

## Flash Macro

# La ripresa della produzione industriale in Italia: fine della recessione o reintegro delle scorte?

18 Aprile 2019

## Executive summary

- > A partire dal primo trimestre del 2018 si sono manifestati i primi segnali di **rallentamento dell'economia italiana**, che si sono poi trasformati in **"recessione tecnica"** nel corso della seconda parte dell'anno.
- > Il peggioramento è coinciso con il **deterioramento del ciclo economico dell'Area euro**, già anticipato dagli indicatori di fiducia, in concomitanza con l'emergere delle prime **tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina** a gennaio 2018.
- > Nella seconda metà dell'anno si sono aggiunte alcune **turbolenze sui mercati finanziari**, legate a fattori di **incertezza politica interna** piuttosto che alle dinamiche dell'economia reale, stabilizzatesi poi successivamente.
- > A partire dall'inizio del 2019, in linea con il **miglioramento del clima di fiducia globale** e il **"rimbalzo" del commercio mondiale**, la **produzione industriale italiana** ha fatto registrare una **ripresa**, sorpendendo le aspettative del mercato.
- > Allo stato attuale è difficile prevedere se tale ripresa sia guidata da un **aggiustamento dell'offerta**, in risposta all'**utilizzo eccezionale delle scorte di magazzino** a fine 2018, o da una reale **inversione del ciclo**, che possa decretare l'uscita dalla recessione.
- > Si può rilevare, tuttavia, che nonostante gli indicatori ciclici rimangano sfavorevoli, emergono alcuni **fattori positivi**, che verosimilmente troveranno riscontro nella **stima preliminare del PIL** per il primo trimestre 2019.

## A cura di

**Cinzia Guerrieri**  
Economia Finanza e Mercati  
cinzia.guerrieri@cdp.it  
+39 06 4221 3712

## Ricerca e Studi

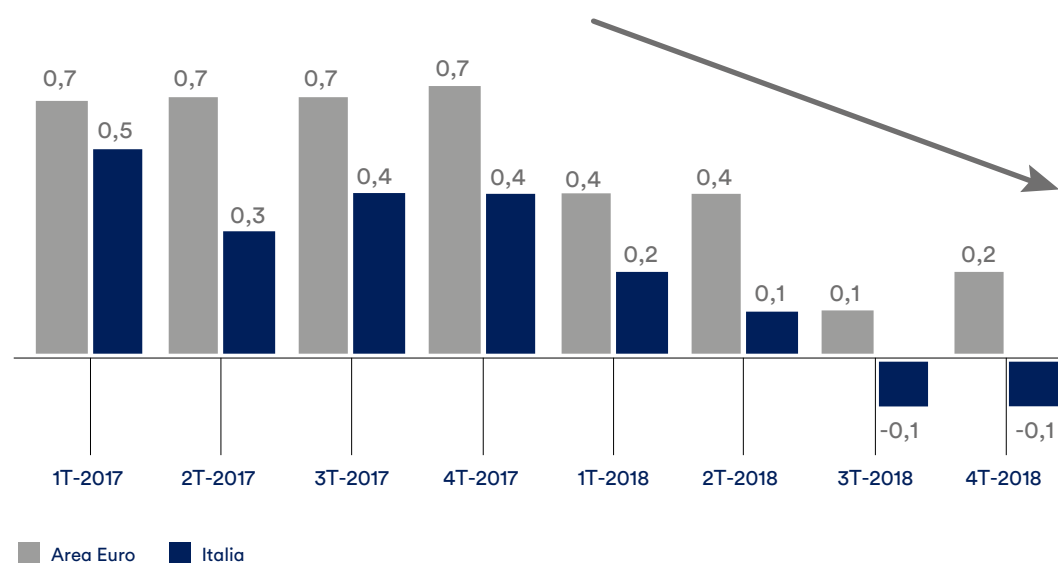
**Gianfranco Di Vaio**  
Responsabile  
gianfranco.divaio@cdp.it  
+39 06 4221 3043

## 01 \_ Peggioramento della fiducia e inversione del ciclo economico

A partire dal primo trimestre del 2018 si sono manifestati segnali di **rallentamento dell'economia italiana**, che si sono trasformati in una **"recessione tecnica"** nel terzo e quarto trimestre dell'anno, facendo registrare un tasso di crescita del PIL in termini reali pari a -0,1% in entrambi i trimestri, rispetto al periodo precedente. Tali segnali di rallentamento sono avvenuti in concomitanza con la **frenata dell'attività economica dell'Area euro**, a cui l'Italia risulta particolarmente esposta tramite l'interscambio commerciale, passata da un tasso di crescita del PIL reale nel quarto trimestre del 2017 pari allo 0,7%, a un tasso di crescita dello 0,2% nello stesso trimestre dell'anno seguente (Fig. 1).

Il deterioramento del ciclo economico ha portato le principali istituzioni internazionali a rivedere al **ribasso le stime di crescita per l'Italia** negli ultimi due mesi, con l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) che si è spinta a prevedere una recessione nel 2019, con un tasso di crescita del PIL pari a -0,2%. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha realisticamente aggiornato le stime contenute nel Documento di Economia e Finanza 2019, approvato dal Consiglio dei Ministri il 9 aprile, adottando un tasso di crescita del PIL "programmatico" pari allo 0,2%, sostanzialmente in linea con le previsioni delle altre istituzioni, fatta eccezione per l'OCSE (Fig. 2)<sup>1</sup>.

Fig. 1. PIL reale ( $\Delta\%$ , trim./trim.)

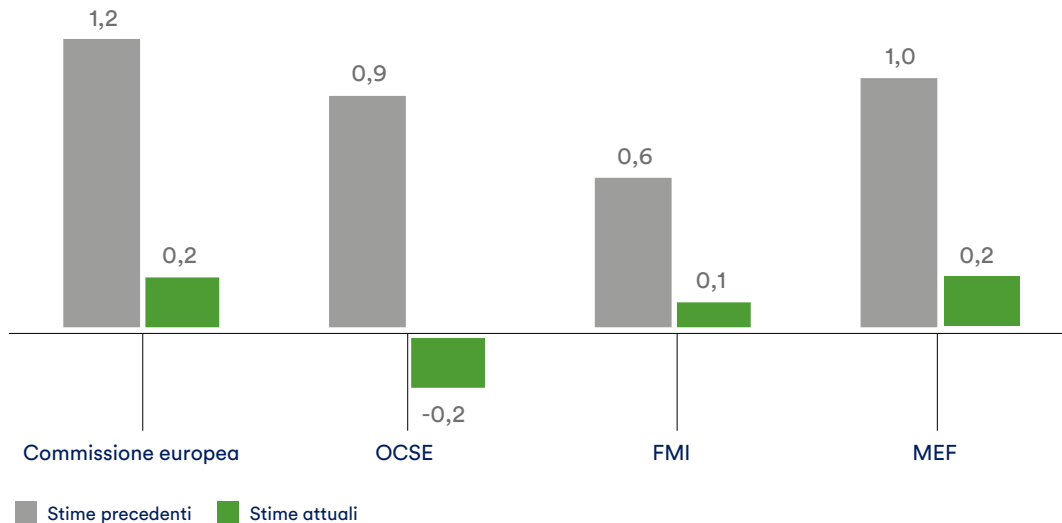


Nota: Valori destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario

Fonte: Elaborazioni CDP su dati Eurostat e Istat

(1) Nel Documento di Economia e Finanza vengono presentati due scenari di contesto macroeconomico e di finanza pubblica, ovvero lo scenario "tendenziale" (a legislazione vigente) e lo scenario "programmatico". Quest'ultimo tiene conto del potenziale impatto delle misure che il Governo intende presentare al Parlamento con il disegno di Legge di bilancio.

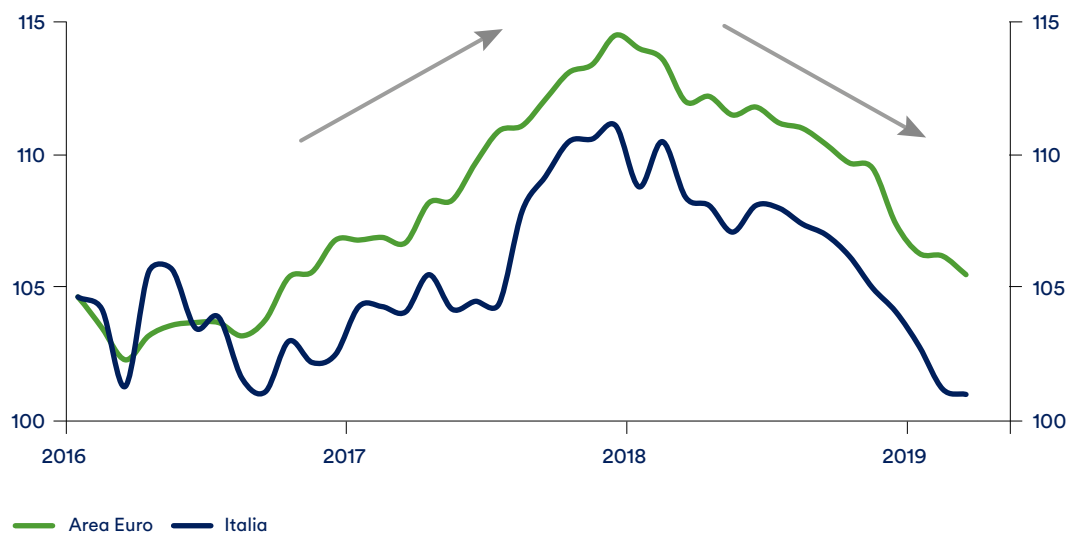
Fig. 2. Previsioni del PIL reale per l'Italia ( $\Delta\%$ , 2019)



Fonte: Commissione europea, OCSE, FMI e MEF

Andando a guardare l'andamento degli **indici di fiducia economica**, che tipicamente sono considerati indicatori anticipatori del ciclo, si evince come le aspettative sull'andamento dell'economia siano iniziate a **peggiorare a partire da gennaio 2018**, sia nell'Area euro che in Italia, dopo aver registrato un picco a dicembre 2018, interrompendo così il trend positivo manifestato nel corso del 2017 (Fig. 3)<sup>2</sup>. Dato il peggioramento congiunto del clima sia nell'Area euro che in Italia, sembra ipotizzabile che la fiducia degli operatori sia stata influenzata da **fattori di incertezza provenienti dal contesto globale** quali, ad esempio, i primi segnali di **tensione commerciale tra Stati Uniti e Cina**, causati dall'imposizione dei dazi su alcune categorie di importazioni negli USA, iniziata a gennaio 2018.

Fig. 3. Economic Sentiment Indicator (2010=100)



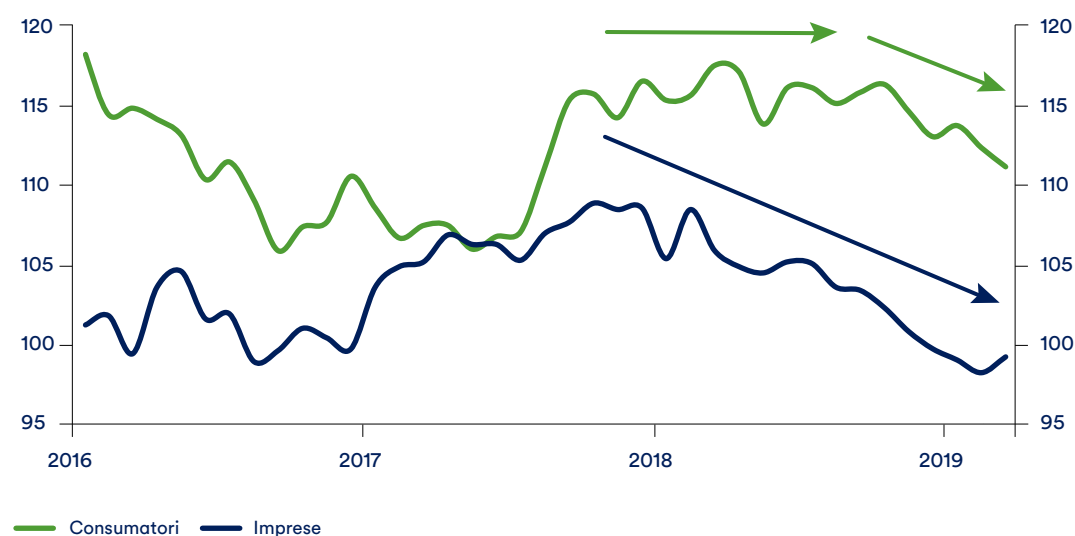
Nota: Valori destagionalizzati

Fonte: Commissione europea-DG ECFIN

(2) L'Economic Sentiment Indicator è un indice composito elaborato dalla Commissione europea sulla base dei risultati delle indagini condotte a livello dei singoli Paesi membri. Le informazioni raccolte attraverso i questionari, sia presso le imprese che i consumatori, sono utilizzate per l'analisi economica, il monitoraggio dei movimenti ciclici e le previsioni di breve termine.

Andando a “scomporre” l'indicatore complessivo di fiducia per l'Italia, nell'indice che rappresenta la fiducia dei consumatori e in quello che cattura il “sentiment” delle imprese, si deduce come il movimento al ribasso sia stato trainato essenzialmente dal peggioramento di quest'ultimo, avvenuto a partire dalla fine del 2017. L'indice di fiducia dei consumatori, invece, si è mantenuto più o meno stabile nel corso del 2018, iniziando a deteriorarsi soltanto a partire dalla fine dell'anno (Fig. 4). Mentre il clima di fiducia dei consumatori, infatti, può essere maggiormente influenzato da fattori domestici quali, ad esempio, il reddito disponibile e il mercato del lavoro, è lecito ipotizzare che il clima di fiducia delle imprese sia piuttosto sensibile a cambiamenti del contesto internazionale, che possono impattare sulle dinamiche del commercio globale.

Fig. 4. Indicatori di fiducia per l'Italia (2010=100)



Nota: Valori destagionalizzati

Fonte: Istat

## 02 \_ Incertezza domestica e tensioni sui mercati finanziari

I mercati finanziari si sono mostrati poco reattivi ai segnali provenienti dall'economia reale all'inizio del 2018, mentre sono sembrati piuttosto influenzati da fattori di incertezza intervenuti successivamente e verosimilmente legati alle dinamiche politiche interne, in seguito ai risultati elettorali e ai tempi di formazione del nuovo governo. Infatti, il premio per il rischio chiesto dagli investitori per acquistare i titoli decennali del governo italiano, in termini di differenziale rispetto agli equivalenti titoli del governo tedesco, è calato fino ad aprile 2018, per poi subire una brusca impennata di oltre 200 punti base, passando dai circa 120 punti base di inizio maggio, agli oltre 320 punti base di fine novembre. Anche grazie al clima di distensione seguito all'accordo tra il governo italiano e la Commissione

europa, ai fini della definizione dei saldi di finanza pubblica per il 2019, a partire da dicembre 2018 lo “spread” sui titoli pubblici ha subito una riduzione di circa 80 punti base, per attestarsi su una soglia di circa 250 punti base nel primo trimestre del 2019. Parallelamente, i corsi azionari si sono mossi in maniera speculare all’andamento dello spread sui titoli sovrani, seguendo una dinamica già nota a partire dalla crisi finanziaria. Il FTSE MIB, infatti, ha subito un notevole deterioramento nella seconda metà del 2018, per poi mostrare una notevole ripresa nei primi mesi del 2019, in coincidenza con l’allentamento delle tensioni sui mercati finanziari e con i primi segnali positivi provenienti dall’economia reale (Fig. 5).

Fig. 5. FTSE MIB (gennaio 2016=100) vs spread sui titoli sovrani (punti base)



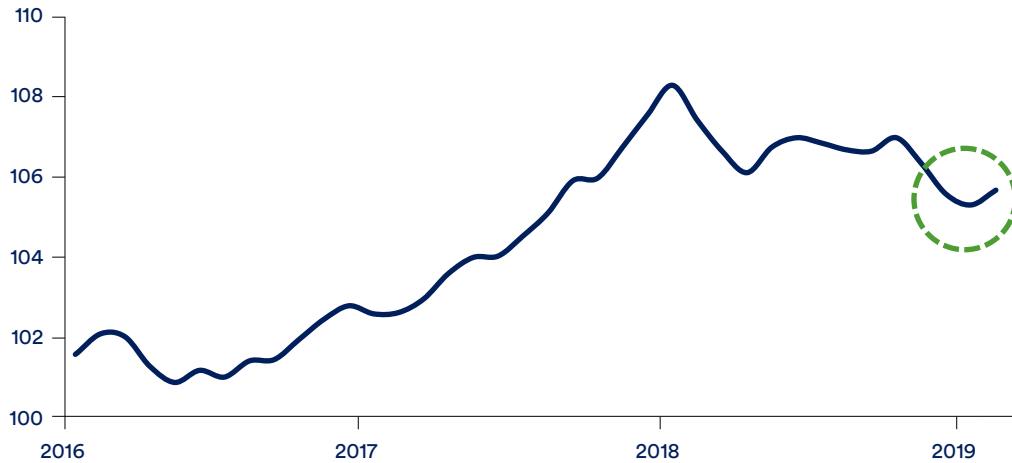
Nota: Lo Spread è definito come il differenziale di rendimento tra il titolo di Stato decennale benchmark e l’equivalente tedesco

Fonte: Elaborazioni CDP su dati Thomson Reuters Datastream

## 03 \_ Ripresa della produzione industriale e miglioramento del contesto globale

In base agli ultimi dati diffusi da Eurostat, a partire da inizio 2019 la **produzione manifatturiera nell’Area euro** è tornata a **crescere**, anche se a un ritmo contenuto e pari a 1,5% e 0,3%, rispettivamente, nei mesi di gennaio e febbraio. Tali segnali positivi sembrano andare nella direzione opposta rispetto alla dinamica di peggioramento del ciclo economico, iniziata a partire dall’inizio del 2018. I dati dei prossimi mesi confermeranno se questa dinamica è guidata da una reale inversione di tendenza o soltanto da un “rimbalzo” rispetto al marcato peggioramento di fine 2018 (Fig. 6).

Fig. 6. Produzione manifatturiera per l'Area Euro (2015=100)

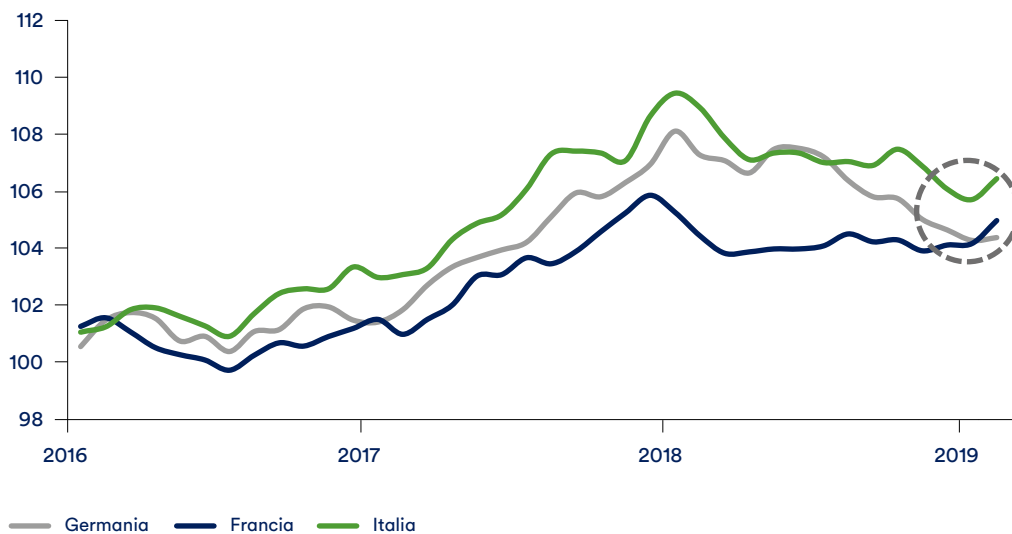


Nota: Valori destagionalizzati, media mobile a tre termini

Fonte: Elaborazioni CDP su dati Eurostat

Guardando all'andamento della produzione manifatturiera nei principali Paesi europei, si evince come l'Italia e la Francia siano le economie che stanno guidando il **recupero della produzione** a livello aggregato negli ultimi due mesi. In particolare, sorprendendo le attese del mercato, la produzione manifatturiera in Italia è cresciuta a tassi pari a 1,4% e 1,3%, rispettivamente, nei mesi di gennaio e febbraio 2019, mentre negli stessi mesi la produzione industriale (inclusiva anche delle attività estrattive e di forniture energetiche) è cresciuta a tassi pari a 1,9% e 0,8%, rispettivamente. La **manifattura italiana**, inoltre, negli ultimi tre anni ha manifestato la **performance di crescita più brillante**, in termini relativi, rispetto a quella di Francia e Germania. Paradossalmente, nella seconda metà del 2018 la produzione manifatturiera in **Germania** ha mostrato una **dinamica divergente** rispetto a quella in Francia e in Italia, facendo registrare in maniera insolita dati negativi anche a gennaio e a febbraio del 2019 (Fig. 7).

Fig. 7. Produzione manifatturiera per i principali Paesi europei (2015=100)

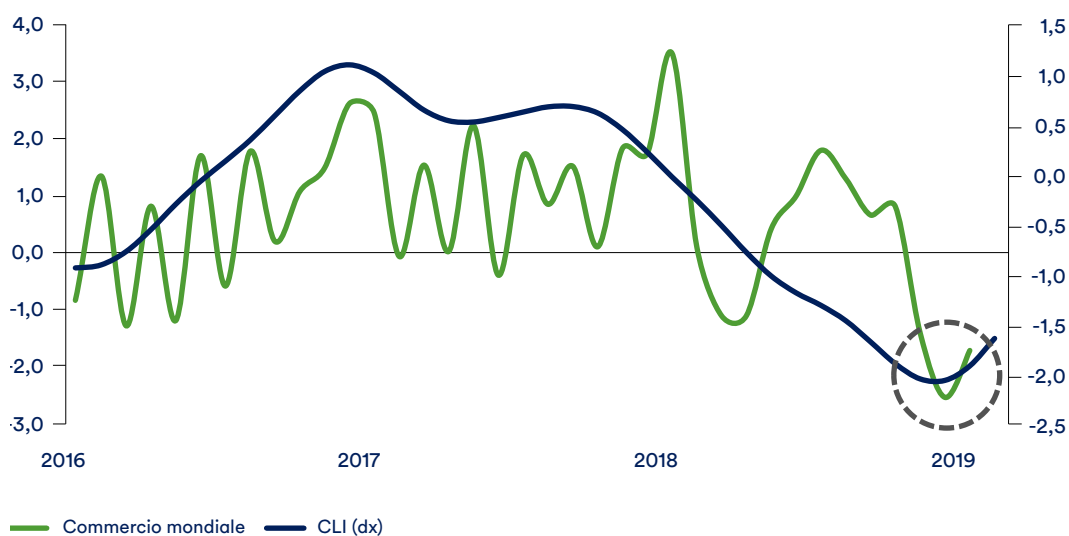


Nota: Valori destagionalizzati, media mobile a tre termini

Fonte: Elaborazioni CDP su dati Destatis, INSEE e Istat

La ripresa della produzione manifatturiera nell'Area euro sembra essere supportata dai segnali di **miglioramento** che arrivano dal **contesto globale**. Per la prima volta dalla fine del 2017, il Composite Leading Indicator<sup>3</sup> (CLI) dell'OCSE, che cattura il "sentiment" del mercato sull'andamento ciclico dell'economia mondiale, ha mostrato un'inversione di tendenza, segnalando un **recupero della fiducia** a livello globale. Parallelamente, segnali positivi sono arrivati anche dal **commercio mondiale**, che ha mostrato un **rimbalzo** rispetto alla dinamica negativa in atto durante la seconda metà del 2018 (Fig. 8).

**Fig. 8. Commercio mondiale ( $\Delta\%$ , 3m./3m.) vs Composite Leading Indicator (3m./3m.)**



Nota: CLI espresso in deviazioni standard

Fonte: Elaborazioni CDP su dati CPB e OCSE

## 04 \_ Inversione del ciclo o reintegro delle scorte?

I dati positivi sulla produzione industriale italiana negli ultimi due mesi hanno creato **aspettative** nel mercato su una possibile **uscita dalla "recessione tecnica"** e, quindi, un **inversione del ciclo economico**. Questa ipotesi sembrerebbe sostenuta dai segnali di miglioramento del contesto globale, che potrebbero influire positivamente sul saldo della bilancia commerciale, e dall'accenno di ripresa dell'indice di fiducia delle imprese, che a marzo per la prima volta ha mostrato una variazione positiva. Parallelamente, anche le tensioni sui mercati finanziari sembrano essersi stabilizzate. Guardando però ai contributi alla crescita del PIL, si evince che a pesare negativamente sull'andamento dell'ultima parte dell'anno è stata una forte **compressione delle scorte di magazzino**, pari a -0,1% e -0,5% negli ultimi due trimestri del 2018, rispettivamente (Tab. 1).

(3) Il Composite Leading Indicator è un indice composito elaborato dall'OCSE, ottenuto aggregando i principali indicatori anticipatori (per l'Italia, ad esempio, la fiducia dei consumatori, gli ordini del settore manifatturiero, le importazioni dalla Germania, etc.). L'indicatore è costruito in modo tale da identificare eventuali punti di svolta del ciclo economico.

**Tab.1. Contributi alla crescita del PIL reale per l'Italia (p.p., trim./trim.)**

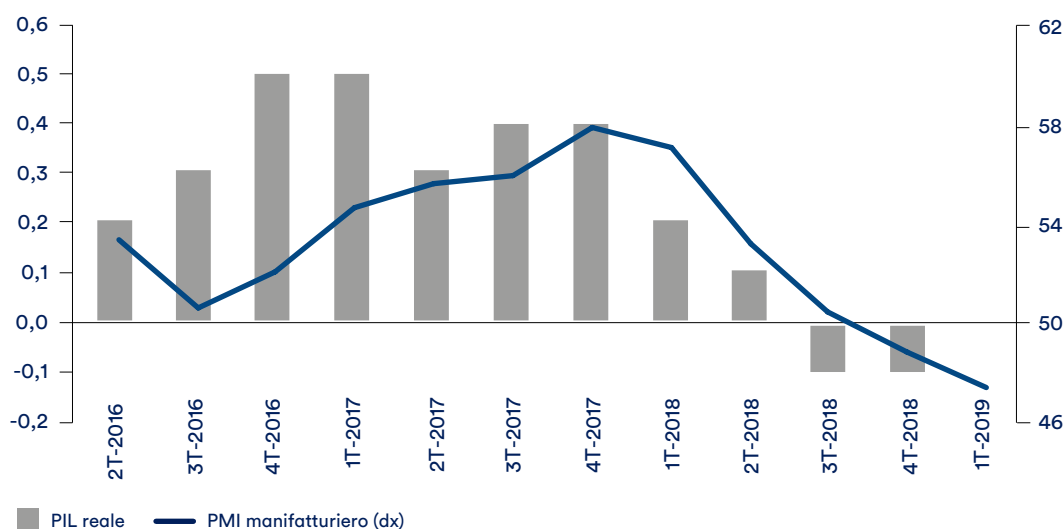
	PIL reale	Consumi privati	Spesa pubblica	Investimenti fissi lordi	Bilancia commerciale	Variazione delle scorte
1T-2018	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,4
2T-2018	0,1	0,0	0,0	0,5	-0,3	-0,1
3T-2018	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,1
4T-2018	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,5

Nota: Valori destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario

Fonte: Istat

L'aggiustamento dell'offerta a inizio 2019, rispecchiata nei dati sulla produzione industriale, potrebbe essere, quindi, una **risposta "fisiologica" all'utilizzo eccezionale delle scorte** avvenuto a fine 2018, piuttosto che un'inversione di tendenza dovuta a un cambiamento nelle determinanti della domanda, sia interna che estera<sup>4</sup>. Se, da un lato, dal contesto globale arrivano segnali di miglioramento, il Purchasing Managers' Index<sup>5</sup> (PMI) manifatturiero per l'Italia, altamente correlato alla dinamica congiunturale del PIL, si è mantenuto nel primo trimestre del 2019 ancora in un territorio compatibile con una contrazione dell'attività economica (Fig. 9).

**Fig. 9. PIL reale per l'Italia ( $\Delta\%$ , trim./trim.) vs PMI manifatturiero Italia**



Nota: per il PMI i valori si riferiscono alla media nel trimestre

Fonte: Istat e IHS Markit via Thomson Reuters Datastream

Entro fine aprile è attesa la pubblicazione della **stima preliminare del PIL** da parte dell'Istat, che fornirà una prima indicazione sul reale andamento dell'economia italiana nel primo trimestre dell'anno. Indipendentemente dal segno atteso, sono emersi alcuni **segnali positivi di contesto**, che potrebbero favorire l'uscita dalla "recessione tecnica". Tuttavia, allo stato attuale, è ancora prematuro attestare se questi segnali siano anticipatori di una reale inversione del ciclo economico, o se la dinamica economica sia piuttosto influenzata da fattori contingenti, legati ad esempio a fenomeni di aggiustamento dell'offerta.

(4) Gli imprenditori potrebbero aver sottostimato l'evoluzione del ciclo economico e quindi attinto alle proprie scorte.

(5) Il Purchasing Managers' Index è un indice composito elaborato da IHS Markit, sulla base di indagini qualitative indirizzate ai direttori degli acquisti su diverse variabili economiche (produzione corrente e futura, nuovi ordini, scorte, occupazione, etc.). Un valore superiore (inferiore) a 50 punti indica un'espansione (contrazione) della capacità di acquisizione di beni e servizi del settore.



*Il presente documento è distribuito da Cassa depositi e prestiti S.p.A.*

*Tutti i dati citati nel presente documento sono pubblici e le informazioni ivi contenute costituiscono il risultato di elaborazioni condotte da Cassa depositi e prestiti S.p.A., su dati che possono pervenire da varie fonti.*

*Tali fonti sono ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Cassa depositi e prestiti S.p.A. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.*

*Le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui riportate.*

*Tutte le informazioni contenute nel presente documento potranno, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di modifica o aggiornamento da parte di Cassa depositi e prestiti S.p.A., senza alcun obbligo da parte della stessa di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.*

*La presente pubblicazione viene fornita per meri fini di informazione e illustrazione, e a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa, in alcun modo, una proposta di conclusione di contratto, una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario o un servizio di consulenza. Né Cassa depositi e prestiti S.p.A. né i suoi amministratori e dipendenti devono essere ritenuti responsabili per eventuali danni diretti o indiretti, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.*

*In considerazione delle attività che Cassa depositi e prestiti S.p.A. è statutariamente deputata a svolgere, tra le quali finanziare gli investimenti del settore pubblico, la stessa potrebbe prestare attività tipicamente bancarie, tra le quali l'erogazione del credito ai soggetti menzionati nel presente documento.*

#### Copyright

*Il presente documento non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso di Cassa depositi e prestiti S.p.A. Il copyright e ogni diritto di proprietà intellettuale su dati, informazioni, opinioni e valutazioni contenuti nel presente documento è di pertinenza di Cassa depositi e prestiti S.p.A., salvo diversamente indicato.*