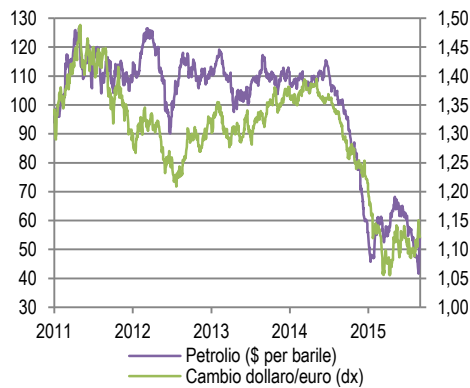
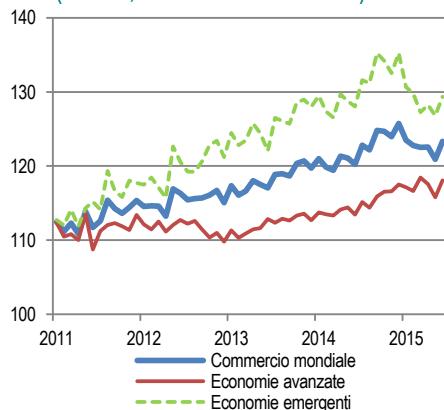


1. Prezzo del petrolio e cambio dollaro/euro



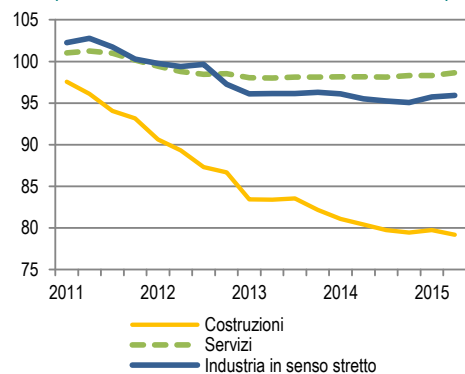
Fonte: BCE, Thomson Reuters

2. Commercio mondiale (volumi, indici base 2010=100)



Fonte: Central Plan Bureau

3. Valore aggiunto settoriale (valori concatenati, indici base 2010=100)



Fonte: Istat

La crescita del prodotto interno lordo registrata in T2 è stata determinata dall'andamento favorevole del settore manifatturiero e dei servizi. La dinamica dei consumi è risultata positiva ma gli investimenti hanno rallentato. Il mercato del lavoro appare in miglioramento mentre l'inflazione rimane stabile, su livelli lievemente positivi. La crescita è attesa continuare sugli stessi ritmi anche nel terzo trimestre ma il rallentamento del commercio mondiale avrà un impatto sulle esportazioni diminuendo l'apporto favorevole della componente estera.

Il quadro internazionale

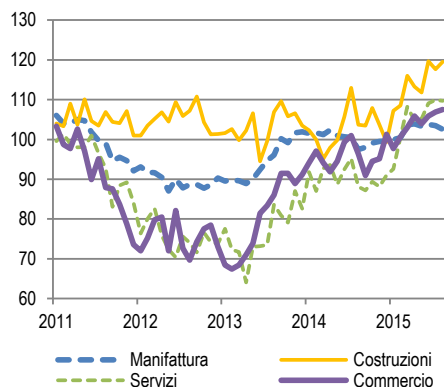
Nel corso del mese di agosto il rallentamento dell'economia cinese ha accentuato la correzione sui mercati azionari, in seguito contrastata dalle evidenze positive relative al ciclo statunitense. Nel complesso lo scenario internazionale appare caratterizzato da un elevato grado di incertezza (si veda approfondimento a pag. 4).

Negli Stati Uniti la revisione della stima del Pil ha corretto al rialzo la crescita del secondo trimestre (dal +2,3% al 3,7% la variazione congiunturale su base annua). L'aggiornamento dei dati riflette l'inversione di tendenza dell'export e della spesa pubblica, oltre che l'accelerazione della spesa per consumi e per investimenti fissi non residenziali. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori del Conference Board, dopo la discesa in luglio, ha segnato un rimbalzo in agosto. I miglioramenti del mercato del lavoro (l'occupazione non agricola è cresciuta in luglio di 215 mila unità) hanno dissipato i timori relativi all'evoluzione economica nel breve termine. La produzione industriale totale è cresciuta in luglio (+0,6% sul mese precedente) mentre la spesa per consumi (+0,2% in luglio in termini reali rispetto a giugno) continua a essere sostenuta da una dinamica positiva del reddito disponibile (+0,4% nello stesso mese).

Nell'area euro, la ripresa economica è attesa evolvere secondo un ritmo moderato. Nel secondo trimestre il Pil ha evidenziato una leggera decelerazione (+0,3% su base congiunturale, dopo +0,4% del primo). I segnali provenienti dagli indicatori congiunturali appaiono contrastanti. In agosto l'indicatore del clima di fiducia (ESI) ha segnato un marginale incremento, sintesi di una flessione dell'industria e di un miglioramento negli altri settori; le attese dei consumatori hanno invece evidenziato un leggero rafforzamento. A luglio il volume delle vendite al dettaglio è cresciuto (+0,4%) mentre il tasso di disoccupazione è diminuito (10,9% in luglio). La crescita marginale dell'indice €-coin in agosto fornisce indicazioni sulle prospettive di una evoluzione dell'attività economica su ritmi moderati.

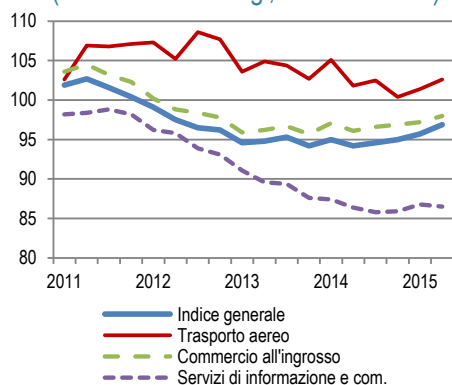
Le incertezze sull'andamento ciclico della Cina hanno rafforzato le spinte al ribasso del prezzo del petrolio: in agosto le quotazioni del Brent si sono avvicinate alla soglia dei 40 dollari a barile, per poi risalire verso i 50 dollari in coincidenza con la ripresa dei mercati finanziari (-15% nella media del mese rispetto a luglio, Figura 1). L'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro durante le turbolenze sui mercati azionari (fino a toccare quota 1,15) per poi invertire la tendenza con la diffusione dei dati di contabilità nazionale statunitensi (+1,3% l'apprezzamento medio in agosto). Secondo i dati del Central Plan Bureau, in giugno gli scambi di beni in volume hanno segnato una ripresa (+2% su base congiunturale, dopo il -1,3% del mese precedente, Figura 2). La variazione acquisita per l'intero 2015 è tornata positiva (+0,6%), su livelli inferiori alle previsioni prevalenti di inizio 2015.

4. Clima di fiducia delle imprese (indici base 2010=100)



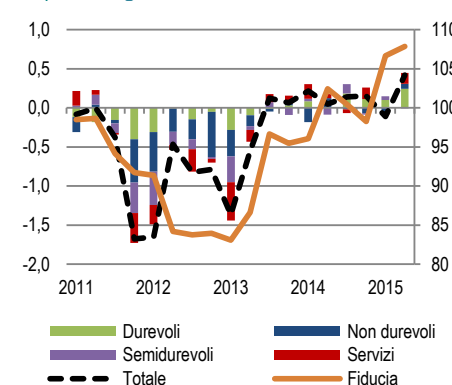
Fonte: Istat

5. Indici del fatturato per l'indice generale e per alcune attività dei servizi (dati trimestrali destag., base 2010=100)



Fonte: Istat

6. Spesa delle famiglie per componenti e clima di fiducia (var. congiunturali %, indice base 2010=100)



Fonte: Istat

La congiuntura italiana

Imprese

Nel secondo trimestre l'attività produttiva ha confermato i risultati positivi registrati a inizio anno. La [crescita del Pil](#) (+0,3% rispetto al trimestre precedente) è stata determinata da un aumento del valore aggiunto dei servizi (+0,3%) e dell'industria in senso stretto (+0,2%) mentre è tornata negativa la dinamica delle costruzioni (-0,7%, Figura 3). Dal lato della domanda, all'incremento congiunturale dei consumi (+0,4%) si è associata una riduzione degli investimenti totali (-0,3%), sintesi della flessione di quelli in costruzioni (-0,8%) e nei mezzi di trasporto (-2,7%) e dell'aumento degli investimenti in macchinari e attrezzature (+0,6%).

Per la componente estera, i dati di contabilità nazionale segnalano in T2 una crescita congiunturale più intensa per le importazioni (+2,2%) rispetto alle esportazioni (+1,2%). Questa dinamica riflette, secondo le statistiche sul [commercio estero](#), il rallentamento delle vendite verso i mercati extra-Ue (dal +2,9% in T1 allo +0,4% in T2) e un significativo aumento dell'import (dal +0,3% al +6,7%). In T2 risultano in crescita le importazioni per tutte le tipologie di prodotti, con intensità maggiori per gli acquisti di beni strumentali (+6,8%) ed energetici (+14,4%). Nel settore manifatturiero, in agosto l'indicatore del [clima di fiducia](#) (Figura 4) ha segnato una lieve diminuzione attribuibile all'andamento nel comparto dei beni intermedi.

Permangono le difficoltà nel settore delle costruzioni. Il valore aggiunto è tonato a diminuire (-0,7%) dopo la variazione positiva registrata nel primo trimestre. Tuttavia da giugno 2015 il clima di fiducia ha mostrato segnali di rafforzamento, prefigurando un'inversione di tendenza dei ritmi produttivi nei prossimi mesi.

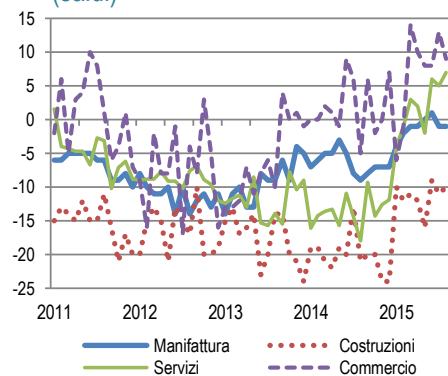
In T2, il settore dei servizi ha contribuito all'evoluzione del valore aggiunto con risultati positivi nei principali comparti, a eccezione dei servizi di informazione e comunicazione (-1,6% rispetto al trimestre precedente). Gli incrementi più elevati sono stati registrati per le attività finanziarie e assicurative (+1,6%) e per le attività professionali e di supporto (+0,8%). Gli indici trimestrali del [fatturato dei servizi](#) (Figura 5), misurati a prezzi correnti, indicano una crescita tendenziale nel secondo trimestre nel commercio e riparazione di autoveicoli e motocicli (+9,9%), nell'attività dei servizi di alloggio e ristorazione (+2,9%) e nel commercio all'ingrosso (+2,6%). Ad agosto gli indicatori del clima di fiducia delle imprese nei servizi di mercato si sono mantenuti su livelli elevati.

Famiglie e mercato del lavoro

Nel secondo trimestre la dinamica congiunturale della spesa delle famiglie e delle istituzioni sociali private ha mostrato una chiara accelerazione (+0,4%, dopo il -0,1% in T1) contribuendo all'espansione del Pil per 3 decimi di punto percentuale (Figura 6). L'apporto più consistente (oltre il 50%) è stato fornito dalla spesa in beni durevoli (+3,3%), a riflesso del consolidamento della fiducia delle famiglie, ulteriormente rafforzata in agosto grazie a un nuovo incremento di tutte le componenti (clima economico, personale, corrente e futuro).

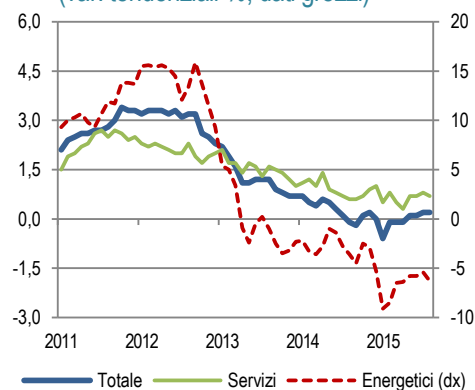
Il mercato del lavoro appare in miglioramento. I [dati trimestrali](#) dell'indagine sulle forze di lavoro hanno portato a una revisione al rialzo dell'occupazione rispetto a quanto osservato in precedenza sulla base dei dati mensili. In T2 l'occupazione è cresciuta dello 0,5% rispetto al trimestre precedente. L'espansione ha interessato tutte le aree territoriali e tutti i principali settori produttivi. Tale tendenza è proseguita in [luglio](#) (+0,2% rispetto al mese di giugno). Nel complesso, nei primi sette mesi dell'anno, l'incremento degli occupati ha superato le 100 mila unità.

7. Attese di occupazione per settore (saldi)



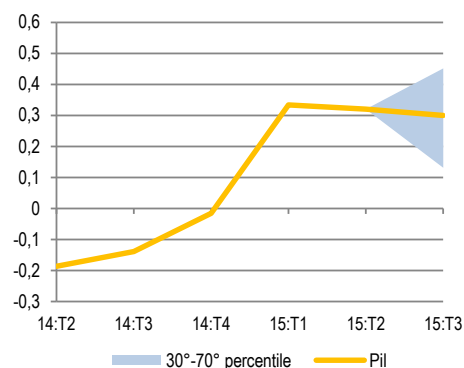
Fonte: Istat

8. Dinamica dei prezzi (var. tendenziali %, dati grezzi)



Fonte: Istat

9. Profilo congiunturale del Pil e previsione per 2015:T3



Fonte: Istat

I dati grezzi evidenziano, nel confronto tendenziale, come la classe di età maggiormente avvantaggiata dal miglioramento dell'occupazione sia stata quella degli ultracinquantenni, per i quali la riforma delle pensioni produce un rallentamento delle uscite dal mercato del lavoro. A luglio, il tasso di disoccupazione, che si era stabilizzato nei primi due trimestri dell'anno (rispettivamente 12,3% e 12,4% nei dati destagionalizzati), è diminuito significativamente (12,0%), favorito oltre che dalla dinamica positiva dell'occupazione, anche da quella degli inattivi (+0,7% rispetto a giugno).

Le prospettive dell'occupazione nei prossimi mesi appaiono moderatamente favorevoli. Ad agosto, le aspettative degli imprenditori sulle tendenze dell'occupazione per i successivi tre mesi sono state positive nel settore dei servizi e nelle costruzioni e stabili nel comparto manifatturiero (Figura 7).

Prezzi

In **agosto** l'inflazione al consumo è rimasta stabile, confermandosi sul valore leggermente positivo degli ultimi due mesi. In base alla stima provvisoria, il ritmo di crescita annuo dell'indice per l'intera collettività (NIC) è risultato pari allo 0,2% (Figura 8). La dinamica dei prezzi continua a risentire della fase deflativa dei beni energetici, il cui contributo negativo si è nuovamente ampliato in seguito ai recenti sviluppi sui mercati internazionali (-6,3% la caduta annua in agosto). L'assenza di tensioni dal lato delle determinanti interne dei costi contribuisce a mantenere moderata la dinamica delle componenti di fondo. Al netto di energetici, alimentari e tabacchi, l'inflazione è risultata pari a +0,7% (stabile rispetto a luglio). L'evoluzione dei prezzi in Italia risulta in linea con quella nell'area dell'euro. Solo nell'ultimo mese la dinamica inflativa Italiana è risultata più accentuata (+0,2% per l'area euro, +0,5% per l'Italia la crescita annua in termini di indici armonizzati). L'allargamento del differenziale inflazionistico è ascrivibile a un più ampio ribasso degli energetici per l'area euro (-7,1%), maggiormente reattivi ai movimenti dei prezzi internazionali. Il divario relativo alla inflazione *core* si mantiene su valori estremamente contenuti (+0,1 punti percentuali), grazie soprattutto ad una dinamica nei servizi inferiore a quella media europea.

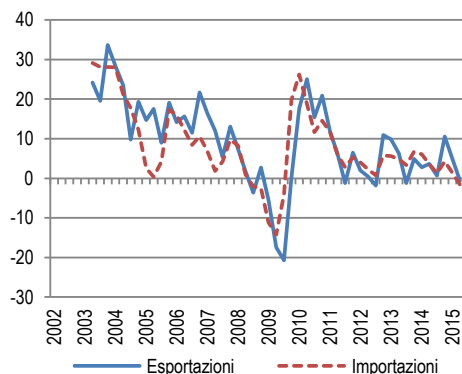
Le attese degli operatori scontano per l'autunno un andamento dei prezzi ancora moderato: la politica dei listini per le imprese che producono beni di consumo si conferma molto cauta, senza evidenti modifiche rispetto agli ultimi mesi. Tra i consumatori aumenta leggermente la quota di chi si aspetta una ripresa dei prezzi, all'interno di un quadro di sostanziale stabilità.

Prospettive di breve termine

Nel secondo trimestre l'economia italiana ha confermato le indicazioni di crescita emerse a inizio anno. Il miglioramento è stato trainato dalla dinamica positiva nell'industria manifatturiera e nel comparto dei servizi.

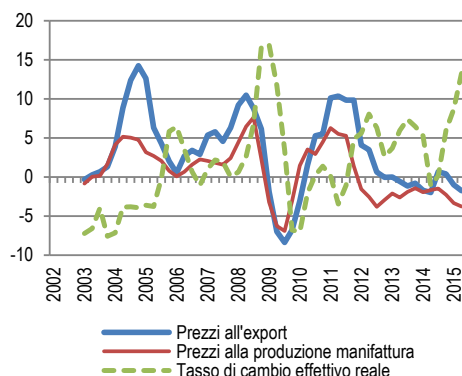
Con riferimento agli indicatori qualitativi, l'indice composito del clima di fiducia delle imprese italiane ha mostrato ad agosto una lieve riduzione in presenza di un aumento del clima di fiducia dei consumatori. Entrambi gli indicatori si mantengono su livelli comunque elevati. La crescita economica è dunque attesa proseguire a ritmi moderati. Sulla base del modello di previsione di breve termine dell'Istat, la variazione congiunturale reale del Pil prevista per il terzo trimestre è pari a +0,3%, con un intervallo di confidenza compreso tra +0,1 e +0,5% (Figura 9). In presenza di un rallentamento delle esportazioni, condizionate dalla decelerazione delle economie dei paesi emergenti, la domanda nazionale (al netto delle scorte) è attesa fornire il principale contributo positivo al Pil. In questo scenario, la crescita acquisita per il 2015 è pari allo 0,7%.

10. Cina: importazioni ed esportazioni (volumi, dati trimestrali, medie mobili a 3 termini, variazioni tendenziali)



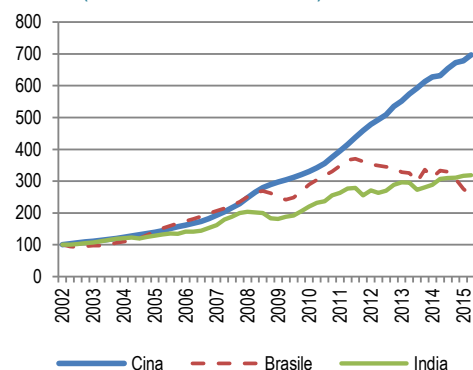
Fonte: Oxford Economics

11. Cina: prezzi e cambio (dati trimestrali, variazioni tendenziali)



Fonte: Oxford Economics

12. Salari orari in dollari (indici base 2002=100)



Fonte: Oxford Economics

L'approfondimento del mese

Il rallentamento delle economie emergenti

Il rallentamento dell'economia cinese ha determinato in luglio e agosto una forte correzione sui mercati azionari e valutari. Tuttavia, gli aspetti reali della decelerazione del ciclo dei paesi emergenti erano già evidenti nei dati di produzione e di interscambio commerciale. In particolare, la dinamica del commercio mondiale di beni in volume (misurato dai dati del CPB) è apparsa in decelerazione già a partire dall'ultimo trimestre del 2014.

A tale fenomeno ha concorso l'erosione della competitività delle esportazioni cinesi, condizionata sia dall'apprezzamento dello yuan (+14% in termini effettivi reali dalla metà del 2014), sia dall'aumento del costo del lavoro (Figura 10). Da un lato la politica monetaria ha operato per stabilizzare il valore dello yuan rispetto al dollaro, mentre le principali valute dei paesi asiatici si sono deprezzate consistentemente nei confronti di quella statunitense; ciò ha determinato una perdita di competitività della Cina verso i partner dell'area, accentuata dalla similarità della struttura di export di questi paesi (Figura 11). Dall'altro, il costo orario del lavoro è notevolmente cresciuto negli ultimi anni (Figura 12) e risulta ora significativamente più elevato rispetto ad alcuni paesi dell'area (India, Vietnam o Bangladesh ad esempio), riorientando verso questi ultimi le scelte di delocalizzazione delle produzioni *labour-intensive* delle imprese internazionali. La crescita dei redditi, d'altronde, rappresenta un obiettivo perseguito dalle autorità cinesi per incrementare la quota di consumi sul Pil e riequilibrare in tal modo un modello di sviluppo basato negli ultimi anni esclusivamente sulla crescita degli investimenti e sulla domanda estera netta.

La diminuzione della produzione ha comportato, da un lato una flessione delle importazioni di beni intermedi, dall'altro una minor domanda di materie prime, determinando un calo delle quotazioni e acuendo la crisi delle economie esportatrici di *commodities* (Russia e Brasile *in primis*).

Il rallentamento della crescita per i paesi emergenti è atteso trasmettersi alle economie avanzate, in misura tanto maggiore quanto più forti sono i legami commerciali bilaterali. Per quanto riguarda l'Italia, l'effetto diretto della minore domanda cinese è previsto inferiore a quello di altri partner europei. Al 2014, la quota in valore dell'export italiano verso la Cina ammontava a circa il 2,6% del totale, molto più contenuta rispetto a quella relativa ai tradizionali mercati di sbocco come Germania (12,6%), Francia (10,6%) e Stati Uniti (7,5%). Tuttavia, il maggior peso della Cina nell'interscambio di questi ultimi (in particolare della Germania) determinerebbe un effetto negativo indiretto per l'Italia, attraverso il loro rallentamento ciclico associato a una minor domanda di beni italiani.