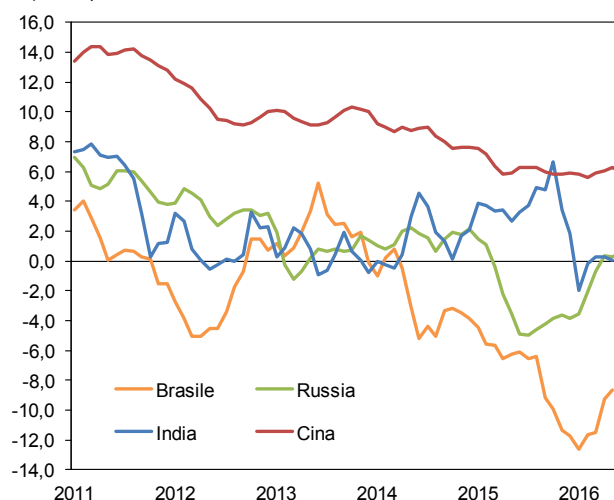
Fonte: elaborazioni CSC.

Forte rimbalzo dell'occupazione USA
(Migliaia di unità e % della forza lavoro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Crescita stabile dell'industria cinese, recessione in Brasile
(BRIC, prod. ind., var. % annue su dati mensili, media mobile a 3 termini)



Fonte: elaborazioni CSC su dati istituti nazionali di statistica.