CONFINDUSTRIA
Piemonte

Insight

A cura dell'ufficio Studi Economici

n. 69 - Settembre 2019

Sommario

In questo numero

Economia mondiale	► Guerra commerciale ancora lontana dalla conclusione: un passo avanti e due indietro.
Economia italiana	► Il nuovo governo subito alle prese con la legge finanziaria 2020, mentre continuano ad essere negativi i principali dati economici.
Materie prime	► In calo le principali *commodity* industriali, vola l'oro, bene rifugio per eccellenza.
Valute	► Mentre dollaro e yen si rafforzano, l'attesa di nuove mosse BCE pesa sull'euro.
Credito	► In vista un nuovo calo delle sofferenze bancarie. Rendimenti dei Btp sotto l'1%.
Inflazione	► Prezzi fermi, salvo lievi oscillazioni stagionali.

ECONOMIA MONDIALE

STATI UNITI			EUROLANDIA		
Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni	Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni
+3,7%	+0,5%	-2,7%*	+7,5%	-2,6%	+1,0%**
settembre 2019	lug 2019/2018	lug 2019/2018	luglio 2019	giu 2019/2018	giu 2019/2018

* *Construction Spending*

** Indice della produzione nelle costruzioni

- Timori di recessione per l'economia mondiale.
- Stati Uniti in buona salute.
- Dati poco brillanti per l'Europa.

In breve...

Vertice G7 e protezionismo sono stati ancora al centro della scena di agosto. Dal vertice G7 di Biarritz non ci si aspettava molto, ma i risultati sono stati superiori alle attese. Nessun impegno concreto (né sarebbe stato realistico attendersene...), ma il prevalere di un clima disteso e di dialogo. Il che non era affatto scontato. Con due sorprese: l'arrivo del Ministro degli esteri iraniano, preludio forse di una ripresa dei colloqui sul nucleare, e la conferenza stampa congiunta Trump-Macron, con sorrisi e strette di mano. Macron, regista del vertice, è stato l'indubbio vincitore e ha ottenuto un successo perfino insperato. Incluso un comune impegno delle grandi potenze a favore dell'Amazzonia: una conferma che il tema ambientale e della sostenibilità dello sviluppo è uscito dalla cerchia degli ambientalisti e degli addetti ai lavori per essere discusso ai massimi livelli politici.

La saga delle guerre commerciali non è prossima alla conclusione. Anzi. Dichiarazioni più conciliatorie si intrecciano e sovrappongono a un concreto inasprimento delle tariffe. Notizia dell'ultima ora annuncia la (ennesima) ripresa dei negoziati tra Cina e Stati Uniti. Ma è realmente impossibile prevedere quale sarà l'esito. La logica economica dovrebbe spingere verso una soluzione negoziale e anzi verso una ridefinizione globale delle regole del gioco, ma la politica segue talvolta strade meno razionali – o meglio, ispirate a una diversa forma di razionalità.

Quel che è certo è che le tariffe sugli scambi tra i due paesi hanno raggiunto livelli che non si vedevano dagli anni '30. I danni dell'escalation tariffaria iniziano a essere sensibili. Per la Cina, un rallentamento sempre più marcato del settore manifatturiero, che il Governo cercherà di contrastare con misure più incisive. L'industria americana sta rallentando, anche se parlare di svolta è indubbiamente improprio o prematuro. Ma aumenti dei costi e incertezza sulle forniture non fanno piacere a nessun settore. Vittima della guerra tra i due maggiori mercati mondiali è però soprattutto l'Europa, alle prese con una crescita debole e distribuita in modo molto diseguale tra i vari paesi. Oggi la crescita regge grazie a consumi e servizi, ma questa asimmetria non può durare a lungo. Soffre soprattutto il cuore manifatturiero dell'Europa, la Ger-

mania, anche per effetto della crisi globale dell'auto, tra eccessi di capacità produttiva e accelerazione del cambiamento tecnologico. Inevitabile che le difficoltà della Germania coinvolgano in misura più che proporzionale i principali fornitori: in primis le imprese italiane, nell'auto come nella meccanica. Non a caso il nostro paese è sempre più il fanalino di coda in Europa.
Non aiuta l'economia europea l'incertezza su Brexit. Certo, i danni maggiori li subisce la Gran Bretagna: le stime della Bank of England sui costi di una Brexit disordinata non sono incoraggianti. Ma soffrono anche i partner europei: di nuovo la Germania in prima fila.
La BCE si prepara ad affrontare una fase di incertezza in aumento e crescita più debole. È probabile che già nelle prossime settimane si vada verso un ulteriore allentamento della politica monetaria: forse anche verso misure non convenzionali. Su questo, pare esservi perfetta identità di vedute tra Draghi, governatore uscente, e Christine Lagarde, suo successore.
In questo clima di attesa e incertezza, la crisi del debito argentino introduce un ulteriore elemento di rischio: che si arrivi a un vero e proprio default, come pare probabile, o a una soluzione meno drammatica per i creditori.

Il vertice G7 si chiude in un clima più disteso

Il vertice G7 di Biarritz è stato un indubbio successo per il padrone di casa, Emanuel Macron. Anche se i risultati concreti sono stati modesti, ma non era realistico attendersi esiti diversi, il clima complessivo è stato positivo. In una inedita conferenza stampa a due con Macron, lo stesso Trump, solitamente molto critico verso questi incontri multilaterali, ha definito "un successo" il vertice, ringraziando il Presidente francese per l'eccezionale lavoro svolto. Tra le altre sorprese orchestrate dal Presidente francese vi è stato l'incontro, a latere del *meeting*, con il ministro degli esteri iraniano Javad Zarif, al fine di riaprire le trattative sul nucleare. La possibilità di un prossimo incontro al vertice tra Iran e Stati Uniti non è stata esclusa da Trump "se si creano le circostanze giuste", una eventualità finora sempre scartata. Tra i temi al centro dei lavori vi è stata la deforestazione dell'Amazzonia: i paesi del G7 hanno deciso di stanziare 20 milioni, per sostenere i paesi dell'Amazzonia nel contrastare gli incendi. Una questione che ha scatenato una dura polemica tra Macron e Bolsonaro, di cui riferiamo più diffusamente nel paragrafo dedicato al Brasile.

Protezionismo: a settembre *escalation* tariffaria

Il tema del protezionismo e delle guerre commerciali non poteva ovviamente restare fuori dalle discussioni del G7. Al vertice non è stato preso nessun impegno preciso ma è stato espresso un comune intento per modernizzare le regole del commercio mondiale e per riformare il WTO, soprattutto in materia di tutela della proprietà intellettuale e di pratiche commerciali scorrette. Se queste dichiarazioni preluderanno a un rilancio del multilateralismo resta da vedere. A questo proposito, nelle ultime settimane parole distensive da parte di Trump (e Xi Jinping) si sono alternate e talvolta sovrapposte a decisioni di segno opposto. A inizio settembre gli Stati Uniti hanno introdotto tariffe aggiuntive su 110 miliardi di prodotti cinesi; una decisione immediatamente seguita dalla contromossa cinese. Tuttavia, la strada di un accordo tra le due massime potenze non è affatto esclusa. Allo stato attuale, è difficile prevedere quale scenario prevarrà: *escalation* dello scontro o soluzione negoziale? Quel che

è certo è che dazi e incertezza stanno facendo pagare un prezzo significativo non solo a Cina (soprattutto) e Stati Uniti, ma in generale all'economia mondiale, rallentando il commercio e gli investimenti e indebolendo il clima di fiducia. L'ultimo risvolto è l'annuncio del Ministero del commercio della Cina sul prossimo viaggio a Washington della delegazione incaricata di discutere sui dazi. L'incontro di inizio ottobre sarà preparato da una seria consultazione.

La crisi argentina preoccupa i mercati

Preoccupa i mercati finanziari internazionali il possibile *default* dell'Argentina. Ad appena 15 mesi di distanza dal prestito di 57 miliardi di dollari concesso dal Fondo monetario (il più grande nella storia dell'organismo internazionale) l'Argentina si trova nuovamente sull'orlo del collasso finanziario, con un debito di oltre 100 miliardi di dollari, un'inflazione fuori controllo (oltre 50% a luglio), tassi di interesse superiori al 70%), e il peso si è drammaticamente svalutato: a inizio 2018 un dollaro valeva 22 pesos, all'inizio di agosto ne valeva 46 e a inizio settembre ha superato i 60. La crisi economica ha rafforzato le possibilità di vittoria del candidato peronista Alberto Fernandez nelle elezioni di ottobre: una prospettiva che ha gettato nel panico gli investitori. Allo stato attuale, l'ipotesi di una drastica ristrutturazione del debito viene ritenuta altamente probabile.

Si indebolisce la crescita europea

Preoccupano i dati più recenti sull'economia europea. Nel secondo trimestre la crescita è stata pari alla metà di quella registrata nel primo trimestre; la produzione industriale è in stallo; rallentano anche le costruzioni. Ad agosto l'indicatore *purchasing managers' index* ribadisce la divergenza tra manifattura e servizi: la crescita europea è oggi dipendente dai consumi delle famiglie e dal comparto dei servizi, mentre attività manifatturiera e investimenti sono fermi. È una situazione che non può durare a lungo, e che compromette le prospettive per la seconda metà dell'anno.

La crisi della Germania coinvolge tutta l'Europa

Un elemento di forte preoccupazione, soprattutto dal nostro punto di osservazione, è che il paese più colpito dal rallentamento sia la Germania: il cuore

produttivo dell'Europa e il paese più legato alla nostra industria dalle catene di fornitura. Non è pensabile che, se la Germania sta male, il nostro paese possa prosperare. Sono diversi i motivi della crisi tedesca. La Germania, più di altri paesi europei, è fortemente dipendente dalle esportazioni, che rappresentano il 47% del PIL. Brexit, guerre commerciali, crisi dell'auto hanno avuto costi elevati per gli esportatori tedeschi: nel 2019 le esportazioni verso la Gran Bretagna (il quinto mercato per la Germania) sono scese del 20% rispetto allo scorso anno, anche per effetto della svalutazione della sterlina.

Brexit ancora in alto mare

È molto difficile fare previsioni sugli esiti di Brexit. Nei giorni scorsi, con una maggioranza piuttosto ampia (327 contro 299 voti) il Parlamento ha votato a favore di un provvedimento che stabilisce che non può esserci un *no deal* senza il consenso del Parlamento; se non si raggiungerà un accordo entro il 31 ottobre, la legge obbliga il *premier* a chiedere una proroga di tre mesi. Una clamorosa sconfitta per il Boris Johnson, che nasce dal voto favorevole di molti deputati dello stesso partito conservatore. A poco ha giovato la decisione di sospendere dal partito i ribelli. L'opzione più probabile sembra a questo punto quella delle elezioni anticipate, ma è necessario il sostegno di due terzi del Parlamento, quindi anche dell'opposizione. Su questa ipotesi il partito laburista è ancora indeciso. Un'altra opzione potrebbe essere quella di un secondo referendum su Brexit che, secondo i sondaggi, ribalterebbe la decisione presa nel 2016.

Effetti negativi sulla crescita inglese

L'incertezza causata da Brexit ha già pesato sull'economia. Il PIL britannico ha subito una contrazione nel trimestre aprile-giugno, la prima dal 2012 e, secondo molti economisti, la crescita sarà negativa anche nel trimestre in corso, portando la Gran Bretagna ufficialmente in recessione. Secondo il governatore della Bank of England, Mark Carney, una Brexit disordinata porterebbe ora a un complessivo calo del PIL pari al 5,5%. La disoccupazione salirebbe al 7% (il doppio del tasso attuale) e l'inflazione salirebbe al 5,5%.

La BCE ha armi spuntate

Gli strumenti a disposizione dell'Europa per rilanciare una crescita troppo debole sono ovviamente quelli monetari e fiscali. Christine Lagarde (presidente designata dalla BCE) ha di recente invitato i paesi europei a spendere di più per sostenere lo sviluppo economico; un invito rivolto particolarmente ai paesi in surplus, in primis la Germania, che hanno ampi margini di manovra fiscale.

Per quanto riguarda la politica monetaria, dalla prossima riunione del Governing council i mercati si attendono un ulteriore allentamento. Tuttavia è opinione diffusa che una riduzione dei tassi non sia sufficiente per far salire l'inflazione verso il *target* del 2% e per rilanciare gli investimenti; è stata anche proposto da autorevoli economisti il ricorso a strumenti decisamente non convenzionali come la cosiddetta *helicopter money*: ovvero trasferimenti monetari mensili direttamente ai cittadini europei, da attuare fino a quando l'inflazione non avrà raggiunto il livello previsto. Una misura certamente radicale e non senza controindicazioni.

Negli Stati Uniti rallenta la manifattura

Ci eravamo chiesti a luglio se l'economia americana stesse rallentando. Gli ultimi dati sembrano dare maggiore sostanza a una risposta affermativa: in ogni caso, non si tratta di una brusca frenata ma di una progressiva e molto graduale decelerazione. Ha destato una certa apprensione sui mercati la lettura dell'indice PMI di agosto, che si porta al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività interrompendo una serie positiva di 35 mesi. I dati relativi al secondo trimestre mostrano come la crescita sia dovuta soprattutto al dinamismo dei consumi privati e all'aumento della spesa pubblica, mentre gli investimenti sono in flessione. Il favorevole andamento dei profitti delle imprese dovrebbe tuttavia agevolare una ripresa degli investimenti. La crescita dell'occupazione non pare per ora risentire del rallentamento della manifattura.

Previsioni economia mondiale *(crescita percentuale reale rispetto all'anno precedente)*

	2018	2019	2020		2018	2019	2020
Mondo	3,6	3,2	3,5	UK	1,4	1,3	1,4
Economie avanzate	2,2	1,9	1,7	Economie emergenti	4,5	4,1	4,7
USA	2,9	2,6	1,9	Russia	2,3	1,2	1,9
Giappone	0,8	0,9	0,4	Cina	6,6	6,2	6,0
Area Euro	1,9	1,3	1,6	India	6,8	7,0	7,2
Germania	1,4	0,7	1,7	Sudafrica	0,8	0,7	1,1
Francia	1,7	1,3	1,4	Brasile	1,1	0,8	2,4
Italia	0,9	0,1	0,8	Messico	2,0	0,9	1,9
Spagna	2,6	2,3	1,9	**Commercio mondiale**	**3,7**	**2,5**	**3,7**

Fonte: Fondo monetario internazionale, World economic outlook, luglio 2019

Economie emergenti

L'economia cinese inizia a risentire in modo più pesante degli effetti delle sanzioni sull'export. La produzione industriale rallenta e le autorità stanno pensando a interventi di sostegno più incisivi di quelli attuati nei mesi scorsi.
In Brasile, gli ultimi dati sono abbastanza incoraggianti, evidenziando una accelerazione della crescita e della produzione. La maggioranza degli analisti ritiene tuttavia probabile un rallentamento nella seconda parte dell'anno. Il settore agricolo e in particolare i produttori di soia (di cui il Brasile è secondo produttore mondiale dopo gli Stati Uniti) dovrebbe trarre beneficio dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, grande consumatore e importatore di soia.
In Russia, infine, la crescita ha accelerato nel secondo trimestre, ma i dati più recenti segnalano un rallentamento nei mesi estivi. Stenta a decollare il massiccio programma di investimenti pubblici in infrastrutture, che nelle ipotesi governative avrebbe dovuto dare forte impulso allo sviluppo già quest'anno: è invece probabile che gli effetti inizieranno a manifestarsi solo nel 2020 e anni successivi.

Stati Uniti

La crescita rimane robusta ma gli investimenti sono in calo

Nel secondo trimestre il PIL americano è cresciuto del 2,0% rispetto al trimestre precedente, in termini annualizzati; nel primo trimestre la crescita era stata del 3,1%. Il risultato del secondo trimestre è spiegato dalla positiva dinamica dei consumi delle famiglie, della spesa delle amministrazioni federali,

statali e locali; investimenti in macchinari e immobili, export e scorte hanno invece contribuito negativamente alla dinamica del PIL. La decelerazione della crescita è dovuta soprattutto all'inversione di rotta di investimenti in macchinari e export, soltanto in parte compensata dalla accelerazione di consumi e spesa pubblica.

Aumentano i profitti delle imprese

Sono stati resi noti anche i dati sull'andamento dei profitti delle imprese nel secondo trimestre. Il riscontro è decisamente favorevole. Sono infatti aumentati i profitti delle imprese finanziarie (+4,0 miliardi di dollari, a fronte dei +22,2 miliardi del primo trimestre), delle imprese non finanziarie (+43,5 miliardi, in netto progresso rispetto al calo di 108,2 miliardi registrato nei primi tre mesi) e soprattutto delle imprese estere (+58,3 miliardi). In complesso, i profitti delle imprese operanti nel paese sono aumentati di 105,8 miliardi, contro il calo di 78,7 miliardi del trimestre precedente.

Riprende a correre l'occupazione

Dopo due mesi di significativi incrementi occupazionali, anche ad agosto la rilevazione sulle forze di lavoro non delude, registrando la creazioni di 130.000 nuovi posti di lavoro. Il tasso di disoccupazione resta attestato al 3,7%. Negli ultimi 12 mesi sono stati creati 2,37 milioni di nuovi posti (197.000 al mese). Rimane sostenuta la crescita dei salari (+3,2% rispetto allo scorso anno). Ad agosto gli incrementi occupazionali più significativi si sono registrati nel pubblico impiego (+28.000 posti), servizi professionali (+37.000), sanità (+24.000 posti). Variazioni poco significative negli altri settori, incluso il manifatturiero.

L'uragano Barry frena la produzione industriale

Dopo due mesi positivi, a luglio l'indice della produzione industriale segna una contrazione (-0,2% rispetto al mese precedente), mentre la dinamica tendenziale si mantiene positiva (+0,5%). Il dato di luglio è influenzato dal consistente calo (-1,8%) del settore estrattivo a causa degli effetti dell'uragano Barry, che ha determinato una riduzione, temporanea ma marcata, dell'attività estrattiva nel golfo del Messico. Perde terreno anche il comparto manifatturiero (-0,4%), mentre le *utility* segnano un cospicuo aumento (+3,1%). Il tasso di utilizzo degli impianti è ancora in discesa (77,5%): 2,3 punti al di sotto della media di lungo periodo (1972–2018).

Indice ISM: una svolta dopo 35 mesi di espansione

La rilevazione di agosto l'indice manufacturing ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, segna una svolta nel ciclo espansivo in atto da 35 mesi. L'indice infatti scende al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività, evidenziando un netto peggioramento delle aspettative: calano i nuovi ordini e in particolare l'export. Ben 7 settori sui 18 rilevati segnalano una flessione: tra questi *automotive*, prodotti elettrici e elettronici, prodotti in metallo. Ancora positive, al contrario, le attese di settori importanti come macchinari, chimica, alimentari, prodotti petroliferi.
I mercati hanno reagito piuttosto nervosamente alla pubblicazione dei dati, interpretati come una prima avvisaglia di un più complessivo rallentamento della crescita americana.

Resta solida la crescita delle vendite al dettaglio

Dopo il buon incremento di giugno (+0,3% secondo il dato definitivo) a luglio le vendite al dettaglio segnano un aumento sensibilmente più marcato (+0,7%), mentre la crescita tendenziale è robusta (3,4%). Negli ultimi tre mesi la crescita è stata del 3,3%. Nei primi 7 mesi, variazioni particolarmente elevate si registrano per salute e cura personale (+4,4%), alimentari (+2,8%), auto e ricambi (+2,6%); in crescita anche la spesa per materiali da costruzione e attrezzature da giardino (+0,4%). In calo abbigliamento (-0,5%), mobili e arredamento (-0,5%) e soprattutto, elettronica e elettrodomestici (-4,4%) e articoli sportivi, *hobby*, musica e libri (-5,2%).

I mezzi di trasporto trainano la corsa degli ordini di beni durevoli

Dopo il robusto aumento di giugno (+1,8% rispetto al mese precedente) anche a luglio, per il secondo mese consecutivo, gli ordini di beni durevoli manufatti registrano un solido incremento (+2,1%). Il dato è spiegato per intero dal marcato aumento degli ordini di mezzi di trasporto (+7,0%); al netto di questa componente gli ordini sono invece in lieve calo (-0,4%). Al netto del comparto della difesa l'indice complessivo segna un aumento dell'1,4%. Gli ordini di beni capitali aumentano in misura rilevante sia nel comparto della difesa (+14,4%), sia negli altri comparti (+5,0%). Il comparto non-difesa rappresenta l'85% degli ordini totali di beni capitali.

La scarsità di immobili rallenta il mercato immobiliare

A luglio il mercato immobiliare riprende vigore dopo un mese deludente. Secondo la rilevazione condotta da NAR (National association of realtors), le vendite salgono a 5,42 milioni di unità (in termini annualizzati), un volume superiore del 2,5% a quello di giugno e dello 0,6% a quello dello scorso anno. Secondo NAR a frenare il mercato è la scarsità di immobili a prezzi adeguati nella fascia inferiore del mercato, quella che si rivolge appunto ai nuovi entranti sul mercato. Negli ultimi anni la rivalutazione dei valori degli immobili è infatti stata molto più consistente per questo segmento. Il prezzo mediano delle case è pari a 280.800 dollari, superiore del 4,3% rispetto allo scorso anno.
Lo *stock* di immobili in vendita scende a 1,89 milioni dai 1,92 milioni di giugno ed è inferiore a quello dello scorso anno (1,92 milioni); lo *stock* è pari a 4,32 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali (erano 4,3 mesi lo scorso anno). In

media le case restano sul mercato per 29 giorni (erano 27 nel 2018). Il 51% delle case viene venduto in meno di un mese.
Secondo Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a luglio il tasso medio sui mutui immobiliari a tasso fisso a 30 anni è pari al 3,77 %, in sensibile discesa rispetto al tasso medio 2018 (4,54%). La quota di vendite in sofferenza (*distressed sales*) è pari al 2,0% sul totale delle vendite, in calo di un punto rispetto allo scorso anno.
Secondo la rilevazione del Census bureau e del Department of housing and urban development, a luglio le vendite di abitazioni unifamiliari sono pari a 635.000 unità, in calo del 12,8% rispetto a giugno ma in aumento del 4,3% rispetto allo scorso anno. Il prezzo mediano è pari a 312.800 dollari, quello medio a 388.000 dollari. A fine luglio lo *stock* di case in vendita è di 337.000 unità, corrispondenti a un'offerta di 6,4 mesi agli attuali ritmi di vendita.

Segno positivo per gli indicatori dell'attività edilizia

A luglio i permessi di costruzione (*building permits*) fanno registrare un aumento dell'8,4% rispetto al mese precedente e dell'1,5% rispetto allo scorso anno. Il dato corrisponde a un volume annuo di 1,34 milioni di permessi. Gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing starts*), pari a 1,19 milioni in termini annualizzati, sono lievemente superiori a quelli del 2018 (+0,6%). Infine, a luglio sono state completate 1,25 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completions*): il 6,3% in più rispetto allo scorso anno.

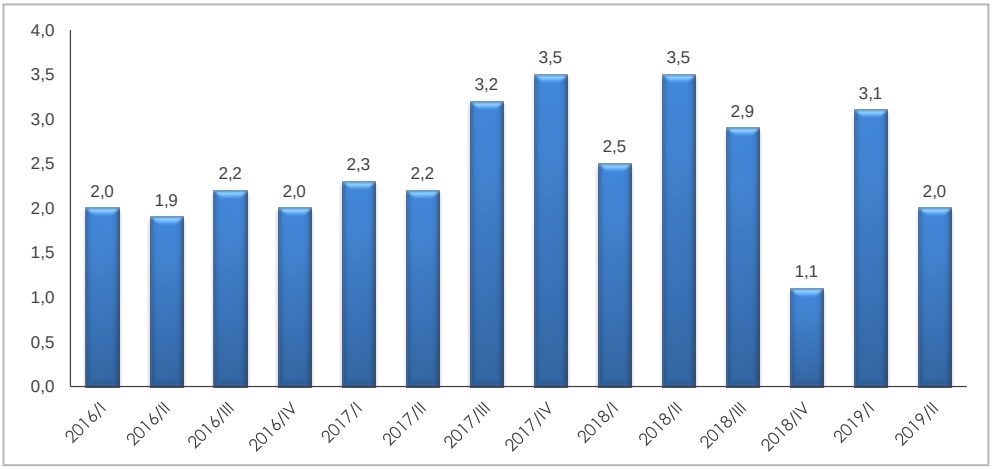
Stabile la spesa per costruzioni

A luglio la spesa per costruzioni segna una flessione sia rispetto al mese precedente (-0,1%), sia rispetto allo scorso anno (-2,7%). La riduzione deriva da una lieve caduta della componente privata e di un altrettanto modesto incremento della spesa pubblica. A luglio la spesa totale per costruzioni è stata pari a 1,29 miliardi di dollari, di cui oltre il 75% per edilizia privata e il restante 25% per opere pubbliche.

Debole il mercato *automotive*

Prosegue a luglio la fase di debolezza del mercato *automotive* americano. Nei primi sette mesi le vendite sono state pari a 16,93 milioni di unità (in termini annualizzati) in calo dell'1,4% rispetto allo scorso anno; nel solo mese di luglio il volume annualizzato di vendite è sceso a 16,82 milioni.
La riduzione dei tassi di interesse attuata a luglio dalla Federal reserve dovrebbe dare un po' di ossigeno anche al mercato *automotive*.

Crescita del PIL americano 2016-2019 – *variazioni sul trimestre precedente a tassi annualizzati)*



Fonte: US Bureau of labor statistics.

Europa

Rallenta la crescita europea

Secondo le stime preliminari, nel secondo trimestre il PIL dell'Area euro è cresciuto dello 0,2% rispetto al trimestre precedente. Un valore identico a quello dell'Unione Europea a 28 paesi. La crescita europea è la metà di quella registrata nel primo trimestre (+0,4%). La crescita tendenziale rallenta al +1,1% (+1,3% per la UE-28).

Indice PMI: si accentuano le divergenze settoriali e geografiche

La rilevazione di agosto dell'indice PMI (*purchasing managers' index*) composito elaborato da IHS Markit (che tiene conto del settore manifatturiero e

dei servizi) registra la prosecuzione della fase di crescita dell'attività economica: l'indice infatti rimane al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Tuttavia, permangono e anzi si accentuano le divergenze settoriali e geografiche. Il comparto manifatturiero è in netta recessione, mentre il comparto dei servizi continua a espandersi. Si discute quanto questa dicotomia possa durare. Anche a livello geografico vi sono sensibili divergenze: in Francia e Spagna l'attività accelera, stenta la Germania, peggiora l'Italia.

La Germania gela la produzione industriale europea

Dopo il positivo dato di maggio (+0,8%), la rilevazione di giugno riporta a un clima decisamente più gelido, segnando una caduta dell'1,6% rispetto al mese precedente, mentre ancor più pesante è il confronto con lo scorso anno (-2,6%). Nel trimestre aprile-giugno, la produzione è diminuita dello 0,6% rispetto ai tre mesi precedenti e dell'1,4% rispetto al 2018.

Anche se il mese di giugno è stato negativo per tutte le maggiori economie europee, il profilo del ciclo è molto diverso a livello nazionale.

La Germania è il caso più problematico. La produzione è in caduta libera da oltre un anno. Nell'ultimo trimestre è scesa del 2,0% rispetto al periodo precedente e del 5,2% rispetto al 2018.

In Francia il *trend* è più favorevole, anche se il dato di giugno è negativo. Nel trimestre aprile-giugno, la produzione è rimasta sostanzialmente stabile rispetto ai tre mesi precedenti, mentre è in crescita rispetto al 2018 (+1,4%).

In Gran Bretagna, dopo un buon inizio di anno, l'attività industriale è in rallentamento. Negli ultimi tre mesi l'indice è in flessione rispetto al periodo precedente (-1,4%); anche rispetto allo scorso anno si registra un calo (-0,6%).

In Spagna, unica eccezione tra le principali economie europee, la produzione è in crescita: nell'ultimo trimestre +0,8% rispetto ai tre mesi precedenti e + 1,1% rispetto al 2018.

In Italia, infine, i dati più recenti non sono incoraggianti. Prosegue la stagnazione o lieve flessione dei livelli produttivi: l'ultimo trimestre registra un calo dell'1,0% rispetto al 2018 e dello 0,7% rispetto al trimestre precedente. A giugno, la variazione mensile è del -0,2%, quella tendenziale del -1,0%.

Costruzioni: segnali di rallentamento

A giugno nell'Area euro l'indice delle costruzioni resta immutato rispetto a maggio, mentre la crescita tendenziale è pari all'1,0% (in termini destagionalizzati e a parità di giornate lavorative). Negli ultimi tre mesi la produzione risulta in calo rispetto al trimestre precedente (-0,9%), mentre la dinamica tendenziale resta positiva (+1,3%).

La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale.

In Germania il settore è in frenata dopo una prima parte dell'anno positiva. Il trimestre aprile-giugno fa segnare un calo dell'1,1 % rispetto al periodo precedente e dell'1,3% rispetto al 2018. In Francia negli ultimi due mesi sono emersi segnali un po' più favorevoli ma il confronto con il trimestre precedente rimane negativo (-1,4%). Sempre considerando l'ultimo trimestre, rispetto allo scorso anno la produzione è aumentata dell'1,7%.

Analoga tendenza riguarda la Gran Bretagna. È evidente il rallentamento degli ultimi tre mesi (-1,3%), anche se rimane positiva la crescita rispetto al 2018.

In Spagna, viceversa, vi sono segnali di ripresa dopo una fase più problematica. Nel trimestre aprile-giugno l'attività si è irrobustita (+1,4%).

In Italia l'ultimo dato disponibile è quello di maggio. Il valore dell'indice è praticamente immutato rispetto al mese di aprile, mentre la variazione tendenziale rimane elevata (+2,4%). Prendendo in considerazione l'andamento degli ultimi tre mesi, è evidente un rallentamento rispetto alla positiva crescita dei primi mesi dell'anno, tra marzo e maggio, infatti, si registra una variazione nulla rispetto al periodo precedente. Il confronto con il 2018 rimane comunque favorevole (+4,3%).

Vendite al dettaglio in crescita

Dopo il dato positivo di giugno (+1,2%), a luglio l'indice delle vendite al dettaglio segna una battuta d'arresto (-0,6% sul mese precedente, in termini destagionalizzati); resta tuttavia elevata la dinamica tendenziale (+2,2% a parità di giornate lavorative). Tutti i principali paesi fanno registrare variazioni tendenziali positive: Spagna (+3,1%), Gran Bretagna (+2,9%), Francia (+2,7%), Germania (+1,7%). Il confronto con il mese precedente è positivo solo per la Gran Bretagna (+0,4%), mentre per Francia e Spagna la variazione è nulla e per la Germania il dato è negativo (-2,2%). Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati comparabili.

Prosegue la flessione del mercato *automotive*

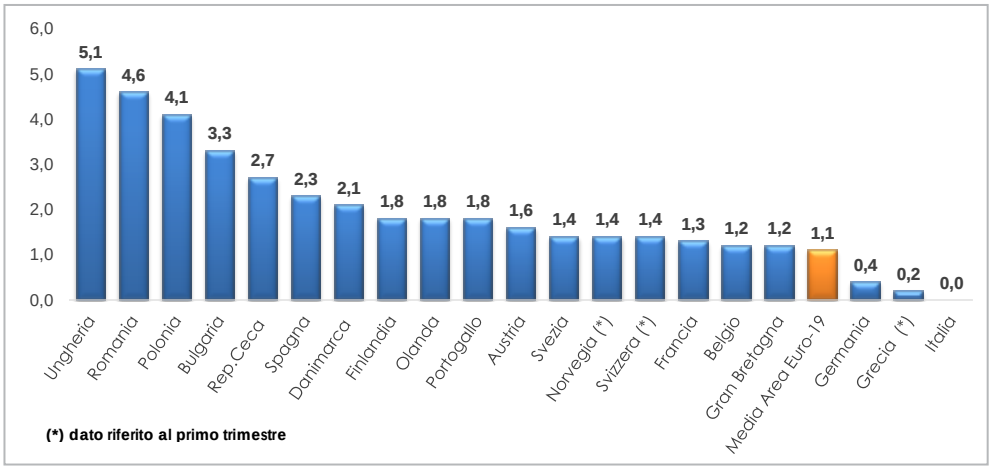
Come di consueto, in agosto non vengono pubblicati dati sulle vendite di autovetture in Europa; i dati si fermano dunque al mese di giugno. Dati negativi (-7,8% rispetto a giugno 2018), per effetto però soprattutto dei due giorni lavorativi in meno. Anche il *trend* dei primi sei mesi è ampiamente calante. Le vendite sono scese del 3,1% a livello europeo, con cali del 5,7% in Spagna, del 3,5% in Italia, del 3,4% in Gran Bretagna, dell'1,8% in Francia; soltanto la Germania fa segnare un lieve aumento (+0,5%).
Si aggrava la flessione delle vendite del gruppo FCA: -9,5% tra gennaio e giugno, con 531.272 autovetture vendute. *Performance* negativa per i marchi FIAT (-10,2%) e Alfa (-42,4%), positiva per Lancia/Chrysler (con volumi però molto modesti) e Jeep (+1,8%). Crollano le vendite di Maserati: -30,5%, con poco più di 500 vetture mensili vendute nei 28 paesi dell'Unione Europea.

A sorpresa migliora la fiducia delle imprese

In un quadro complessivo certamente problematico e con molti rischi, sorprendono un po' le indicazioni dei sondaggi di agosto sul clima di fiducia, condotti dalla Commissione europea. Il rafforzamento degli indicatori *eco-*

nomic sentiment (che rileva le attese di manifattura, servizi, commercio e consumatori) e *business climate* (che raccoglie i giudizi dei *manager* delle imprese) nasce infatti da un miglioramento, talvolta anche marcato, delle aspettative delle imprese, soprattutto manifatturiere. Viceversa, si indebolisce la fiducia dei consumatori. Occorrerà attendere la rilevazione di settembre per capire se si tratta di un miglioramento transitorio.

Crescita del PIL in Europa, II trim 2019 – *(variazione sul II trimestre 2018)*



Fonte: Eurostat

Paesi Emergenti

Brasile: si prospetta un secondo semestre più debole

I dati sulla crescita del PIL nel secondo trimestre hanno spiazzato molti analisti, che si attendevano una *performance* decisamente debole dopo una serie di indicatori negativi o comunque poco brillanti.

Al contrario, nel secondo trimestre l'economia brasiliana sembra avere ripreso velocità. Dopo la flessione registrata nel primo trimestre (-0,1% rispetto al periodo precedente), la crescita è ritornata positiva (+0,4%), trainata dalla forte accelerazione degli investimenti e dal miglioramento delle esportazioni. Un importante componente della crescita è la buona *performance* della produzione industriale. È vero che il dato di giugno (ultimo disponibile) è stato piuttosto deludente, evidenziando un deciso raffreddamento rispetto a maggio. Tuttavia, di ben altro tenore è la rilevazione di agosto dell'indice PMI (*purchasing managers' index*), il più importante indicatore anticipatore. L'indice segna un deciso rafforzamento dell'attività, grazie all'aumento delle vendite e all'allentamento delle pressioni sui costi di produzione. Migliora anche l'export; per la prima volta da aprile sono positive anche le prospettive occupazionali.

Un importante supporto alla crescita è venuto dalla politica monetaria accomodante. A questo proposito, le autorità monetarie hanno recentemente dichiarato che ulteriori tagli dei tassi saranno possibili nei prossimi mesi.

Guardando al futuro, la maggior parte degli analisti ritiene molto dubbio che la attuale velocità di crescita possa essere sostenuta nei prossimi mesi, e si attende una seconda parte dell'anno più debole.

Sul piano politico, le ultime settimane sono state dominate dalle polemiche sulla deforestazione dell'Amazzonia, dopo il duro scontro durante il G7 di fine agosto tra Macron e Bolsonaro. Il presidente francese, nel proporre cospicui

aiuti internazionali per aiutare il Brasile nella lotta ai roghi (di origine dolosa) ha accusato Bolsonaro di essere un bugiardo. A supporto del presidente Bolsonaro è poi intervenuto Trump; sul fronte opposto lo stesso Pontefice ha invitato i grandi della Terra a tutelare il nostro patrimonio ambientale. Alcuni tra i maggiori fondi di investimento norvegesi (tra i maggiori al mondo) hanno dichiarato che non investiranno in imprese o paesi che contribuiscano alla deforestazione.

Cina: la guerra commerciale inizia a far male

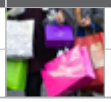
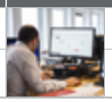
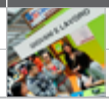
Sono sempre più evidenti i segnali di rallentamento dell'economia cinese.
Nel secondo trimestre la crescita è scesa al livello più basso degli ultimi 27 anni, e si prevede che il raffreddamento si accentuerà nel terzo trimestre sotto la pressione della guerra commerciale con gli Stati Uniti. Nei primi sette mesi gli investimenti sono in marcato rallentamento; a luglio si raffreddano le vendite al dettaglio. Rallenta anche la crescita della produzione industriale; dal 6,3% tendenziale di giugno al 4,8%.
In agosto, l'indice *manufacturing purchasing managers'* (PMI) rilevato dall'Ufficio nazionale di statistica e dalla China federation of logistics and purchasing (CFLP) resta attestato poco al di sotto della soglia tra espansione e contrazione, per il quarto mese consecutivo. Determinante la debolezza dell'export, con l'indice in territorio recessivo per il 15° mese di fila.
Indicazioni appena più incoraggianti vengono dalla rilevazione di agosto dell'indice Caixin *general manufacturing*, rilevato da IHS-Markit su un campione con caratteristiche diverse dall'indice ufficiale. In questo caso, l'indicatore migliora lievemente rispetto a luglio, ritornando sopra la soglia espansione/contrazione. Tuttavia anche in questo caso i giudizi delle imprese non lasciano ben sperare per i prossimi mesi.
Un settore particolarmente in difficoltà è quello dell'auto. Nel 2018 sul più grande mercato *automotive* del mondo sono state vendute 28 milioni di autovetture. Il 2019 però non è iniziato bene: tra gennaio e luglio le vendite sono scese dell'11%, e secondo gli analisti l'anno potrebbe chiudersi con una flessione a due cifre. Una capacità produttiva stimata in 60 milioni di auto è ben al di sotto di quella necessaria per assicurare la profittabilità degli impianti (80% circa).

Agosto ha visto una drammatica *escalation* delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti. Dal 1à settembre sono entrate in vigore nuove tariffe del 15% su un valore di 110 miliardi di merci cinesi, inclusi prodotti elettronici e abbigliamento (in tutto oltre 3.200 prodotti); tariffe su ulteriori 550 prodotti (inclusi gli *smartphone*) sono stati rinviati al 15 dicembre. La Cina ha risposto con tariffe del 5-10% su 75 miliardi di merci made in US; la prima tranche include oltre 1700 prodotti, tra i quali petrolio e soia. La seconda *tranche* di oltre 3.300 prodotti (incluse le autovetture) verrà implementata il 15 dicembre. Nei giorni successivi, inoltre le autorità monetarie cinesi hanno assecondato la svalutazione dello yuan.
A oggi quasi la totalità dei flussi commerciali tra i due paesi è gravato da tariffe. La tariffa media gravante sui prodotti cinesi è del 21%, a fronte del 3% prima della guerra commerciale; un valore che non si era più toccato dagli anni '30. Attualmente, secondo il WTO, solo Sudan e Bahamas hanno tariffe sulle importazioni superiori al 20%. Di analogo spessore le ritorsioni cinesi. Le importazioni di prodotti dagli Stati Uniti sono infatti gravate da una tariffa media di quasi il 22%.
Sono sempre più evidenti i danni che l'*escalation* delle tensioni tra le due maggiori potenze economiche mondiali stanno facendo non solo sui due paesi direttamente coinvolti, ma anche su quelli, in Asia come in Europa o in Centro America, che fanno parte delle catene di fornitura. D'altra parte, qualcuno ci guadagna: il Brasile, ad esempio, ha rapidamente sostituito gli Stati Uniti quale principale fornitore di soia della Cina.

Russia: bene il secondo trimestre, produzione in affanno

Nel secondo trimestre l'economia russa ha accelerato, in linea con le previsioni di consenso e le attese della Banca centrale. La crescita è salita allo 0,9% (tendenziale), dal +0,5% del primo trimestre. Per quanto non siano ancora disponibili dati disaggregati sulle diverse componenti della crescita, la maggiore crescita viene spiegata dalla accelerazione della produzione industriale e dal lento rafforzamento della domanda di consumo. In effetti, la rivalutazione del rublo, la minore inflazione e la riduzione della disoccupazione dovrebbero avere stimolato la spesa delle famiglie, unitamente al miglioramento del clima di fiducia.
Indicazioni meno positive vengono dal dato di luglio sulla produzione industriale e soprattutto dalla rilevazione di agosto dell'indice anticipatore PMI. A luglio, la produzione industriale è cresciuta a un tasso tendenziale del 2,8%, in rallentamento dal +3,3% di giugno. La variazione mensile è negativa, mentre la crescita media annua scende al 2,6%. La decelerazione è spiegata soprattutto dalla debolezza del settore manifatturiero, mentre si rafforza la produzione del comparto minerario ed estrattivo.
L'indice PMI (*purchasing managers' index*) di agosto segnala un indebolimento delle condizioni operative del comparto manifatturiero. In particolare, si riducono i nuovi ordini, soprattutto per effetto di un marcato calo degli ordinativi dall'estero, il più elevato da settembre 2016. Le imprese registrano un calo della manodopera occupata. Tuttavia, sono ottimistici i giudizi sulle prospettive per i prossimi mesi.
Le previsioni di consenso stimano per il 2019 una crescita del PIL nell'ordine dell'1,2%, inferiore a quella prevista lo scorso mese. Nel 2020 la crescita dovrebbe salire all'1,8%.

ECONOMIA ITALIANA

PIL trimestrale	Produzione industriale	Costruzioni	Vendite al dettaglio	Nuove vetture
0,1% trim II/I 2019	-0,7% luglio 2019/2018	+2,0% maggio 2019/2018	+2,6% luglio 2019/2018	-3,1% agosto 2019/2018
Finanziam. alle imprese	**Fiducia consumatori**	**Fiducia imprese**	**Tasso disoccupazione**	**Tasso disocc. giovanile**
-6,4% giugno 2019/2018	 giugno 2019	giugno 2019	 9,9% luglio 2019	 28,9% luglio 2019

- Intesa di governo tra cinquestelle e democratici
- La prima sfida sarà la legge finanziaria 2020.
- Gentiloni commissario europeo per gli affari economici.

In breve...

L'Italia ha un nuovo governo di coalizione, questa volta tra Movimento cinquestelle e Partito democratico. Il tentativo opportunistico di Matteo Salvini di andare alle elezioni anticipate rompendo l'alleanza con i cinquestelle è fallito. È una buona notizia per l'Italia e per l'Unione Europea, entrambe danneggiate dal cinico antagonismo del leader leghista.

Il nuovo governo comprende esponenti democratici con una solida esperienza di lavoro sui dossier dell'Europa e, con l'ulteriore tassello della nomina dell'ex-premier Paolo Gentiloni a commissario europeo per gli affari economici (in sostituzione di Pierre Moscovici), i rapporti con la UE potranno ritornare a una relativa serenità.

Intanto l'economia italiana è ferma: l'industria è in affanno, i servizi solo in lieve recupero; gli investimenti sono in calo, migliora di poco lo scenario per i consumi. Gli ultimi dati registrano in calo la fiducia di consumatori e imprese. I tassi sovrani sono scesi ai minimi storici, ma lo spread resta ampio.

Se le discontinuità realizzate saranno davvero efficaci e gradite ai veri destinatari, cioè i cittadini-elettori, dipenderà largamente dal programma dell'esecutivo, di cui per il momento si conoscono solo generiche linee programmatiche sostanziate in una lista di 26 punti che dovranno diventare rapidamente idee concrete. La sorte del Conte-bis dipenderà molto da quel che accadrà nei primi cento giorni e nelle elezioni in tre regioni, due delle quali storicamente di sinistra: Umbria, Emilia Romagna, Calabria. E poiché siamo all'inizio di settembre, il primo atto rilevante sarà la legge finanziaria per il 2020.

PIL in calo rispetto a un anno fa

La stima completa dei conti economici trimestrali conferma che nel secondo trimestre il PIL ha segnato una variazione congiunturale nulla, con una prosecuzione della fase di sostanziale ristagno dell'attività economica iniziata nel secondo trimestre 2018.

Nel secondo trimestre del 2019 il prodotto interno lordo, corretto per gli effetti di calendario e destagionalizzato, è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente ed è diminuito dello 0,1% nei confronti del secondo trimestre

del 2018. La variazione congiunturale del PIL diffusa in occasione della stima preliminare del 31 luglio 2019 era risultata anch'essa pari a zero; in quell'occasione la variazione tendenziale risultava nulla.
Il secondo trimestre del 2019 ha avuto una giornata lavorativa in più sia rispetto al trimestre precedente sia rispetto al secondo trimestre del 2018. La variazione acquisita per il 2019 è pari a zero.

Secondo calo consecutivo per la produzione industriale

A luglio si rileva, per il secondo mese consecutivo, una flessione congiunturale della produzione industriale. Ad eccezione dell'energia, tutti i principali settori di attività mostrano riduzioni, con un calo particolarmente marcato per i beni strumentali. In termini tendenziali, nel mese di luglio, l'indice corretto per gli effetti di calendario risulta in flessione per il quinto mese consecutivo. La riduzione è più ampia per i beni strumentali e i beni intermedi, mentre si osserva una crescita per i beni di consumo e, soprattutto, per l'energia.

Aumenta solo la produzione di energia

A luglio 2019 si stima che l'indice destagionalizzato della produzione industriale diminuisca dello 0,7% rispetto a giugno. Nella media del trimestre maggio-luglio il livello destagionalizzato della produzione registra una flessione dello 0,3% rispetto ai tre mesi precedenti.
L'indice destagionalizzato mensile mostra un aumento congiunturale solo per l'energia (+1,3%); diminuzioni si registrano, invece, per i beni strumentali (-1,6%) e, in misura più lieve, per i beni di consumo (-0,3%) e per i beni intermedi (-0,2%).

Crollano i beni strumentali

Corretto per gli effetti di calendario, a luglio 2019 l'indice complessivo è diminuito in termini tendenziali dello 0,7% (i giorni lavorativi sono stati 23, contro i 22 di luglio 2018). Gli indici corretti per gli effetti di calendario registrano a luglio 2019 un aumento tendenziale accentuato per l'energia (+5,8%) e più contenuto per i beni di consumo (+0,9%); diminuiscono in modo marcato i beni strumentali (-3,0%) mentre più moderata è la diminuzione dei beni intermedi (-2,0%).

Tra i settori di attività economica che registrano variazioni tendenziali positive si segnalano le altre industrie manifatturiere, la fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (+6,4% per entrambi i settori), la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+5,1%). Le flessioni più ampie si registrano nella fabbricazione di macchinari, attrezzature n.c.a. (-6,9%), nelle industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori (-6,1%), e negli articoli in gomma, materie plastiche, minerali non metalliferi (-3,0%).

Rallentamento generale per le costruzioni

Il calo registrato a maggio per l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni, sebbene assai più lieve di quello rilevato ad aprile, sembra confermare il rallentamento congiunturale in atto da tre mesi. Si mantiene, tuttavia, marginalmente positiva la variazione congiunturale dell'indice trimestrale riferita al periodo marzo-maggio. Restano positivi anche i confronti su base tendenziale, sebbene in rallentamento rispetto ai mesi precedenti, sia per l'indice grezzo che per quello corretto per gli effetti di calendario. La crescita tendenziale cumulata nei primi cinque mesi dell'anno rimane consistente, con variazioni superiori al 4%, sia per i dati al netto che per quelli al lordo delle differenze nei giorni lavorativi.

Negativo solo il dato congiunturale

In dettaglio, a maggio 2019, rispetto al mese precedente, si registra una lieve flessione (-0,1%) per l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni. Nella media del trimestre marzo-maggio 2019, la produzione nelle costruzioni aumenta dello 0,1% rispetto al trimestre precedente. Su base annua, l'indice corretto per gli effetti di calendario (i giorni lavorativi sono stati 22, come a maggio 2018) cresce del 2,0%. L'indice grezzo della produzione nelle costruzioni registra lo stesso aumento (+2,0%) rispetto a maggio 2018.

Calendario e crisi di governo affossano il mercato auto

Ad agosto il mercato italiano dell'auto totalizza 88.939 immatricolazioni, in calo del 3,1% rispetto allo stesso mese del 2018. I volumi immatricolati nei primi otto mesi del 2019 ammontano, così, a 1.325.162 unità, il 3% in meno rispetto ai volumi dello stesso periodo del 2018.

Calo estivo per le vendite al dettaglio, dopo l'aumento di giugno

La contenuta flessione congiunturale registrata in luglio 2019 del commercio al dettaglio (-0,5%), segue il più ampio incremento registrato a giugno. La crescita tendenziale del valore delle vendite (2,6%) è in accelerazione rispetto a quella registrata nel mese precedente e risulta diffusa a tutte le classi dimensionali d'impresa. Nel trimestre maggio-luglio 2019, rispetto al trimestre precedente, le vendite al dettaglio aumentano dello 0,5% sia in valore sia in volume.

Le grandi imprese vendono di più

Peraltro, la crescita è più intensa per le imprese di maggiore dimensione (con almeno 50 addetti), che mostrano un incremento del 4,3%. Un aumento più contenuto caratterizza, invece, sia le imprese fino a 5 addetti (+0,9%), sia quelle da 6 a 49 addetti (+1,0%). Se consideriamo la dinamica tendenziale del valore delle vendite da inizio anno, la crescita interessa solo le grandi imprese (+2,2%), che includono anche le principali piattaforme digitali, mentre per le altre si registrano flessioni di diversa intensità (-1,2% per le imprese fino a 5 addetti e -0,1% per quelle da 6 a 49 addetti).

Prestiti alle imprese ancora in calo

A giugno 2019 i finanziamenti alle imprese sono scesi dell'1,2% rispetto al mese di maggio e del 6,4% rispetto a giugno 2018. Le sofferenze sono diminuite del 3,0% su base mensile e del 33,5% su base annuale.

Fiducia delle imprese: si conferma un quadro di incertezza

Dopo l'incremento registrato a luglio, il clima di fiducia delle imprese registra una nuova flessione. I livelli degli indici di fiducia destagionalizzati tornano in linea con quelli medi rilevati da inizio anno. Si conferma un quadro di elevata incertezza; in particolare, i livelli di fiducia nella manifattura e nei servizi di mercato sono i più bassi da inizio anno.

La fiducia sale nel commercio, scende in tutti gli altri comparti

L'indice di fiducia diminuisce in tutti i comparti con l'unica eccezione rappresentata dal commercio al dettaglio dove rimane sostanzialmente stabile. In particolare, il settore delle costruzioni e quello dei servizi subiscono il calo più marcato, mentre il deterioramento è più contenuto nella manifattura. Per quanto riguarda le componenti dei climi di fiducia delle imprese, nell'industria manifatturiera si rileva un peggioramento delle attese di produzione e dei giudizi sulle scorte; invece, i giudizi sugli ordini sono in lieve miglioramento. Nelle costruzioni la dinamica negativa dell'indice è essenzialmente dovuta al marcato peggioramento dei giudizi sugli ordini; le attese sull'occupazione rimangono sostanzialmente stabili. Nel comparto dei servizi si segnala il deterioramento di tutte le variabili che compongono l'indice di fiducia. Nel commercio al dettaglio il recupero dei giudizi sulle vendite e sulle scorte si unisce ad un deciso calo delle attese sulle vendite future. Si evidenzia che tali dinamiche sono diffuse solo alla grande distribuzione, dove l'indice di fiducia registra un aumento, mentre decisamente peggiore risulta il quadro relativo alla distribuzione tradizionale.

In calo anche l'indice del clima di fiducia dei consumatori

L'indice di fiducia torna a diminuire, mantenendosi leggermente al di sopra del livello registrato a maggio 2019. La flessione è generalizzata ma presenta intensità diverse tra le sue componenti: la componente economica e quella futura registrano le flessioni più marcate, mentre si rileva un calo più contenuto per il clima personale e per quello corrente.

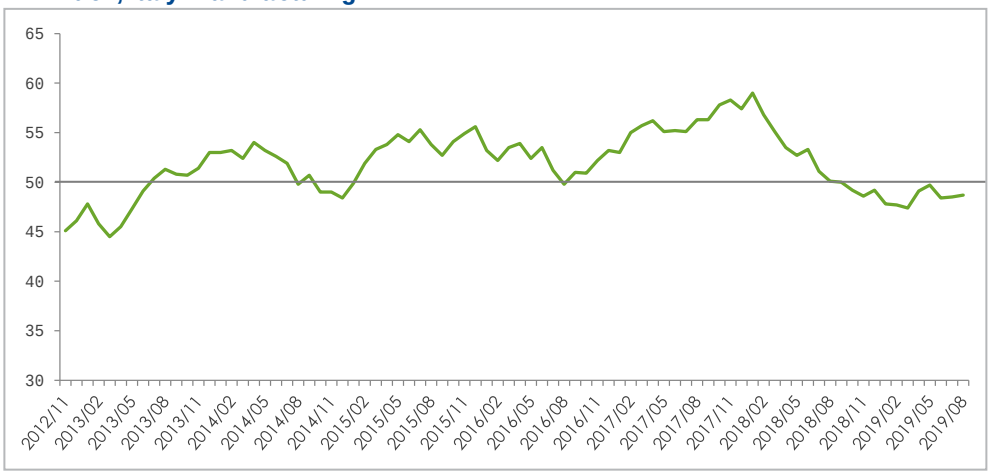
Ancora in calo l'indice PMI

A luglio ulteriore peggioramento delle condizioni operative del settore manifatturiero italiano, con produzione e nuovi ordini in contrazione. L'indice PMI Markit (*purchasing managers' index*) redatto da IHS Markit, per il settore manifatturiero italiano, che illustra in modo sintetico la dinamica dello stato di salute del settore, ha registrato ad agosto 48,7, segnalando quindi il peggioramento più lieve delle condizioni operative in tre mesi.

L'occupazione smette di crescere

Dopo cinque mesi consecutivi di crescita, a luglio l'occupazione è in lieve calo nel confronto mensile. In particolare, diminuiscono, dopo quattro mesi di crescita, i lavoratori dipendenti sia permanenti sia a termine, mentre aumentano gli indipendenti. Nell'ultimo mese si stima un aumento dei disoccupati e una flessione degli inattivi. Nel confronto trimestrale e tendenziale permangono la crescita dell'occupazione e il calo della disoccupazione già osservati nei mesi precedenti.

PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

In calo i dipendenti, mentre crescono gli indipendenti

Più in dettaglio, dopo la crescita registrata nei primi mesi dell'anno, a luglio 2019 la stima degli occupati risulta in lieve calo rispetto al mese precedente; il tasso di occupazione passa al 59,1% (-0,1 punti percentuali). L'occupazione risulta in leggera flessione per entrambe le componenti di genere: cala tra i 35-49enni (-45.000) mentre aumenta nelle altre classi d'età. Dopo quattro mesi di crescita, si registra una diminuzione dei dipendenti, sia permanenti sia a termine (-46.000 nel complesso) tornano invece a crescere gli indipendenti (+29.000) dopo il calo registrato a giugno.

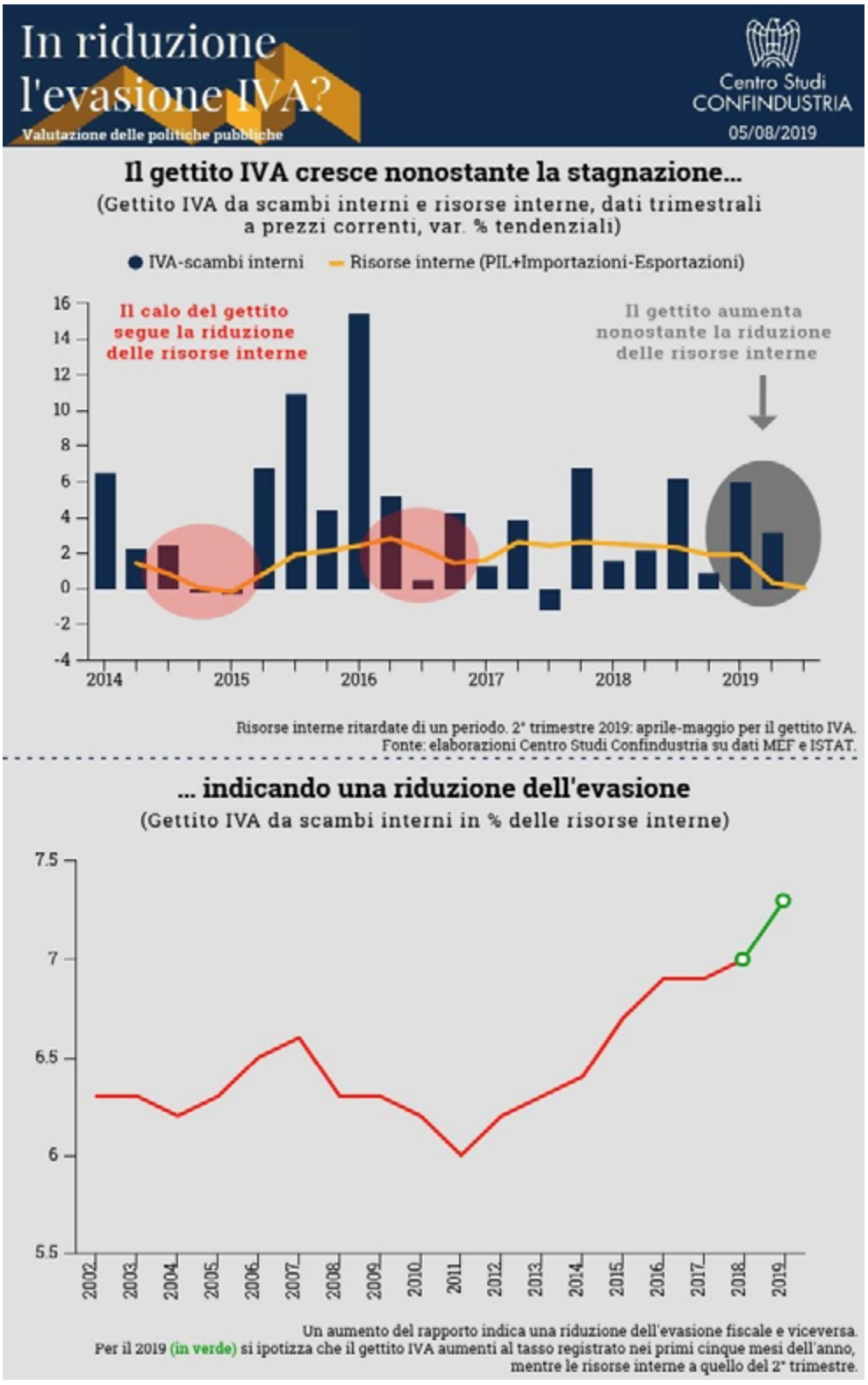
La disoccupazione torna a salire

Le persone in cerca di occupazione sono in aumento (+1,1%, pari a +28.000 unità nell'ultimo mese). La crescita riguarda entrambe le componenti di genere ed è distribuita in tutte le classi d'età ad eccezione dei 25-34enni. Il tasso di disoccupazione sale al 9,9% (+0,1 punti percentuali).

La stima complessiva degli inattivi tra i 15 e i 64 anni a luglio è in calo (-0,2%, pari a -28.000 unità) per entrambe le componenti di genere. Il tasso di inattività è invariato al 34,2%.

Nel trimestre maggio-luglio 2019 l'occupazione è in crescita consistente rispetto ai tre mesi precedenti (+0,4%, pari a +101.000 unità), di maggiore intensità per gli uomini. Nello stesso periodo aumentano sia i dipendenti permanenti (+0,6%, +84.000) sia quelli a termine (+0,6%, +18.000), mentre risultano invariati gli indipendenti; per età si registrano segnali positivi tra i 15-24enni e gli ultracinquantenni, negativi tra i 35-49enni e di sostanziale stabilità tra i 25-34enni.

All'aumento degli occupati si associa, nel trimestre, il calo delle persone in cerca di occupazione (-3,4%, pari a -91.000) e degli inattivi tra i 15 e i 64 anni (-0,2%, -24.000).



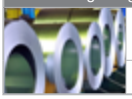
Il gettito IVA da scambi interni traina l'aumento delle entrate nei primi cinque mesi del 2019: 44 miliardi di euro incassati dallo Stato, circa 2 miliardi in più rispetto allo stesso periodo del 2018 (+4,6 per cento).

Si tratta di un'anomalia se il gettito IVA da scambi interni lo si legge rispetto alla dinamica delle risorse interne (somma tra PIL e importazioni nette) che meglio approssimano la base imponibile IVA. Il rapporto tra i due descrive in modo abbastanza preciso l'andamento dell'evasione IVA: un maggior gettito in corrispondenza di una frenata della base imponibile sta a indicare un recupero di evasione.

L'aumento registrato potrebbe essere imputato all'estensione ai privati dell'obbligao di fatturazione elettronica e, se confermato, a fine 2019 si avrebbe un extra-gettito pari a 5,4 miliardi di euro. Ulteriori misure a favore dell'uso della moneta elettronica potrebbero rafforzare tali risultati.

Fonte: elaborazioni centro studi Confindustria su dati MEF e Istat.

MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
ago/lug 2019	ago/lug 2019	ago/lug 2019	ago/lug 2019
 +16,3%	-6,2%	-3,1%	–22,6%
$/Mt	$/Bbl	$/Mt	$/Dmtu

RAME	GOMMA NATURALE TSR20	CACAO	ZUCCHERO
ago/lug 2019	ago/lug 2019	ago/lug 2019	ago/lug 2019
-3,9%	-7,2%	-9,2%	-4,0%
$/Mt	$/Mt	$/Kg	$/Kg

- Sale nuovamente la tensione tra USA e Cina, calano i prezzi delle *commodity* industriali.
- Preoccupa la debolezza dei consumi globali.
- Torna a salire il prezzo dell'oro, bene rifugio per eccellenza.

The Economist commodity - price Index

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
Dollar Index			**Sterling Index**		
All Items	-1,6%	-5,3%	All Items	-1,0%	0,5%
Food	-2,8%	-1,5%	**Euro Index**		
Industrials			All Items	0,4%	-0,2%
All	-0,2%	-9,4%	**Gold**		
Non food agriculturals	-1,6%	-18,5%	$ per oz	5,1%	29,9%
Metals	0,3%	-5,6%	**West Texas Intermediate**		
			$ per barrel	0,6%	-22,8%

Fonte: The Economist, 27 agosto - 3 settembre 2019.

Preoccupazioni sui mercati delle materie prime

Prosegue l'andamento declinante sui mercati internazionali di *commodity*, complici le tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti, inaspritesi nuovamente in agosto, la debolezza dei consumi globali e l'accresciuta percezione dei rischi recessivi. Il calo interessa indistintamente petrolio, acciai e metalli non ferrosi. Unica eccezione è costituita dall'oro, che riacquista la sua importanza come bene rifugio e registra un rialzo.

Crolla il minerale di ferro

A livello di singole materie prime i ribassi più consistenti si sono registrati, tra le altre, per minerale di ferro (-22,6%), cacao (-9,2%), orzo (-8,9%), petrolio (-6,2%), zinco (-7,1%) e zucchero (-4,0%). Relativamente stabili i prezzi di cellulosa, soia, arachidi. I maggiori apprezzamenti hanno interessato, tra le altre, nickel (+16,3%), olio di palma (+11,6% la varietà kernel), argento (+9,1%), oro (+6,2%), piombo (+3,5%).

Prosegue il percorso di rientro dei corsi siderurgici

Graduale ritorno alla normalità per i prezzi dei minerali di ferro, dopo gli aumenti dovuti al disastro minerario in Brasile a inizio anno. Il declino dei costi di

produzione (oltre ai minerali che hanno perso il 20% in euro, anche i rottami di ferro hanno registrato un calo, sebbene meno intenso) si è innestato un contesto di debolezza della domanda siderurgica europea, tedesca in primis. Ciò ha originato un ripiegamento dei prezzi degli acciai che non ha lasciato indenni i *benchmark* di riferimento per il mercato italiano.

Acciai verso una maggiore stabilità

In calo i laminati a caldo, che perdono il 3% circa rispetto al mese di luglio, e i laminati a freddo (-2,7%), mentre i prodotti lunghi, complice la fase stagionale di picco dell'attività edilizia, hanno contenuto allo 0,7% le perdite su base mensile. Tenendo conto che tutte le principali manifatture europee stanno subendo una frenata della crescita, è verosimile l'ipotesi di una maggiore stabilità dei prezzi nella seconda metà del 2019, grazie al progressivo aggiustamento della capacità produttiva.

I non ferrosi perdono terreno

Ancora deprezzamenti per i non ferrosi, a riflesso della debolezza del ciclo manifatturiero in Cina (+4,8% la produzione industriale in luglio, ai minimi dal 2002) e dei rinnovati timori circa l'impatto della guerra dei dazi sulla domanda del primo consumatore mondiale di questi metalli. I maggiori ribassi hanno interessato i listini di stagno (-7,5%) e zinco (-7,0%); leggermente più contenuti i cali registrati da rame e alluminio (rispettivamente -4,5% e -4,0% rispetto a luglio).

Vola il nickel

Gli unici rialzi del comparto hanno caratterizzato il piombo (+3,6%) e, soprattutto, il nickel. Infatti, la possibilità che il governo indonesiano possa anticipare l'entrata in vigore del bando all'export di minerale di nickel (attualmente fissata per il 2022) ha infatti portato i *buyer* ad accelerare gli acquisti sul mercato. Di conseguenza il livello di scorte nei magazzini del LME si è ridotto e il nickel viene ora scambiato ad un prezzo circa doppio rispetto ai minimi di inizio anno e del 15% circa superiore rispetto a luglio.

Brusco calo per il prezzo del petrolio

I timori legati all'inasprimento delle tensioni tra Cina e Stati Uniti e, più in generale, la possibilità di una frenata più intensa delle attese delle principali economie mondiali hanno condizionato in negativo gli scambi sui mercati petroliferi per tutta la prima metà di agosto. Anche i *rumor* emersi a fine mese, circa un possibile riavvicinamento tra Iran e USA (culminato con il rilascio della petroliera iraniana sequestrata in giugno a Gibilterra), hanno offerto un contributo nell'allentare la tensione sui prezzi. Dopo il consistente ripiegamento osservato nella prima settimana del mese, questi ultimi hanno fluttuato sotto i 60 US$/barile, con un arretramento di 7 punti percentuali rispetto a luglio. Il Brent al momento viene scambiato su livelli non distanti dai minimi di inizio anno. Alla luce delle prospettive di crescita, tutt'altro che brillanti, della domanda petrolifera globale, un accordo tra USA e Cina volto a contenere l'*escalation* della guerra tariffaria appare l'unico elemento in grado di restituire vitalità ai mercati petroliferi nel breve termine.

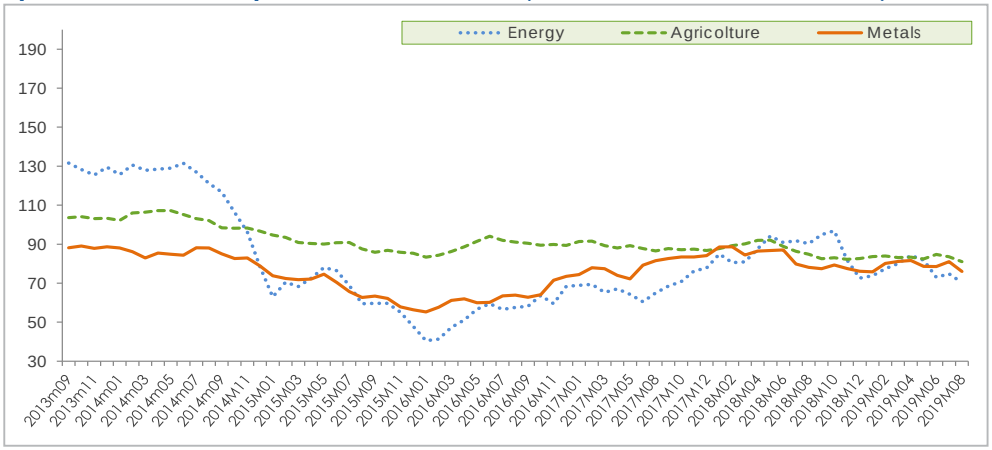
In calo anche i prodotti raffinati

Il declino delle quotazioni petrolifere si è trasferito in misura amplificata sui prezzi di nafta, benzina e soprattutto olio combustibile, contribuendo ad assorbire larga parte del differenziale che si era creato nel mese precedente (quando questi prodotti si erano apprezzati in maniera più intensa rispetto al Brent). All'opposto, diesel e cherosene jet hanno registrato ripiegamenti di entità relativamente più contenuta rispetto all'*input* di produzione.

Ulteriori deprezzamenti per le plastiche

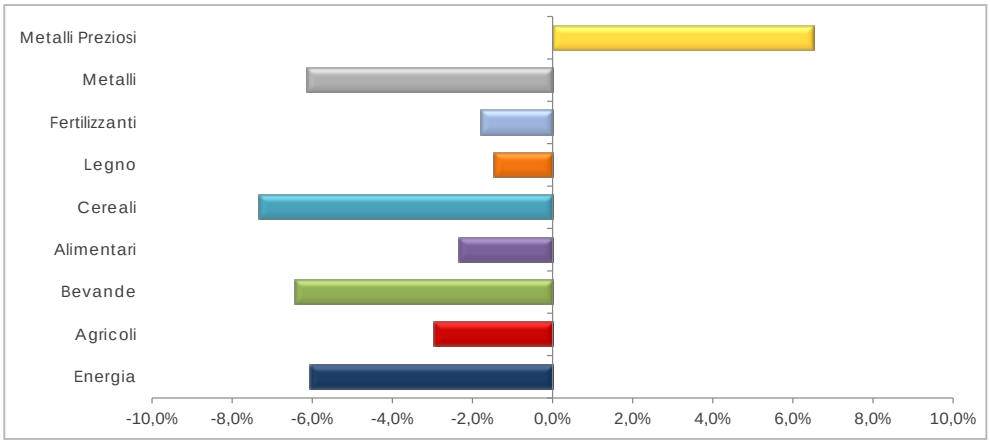
Il declino dei corsi della nafta (-10% in euro) ha impattato sulle quotazioni degli *input* intermedi della filiera chimica e, a cascata, sulle quotazioni del polietilene che, dopo i rincari di luglio, è stimato chiudere agosto con flessioni comprese tra l'1,5% circa della varietà a bassa densità (LDPE) e il 2,1% di quella ad alta densità. Tendenze simili per il polipropilene, anch'esso trascinato verso il basso dal ripiegamento dei costi energetici: -2% circa rispetto a luglio. Relativamente più intensi, invece, gli arretramenti messi in luce dai corsi del PVC (-3% circa) e, soprattutto, dal PET (-4,5% in euro, sempre su base mensile). Non è escluso che, nel breve periodo, l'avvio del secondo ciclo annuale di manutenzione degli impianti (settembre/ottobre) e le persistenti criticità logistiche in Germania (bassi livelli del Reno) possano offrire un sostegno ai prezzi delle plastiche.

I prezzi delle materie prime, *trend* 2013-2019 *(valori nominali, US $, 2010=100)*



Fonte: elaborazione dati World bank.

Variaz. % dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente
(ago/lug 2019) (prezzi correnti, valori in $)



Fonte: World bank.

Pressioni al ribasso sul mercato della gomma

I prezzi di elastomeri e caucciù, in agosto, sono stati influenzati dalla debolezza nella domanda di *input* destinati al settore automotive. Le quotazioni *spot* di elastomeri, infatti, hanno chiuso agosto con un calo del 2% circa, nonostante l'andamento sostanzialmente stabile dei principali *input* di produzione (butadiene e stirene). Pressioni più intense hanno interessato la gomma naturale, che ha risentito in misura amplificata del calo dei consumi sui mercati asiatici, chiudendo agosto con un calo del 7% circa, in euro, rispetto a luglio.

Prezzi volatili per il legname

I segati di conifera di origine svedese (*benchmark*) hanno mantenuto un profilo volatile anche in agosto, guadagnando oltre il 10% rispetto a luglio e chiudendo il mese vicino ai 320 €/mc. Si tratta di livelli che, pur non distanti da quelli osservati all'inizio del secondo trimestre, risultano ancora del 15% più contenuti rispetto a quanto rilevato a inizio 2019.

Cellulosa ancora in calo

Sulla falsariga di quanto osservato nei mesi passati e nonostante le tensioni dal lato dei costi di produzione (legname), le quotazioni della cellulosa hanno invece continuato a cedere terreno anche in agosto, scendendo ai minimi da quasi un biennio. Il mese si è chiuso con ripiegamenti di entità compresa tra il 4 e il 5%, a seconda della qualità monitorata. Non molto da segnalare per quanto riguarda le quotazioni della carta da macero che, complice l'azzeramento dell'export UE verso il mercato cinese, continua a passare di mano ai minimi storici.

Ribassi anche sui mercati legati alla moda

Anche i principali prodotti utilizzati dall'industria della moda ha risentito del peggioramento del clima fiducia sui mercati internazionali, nei mesi estivi. I ribassi più intensi hanno interessato il mercato della lana che, in euro, ha ceduto oltre il 10% del suo valore rispetto a luglio, chiudendo il mese ai minimi da oltre un triennio. All'origine del crollo dei prezzi, l'inserimento degli abiti in lana nella lista dei prodotti oggetto di dazio negli Stati Uniti che, a sua volta, ha determinato una contrazione degli acquisti cinesi sui mercati australiano e neozelandese. Le altre *commodity* di riferimento per il comparto hanno registrato anch'esse un ripiegamento, sebbene di entità relativamente meno intensa: cotone e poliestere hanno ceduto rispettivamente il 5 e il 7% su base mensile. Relativamente piu stabili le pelli (-2%, sempre in euro).

Ripiegamenti anche nel comparto alimentare

Considerato che larga parte dei flussi commerciali tra Stati Uniti e Cina consiste in prodotti agricoli, non sorprende che gli effetti della guerra dei dazi si siano estesi anche al comparto agricolo, con i principali *benchmark* di riferimento protagonisti di ripiegamenti diffusi in agosto. Soia e grano hanno ceduto rispettivamente il 3,3 e il 3,5%, in euro, rispetto a luglio. Più pesanti le perdite registrate dal mais (-12%), a fronte di prospettive molto più incoraggianti delle attese per quanto riguarda i raccolti per la stagione in corso.

Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la Newsletter settimanale Metal Week. Per i prezzi di prodotti specifici è inoltre possibile contattare direttamente l'Ufficio Studi Economici. Contatti: studi.economici@ui.torino.it

Previsioni prezzi in € delle materie prime *(var. % rispetto al trimestre precedente)*

Commodity	I trim 2019	II trim 2019	III trim 2019	IV trim 2019
PETROLIO	-5,9	+7,0	-8,4	-6,1
CARBONE	-9,2	-18,1	-6,1	-5,4
GAS NATURALE	+1,6	+1,4	-1,7	-5,0
OLIO COMBUSTIBILE	-4,0	+3,6	-19,0	-12,1
VIRGIN NAFTA	-7,8	+7,2	-12,2	+1,1
ENERGIA ELETTRICA	-0,1	-8,5	+1,9	-1,4
MINERALI DI FERRO	+18,3	+23,4	-7,7	-7,9
ROTTAMI DI FERRO	-4,3	-1,7	-4,9	-2,1
ACCIAI PIANI	-4,4	-4,3	-1,6	-0,2
ACCIAI LUNGHI	-1,6	-3,0	-3,8	-1,0
RAME	+2,0	-0,9	-4,5	-1,2
ALLUMINIO	-4,2	-2,8	-2,2	-0,5
PIOMBO	+4,5	-6,6	+5,7	-0,2
ZINCO	+4,1	+2,8	-11,8	-8,6
STAGNO	+10,7	-5,2	-8,4	+2,3
NICKEL	+9,2	-0,4	+12,1	-5,9
PREZIOSI	+6,0	+0,1	+6,5	+0,1
CEREALI USA	-0,8	+2,2	+3,2	-4,2
CEREALI	+4,7	-1,5	-6,1	-2,1
COLONIALI	-2,1	+1,6	-2,7	-4,5
GOMMA	+11,0	+9,1	-6,8	-8,1
LEGNAME TROPICALE	+2,9	+0,7	+0,3	-3,8
LEGNAME CONIFERE	-2,6	-2,5	-2,0	+1,0
PASTA PER CARTA	-6,3	-8,1	-7,6	-0,6
LANA	+1,7	-2,8	-7,5	-1,0
COTONE	-3,9	-2,8	-8,9	+0,4
PELLI	-10,2	-9,1	-16,6	+7,7
ORGANICI DI BASE	-7,2	+13,4	-12,4	-2,6
AROMATICI ED ALTRI ORGANICI	-10,0	+1,6	-6,8	-2,4
MATERIE PLASTICHE	-4,8	+4,6	-6,5	-3,6
ELASTOMERI	-8,9	+0,2	+1,3	-2,5
FIBRE CHIMICHE	-1,0	-6,5	-1,5	+2,1
SOIA	+4,0	-3,4	+0,8	-2,1

Fonte: elaborazioni su dati Prometeia commodity, agosto 2019.

I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in $ lug 2019	Prezzo in $ ago 2019	var. %
Aluminum	($/mt)	1796,99	1740,68	-3,1%
Barley	($/mt)	149,27	135,95	-8,9%
Beef	($/kg)	4,63	4,60	-0,7%
Coal, Australian	($/mt)	72,08	65,55	-9,1%
Coal, South African	($/mt)	65,79	60,43	-8,1%
Cocoa	($/kg)	2,42	2,19	-9,2%
Coconut oil	($/mt)	657,31	719,28	9,4%
Coffee, Arabica	($/kg)	2,99	2,78	-6,8%
Coffee, Robusta	($/kg)	1,63	1,56	-4,3%
Copper	($/mt)	5941,20	5709,44	-3,9%
Cotton, A Index	($/kg)	1,67	1,56	-6,3%
Crude oil, average	($/bbl)	61,48	57,67	-6,2%
Crude oil, Brent	($/bbl)	64,00	59,25	-7,4%
Crude oil, Dubai	($/bbl)	62,91	58,92	-6,3%
Crude oil, WTI	($/bbl)	57,52	54,84	-4,7%
DAP	($/mt)	314,88	292,90	-7,0%
Fish meal	($/mt)	1496,12	1436,95	-4,0%
Gold	($/troy oz)	1412,89	1500,41	6,2%
Groundnut oil	($/mt)	1437,71	1457,89	1,4%
Groundnuts	($/mt)	1260,00	1252,38	-0,6%
Iron ore, cfr spot	($/dmtu)	120,24	93,07	-22,6%
Lead	($/mt)	1975,64	2044,55	3,5%
Liquefied natural gas, Japan	($/mmbtu)	10,13	10,13	0,0%
Logs, Cameroon	($/cubic meter)	392,70	389,41	-0,8%
Logs, Malaysian	($/cubic meter)	275,11	280,19	1,8%
Maize	($/mt)	189,42	163,59	-13,6%
Meat, chicken	($/kg)	1,99	1,90	-4,4%
Natural gas index	(2010=100)	52,73	51,35	-2,6%
Natural gas, Europe	($/mmbtu)	3,62	3,68	1,6%
Natural gas, US	($/mmbtu)	2,36	2,22	-5,8%
Nickel	($/mt)	13546,30	15748,64	16,3%
Orange	($/kg)	0,54	0,53	-3,2%
Palm kernel oil	($/mt)	555,03	619,33	11,6%
Palm oil	($/mt)	543,88	586,12	7,8%
Phosphate rock	($/mt)	97,50	78,00	-20,0%
Platinum	($/troy oz)	843,95	859,14	1,8%
Plywood	(cents/sheet)	504,62	513,93	1,8%
Potassium chloride	($/mt)	265,50	265,50	0,0%
Rapeseed oil	($/mt)	845,27	877,48	3,8%
Rice, Thai 25%	($/mt)	409,00	421,00	2,9%
Rice, Thai 5%	($/mt)	416,00	430,00	3,4%
Rice, Thai A.1	($/mt)	391,70	407,52	4,0%
Rice, Viet Namese 5%	($/mt)	360,16	362,39	0,6%
Rubber, SGP/MYS	($/kg)	1,67	1,50	-10,1%
Rubber, TSR20	($/kg)	1,41	1,31	-7,2%
Sawnwood, Cameroon	($/cubic meter)	597,74	581,98	-2,6%
Sawnwood, Malaysian	($/cubic meter)	679,89	661,96	-2,6%
Shrimps, Mexican	($/kg)	12,95	13,05	0,8%
Silver	($/troy oz)	15,79	17,22	9,1%
Sorghum	($/mt)	159,50	147,93	-7,3%
Soybean meal	($/mt)	348,73	337,36	-3,3%
Soybean oil	($/mt)	748,17	793,21	6,0%
Soybeans	($/mt)	365,41	362,69	-0,7%
Sugar, EU	($/kg)	0,37	0,36	-0,8%
Sugar, US	($/kg)	0,57	0,57	0,5%
Sugar, world	($/kg)	0,28	0,27	-4,0%
Sunflower oil	($/mt)	753,83	776,00	2,9%
Tea, avg 3 auctions	($/kg)	2,63	2,57	-2,1%
Tea, Colombo	($/kg)	2,82	2,84	0,8%
Tea, Kolkata	($/kg)	2,90	2,75	-5,2%
Tea, Mombasa	($/kg)	2,17	2,13	-1,8%
Tin	($/mt)	17977,85	16608,99	-7,6%
Tobacco, US import u.v.	($/mt)	4890,45	4885,72	-0,1%
TSP	($/mt)	284,00	275,00	-3,2%
Urea	($/mt)	247,50	262,50	6,1%
Wheat, US HRW	($/mt)	196,21	181,15	-7,7%
Wheat, US SRW	($/mt)	203,96	197,52	-3,2%
Woodpulp	($/mt)	875,00	875,00	0,0%
Zinc	($/mt)	2446,51	2273,01	-7,1%

Fonte: World bank.

VALUTE

- Si attendono nuove mosse da parte della BCE, nonostante Christine Lagarde abbia raffreddato gli entusiasmi.
- Andamento molto positivo per dollaro e yen.
- Le tensioni tra governo e parlamento inglese hanno un impatto negativo sulla sterlina.

Euro

I mercati prevedono nuove mosse dalla riunione BCE del 12 settembre

Christine Lagarde, presidente designata della BCE, ha affermato che una politica monetaria molto accomodante per un periodo prolungato di tempo è necessaria ma non bisogna perdere di vista gli effetti collaterali negativi di tale scelta. Prima di queste dichiarazioni il mercato stava supportando l'euro in maniera sostenuta: infatti dalla riunione del 12 settembre ci si aspetta un taglio dei tassi, la ripresa di un programma di acquisti di *asset* e altre misure a sostegno dell'economia da parte della BCE. Tuttavia questo commento ha raffreddato le previsioni, portando l'euro ai minimi da 28 mesi contro dollaro. Ciò nonostante l'ipotesi degli analisti è che, nell'imminente riunione, Francoforte approverà una diminuzione di 0,2 punti percentuali del tasso di interesse sui depositi presso la Banca centrale. E ciò renderà più attraente la TLTRO III che si pensa inizierà questo mese. È probabile che il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale resteranno invariati, rimanendo rispettivamente allo zero e al +0,25%. In sostanza, dunque, si stima che la BCE non porterà il tasso di rifinanziamento in territorio negativo.

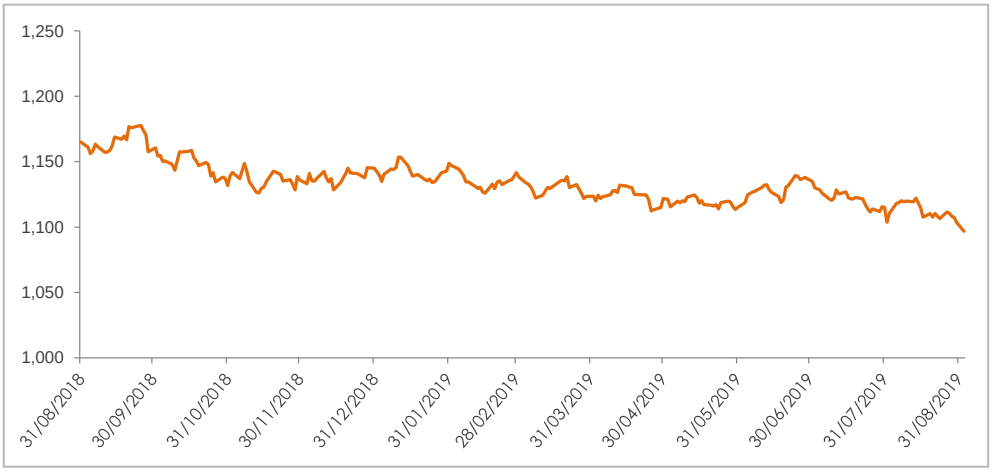
L'euro ad agosto ha guadagnato mensilmente lo 0,4% nei confronti delle valute dei suoi principali 38 *partner* commerciali. Si evidenzia una variazione negativa dell'1,9% rispetto al dato di agosto 2018.

Dollaro

Il dollaro sempre più robusto, anche se il *trend* non piace al presidente Trump

Dopo oltre due anni il dollaro vola sui nuovi massimi nei confronti dell'euro. La fiammata che ha dato forza al biglietto verde è dovuta ad un insieme di fattori tra i quali: le attese di un robusto intervento da parte della BCE che potrebbe annunciare misure straordinarie a sostegno della crescita già nella prossima riunione del 12 settembre; l'attenuazione delle aspettative sulle prossime mosse della Federal reserve a seguito dei buoni dati macro. È tuttavia innegabile che da inizio anno il dollaro abbia guadagnato il 4,5% contro l'euro: già in precedenza il presidente Donald Trump era contrariato per il valore ritenuto eccessivo del dollaro. Non sono quindi da escludere pressioni politiche sulla FED per invertire il *trend*.

Cambio medio giornaliero €/$ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

Yen

Andamento negativo per lo yen

Lo yen e le altre valute rifugio perdono terreno sulla prospettiva di un nuovo faccia a faccia ad alto livello tra Pechino e Washington sul commercio globale ai primi di ottobre. La divisa nipponica balla intorno a quota 106,75 contro il dollaro. Nei confronti della valuta europea la situazione è più stabile, con il cambio che si prevede rimanere a quota 116,056.

Sterlina

Gli sviluppi politici rendono sempre più elevata la volatilità della sterlina

Boris Johnson ha fondato la sua *premiership* sull'uscita del Regno Unito dall'UE entro il 31 ottobre, con o senza un accordo. Il tempismo in questo contesto è tutto, in quanto semplicemente non c'è abbastanza tempo affinché il Regno Unito e l'Unione Europea possano rinegoziare un accordo nelle tempistiche concordate. Le incertezze politiche a Londra molto probabilmente contribuiranno a mantenere alto il nervosismo del mercato sulla sterlina. I parlamentari britannici, in risposta alla chiusura del Parlamento per cinque settimane decisa dal primo ministro, stanno infatti cercando di imporre al governo di chiedere una proroga della scadenza della Brexit, fissata per il 31 ottobre, al fine di evitare un'uscita senza accordo. Il *leader* britannico, come risposta, ha minacciato di indire elezioni anticipate. Per gli esperti il movimento al ribasso visto nelle ultime settimane continuerà almeno fino a novembre: rimane comunque probabile che il cambio sterlina/dollaro resterà sotto quota 1,20; i possibili scenari che ne derivano sono innumerevoli e, per questo motivo, l'incertezza rimane elevata e la volatilità continuerà ad aumentare.

Yuan

Tregua della guerra commerciale dopo il deprezzamento dello yuan

Gli ultimi sviluppi della guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti, avvenuti nel mese di agosto, hanno già prodotto conseguenze sul mercato delle valute. Lo yuan ha infatti toccato il minimo storico sul dollaro da 11 anni: lo yuan *onshore*, la valuta usata per gli scambi interni, è sceso fino a quota 7,14, un ribasso dello 0,8%, il minimo dal febbraio del 2008. Anche lo yuan *offshore*, usato negli scambi internazionali, ha registrato un ribasso dello 0,7%. Il presidente Trump al vertice del G7 di Biarritz ha detto di essere stato invitato da Pechino a ritornare al tavolo delle trattative ed ha espresso grande apprezzamento per le capacità di negoziazione cinesi. Un modo, forse, per provare a riportare un po' di calma sui mercati dominati dal caos di una guerra a

I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media maggio 2019	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
+	ARGENTINE PESO	57,78	21,4%	68,0%
+	SOUTH AFRICAN RAND	16,86	7,1%	3,6%
+	BRAZILIAN REAL	4,46	5,3%	-1,6%
+	RUSSIAN ROUBLE	73,22	3,3%	-4,5%
+	INDONESIAN RUPIAH	15838,62	0,6%	-5,8%
+	MEXICAN PESO	21,89	2,5%	0,5%
+	AUSTRALIAN DOLLAR	1,64	2,3%	4,2%
+	CHINESE YUAN	7,86	1,9%	-0,6%
=	UK POUND STERLING	0,92	1,8%	2,1%
+	MALAYSIAN RINGGIT	4,66	0,7%	-1,4%
+	INDIAN RUPEE	79,19	2,7%	-1,5%
=	CANADIAN DOLLAR	1,48	0,5%	-2,0%
-	US DOLLAR	1,11	-0,8%	-3,7%
-	TURKISH LIRA	6,29	-1,0%	-8,2%
-	SWISS FRANC	1,09	-1,7%	-4,6%
-	JAPANESE YEN	118,18	-2,7%	-7,8%

Fonte: elaborazione dati BCE, agosto 2019.

colpi di dazi che non accenna a concludersi. Intanto, il più importante effetto del deprezzamento dello yuan è la spinta alle esportazioni di merci più competitive sui mercati, strumento utile a ovviare almeno in parte al peso delle tariffe cui sono sottoposte le merci cinesi negli Stati Uniti. Pechino continua a definire inaccettabile il comportamento di Washington, colpevole di mettere a rischio, la sicurezza dell'intera economia globale.

Lira turca

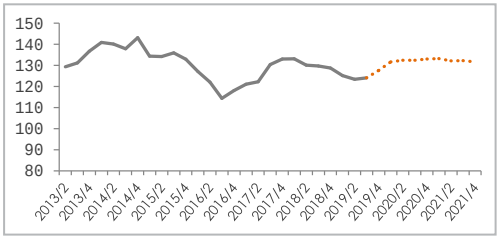
La nuova politica monetaria espansiva pesa sulla lira turca

La lira turca continua a perdere terreno. A pesare sono state le ultime decisioni della Banca centrale, che più di un mese fa ha dovuto far fronte alla cacciata del governatore decisa da Erdogan. L'istituto ha infatti aperto a una nuova fase di *easing* monetario, riducendo i livelli di riserve obbligatorie minime per quelle banche con tassi di crescita dei prestiti superiori al 10%. Il tutto con il fine ultimo di incoraggiare e stimolare le attività finanziarie. Secondo gli esperti, la rapida crescita dei prestiti potrebbe alimentare le importazioni e gonfiare il deficit delle partite correnti, che ha rappresentato a lungo un problema per lo Stato e per la lira turca. I mercati, preoccupati da una politica monetaria più

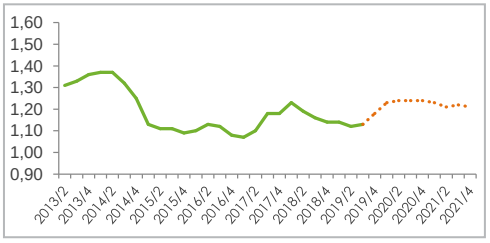
aggressiva del previsto, hanno subito risposto con una forte vendita della divisa. A pesare sulla valuta di Ankara ha tuttavia anche contribuito la situazione in Siria, dove tre civili sono stati uccisi in seguito ad un attacco aereo contro un convoglio militare turco, esacerbando le tensioni tra i due paesi.

Previsioni di medio periodo

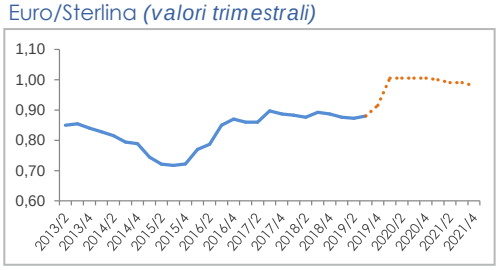
Euro/Yen *(valori trimestrali)*



Euro/Dollaro US *(valori trimestrali)*



Euro/Sterlina *(valori trimestrali)*



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.

CREDITO

CREDITO ALLE IMPRESE	SOFFERENZE	SOFFERENZE/ CREDITI	RENDIMENTO TITOLI DI STATO	SPREAD BTP BUND
giu/mag 2019	giu/mag 2019	giugno 2019	Asta agosto 2019	Punti base
-1,2%	-3,0%	9,1%	↓	150

- I mercati attendono di conoscere se Mario Draghi riuscirà a mettere nuovi strumenti sul mercato prima della fine della sua presidenza.
- Calano le sofferenze bancarie e si vede all'orizzonte un'ulteriore messa a punto dei conti.
- Rendimenti dei BTP decennali sotto la soglia dell'1%.

Le ultime fatiche di Mario Draghi alla presidenza BCE

Ce la farà Mario Draghi a concludere la sua presidenza alla guida della Banca centrale europea con una nuova ondata di stimoli per rianimare la crescita dei prezzi e cercare di far ripartire un'economia dell'Eurozona in rallentamento? Il dubbio è lecito perché, se per una ulteriore limatura dei tassi sui depositi (già oggi pari a -0,4%) il mercato continua a ritenere possibile una luce verde, già alla prossima riunione del *board*, il 12 settembre, per la

ripresa del *quantitative easing*, le perplessità in seno al consiglio sembrano aumentare. La verità, notano alcuni analisti, è che per la BCE sta diventando sempre più difficile fare "tutto ciò che è necessario", pur volendolo, perché gli spazi d'azione dopo anni di politiche rilassate sono ormai molto ridotti e nel caso di una futura recessione rischierebbe di restare del tutto priva di munizioni. C'è infatti molta differenza tra Francoforte e la Federal reserve, che avendo interrotto gli acquisti di *bond* e rialzato leggermente i tassi oggi per sostenere la ripresa può tornare ad abbassarli senza neppure dover riprendere gli acquisti di titoli. Sullo sfondo oltre alle perplessità circa l'effettivo peso degli acquisti di titoli effettuati dalla BCE sull'andamento dei tassi di mercato, in particolare sul tratto lungo della curva, restano i dubbi sull'effetto complessivo di misure. Se da un lato hanno indubbiamente favorito aziende e famiglie che hanno cercato (e ottenuto) nuovi prestiti, aumentando però così il livello complessivo di indebitamento delle stesse, dall'altro hanno agito in buona misura come una patrimoniale occulta, ma non troppo, sul risparmio, offrendo rendimenti reali negativi persino a fronte di un'inflazione che resta ampiamente al di sotto degli obiettivi della stessa BCE.

Nuove cessioni di crediti deteriorati in vista

Le banche italiane sono in procinto di cedere altri 36 miliardi di crediti deteriorati vendendoli alle società che si occupano della gestione, liquidazione e valorizzazione, nonché recupero, di questi particolari strumenti, sempre più importanti. Una cifra enorme che si sommerà agli 11,7 miliardi di euro venduti in precedenza e che sarà incentivata dalla garanzia statale sugli NPL, la cosiddetta GACS (Garanzia cartolarizzazione insolvenze) con un fondo che l'Italia destina alle banche contro il rischio d'insolvenza dei crediti deteriorati a seguito di cartolarizzazione.

Si irrigidiscono i criteri di approvazione dei prestiti europei

La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) nell'Area euro si è mantenuta relativamente solida, grazie al nuovo mimino storico toccato dai tassi sui prestiti bancari. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il *notional cash pooling*) è salito al 3,5% a giugno 2019, dal 3,3% di maggio. Dopo l'attenuazione osservata fino a gennaio 2019 (3,4%), a giugno la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è rimasta invariata al 3,8%. Questo andamento è in linea con il profilo ciclico ritardato dei prestiti alle SNF rispetto all'attività economica reale e con il rallentamento della domanda aggregata registrato nel corso del 2018. Nel complesso, la dinamica dei prestiti ha continuato a beneficiare dei tassi sui prestiti bancari eccezionalmente bassi e del clima generalmente favorevole dell'offerta di credito. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi nel risanamento dei propri bilanci, sebbene il volume dei crediti deteriorati rimanga rilevante in alcuni paesi e possa aver condotto, in alcuni casi, a criteri di concessione del credito più restrittivi. L'irrigidimento netto dei criteri di approvazione dei prestiti da parte delle banche è riconducibile principalmente a una maggiore percezione dei rischi correlati al deterioramento della situazione economica complessiva e delle condizioni specifiche delle imprese, mentre la concorrenza ha esercitato pressioni in direzione opposta. Al contempo, i criteri per la concessione del credito alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati.

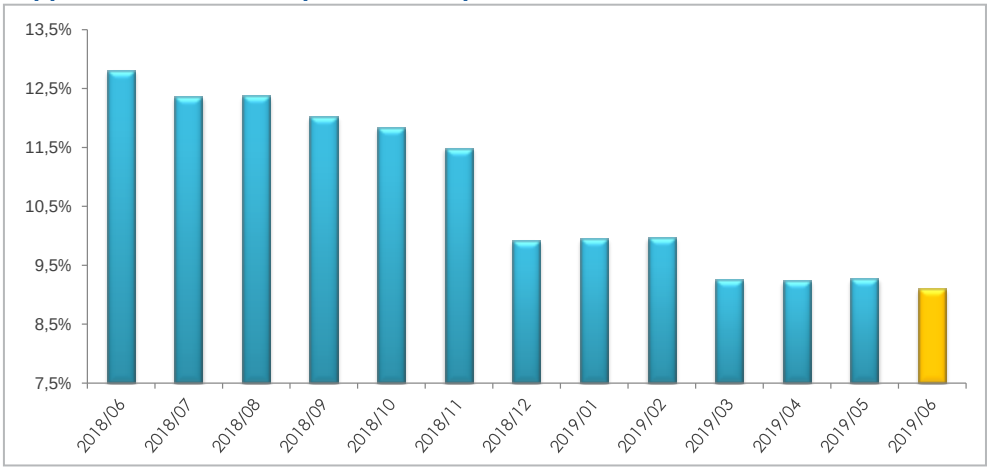
Prestiti alle imprese ancora in ribasso in Italia

Nel mese di giugno i finanziamenti alle imprese in Italia si sono ridotti ulteriormente: la variazione mensile è stata pari al -1,2%, mentre quella annuale al -6,4%. Per fortuna a diminuire sono anche le sofferenze bancarie, che registrano del -3,0% sul mese precedente e del -33,5% rispetto al 2018. In seguito a questi movimenti l'indicatore sul rapporto sofferenze/prestiti è calato leggermente, raggiungendo quota 9,1%. Si osserva una variazione positiva a giugno per l'indicatore dei prestiti alle famiglie (+0,2%), che su base annuale risulta essere però ancora in territorio negativo (-0,3%). Il costo dei fondi erogati nel sesto mese dell'anno è calato di qualche decimo di punto percentuale per le erogazioni al di sotto del milione di euro, rimanendo invariato per le concessioni al di sopra di tale soglia.

Nuovo minimo per il rendimento medio dei titoli di stato europei

Per il terzo mese consecutivo i rendimenti dei titoli di stato europei a livello aggregato hanno stabilito un nuovo minimo storico. Nel mese di settembre infatti la remunerazione media è risultata essere pari allo 0,10%, ossia 26 punti base in meno rispetto al mese scorso. La riduzione è condivisa non solo da tutti i principali paesi europei, ma anche dalle altre maggiori economie mondiali. In Italia parte di questo effetto è stato incrementato dal cambio

Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Tassi d'interesse bancari sui prestiti in euro alle imprese, nuove operazioni, Italia *(val. %)*

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €
2017	1,50%	2,00%	1,16%	2018/12	1,47%	1,95%	1,13%
2018/06	1,49%	1,94%	1,13%	2019/01	1,47%	2,03%	1,04%
2018/07	1,49%	1,95%	1,14%	2019/02	1,51%	2,05%	1,03%
2018/08	1,55%	1,98%	1,20%	2019/03	1,42%	2,02%	0,91%
2018/09	1,46%	1,98%	1,02%	2019/04	1,46%	2,02%	1,00%
2018/10	1,53%	1,96%	1,13%	2019/05	1,43%	2,02%	0,92%
2018/11	1,51%	1,98%	1,07%	2019/06	1,35%	1,95%	0,92%

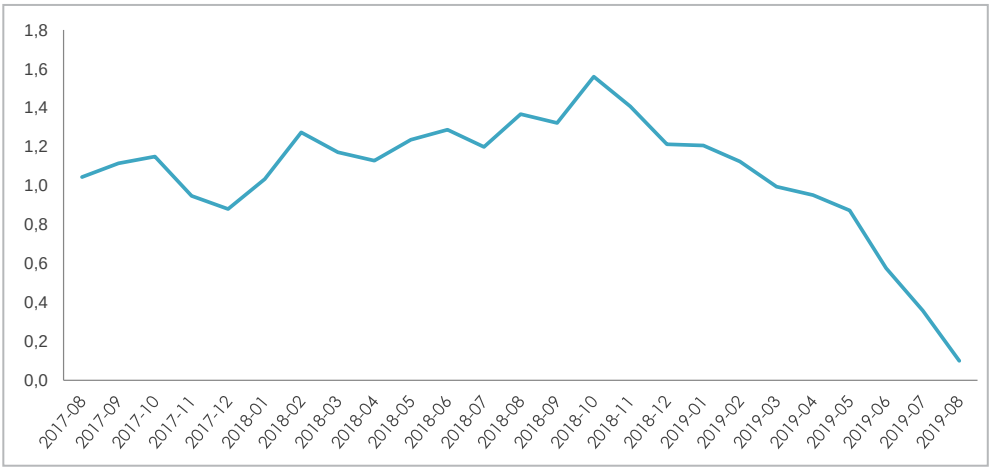
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, luglio 2019.

di governo, molto apprezzato dai mercati finanziari. Lo *spread*, ovvero il differenziale tra i rendimenti dei BTP decennali ed i loro corrispettivi tedeschi, è diminuito raggiungendo quota 150.

Il rendimento del BTP scende sotto l'1%

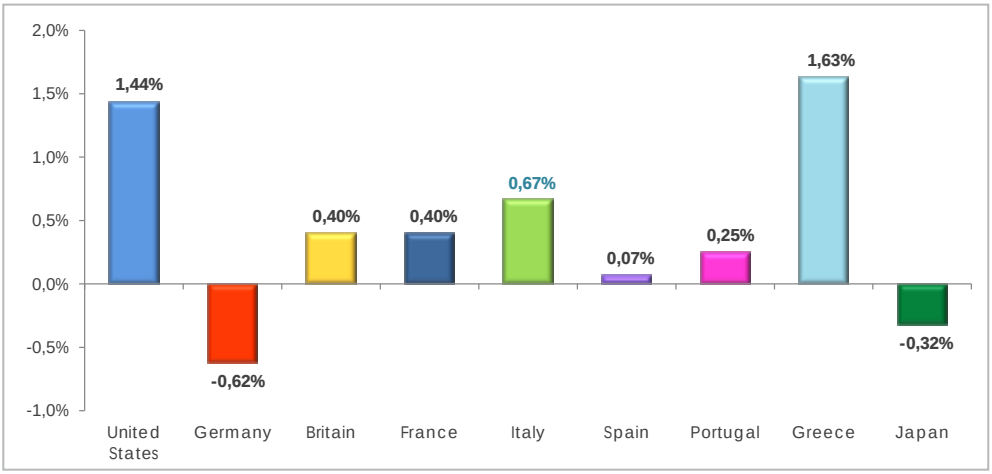
Il 29 agosto il ministero del tesoro è riuscito a sfruttare una finestra favorevole per l'emissione del nuovo BTP decennale, riuscendo a spuntare un rendimento inferiore all'1%, in linea con il saggio garantito dai titoli di pari durata scambiati sul mercato secondario. La Banca d'Italia ha comunicato che nell'asta del 29 agosto 2019 della prima tranche dei BTP 1° aprile 2030 (cedola dell'1,35%) sono stati collocati titoli per un ammontare di 4 miliardi di euro. La domanda del BTP decennale è stata di poco inferiore ai 5,27 miliardi. Di conseguenza, il tasso di copertura (rapporto tra titoli richiesti e titoli offerti) è stato pari a 1,32, in leggero aumento rispetto all'1,3 dell'asta di fine luglio per il titolo di riferimento (BTP 1° agosto 2029). Collocati anche BTP a 5 anni da 2,25 miliardi di euro con un rendimento dello 0,32% contro lo 0,8% della precedente operazione e CCTEU per 1 miliardo allo 0,77% contro l'1,06% di luglio. La domanda complessiva è stata di quasi 10 miliardi euro.

Area euro: rendimento dei titoli pubblici a 10 anni *(punti percentuali)*



Fonte: Elaborazione su dati BCE.

Rendimento dei titoli pubblici a 10 anni *(punti percentuali)*



Fonte: Elaborazione dati Bloomberg, settembre 2019.

INFLAZIONE

- Inflazione a livelli storicamente molto bassi.
- In aumento solo i prezzi legati alla filiera turistica e dei trasporti.
- Per i prossimi mesi sono previste poche variazioni.

L'inflazione è al livello più basso da novembre 2016. Sono in particolare le tariffe sul mercato tutelato del gas di rete e dell'elettricità, che, diminuendo a fronte dell'aumento di luglio dello scorso anno, determinano questo andamento dei prezzi degli energetici regolamentati.
L'aumento dei prezzi su base congiunturale, tipico del mese di agosto, è imputabile prevalentemente a fattori stagionali, legati per lo più alla filiera dei servizi turistici e in particolare dei trasporti.

Ancora un calo per l'inflazione nell'Area euro

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer prices*) di luglio registra una variazione tendenziale del +1,0%, in calo rispetto al +1,3% di giugno. A luglio 2018 la variazione era pari a +2,2%. Nell'UE-28 l'inflazione tendenziale è +1,4%, in discesa rispetto al +1,6% del mese precedente. A luglio 2018 la variazione era pari a +2,2%.
Le variazioni positive più alte si sono registrate in Romania (+4,1%) Ungheria (+3,3%), Lituania e Slovacchia (entrambe +3,0%) mentre le più basse in Portogallo (-0,7%), Cipro (0,1%), e Italia (+0,3%).

I saldi estivi incidono sull'indice armonizzato

Nel mese di luglio 2019, l'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) diminuisce dell'1,8% su base mensile, a causa principalmente dei saldi estivi di abbigliamento e calzature di cui il NIC non tiene conto, e cresce dello 0,3% su base annua (rallentando da +0,8% di giugno).
L'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra una variazione nulla su base mensile e un aumento dello 0,2% rispetto a luglio 2018.

Stabile il NIC

L'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, nel mese di luglio registra una variazione nulla rispetto al mese precedente e aumenta dello 0,4% su base annua (era +0,7% a giugno). La decelerazione dell'inflazione è dovuta quasi esclusivamente all'inversione di tendenza dei prezzi dei beni energetici regolamentati (da +4,3% di giugno a -5,2%), solo in parte bilanciata dall'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari non lavorati (da +0,7% a +1,5%) e di quelli dei servizi relativi ai trasporti (da +1,5% a +1,8%) e dal ridursi dell'ampiezza della flessione dei prezzi dei beni durevoli (da -1,9% a -1,4%). Sia l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, sia quella al netto dei soli beni energetici accelerano di un decimo di punto, rispettivamente da +0,4% a +0,5% e da +0,5% a +0,6%.

Dinamiche opposte stabilizzano il NIC

La stabilità congiunturale dell'indice generale è dovuta a dinamiche opposte: da un lato calano i prezzi dei beni energetici regolamentati (-3,6%), dei beni alimentari non lavorati (-0,9%) e dei beni energetici non regolamentati (-0,8%); dall'altro crescono, per lo più per fattori stagionali, i prezzi dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona e dei servizi relativi ai trasporti (+0,7% per entrambi). Invertono la tendenza i prezzi dei beni (da +0,5% a -0,1%), mentre rimane stabile l'inflazione dei servizi (a +1,0%); il differenziale inflazionistico tra i due raggruppamenti è quindi positivo e pari a +1,1 punti percentuali (era +0,5 a giugno). L'inflazione acquisita per il 2019 è +0,7% per l'indice generale e +0,6% per la componente di fondo. I prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona aumentano dello 0,6% (da +0,2% di giugno), quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto dello 0,7% (da +0,5%), registrando in entrambi i casi, quindi, una crescita più sostenuta di quella riferita all'intero paniere.

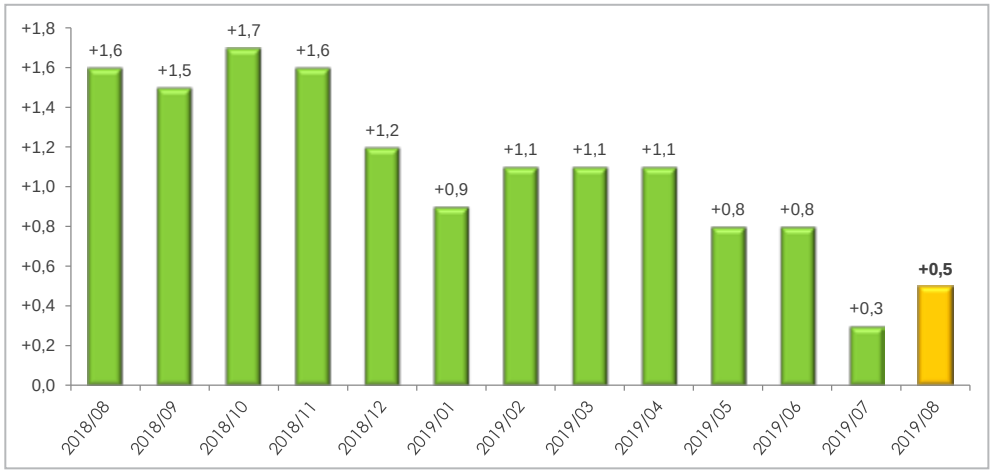
L'inflazione non riparte ad agosto

Nel mese di agosto 2019, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'Area euro sarà pari a +1,0%, invariata rispetto a luglio.

Secondo le stime preliminari dell'Istat, nel mese di giugno 2019 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, dello 0,5% su base mensile e dello 0,5% su base annua (in lieve accelerazione da +0,4% del mese precedente).

Secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) ha una variazione nulla su base mensile e dello 0,5% su base annua (in accelerazione da +0,3% registrato nel mese precedente).

Inflazione Italia *(indice IPCA) val %*



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.

Pubblicazione periodica - Direttore Responsabile: Isabella Antonetto
Contatti: Ufficio Studi Economici – studi.economici@ui.torino.it.

Ogni utilizzo non autorizzato, includendo senza limiti la copia, distribuzione, trasmissione o qualsiasi altro utilizzo dei dati, non è permesso senza il previo consenso. Confindustria Piemonte non ha alcuna responsabilità, dovere o obbligazione riguardo al contenuto e alle informazioni riportati contenenti errori, imprecisioni, omissioni o ritardi dei dati o per qualsiasi azione presa con il loro utilizzo. Confindustria Piemonte non sarà responsabile per danni speciali, incidentali o consequenziali all'utilizzo dei dati.