



Sommario

Economia mondiale

- ▶ Venti di recessione sull'economia mondiale, ma soprattutto sull'Europa.

Economia italiana

- ▶ Frena ancora l'economia italiana, trascinata dal rallentamento tedesco. Pubblicata la nota di aggiornamento al DEF.

Materie prime

- ▶ Ancora calì diffusi sui mercati delle *commodity*, soprattutto industriali. Verso un modello economico a minor consumo di materie prime.

Valute

- ▶ Le nuove decisioni della BCE pesano sull'euro. Il dollaro perde sempre più prestigio come valuta di riferimento.

Credito

- ▶ Varate nuove misure espansive. Nuovi passi in avanti nella creazione del terzo gruppo bancario italiano.

Inflazione

- ▶ Ristagna l'inflazione italiana. Leggeri aumenti estivi dovuti a fattori stagionali.

In questo numero



ECONOMIA MONDIALE

STATI UNITI			EUROLANDIA		
Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni	Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni
					
+3,5%	+0,4%	-1,9%*	+7,4%	-2,0%	+1,1%**
settembre 2019	ago 2019/2018	ago 2019/2018	agosto 2019	lug 2019/2018	lug 2019/2018

* Construction Spending

** Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ Si aggravano i timori di recessione.
- ▶ Rallenta ulteriormente l'Europa.
- ▶ Si raffredda anche l'economia cinese.

In breve...

Si parla sempre più spesso di recessione. I mercati sono preoccupati e reagiscono nervosamente a ogni dato negativo, o meno positivo del previsto. È successo molte volte nelle ultime settimane. Ma i timori sono fondati o siamo ancora lontani da uno scenario recessivo?

Le recenti previsioni OCSE, pubblicate a metà settembre, scontano un rallentamento della crescita nel 2020 ma escludono, almeno per ora, l'ipotesi di recessione. Tuttavia le stime sono state riviste al ribasso in misura piuttosto marcata rispetto a quelle di maggio. In soli quattro mesi lo scenario è peggiorato e sono aumentati i rischi. Non è dunque da escludere nei prossimi mesi una ulteriore frenata.

Le principali aree economiche viaggiano a velocità diverse. L'età dell'oro di una perfetta simmetria nella crescita di Stati Uniti, Europa, Giappone e economie emergenti si è per ora conclusa. Negli Stati Uniti vi sono indubbi segnali di raffreddamento ma la crescita rimane robusta, superiore al 2%. La disoccupazione è scesa ai minimi assoluti, i consumi accelerano sostenuti dalla buona dinamica dei salari; il mercato immobiliare è robusto. La Federal reserve non esclude nuovi interventi sui tassi o anche non convenzionali, come caldeggiato dal Presidente Trump.

In Europa parlare dell'eventualità di una recessione non è invece fuori luogo. Soprattutto se il nostro punto di osservazione è l'Italia. Già oggi la crescita europea è la metà di quella americana; ed è in decelerazione, trascinata in basso dalla crisi dell'industria tedesca. Una crisi almeno in parte di natura strutturale (auto), di cui non è facile vedere una fine nel breve termine. Produzione industriale e costruzioni sono in regresso, peggiora il clima di fiducia delle imprese. Gli analisti si attendono un quarto trimestre di stagnazione. La Banca centrale è intervenuta ripristinando il quantitative easing; senza dubbio anche con l'entrata in scena di Christine Lagarde l'impostazione della politica monetaria non cambierà, anche perché l'inflazione rimane molto bassa, ben al di sotto del target fissato dalla BCE. Tuttavia, come ha affermato lo stesso governatore Draghi, la politica monetaria non è sufficiente. Per rilanciare la crescita occorrono interventi massicci sulla spesa e la fiscalità.

Una delle variabili decisive è l'evolversi del protezionismo. Gli ultimi sviluppi non sono certamente positivi: parliamo delle tariffe introdotte dagli Stati Uniti contro le importazioni dall'Europa di numerosi prodotti, tra i quali molti agroalimentari. Dai dati degli ultimi mesi è evidente che le tariffe americane stanno avendo un impatto significativo sull'economia cinese ma anche su tutta l'area asiatica, rallentando le esportazioni e deprimendo la spesa. Dal prossimo round di negoziati tra le due massime potenze mondiali non sono da attendersi grandi novità. Saranno possibili limitate concessioni sui prodotti agricoli o sul caso Huawei (meno probabile) ma non si faranno veri passi in avanti. Né potranno esservi in futuro: lo scontro non riguarda soltanto il disavanzo commerciale, il dumping o le regole WTO. Un'escalation del conflitto coinvolgerà tutta l'economia globale. La frammentazione delle catene globali del valore, il decoupling economico e finanziario tra Stati Uniti e Cina, la guerra valutaria e tariffaria, la fine di un internet globale possono ricreare blocchi economici e commerciali chiusi e impermeabili: una cortina di ferro economica. A quel punto, la recessione sarà il problema minore.

L'Europa nel mirino degli Stati Uniti

Dopo la Cina, il presidente Trump sembra ora aver messo nel mirino l'Europa. L'occasione è venuta dalla sentenza del WTO favorevole agli Stati Uniti, nella annosa questione degli aiuti di Stato concessi dai paesi europei ad Airbus, il consorzio aeronautico cui partecipano Gran Bretagna, Francia, Germania e Spagna (non l'Italia, ma siamo tra i primari fornitori di componenti). Paradossalmente, un organismo da sempre osteggiato da Trump, che in più occasioni ha minacciato di uscirne, è stato in questa occasione un forte alleato.

Un settore da sempre oggetto di aiuto pubblico

È evidente che l'industria aeronautica mondiale ha sempre beneficiato di cospicui aiuti pubblici. Non solo in Europa ma anche oltre oceano: tanto è vero che analoga causa presso WTO è stata intentata dall'Unione Europea contro gli Stati Uniti per gli aiuti erogati a Boeing, altrettanto distorsivi di una concorrenza che in questo settore ha poco significato. La sentenza WTO arriverà a inizio 2020 e sarà certamente favorevole all'Unione Europea, che sarà a sua volta autorizzata a imporre tariffe contro gli Stati Uniti. Nei mesi scorsi, bersaglio di Trump era stato il Canada per gli aiuti a Bombardier, altra rivale di Boeing generosamente foraggiata dal governo canadese.

La sentenza del WTO

In ogni caso, il WTO ha autorizzato gli Stati Uniti ad attuare tariffe ritorsive verso l'Unione Europea, per un totale di 7,5 miliardi di dollari. I settori colpiti sono quelli aeronautico, agroalimentare, tessile e meccanico, con differenze geografiche a seconda della provenienza dei prodotti. Aerei e altri velivoli non militari prodotti nei quattro paesi del consorzio Airbus saranno colpiti da tariffe del 10%.

Riguardano direttamente il nostro Paese i dazi del 25% sulle importazioni americane di una serie di prodotti agroalimentari tra i quali liquori, molti tipi di formaggio (tra i quali parmigiano, gorgonzola e pecorino ma non mozzarella), salumi diversi dal prosciutto, yogurt, burro, agrumi (arance e limoni). Sono stati risparmiati vino, olio di oliva e pasta, mentre vini, champagne e



liquori francesi sono stati colpiti. I dazi dovrebbero entrare in vigore il 18 ottobre, dopo il via libera WTO all'elenco presentato dalle autorità americane.

Stime di fantasia

Coldiretti, Federalimentari e varie associazioni di categoria hanno inondato i media di "stime" catastrofiche sugli effetti dei dazi sulle nostre esportazioni. Secondo queste "stime", le minori esportazioni oscillerebbero da 1 a 2 miliardi di euro, su un totale di 4,1 miliardi di esportazioni di prodotti alimentari e bevande verso gli Stati Uniti (ovviamente non tutte colpite da dazi – anzi solo una frazione). Il virgolettato è d'obbligo poiché si arriva al paradosso di stimare che un dazio del 25% possa determinare un aumento del prezzo finale del 100%. Il Piemonte ha esportato nel 2018 circa 450 milioni di prodotti alimentari verso gli Stati Uniti: il 10% circa delle esportazioni totali dirette verso tale paese.

Gli effetti dei dazi sono difficili da valutare

Nella realtà, l'effetto di dazi sui consumi di uno specifico prodotto non è facilmente valutabile in quanto dipende da vari fattori tra i quali: elasticità dei consumi al variare del prezzo; esistenza di prodotti sostitutivi concorrenziali; politiche aziendali e dei concorrenti (ad esempio una azienda potrebbe rinunciare a parte dei margini per salvaguardare la sua quota di mercato); politiche di prezzo dei distributori (il *pass-through* della grande distribuzione sembra tuttavia essere del 100%), ecc. In alcuni casi, i produttori italiani potrebbero addirittura essere avvantaggiati dai dazi (come nel caso dei vini o dell'olio).

Il rischio di protezionismo è molto più concreto

Ma al di là della valutazione dell'impatto delle tariffe sulle nostre esportazioni, la questione è molto più ampia. Il pericolo è che venga accettata la logica dell'occhio-per occhio di ritorsioni reciproche e calcoli di convenienza: una logica che sarebbe dannosa per tutti, ma soprattutto per l'Europa, l'Italia e il Piemonte. La richiesta, unanime e forte, dell'Europa e del nostro Paese deve essere di regole eque e condivise del commercio internazionale. Il rischio di protezionismo sembrava teorico due anni fa: oggi è molto più concreto.

Tra Stati Uniti e Cina un nuovo round di negoziati

L'altro fronte commerciale aperto da Trump è naturalmente quello con la Cina. Le novità più recenti riguardano l'imminente inizio di un nuovo *round* di negoziati al massimo livello (la delegazione cinese sarà guidata dal vice premier cinese Liu He). Nelle dichiarazioni ufficiali dei due contendenti, vi è la volontà di arrivare a un accordo soddisfacente. Tuttavia, è opinione diffusa che al di là di possibili concessioni su prodotti agricoli (da parte cinese) o prodotti tecnologici (da parte americana), nessun vero accordo sarà possibile né è ricercato. La Cina vorrebbe una cancellazione preventiva dei provvedimenti presi su Huawei, oltre che una piena libertà di manovra delle aziende cinesi dell'*high tech*. Ma gli Stati Uniti non sembrano disposti a fare concessioni.

Un conflitto più ampio

Come abbiamo già osservato in più occasioni, il conflitto tra le due massime potenze mondiali è per la supremazia economica e soprattutto tecnologica: non riguarda solo il disavanzo commerciale o il rispetto delle regole WTO. Il pericolo non sono soltanto le tariffe (dunque la distorsione della concorrenza e una minore efficienza nella allocazione delle risorse) ma uno sconvolgimento più radicale dell'economia mondiale. Si parla di *decoupling* dell'economia americana da quella cinese: di disarticolazione delle *global value chains* e di definizione di *standard* tecnologici separati (ad es. per il 5G o i protocolli internet).

Il *decoupling* finanziario

Un rischio forse ancora remoto, ma per nulla teorico, è quello del *decoupling* finanziario delle due potenze. Gli Stati Uniti potrebbero decidere di limitare o impedire l'accesso alla finanza americana alle imprese cinesi, a partire dalla quotazione in Borsa. A oggi, sono 156 le imprese cinesi quotate a Wall Street, con una capitalizzazione di circa \$1,2 trilioni di dollari. Queste imprese potrebbero essere costrette al *delisting*, ovvero all'uscita dal listino americano. Inoltre, la Casa Bianca potrebbe decidere di limitare l'ammontare che i fondi pensione americani possono investire in imprese cinesi.

Verso la frammentazione dell'economia globale?

Da parte sua, la Cina potrebbe disinvestire gli 1,1 trilioni di dollari di titoli pubblici americani attualmente in suo possesso. È evidente che uno scenario di questo genere rappresenterebbe un'*escalation* senza precedenti, con effetti di grande portata sui mercati mondiali. Si tratta di pura fanta-economia? Non è così nelle idee dei consiglieri economici di Trump, da sempre a favore del *decoupling* e della frammentazione in blocchi dell'economia globale. Significherebbe una nuova cortina di ferro economica tra i due paesi, come ha dichiarato di recente Henry Paulson, segretario del tesoro nella amministrazione di George W. Bush.

Venti di recessione

Una serie di dati negativi, in Europa come in altre parti del mondo, hanno messo in allarme i mercati per una possibile involuzione recessiva. All'inizio di ottobre il VIX (*volatility index*), l'indice che misura la volatilità di Wall Street, è salito del 10% arrivando a 20 punti, dopo essere rimasto attestato intorno ai 15 punti per tutto settembre. Il prezzo dell'oro (bene rifugio per eccellenza) ha superato nuovamente la soglia dei 1.500 dollari/oncia.

Economia americana in raffreddamento

Tra gli indicatori più preoccupanti, vi è il nuovo peggioramento dell'indice manufacturing ISM americano, che segnala un calo diffuso di produzione e nuovi ordini. Peggiora anche l'indice PMI Markit, sceso al di sotto della soglia tra contrazione ed espansione dell'attività. Bene invece gli indicatori sul mercato immobiliare: attività robusta, vendite in crescita grazie anche al calo dei mutui. Il dato più atteso dai mercati era quello sull'occupazione di settembre. Un dato positivo ma inferiore alla media degli ultimi mesi, quindi soggetto a letture diverse. Celebrato da Trump come un successo, accolto con più cautele da altri: sembra comunque confermare che l'economia sta perdendo velocità. La Federal Reserve rimane possibilista su un terzo taglio dei tassi entro fine anno. Il governatore Powell ha dichiarato "c'è qualche rischio all'orizzonte ma l'economia è in buona forma, sta a noi far sì che ci resti". Il prossimo *meeting* del *governing council* sarà a fine ottobre.

L'Europa decelera

Se è lecito avere opinioni diverse sullo stato di salute dell'economia americana, non c'è invece alcun dubbio sul fatto che quella europea stia decelerando in modo rapido, trascinata in basso dal crollo della produzione industriale tedesca.

Peggiorano l'indicatore *purchasing managers' index* e il clima di fiducia; produzione industriale e costruzioni sono in calo. Per ora tengono i consumi e il comparto dei servizi. Gli analisti prevedono un terzo trimestre di crescita appena superiore a zero e un quarto trimestre ancora più problematico: guerra commerciale e clima di incertezza condizionano le decisioni di spesa. Un ulteriore calo dell'export potrebbe sprofondare l'Europa in recessione. D'altra parte, la Germania ha a disposizione ampi margini di manovra per politiche fiscali più espansive, che darebbero impulso a tutta l'Europa. A questa prospettiva si oppone la tradizionale impostazione rigorista dei partiti al governo: ma il peggiorare della crisi potrebbe modificarne le priorità.

La politica monetaria non è (più) sufficiente

Un aiuto alla crescita europea potrebbe venire anche dalla politica monetaria. Dal 1° novembre la BCE riprenderà il programma di QE, acquistando titoli al ritmo di 20 miliardi di euro al mese. Tuttavia un numero crescente di operatori dubita che la politica monetaria, anche ultra-espansiva, possa accelerare la crescita. Lo stesso Draghi, del resto, ha invitato i paesi europei a fare di più sul piano fiscale e delle politiche comuni.

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

	2019	2020		2019	2020
Mondo	2,9	3,0	Turchia	-0,3	1,6
USA	2,4	2	Russia	0,9	1,6
Giappone	1,0	0,6	Cina	6,1	5,7
Area Euro	1,1	1,0	India	5,9	6,3
Germania	0,5	0,6	Sudafrica	0,5	1,1
Francia	1,3	1,2	Brasile	0,8	1,7
Italia	0,0	0,4	Messico	0,5	1,5
UK	1,0	0,9	Corea	2,1	2,3

Fonte: OECD, *Interim Economic Outlook*, settembre 2019.

La disoccupazione scende ai minimi

Dopo alcuni mesi di significativi incrementi occupazionali, anche a settembre la rilevazione sulle forze di lavoro registra un buon aumento dei posti di lavoro (+136.000); un dato tuttavia inferiore alla media dei tre mesi precedenti (170.600) e alla media degli ultimi 12 mesi (188.600). Il tasso di disoccupazione scende al 3,5%. Negli ultimi 12 mesi sono stati creati 2,26 milioni di nuovi posti. Rimane superiore all'inflazione la crescita dei salari (+2,9% rispetto allo scorso anno). A settembre gli incrementi occupazionali più significativi si sono registrati nei settori della sanità (+39.000 posti), servizi professionali (+34.000), pubblico impiego (+22.000 posti), logistica (+16.000); in calo il commercio al dettaglio (-11.000). Variazioni poco significative negli altri settori, incluso il manifatturiero.

Tiene la produzione manifatturiera

Dopo la lieve flessione di luglio (-0,1% rispetto al mese precedente) ad agosto l'indice della produzione industriale segna un aumento dello 0,6%; rispetto allo scorso anno la variazione è del +0,4%. Il dato di agosto riflette l'andamento positivo di tutti e tre i comparti che compongono l'indice aggregato: manifatturiero (+0,5%), *utility* (+0,6%), estrattivo (+1,4%). Negli ultimi 4 mesi la produzione manifatturiera è cresciuta in media dello 0,2% al mese, dopo avere fatto segnare un calo mensile medio dello 0,5% nei primi 4 mesi dell'anno. Sale al 77,9% il tasso di utilizzo degli impianti.

Indice ISM: si aggrava il peggioramento del clima di fiducia

La rilevazione di settembre dell'indice *manufacturing* ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, segna un ulteriore e più marcato peggioramento dopo la svolta di agosto, quando si era interrotto il lungo ciclo espansivo durato 35 mesi. Un dato che ha preoccupato i mercati: il giorno della pubblicazione l'indice S&P500 ha chiuso in calo dell'1,2%. Tornando ai dati ISM, l'indice sintetico arretra di 1,3 punti, stabilizzandosi ben al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Calano produzione, nuovi ordini e in misura ancora più marcata l'export. Ben 15 settori sui 18 rilevati segnalano una flessione: tra questi *automotive*, prodotti elettrici e elettronici, prodotti in metallo, macchinari, gomma-plastica, metallurgia (nonostante i dazi all'import). Nei giudizi delle imprese, a preoccupare sono principalmente i dazi.

Non rallentano le vendite al dettaglio

Dopo il buon incremento di luglio (+0,8% secondo il dato definitivo) anche ad agosto le vendite al dettaglio segnano un buon aumento (+0,4%), portando la crescita tendenziale al +4,1%. Negli ultimi tre mesi la crescita è stata del 3,7%. Nei primi 8 mesi, variazioni particolarmente elevate si registrano per salute e cura personale (+3,9%), alimentari (+3,2%), auto e ricambi (+3,3%); in crescita anche la spesa per materiali da costruzione e attrezzature da giardino (+0,4%). Stabile la spesa per abbigliamento (+0,1%), in calo mobili e arredamento (-0,5%) e soprattutto elettronica e elettrodomestici (-4,1%), articoli sportivi, *hobby*, musica e libri (-3,9%).



La difesa sostiene gli ordini di beni durevoli

Dopo il robusto aumento di luglio (+2,0% rispetto al mese precedente) anche ad agosto, per il terzo mese consecutivo, gli ordini di beni durevoli manifatturati registrano un incremento (+0,2%), sia pure decisamente più contenuto. Al netto degli ordini di mezzi di trasporto la variazione è del +0,5%. Al netto del comparto della difesa l'indice complessivo è invece in calo (-0,6%).

Gli ordini di beni capitali aumentano in misura rilevante nel comparto della difesa (+15,4%) mentre negli altri comparti si registra un calo (-2,1%). La dinamica del mese di agosto è speculare a quella di luglio, come è frequente per questo indicatore. Il comparto non-difesa rappresenta l'85% degli ordini totali di beni capitali.

Il calo dei mutui spinge il mercato immobiliare

Ad agosto il mercato immobiliare conferma le positive indicazioni di luglio. Secondo la rilevazione condotta da NAR (National association of realtors), le vendite salgono a 5,49 milioni di unità (in termini annualizzati), un volume superiore dell'1,3% a quello di luglio e del 2,6% a quello dello scorso anno. Secondo NAR l'accelerazione è spiegata soprattutto dalla riduzione dei tassi sui mutui immobiliari; viceversa, permane la scarsità di immobili che spinge verso l'altro i prezzi. Il prezzo mediano delle case è pari a 278.200 dollari, superiore del 4,7% rispetto allo scorso anno. Si tratta del 90° mese consecutivo di aumento dei prezzi.

Lo stock di immobili in vendita scende a 1,86 milioni da 1,90 milioni di luglio ed è inferiore del 2,6% a quello dello scorso anno (1,91 milioni); lo stock è pari a 4,1 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali (erano 4,3 mesi lo scorso anno). In media le case restano sul mercato per 31 giorni (erano 29 nel 2018). Il 49% delle case viene venduto in meno di un mese. Secondo Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), ad agosto il tasso medio sui mutui immobiliari a tasso fisso a 30 anni è pari al 3,62%, 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, ad agosto le vendite di abitazioni unifamiliari sono pari a 713.000 unità, in aumento del 7,1% rispetto a luglio e del 18% rispetto



allo scorso anno. Il prezzo mediano è pari a 328.400 dollari, quello medio a 404.200 dollari, in marcato aumento rispetto a luglio. A fine agosto lo stock di case in vendita è di 326.000 unità, corrispondenti a un'offerta di 5,5 mesi agli attuali ritmi di vendita.

Accelera l'attività edilizia

Ad agosto i permessi di costruzione (*building permit*) fanno registrare un aumento del 7,7% rispetto al mese precedente e del 12,0% rispetto allo scorso anno. Il dato corrisponde a un volume annuo di 1,42 milioni di permessi. Gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing start*), pari a 1,36 milioni in termini annualizzati, sono in forte accelerazione rispetto allo scorso anno (+6,6%). Infine, ad agosto sono state completate 1,29 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completion*): il 5,0% in più rispetto allo scorso anno.

Stabile la spesa per costruzioni

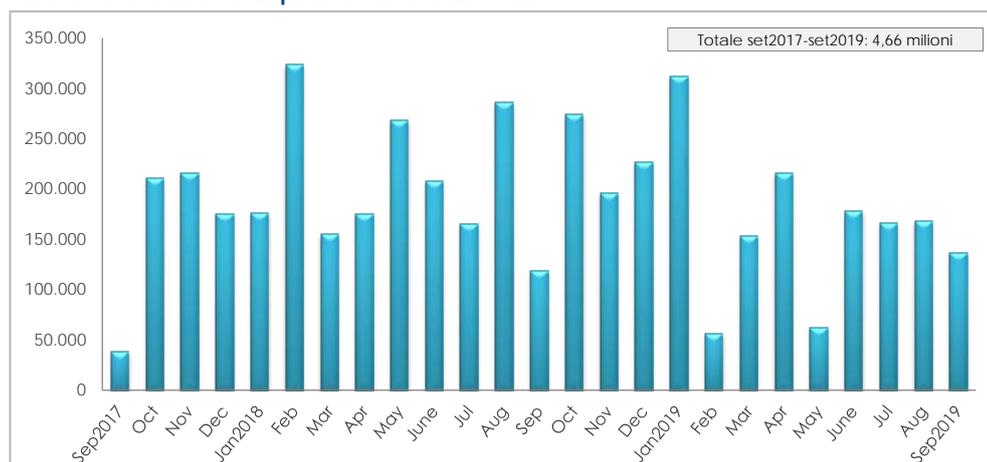
Ad agosto la spesa per costruzioni segna un lieve incremento rispetto al mese precedente (+0,1%), ma rimane al di sotto del valore dello scorso anno (-1,9%). Il dato deriva dalla stabilità della componente privata e da un aumento della spesa pubblica. Ad agosto la spesa totale per costruzioni è stata pari a 1,29 miliardi di dollari (in termini annualizzati), di cui oltre il 75% per edilizia privata e il restante 25% per opere pubbliche.

Un agosto positivo per il mercato automotive

Grazie a due *weekend* di apertura extra, il mese di agosto si chiude con un incremento dello 0,8% rispetto al 2018; le vendite annualizzate salgono a 16,99 milioni. Nei primi otto mesi il mercato resta tuttavia in flessione (-1,1%), con 16,95 milioni di autoveicoli venduti (in termini annualizzati).

NADA (National auto dealers association) prevede per il 2019 vendite intorno a 16,8 milioni.

Stati Uniti: creazione di posti di lavoro 2017-2019



Fonte: US Bureau of labor statistics.

Rallenta la crescita europea

Il dato definitivo conferma quello preliminare, fissando al +0,2% la crescita del PIL dell'Area euro nel secondo trimestre. 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 +1,2% (+1,4% per la UE-28), dal +1,3% del trimestre precedente.

A trainare la crescita europea sono sia i consumi delle famiglie (+0,1 punti) che gli investimenti (+0,1 punti), a fronte di una crescita trimestrale pari al +0,2% per i consumi e del +0,5% per gli investimenti. Il contributo della bilancia commerciale è stato negativo: stazionarie le esportazioni, in crescita le importazioni (+0,2%).

Indice PMI: economie europee vicine alla recessione, Germania in crisi

La rilevazione di settembre dell'indice PMI (*purchasing managers' index*) composito elaborato da IHS Markit (che tiene conto del settore manifatturiero e dei servizi) dà indicazioni preoccupanti. L'economia europea è prossima alla stagnazione, il rischio di recessione è più concreto. Negative sono anche le prospettive per il quarto trimestre. L'indice è appena al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività; IHS stima che nel terzo trimestre la crescita del PIL europeo non sarà superiore allo 0,1%. Il sondaggio rileva come la stagnazione si stia allargando dal manifatturiero ai servizi, un settore che nei mesi scorsi aveva evidenziato una maggiore resilienza. Il peggioramento è particolarmente marcato in Germania, ma coinvolge anche Francia e Italia (vicine allo stallo); rallenta anche la Spagna.

Preoccupa il crollo della produzione industriale tedesca

Dopo la gelata di giugno (-1,4% rispetto al mese precedente secondo il dato definitivo, che corregge lievemente al rialzo quello provvisorio) a luglio la produzione industriale non riprende quota (-0,4%); nel confronto con lo scorso anno il calo è pari al 2,0%. Nel trimestre maggio-luglio, la produzione è diminuita dello 0,6% rispetto ai tre mesi precedenti e dell'1,4% rispetto al 2018 (dato destagionalizzato e a parità di giornate lavorative).

La Germania è il caso più problematico. La produzione è in caduta libera da oltre un anno. Nell'ultimo trimestre è scesa dell'1,9% rispetto al periodo precedente e del 5,4% rispetto al 2018. In Francia la *trend* degli ultimi 12 mesi è di lieve crescita. Nel trimestre maggio-luglio, l'indice segna un modesto aumento a rispetto ai tre mesi precedenti (+0,4%) e allo scorso anno (+0,8%). Analoga valutazione è riferibile alla Spagna. La produzione è in lieve crescita rispetto al trimestre precedente (+0,7%) e allo scorso anno (+0,7%). Ciclo lievemente cedente in Gran Bretagna. Negli ultimi tre mesi l'indice registra un andamento negativo rispetto al periodo precedente (-0,5%) e allo scorso anno (-0,4%). In Italia, infine, prosegue la fase di stagnazione o lieve flessione dei livelli produttivi. L'ultimo trimestre registra un calo dello 0,8% rispetto al 2018 e dello 0,3% rispetto al trimestre precedente. A luglio, la variazione mensile è del -0,7%, quella tendenziale del -0,1%.

Costruzioni in frenata quasi ovunque

Dopo l'aumento di giugno (+0,6% secondo il dato definitivo, che corregge al rialzo quello provvisorio di cui avevamo dato conto nel precedente numero di Insight), a luglio nell'Area euro l'indice delle costruzioni segna una flessione

dello 0,7%. La crescita tendenziale è pari all'1,5% (in termini destagionalizzati e a parità di giornate lavorative). Negli ultimi tre mesi la produzione risulta in calo rispetto al trimestre precedente (-1,4%), mentre la dinamica tendenziale resta positiva (+1,3%).

La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale. In Germania il settore è in frenata, ma negli ultimi due mesi vi sono segnali più positivi. Il trimestre maggio-luglio, comunque, fa segnare un calo del 2,4 % rispetto al periodo precedente e dello 0,9% rispetto al 2018.

In Francia l'ultimo trimestre fa registrare una flessione rispetto a quello precedente (-2,0%); il confronto con lo scorso anno è invece positivo (+1,3%). Attività debole e in peggioramento in Gran Bretagna. Negli ultimi tre mesi è evidente un rallentamento (-0,8%), mentre rispetto al 2018 la crescita rimane appena positiva. In Spagna si confermano segnali di ripresa. Nel trimestre maggio-luglio l'attività si è irrobustita rispetto ai mesi precedenti (+1,5%); positivo il confronto con il 2018 (+1,6%). In Italia il trimestre registra una flessione dell'indice rispetto ai tre mesi precedenti (-2,3%), mentre la variazione tendenziale rispetto all'analogo periodo 2018 rimane positiva (+1,5%).

Resta tonico l'andamento dei consumi

Dopo il dato negativo di luglio (-0,5% secondo il dato definitivo, che ritocca al rialzo quello provvisorio) ad agosto l'indice delle vendite al dettaglio segna un rimbalzo rispetto al mese precedente (+0,3% in termini destagionalizzati); resta elevata la dinamica tendenziale (+2,1% a parità di giornate lavorative). Tutti i principali paesi fanno registrare robuste variazioni tendenziali: Spagna (+3,2%), Germania (+3,2%), Francia (+2,3%), Gran Bretagna (+2,2%). Anche la variazione rispetto al mese precedente è positiva per tutti i paesi con l'eccezione della Gran Bretagna. Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati comparabili.

Non si attenua la caduta del mercato automotive

Nei due mesi estivi il mercato *automotive* europeo ha registrato andamenti contrastanti. A luglio le vendite sono risultate in crescita (+1,4% rispetto al 2018), grazie al *boom* dei mercati dell'est Europa (+13,4%). Ad agosto, al contrario, le vendite sono diminuite dell'8,4%. Si tratta tuttavia di una distorsione derivante dal fatto che il termine di confronto è agosto 2018, un mese eccezionale in quanto le vendite balzarono in alto per effetto dell'introduzio-



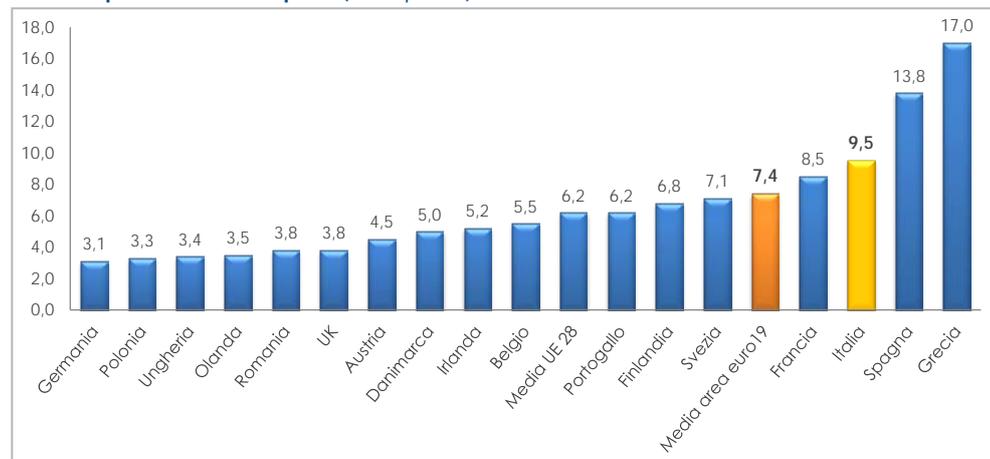
ne, a partire dal primo settembre, della nuova normativa WLTP sulle emissioni. Nei primi otto mesi il trend rimane ampiamente calante. Le vendite sono scese del 3,4% a livello europeo (10,5 milioni), con cali su tutti i principali mercati ad eccezione della Germania (+0,9%): Spagna (-9,2%), Francia (-3,0%), Italia (-3,0%), Gran Bretagna (-3,4%).

Si aggrava la flessione delle vendite del gruppo FCA: -12,1% tra gennaio e agosto, con 671.000 autovetture vendute sui mercati dell'Unione Europea + EFTA. Performance negativa per i marchi FIAT (-12,8%), Alfa (-45,1%) e anche, per la prima volta, anche di Jeep (-0,6%); positiva per Lancia/Chrysler (con volumi però molto modesti). Crollano le vendite di Maserati: -26,7%, con circa 600 vetture mensili vendute in tutta Europa.

Peggiora nuovamente la fiducia delle imprese

A settembre i sondaggi sul clima di fiducia, condotti dalla Commissione europea, rilevano una netta asimmetria tra la fiducia dei consumatori, in miglioramento, e quello delle imprese, in marcato deterioramento. Per quanto riguarda i settori produttivi, permane la dicotomia tra industria manifatturiera (pessimista) e servizi (ottimisti). Nel complesso, vengono smentiti i segnali più incoraggianti emersi dal sondaggio di agosto.

Disoccupazione in Europa – (tassi perc.)



Fonte: Eurostat

Paesi Emergenti

Brasile: si prospetta un quarto trimestre più debole

Nel secondo trimestre l'economia brasiliana ha fatto registrare una crescita superiore alle attese, grazie alla accelerazione degli investimenti, al rafforzamento dell'attività manifatturiera e al supporto di una politica monetaria espansiva. È migliorato anche l'export, nonostante la crisi argentina (il principale mercato) abbia praticamente azzerato le vendite dirette a quel paese. I dati più recenti sono incoraggianti. Ad agosto, è migliorato il clima di fiducia di consumatori e imprese. La produzione industriale ha segnato una battuta di arresto a luglio ma ad agosto ha prontamente ripreso velocità (+0,8% rispetto al mese precedente, l'aumento più consistente degli ultimi 12 mesi), con 10 settori su 26 in crescita. Va comunque ricordato che la crescita tendenziale rimane negativa (-2,3%). Secondo gli analisti, il 2019 si chiuderà



con una lieve flessione della produzione, che dovrebbe riprendere slancio nel 2020.

Indicazioni positive vengono anche dall'indice PMI (*purchasing managers index*), rilevato mensilmente da IHS-Markit. A settembre l'indicatore sintetico migliora sensibilmente – si tratta anzi del miglioramento più marcato degli ultimi 22 mesi. Aumentano produzione e ordinativi; soprattutto, torna a crescere l'occupazione, un segnale che le imprese prevedono che la fase favorevole possa durare nel tempo. Debole l'export, ma questo non sorprende dato il peggioramento del contesto. Una lettura un po' più prudente viene da un altro importante indicatore sul clima di fiducia, rilevato dalla Getulio Vargas foundation. A settembre l'indice migliora ma rimane al di sotto della soglia tra ottimisti e pessimisti.

Le previsioni si aspettano un raffreddamento della crescita nell'ultima parte dell'anno. A metà settembre le autorità monetarie hanno tagliato il tasso di riferimento Selic di mezzo punto, portandolo a 5,50%, nuovo record. La banca centrale ha dichiarato che la moderata crescita e la bassa inflazione lasciano margini per una ulteriore riduzione dei tassi di interesse, anche sulla base delle preoccupazioni per il deterioramento del contesto globale. Sul fronte politico, va segnalata l'approvazione da parte del Senato di una parte rilevante della riforma delle pensioni voluta dal presidente Bolsonaro, sia pure con qualche emendamento.

Cina: l'export rallenta

Dopo il marcato raffreddamento registrato nel secondo trimestre, anche nei mesi successivi la crescita rimane piuttosto debole, ovviamente se confrontata con i tassi eccezionalmente elevati cui eravamo abituati. Ad agosto la produzione industriale rallenta ulteriormente (+4,4% tendenziale, rispetto al +4,8% di luglio), registrando l'incremento più basso da febbraio 2002. Rallentano soprattutto i comparti dell'energia ed estrattivo. Dopo il rimbalzo di luglio ad agosto calano nuovamente le esportazioni.

A settembre, indicazioni un po' più incoraggianti vengono dai due sondaggi sulla produzione industriale. Il *purchasing manager's index* (PMI) manifatturiero rilevato da National bureau of statistics (NBS) e China federation of logistics and purchasing (CFLP) migliora rispetto ad agosto, ma rimane al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività.



Anche l'indice Caixin (rilevato su un campione di imprese con diversa struttura settoriale e dimensionale) registra un miglioramento, posizionandosi in questo caso in territorio espansivo. Aumentano produzione e nuovi ordini, stabile l'occupazione. Determinanti la domanda interna e l'accelerazione dei progetti infrastrutturali, mentre l'effetto delle sanzioni americane sulle esportazioni rimane significativo, anche per le ricadute sul clima di fiducia. I negoziati con gli Stati Uniti dovrebbero riprendere per il 10 ottobre, con delegazioni annunciate al massimo livello. È tuttavia impressione comune che potranno esservi accordi di portata limitata ma non veri, significativi passi in avanti verso una svolta nelle relazioni tra le due massime potenze mondiali. Le tariffe vengono usate, soprattutto dagli Stati Uniti, come armi in un conflitto molto più ampio. Le conseguenze saranno profonde, non solo per i due belligeranti.

Russia: in vista una brusca frenata

I dati definitivi confermano che nel secondo trimestre la crescita russa è stata piuttosto debole (+0,9% tendenziale), anche se in accelerazione rispetto al primo trimestre (+0,5%). Il risultato è spiegato dalla forte accelerazione dei consumi, grazie al surriscaldamento del mercato del lavoro, alla bassa inflazione e al miglioramento del clima di fiducia. Una buona notizia è anche la crescita degli investimenti, che nel primo trimestre avevano invece segnato una flessione. Tra i settori produttivi, in calo l'estrattivo, debole il manifatturiero, stagnanti le costruzioni. Male l'export, in calo più accentuato rispetto al primo trimestre. Determinante la volatilità dei prezzi del petrolio e i tagli alla produzione domestica.

I dati relativi ai mesi successivi segnalano una accelerazione dell'attività produttiva nei mesi di luglio e agosto, mentre a settembre il quadro è decisamente diverso.

L'indice PMI (*purchasing managers' index*) rilevato da IHS-Markit a settembre, segnala infatti una vera e propria inversione di tendenza, che andrà ovviamente verificata nei prossimi mesi. È un fatto che l'indice di settembre ha toccato il punto più basso dal 2009, a seguito di una marcata frenata dell'*output*. Peggiorano anche le previsioni per i prossimi 12 mesi. Rimane espansivo, al contrario, l'andamento del comparto dei servizi.

A inizio settembre la Banca centrale ha ridotto al 7,0%, il tasso di riferimento, sulla base della bassa inflazione e del deludente andamento della domanda interna. Ulteriori riduzioni sono probabili nei prossimi mesi.



ECONOMIA ITALIANA

 <p>-1,8% agosto 2019/2018</p>	 <p>0,8% luglio 2019/2018</p>	 <p>2,6% luglio 2019/2018</p>	 <p>13,4% settembre 2019/2018</p>	 <p>-6,2% luglio 2019/2018</p>
 <p>↑ settembre 2019</p>	 <p>↓ settembre 2019</p>	 <p>6,2% luglio 2019/2018</p>	 <p>-0,7% agosto 2019</p>	 <p>14,6% agosto 2019</p>

- ▶ Nel quadro di un'Europa in frenata, l'Italia rallenta di più.
- ▶ La frenata tedesca si riflette sull'automotive italiano.
- ▶ Pubblicata la Nota di aggiornamento al documento di economia e finanza (NADEF).

In breve...

Nel quadro di un'Europa che rallenta, rallentiamo anche noi. Quest'anno finisce con una crescita pari a zero (0,1%), contro un super ottimistico 1,5% previsto solo 10 mesi fa, in bilico tra ripresa e recessione. Nel 2020 le attese sono ancora più caute: la previsione del governo è un aumento dello 0,6%, l'OCSE e Confindustria si fermano allo 0,4%.

Diversi fattori contribuiscono ad accentuare i rischi per il nostro Paese. Da un lato, il reddito di cittadinanza non ha dato, per ora, i risultati sperati: le domande sono state inferiori alle attese (circa 200.000 richieste in meno del previsto) e non si sono osservati miglioramenti dal lato dell'occupazione (non variano gli occupati, ma aumentano gli inattivi). Dall'altro, il rallentamento dell'economia tedesca ha gravi ripercussioni sulla nostra economia, con pesanti ricadute sulle esportazioni. A soffrire è in particolar modo la manifattura legata all'automotive, tradizionalmente dipendente dalla Germania.

L'aumentata preoccupazione delle imprese influenza il clima di fiducia, che registra ancora un valore in discesa, così come negativi sono la produzione industriale e i finanziamenti alle imprese.

Sembra positivo il diverso l'approccio del nuovo governo nei confronti dell'Europa e la conseguente flessione dei tassi sul debito sovrano. Il forte calo dei rendimenti sui titoli di Stato che si è avviato da giugno favorisce l'attività economica, perché agevola il credito, oltre a contenere la spesa pubblica per interessi.

Nei giorni scorsi è stata pubblicata la Nota di aggiornamento al documento di economia e finanza (NADEF), in cui viene rivisto il quadro economico e di finanza pubblica dello scorso aprile. Al contrario del governo gialloverde, quello giallorosso rinuncia a usare l'espansione del deficit come strumento di crescita. Il NADEF prevede un deficit 2020 pari al 2,2 per cento del PIL.

La scelta di non aumentare l'IVA (che genererebbe effetti negativi sulla spesa delle famiglie e sugli investimenti privati), che avrebbe dovuto generare entrate per 23 miliardi circa, impone la necessità di trovare risorse aggiuntive. Preoccupa il rituale richiamo a una grande riduzione dell'evasione fiscale (con l'illusione che possa fruttare circa 7 miliardi) e a un generico efficien-

tamento della spesa pubblica, che fanno pensare ad un esecutivo distratto dal timore di imminenti elezioni.

Tenendo conto dei mancati introiti dell'IVA, la manovra è nel complesso restrittiva. La coperta è decisamente corta e la riduzione del cuneo fiscale non potrà che essere molto limitata. Va osservato che l'Italia sta traendo vantaggio da una fase eccezionalmente favorevole per quanto riguarda la spesa per interessi, grazie alla politica monetaria espansiva attuata dalla BCE e al recupero di fiducia sui mercati internazionali dopo la formazione del nuovo governo PD-5 stelle.

La possibilità che queste condizioni eccezionalmente favorevoli possano protrarsi nel 2020 dipendono da due fattori: da un lato, la politica monetaria della BCE, che dovrebbe mantenersi espansiva almeno per tutto il prossimo anno. Dall'altro, la fiducia dei mercati nel sistema paese, che influisce sullo spread e dunque sui tassi delle nuove emissioni. È preoccupante pensare che in questo contesto così favorevole il nostro debito non sia sceso di una virgola e non sia destinato a scendere; né, d'altra parte, si sono ridotti il disavanzo e la spesa.

Lieve aumento mensile per la produzione industriale

Ad agosto 2019 si osserva una lieve crescita congiunturale della produzione industriale, dopo due mesi di cali. Nella media degli ultimi tre mesi, peraltro, la dinamica congiunturale resta negativa. Più in dettaglio, l'indice destagionalizzato della produzione industriale aumenta dello 0,3% rispetto a luglio. Nella media del trimestre giugno-agosto, invece, la produzione mostra una flessione dello 0,3% rispetto ai tre mesi precedenti. L'indice destagionalizzato mensile mostra aumenti congiunturali nei comparti dei beni strumentali (+0,4%) e dei beni di consumo (+0,3%); variazioni negative registrano, invece, l'energia (-0,9%) e i beni intermedi (-0,5%).

Bene farmaceutici e industrie manifatturiere

Corretto per gli effetti di calendario, ad agosto 2019 l'indice complessivo è diminuito in termini tendenziali dell'1,8% (i giorni lavorativi sono stati 21, contro i 22 di agosto 2018). Nella media dei primi otto mesi dell'anno l'indice ha registrato una flessione tendenziale dello 0,9%. Su base tendenziale e al netto degli effetti di calendario, ad agosto 2019 si registra una contenuta crescita per



l'energia (+1,8%) e una più lieve per i beni di consumo (+0,7%); diminuiscono, in misura marcata, i beni strumentali (-4,9%) e i beni intermedi (-3,1%). I settori di attività economica che registrano i maggiori incrementi tendenziali sono i prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (+6,6%), le altre industrie manifatturiere, riparazione e installazione di macchine ed apparecchiature (+6,1%) e l'industria del legno, della carta e stampa (+5,5%). Le flessioni più ampie si registrano nelle industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori (-11,3%), nella metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo esclusi macchine e impianti (-8,8%) e nella fabbricazione di mezzi di trasporto (-6,9%).

Crollano gli ordini di macchine utensili

Nel secondo trimestre 2019, l'indice UCIMU degli ordini di macchine utensili ha segnato un calo del 31,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il risultato complessivo è stato determinato dal deciso arretramento registrato nella raccolta ordinativi sia sul mercato interno che sul mercato estero. In particolare, gli ordini raccolti dai costruttori sul mercato interno hanno segnato un calo del 43% rispetto al periodo aprile-giugno 2018. Anche sul fronte estero i costruttori italiani hanno registrato una sensibile riduzione degli ordinativi, scesi del 28,5% rispetto al secondo trimestre 2018.

Lieve tendenza al recupero per le costruzioni

Nel complesso dei primi sette mesi dell'anno, è comunque confermata la tendenza al recupero in atto dall'inizio del 2019 rispetto allo stesso periodo del 2018. I dati di giugno e luglio confermano il quadro di sostanziale stazionarietà per la produzione nelle costruzioni a partire da maggio 2019. Pur in presenza di deboli segnali di crescita negli ultimi due mesi, il marcato calo congiunturale riscontrato su base trimestrale riflette il rallentamento rispetto alla sostenuta dinamica rilevata nei primi mesi dell'anno. Anche la dinamica tendenziale della produzione nelle costruzioni negli ultimi due mesi, pur rimanendo positiva, segna una rilevante decelerazione.

Resta negativo il dato trimestrale: -2,3%

Più nel dettaglio, a luglio 2019 si stima un contenuto incremento congiunturale (+0,1%) della produzione nelle costruzioni, risultato in linea con quanto rilevato a giugno 2019 (+0,1%). Nella media del trimestre maggio-luglio, la produzione nelle costruzioni segna una contrazione del 2,3% rispetto al trimestre precedente. Su base annua, l'indice corretto per gli effetti di calendario (i giorni lavorativi sono stati 23, contro i 22 di luglio 2018) e l'indice grezzo aumentano a luglio 2019, rispettivamente, dello 0,8% e del 4,3%. Nel confronto con i primi sette mesi del 2018, l'indice della produzione nelle costruzioni mostra un aumento tendenziale del 3,2%.

Prosegue il calo del mercato automotive

A settembre il mercato italiano dell'auto totalizza 142.136 immatricolazioni, in crescita del 13,4% rispetto allo stesso mese del 2018. I volumi immatricolati nei primi nove mesi del 2019 ammontano, così, a 1.467.668 unità, l'1,6% in meno rispetto ai volumi dello stesso periodo del 2018. Oltre agli effetti di calendario, questo risultato ha beneficiato anche del confronto con un settembre 2018 dai volumi particolarmente bassi (-25,4%), mentre non ha certo contribuito il comparto delle vetture diesel che si mantiene in calo a doppia cifra (-13%).

Lieve calo congiunturale per il commercio al dettaglio

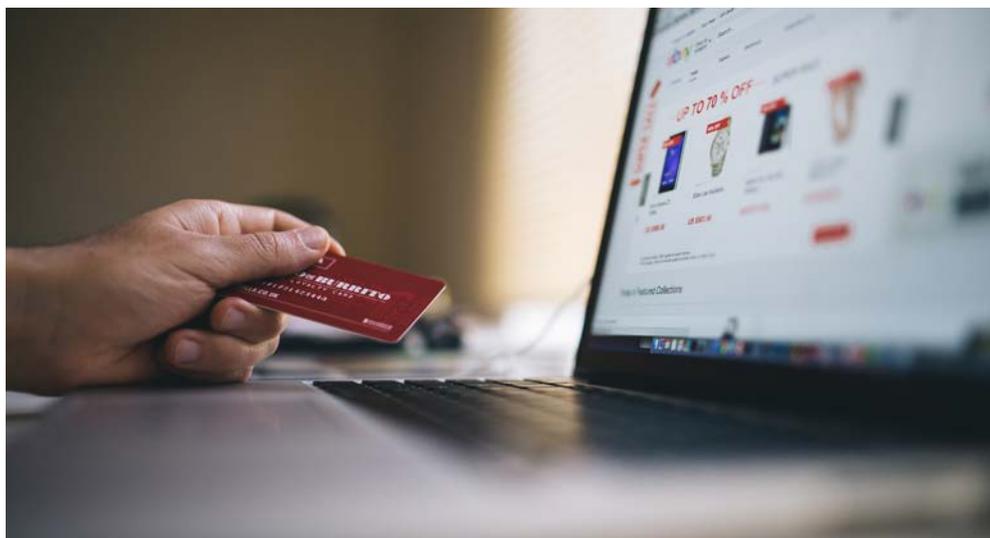
La contenuta flessione congiunturale di luglio segue il più ampio incremento registrato a giugno 2019. A luglio, la crescita tendenziale del valore delle vendite al dettaglio è in accelerazione rispetto a quella registrata nel mese precedente e risulta diffusa a tutte le classi dimensionali d'impresa. 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).

A giugno calano sia i beni alimentari sia quelli non alimentari

Nel dettaglio, a luglio 2019 le vendite al dettaglio, registrano una diminuzione congiunturale dello 0,5% in valore e dello 0,7% in volume. Sono in flessione sia le vendite dei beni alimentari (-0,1% in valore e -0,5% in volume) sia quelle dei beni non alimentari (-0,7% in valore e in volume). Nel trimestre maggio-luglio 2019, rispetto al trimestre precedente, le vendite al dettaglio aumentano dello 0,5% sia in valore sia in volume. Sono in aumento sia le vendite dei beni alimentari (+0,7% in valore e +0,5% in volume) sia quelle dei prodotti non alimentari (+0,3% in valore e +0,4% in volume).

Rispetto a un anno fa, le vendite aumentano. Vola l'e-commerce

Su base annua, le vendite al dettaglio registrano un aumento del 2,6% in valore e del 2,8% in volume. Sono in crescita sia le vendite dei beni alimentari (+3,2% in valore e +2,4% in volume), sia quelle dei beni non alimentari (+2,1% in valore e +3,1% in volume). Per quanto riguarda le vendite dei beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali positive per tutti i gruppi di prodotti. Gli aumenti maggiori riguardano dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (+6,4%) e calzature, articoli in cuoio e da viaggio (+6,1%). Rispetto a luglio 2018, il valore delle vendite al dettaglio aumenta del 3,3% per la grande distribuzione, e dello 0,9% per le imprese operanti su piccole superfici. In forte crescita il commercio elettronico (+23,2%).



Prestiti alle imprese ancora in calo

A luglio 2019 i finanziamenti alle imprese sono aumentati dello 0,4% rispetto al mese di giugno e scesi dello 0,2% rispetto a luglio 2018. Le sofferenze sono diminuite del 2,8% su base mensile e del 33,1% su base annuale.

Contenuto aumento per la fiducia dei consumatori in settembre

A settembre 2019 si registra un contenuto aumento dell'indice del clima di fiducia dei consumatori, dovuto in particolare a un miglioramento della valutazione della situazione personale e delle prospettive future. L'incremento dell'indice di fiducia dei consumatori è la sintesi di andamenti eterogenei delle sue componenti: il clima economico registra un calo, mentre il clima corrente rimane stabile; si rileva, invece, un aumento sia per la componente personale sia per quella futura.

Nuovo indebolimento del clima di fiducia delle imprese

Si indebolisce nuovamente il clima di fiducia delle imprese. La flessione di settembre è trainata dal settore manifatturiero, in calo per il quarto mese consecutivo, e dal commercio al dettaglio. I segnali positivi riguardano il settore dei servizi e, soprattutto, il comparto delle costruzioni.

L'indice di fiducia mostra andamenti differenziati nei diversi comparti

Nella manifattura e nel commercio al dettaglio è in diminuzione mentre è in aumento nei servizi e, soprattutto, nelle costruzioni.

Per quanto riguarda le componenti dei climi di fiducia delle imprese, nell'industria manifatturiera il peggioramento è condizionato da una dinamica negativa sia dei giudizi sugli ordini sia delle attese di produzione; i giudizi sulle scorte rimangono stabili. Nelle costruzioni l'evoluzione positiva dell'indice è determinata da un deciso miglioramento sia dei giudizi sugli ordini sia delle attese sull'occupazione. Nel comparto dei servizi si segnala il miglioramento dei giudizi sia sugli ordini sia sull'andamento degli affari; le attese sugli ordini sono invece in deterioramento. Per quanto attiene il commercio al dettaglio, il calo dell'indice di fiducia sintetizza giudizi sulle vendite e sulle scorte in mercato peggioramento a cui si unisce un aumento delle attese sulle vendite. Si segnala che l'indice di fiducia è in diminuzione sia nella grande distribuzione sia in quella tradizionale.

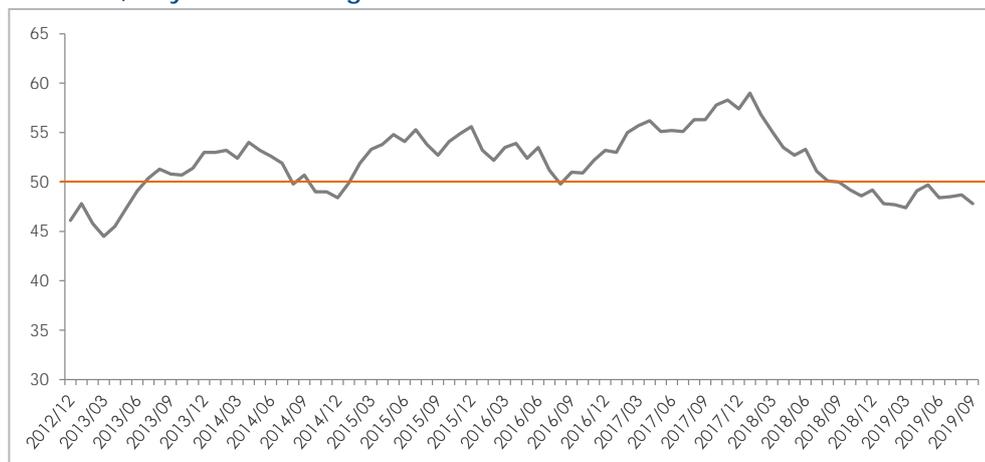
Nuovo peggioramento dell'indice PMI

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 a settembre 47,8, in discesa da 48,7 di agosto e segnalando quindi il peggioramento delle condizioni operative maggiore in sei mesi e riportando una contrazione mensile continuativa da inizio anno.

Si ferma l'occupazione, stabile rispetto a luglio

Dopo la crescita registrata nel primo semestre dell'anno ed il lieve calo mostrato a luglio, l'occupazione ad agosto risulta sostanzialmente stabile nel confronto mensile. In particolare, l'andamento occupazionale è sintesi dell'aumento dei lavoratori dipendenti, sia permanenti sia a termine, e della flessione degli indipendenti. Nell'ultimo mese si stima una diminuzione della

PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

disoccupazione e, dopo cinque mesi di stabilità, un aumento dell'inattività. Nel confronto trimestrale e tendenziale permangono la crescita dell'occupazione, soprattutto dipendente permanente, e il calo della disoccupazione già osservati nei mesi precedenti.

Aumentano gli occupati ultracinquantenni

Più in dettaglio, ad agosto 2019 la stima degli occupati risulta sostanzialmente stabile rispetto a luglio; il tasso di occupazione si attesta al 59,2%. L'occupazione risulta stabile per entrambe le componenti di genere; aumenta per gli ultracinquantenni (+34.000) mentre cala nelle altre classi d'età. Dopo la flessione del mese scorso, tornano a crescere i dipendenti, sia permanenti sia a termine (+32.000 nel complesso); diminuiscono invece gli indipendenti (-33.000).

In calo i disoccupati, ma aumentano gli inattivi

Le persone in cerca di occupazione sono in forte calo (-3,4%, pari a -87.000 unità nell'ultimo mese). La diminuzione riguarda entrambe le componenti di genere e coinvolge tutte le classi d'età. Il tasso di disoccupazione scende al 9,5% (-0,3 punti percentuali rispetto a luglio).

La stima complessiva degli inattivi tra i 15 e i 64 anni ad agosto è in aumento (+0,6%, pari a +73.000 unità) per entrambe le componenti di genere. Il tasso di inattività sale al 34,5% (+0,2 punti percentuali). Nel trimestre giugno-agosto 2019 l'occupazione è in crescita rispetto ai tre mesi precedenti (+0,2%, pari a +45.000 unità) per entrambi i generi. Nello stesso periodo aumentano sia i dipendenti permanenti (+0,5%, +79.000) sia quelli a termine (+0,4%, +12.000) mentre risultano in calo gli indipendenti (-0,8%, -45.000); si registrano segnali positivi in tutte le classi di età, ad eccezione dei 35-49enni.



Germania a rischio recessione, cosa significa per l'Italia?

Centro Studi
CONFINDUSTRIA
14/10/2019

Scenari geoeconomici

Germania: export e manifatturiero penalizzano il PIL

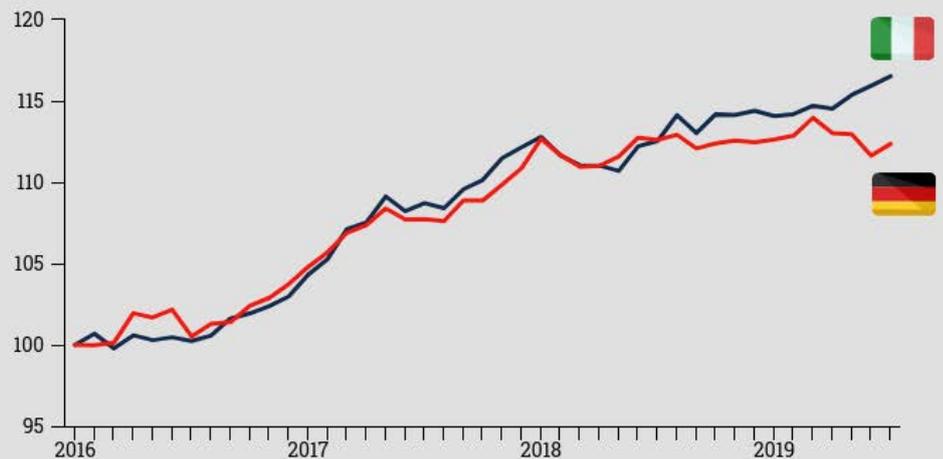
(Variazioni % a prezzi costanti e 50=nessuna variazione; dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat, IHS-Markit.

L'export italiano fa meglio di quello tedesco

(Merci, dati mensili destag., medie mobili a tre termini, indice gen. 2016=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

L'economia tedesca si è fermata a metà 2019 e si prospetta debole anche nel resto dell'anno. Il suo modello di crescita rimane incentrato sulla domanda estera: l'export è pari a quasi metà del PIL (quello italiano a meno di un terzo). La frenata del commercio mondiale la danneggia particolarmente.

Nell'ultimo anno l'export tedesco è stato più debole di quello italiano. È più penalizzato dalla caduta delle vendite di auto (il 19 per cento del totale manifatturiero, contro l'8 italiano) ed esposto al rallentamento cinese e al rischio Brexit. Inoltre, la performance italiana è stata molto positiva nei beni di consumo (farmaceutici, abbigliamento, alimentari) e negli USA.

Occorre evitare, però, la Schadenfreude, cioè la soddisfazione per le difficoltà altrui. La debolezza della Germania, primo partner commerciale e produttivo dell'Italia, si trasmette alle industrie italiane più integrate nelle catene globali del valore e alle regioni più dinamiche, soprattutto nel Nord Italia. L'export italiano, quindi, appare destinato a frenare, a meno di un deciso miglioramento dello scenario internazionale.

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



MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
set/ago 2019	set/ago 2019	set/ago 2019	set/ago 2019
 +12,1%	 +4,1%	 +0,7%	 0,0%
\$/Mt	\$/Bbl	\$/Mt	\$/Dmtu
RAME	GOMMA NATURALE TSR20	CACAO	ZUCCHERO
set/ago 2019	set/ago 2019	set/ago 2019	set/ago 2019
 +0,9%	 +1,9%	 +4,8%	 -3,6%
\$/Mt	\$/Mt	\$/Kg	\$/Kg

- ▶ La stagnazione economica impatta sui consumi di materie prime.
- ▶ Verso un modello di crescita ad inferiore consumo di *commodity*.
- ▶ Soffrono soprattutto i mercati energetici.

The Economist commodity - price Index

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
Dollar Index			Sterling Index		
All Items	3,4%	-3,4%	All Items	2,3%	2,6%
Food	5,8%	2,8%	Euro Index		
Industrials			All Items	3,8%	2,2%
All	0,5%	-10,2%	Gold		
Non food agriculturals	1,1%	-12,1%	\$ per oz	-4,3%	22,9%
Metals	0,3%	-9,5%	West Texas Intermediate		
			\$ per barrel	-0,6%	-28,7%

Fonte: The Economist, 24 settembre - 1 ottobre 2019.

Molti elementi di incertezza

I prezzi delle principali materie prime hanno mantenuto un andamento cedente nei mesi centrali del 2019 scontando gli effetti del raffreddamento del ciclo economico internazionale e la stagnazione del commercio mondiale, in un contesto largamente dominato dagli effetti dell'*escalation* della guerra dei dazi tra Cina e Stati Uniti, ormai difficilmente reversibile.

I rischi associati alla rottura del commercio tra i due paesi si sono combinati agli altri elementi di incertezza dello scenario, ad esempio la Brexit, la frenata del manifatturiero tedesco e la contrazione della produzione in alcune importanti filiere globali, in particolare quella dell'*automotive*.

Verso un nuovo modello di crescita a minor consumo di *commodity*

I fattori congiunturali, legati alla brusca frenata dell'economia globale spiegano la caduta dei livelli di attività manifatturiera nelle principali economie mondiali e delineano uno scenario in transizione verso un modello di crescita strutturalmente meno intensivo in termini di consumi di *commodity*.

Nelle economie avanzate, la ricerca di soluzioni di trasporto a ridotto impatto ambientale, la circolarità dell'economia, il contenimento degli sprechi energetici e delle emissioni di CO2 stanno già facendo sentire i propri effetti sui

consumi di materie prime, sostenendo la domanda di alcuni prodotti (metalli rari, diritti di emissione, ecc.) a scapito di altri (plastiche tradizionali, carta da macero, prodotti petroliferi più inquinanti, carbone, ecc.). Verosimilmente, questi *mega-trend* sono destinati ad amplificarsi nei prossimi anni, condizionando in misura sempre più rilevante i consumi e i prezzi delle principali materie prime, in primis quelle energetiche.

In aumento il gas naturale e alcuni metalli

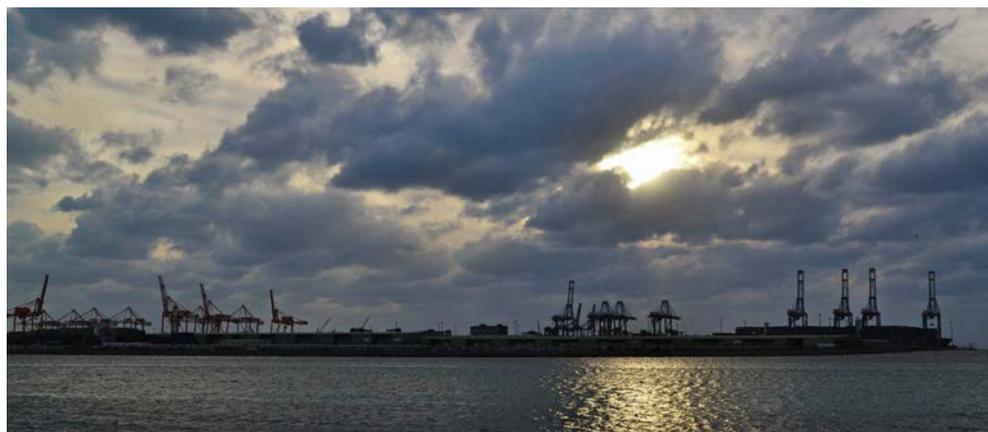
A livello di singole materie prime i maggiori apprezzamenti hanno interessato, tra le altre, gas naturale (+13,2%), nickel (+12,1%), platino (+10,0%), archidi (+5,5%), argento (+5,4%), petrolio (+5,2%), cacao (4,8%) e zinco (2,6%). Relativamente stabili i prezzi di minerale di ferro, olio di girasole e cellulosa. I ribassi più consistenti si sono registrati, tra le altre, per orzo (-15,0%), mais (-3,9%), zucchero (-3,6%), olio di palma (-1,0%).

Frenano i mercati energetici

L'impatto della frenata delle economie avanzate si è avvertito soprattutto sui mercati energetici. Nei primi sei mesi del 2019 la crescita della domanda mondiale di petrolio ha rispecchiato quella del PIL delle principali economie mondiali, crescendo dello 0,8% su base annua, meno della metà rispetto ai ritmi crescita registrati nello stesso periodo del 2018. Il peggioramento delle prospettive di sviluppo della domanda si riflette nelle ripetute revisioni verso il basso operate dalle principali agenzie (IEA, EIA, OPEC) nel corso del 2019, ora sostanzialmente concordi nel profilare un incremento della domanda mondiale di greggio inferiore al milione di barili/giorno nell'anno in corso (+0,9% circa rispetto al 2018). Se queste attese venissero confermate, si tratterebbe della crescita della domanda petrolifera più contenuta degli ultimi dieci anni.

Corsi petroliferi turbati dall'attacco all'impianto saudita

L'attacco del 14 settembre al principale impianto di lavorazione del greggio in Arabia Saudita ha temporaneamente turbato lo scenario di una domanda poco brillante, mentre negli USA la produzione di *shale-oil* ha continuato a crescere. In questo scenario, solo le *policy* restrittive applicate dall'OPEC hanno evitato che il rallentamento globale si trasformasse in un eccessivo accumulo di scorte. Il mese di settembre si è chiuso con un prezzo petrolifero medio in aumento del 4,1% rispetto ad agosto.



Produzione industriale cinese ai minimi da 17 anni

Per quanto riguarda i metalli, a pesare sull'evoluzione dei consumi è soprattutto il prolungamento della lunga coda di frenata del manifatturiero cinese, la cui produzione industriale in agosto è cresciuta del 4,4% (il minimo da 17 anni). A questo si associa la persistente debolezza che caratterizza alcune importanti *value-chain* globali, prima fra tutte quella dell'*automotive*, ma anche quella elettronica, dove si registra una forte contrazione della domanda di materie prime come stagno e rame.

Ribassi per i non ferrosi, vola il nickel, stabili gli acciai

Ribassi trasversali a tutto il comparto dei non ferrosi, con l'eccezione del nickel che, per effetto del blocco all'export di minerale da parte dell'Indonesia, ha chiuso (caso unico tra i non ferrosi) i primi nove mesi del 2019 su livelli decisamente più elevati rispetto a quelli medi osservati a inizio anno. Zinco e alluminio hanno registrato leggeri aumenti. Per gli acciai, la ripresa delle esportazioni brasiliane ha consentito di ripianare gli ammanchi che si erano generati nella prima metà dell'anno, in seguito al crollo della miniera di Minas Gerais, allentando le tensioni da costo in tutta la filiera siderurgica e permettendo ai prezzi di rimanere stabili a settembre.

Metalli per batterie: boom del litio nonostante la crisi della filiera elettronica

La domanda di litio è attivata in prima battuta dall'industria delle batterie che, grazie alla crescente richiesta di componenti destinati al settore dell'auto elettrica, nell'ultimo quinquennio ha sperimentato un vero e proprio *boom*. Nonostante le persistenti difficoltà che caratterizzano le filiere asiatiche dell'elettronica, i consumi mondiali hanno continuato a svilupparsi a ritmi sostenuti anche nella prima metà del 2019.

Metalli per batterie: il cobalto soffre le guerre commerciali

Il 35% dell'offerta mondiale di cobalto è destinata alla realizzazione di batterie e circuiti integrati: non sorprende quindi, che le problematiche che hanno caratterizzato le filiere asiatiche dell'elettronica (le prime vittime del conflitto USA-Cina e, più di recente, delle dispute tra Corea e Giappone) si siano tradotte in un brusco rallentamento della crescita dei consumi mondiali di questo metallo. Nel dettaglio, allo sviluppo a doppia cifra del 2016-17 ha fatto seguito un incremento più contenuto nel 2018 e, soprattutto, nei primi mesi del 2019: in media, l'anno in corso è atteso chiudersi con un incremento dei consumi di cobalto del 4,5%. La chiusura, annunciata in agosto, dell'impianto estrattivo Glencore di Mutanda, R.Congo (con una capacità di 25.000 ton/anno, pari al 15% dell'offerta mondiale) consentirà alle quotazioni di risalire nei prossimi mesi.



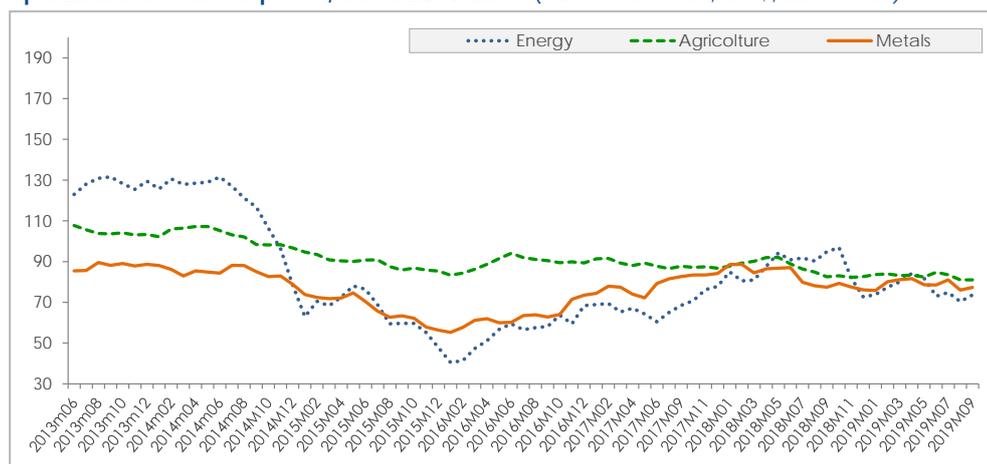
Relativamente stabili i mercati delle materie plastiche

Si assestano i mercati delle materie plastiche, dopo il calo dei prezzi registrato, nei mesi estivi, dai principali polimeri. Oltre all'elevata disponibilità di materia prima vergine, i mercati di materie plastiche beneficiano anche di un contesto molto favorevole per quanto riguarda gli approvvigionamenti di commodity da riciclo i cui prezzi (a causa dello stop alle importazioni da parte della Cina) si collocano attualmente ai minimi storici.

Rialzi diffusi per i prodotti agricoli

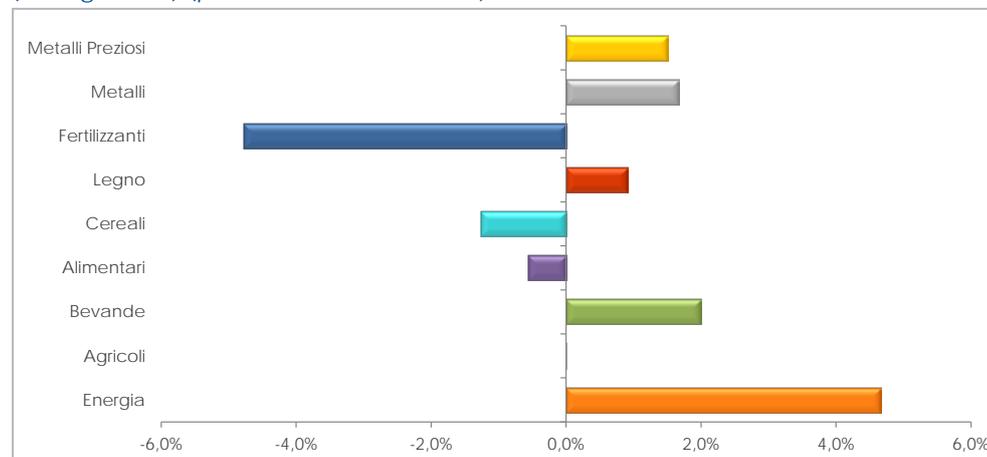
Ampia disponibilità e assenza di tensioni hanno caratterizzato la filiera forestale (con le scorte di cellulosa, ai massimi storici nei *delivery point* europei), mentre i principali prodotti agricoli, in particolare nei mesi estivi, hanno reagito con rialzi diffusi al deterioramento delle condizioni di semina e raccolta per la stagione in corso. I rialzi sono poi parzialmente rientrati nel mese di settembre.

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 (set/ago 2019) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World bank.

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	III trim 2019	VI trim 2019	I trim 2020	II trim 2020
PETROLIO	-6,8	+2,4	-2,5	-1,6
CARBONE	-9,9	-2,0	-0,7	+0,0
GAS NATURALE	-1,8	-3,9	-0,7	-2,1
OLIO COMBUSTIBILE	-14,1	+1,1	-1,6	-0,2
VIRGIN NAFTA	-8,9	+3,3	+0,3	-1,3
ENERGIA ELETTRICA	+1,9	-1,4	-2,6	-1,2
MINERALI DI FERRO	-9,3	-16,9	+9,6	-6,5
ROTTAMI DI FERRO	-4,5	+1,0	-2,7	-4,4
ACCIAI PIANI	-2,0	-3,6	-0,6	-0,8
ACCIAI LUNGH	-3,0	-1,0	-2,6	-2,1
RAME	-4,6	+0,5	+0,1	-0,0
ALLUMINIO	-1,1	+0,5	+0,4	-2,2
PIOMBO	+8,1	+1,2	-0,3	-0,1
ZINCO	-14,5	-4,1	-4,1	-2,3
STAGNO	-12,7	-0,4	+0,4	-0,0
NICKEL	+28,3	+9,2	-2,9	-3,7
PREZIOSI	+11,7	+3,7	-0,7	-0,5
CEREALI USA	+0,7	-3,4	+0,2	+0,7
CEREALI	-4,2	-0,4	+1,0	+0,5
COLONIALI	-1,3	+3,4	-1,2	-3,7
GOMMA	-9,7	-4,0	-3,6	-2,1
LEGNAME TROPICALE	+1,0	-1,2	-1,1	-0,5
LEGNAME CONIFERE	+4,1	+3,0	+0,2	+0,2
PASTA PER CARTA	-11,1	-6,1	-3,8	-1,8
LANA	-15,0	-12,4	-4,3	-3,3
COTONE	-12,6	+1,3	+1,8	+1,1
PELLI	-19,2	-0,9	+4,0	+3,9
ORGANICI DI BASE	-9,2	+5,1	-3,0	-1,8
AROMATICI ED ALTRI ORGANICI	-4,9	+11,2	+2,7	-2,6
MATERIE PLASTICHE	-7,6	+4,4	-1,2	-1,3
ELASTOMERI	-0,2	-3,0	-1,4	+0,3
FIBRE CHIMICHE	-5,3	+4,3	+2,2	-1,2
SOIA	+1,3	+0,6	+0,6	+0,9

Fonte: elaborazioni su dati Prometeia commodity, ottobre 2019.





I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in \$ ago 2019	Prezzo in \$ set 2019	var. %
Aluminum	(\$/mt)	1740,68	1753,51	0,7%
Barley	(\$/mt)	135,03	114,82	-15,0%
Beef	(\$/kg)	4,60	4,65	1,3%
Coal, Australian	(\$/mt)	65,55	65,75	0,3%
Coal, South African	(\$/mt)	60,43	61,37	1,6%
Cocoa	(\$/kg)	2,19	2,30	4,8%
Coconut oil	(\$/mt)	719,28	724,03	0,7%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	2,78	2,84	2,1%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	1,56	1,56	-0,2%
Copper	(\$/mt)	5709,44	5759,25	0,9%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,56	1,57	0,7%
Crude oil, average	(\$/bbl)	57,67	60,04	4,1%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	59,25	62,33	5,2%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	58,92	60,84	3,3%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	54,84	56,95	3,8%
DAP	(\$/mt)	292,90	285,75	-2,4%
Fish meal	(\$/mt)	1436,95	1385,38	-3,6%
Gold	(\$/troy oz)	1500,41	1510,58	0,7%
Groundnut oil	(\$/mt)	1457,89	1458,25	0,0%
Groundnuts	(\$/mt)	1252,38	1321,43	5,5%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	93,07	93,08	0,0%
Lead	(\$/mt)	2044,55	2071,85	1,3%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	10,86	10,86	0,0%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	389,41	385,28	-1,1%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	280,19	277,06	-1,1%
Maize	(\$/mt)	163,59	157,26	-3,9%
Meat, chicken	(\$/kg)	1,90	1,85	-2,5%
Natural gas index	(2010=100)	51,85	58,68	13,2%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	3,68	4,21	14,4%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	2,22	2,58	16,0%
Nickel	(\$/mt)	15748,64	17656,88	12,1%
Orange	(\$/kg)	0,53	0,53	1,6%
Palm kernel oil	(\$/mt)	619,33	613,15	-1,0%
Palm oil	(\$/mt)	586,12	580,30	-1,0%
Phosphate rock	(\$/mt)	78,00	77,50	-0,6%
Platinum	(\$/troy oz)	859,14	944,70	10,0%
Plywood	(cents/sheet)	513,93	508,19	-1,1%
Potassium chloride	(\$/mt)	265,50	265,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	877,48	903,07	2,9%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	421,00	421,00	0,0%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	430,00	427,00	-0,7%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	407,52	401,71	-1,4%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	362,39	350,85	-3,2%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,50	1,50	-0,1%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,31	1,34	1,9%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	581,98	591,61	1,7%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	661,96	672,91	1,7%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	13,06	13,23	1,3%
Silver	(\$/troy oz)	17,22	18,16	5,4%
Sorghum	(\$/mt)	147,93	149,69	1,2%
Soybean meal	(\$/mt)	337,36	333,13	-1,3%
Soybean oil	(\$/mt)	793,21	779,25	-1,8%
Soybeans	(\$/mt)	360,93	366,07	1,4%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,36	0,36	-1,1%
Sugar, US	(\$/kg)	0,57	0,57	-0,6%
Sugar, world	(\$/kg)	0,27	0,26	-3,6%
Sunflower oil	(\$/mt)	776,00	776,00	0,0%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,63	2,59	-1,5%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,06	3,04	-0,7%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	2,71	2,53	-6,8%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,13	2,21	4,0%
Tin	(\$/mt)	16608,99	16830,62	1,3%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4869,33	4861,08	-0,2%
TSP	(\$/mt)	275,00	270,00	-1,8%
Urea	(\$/mt)	262,50	237,75	-9,4%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	181,15	189,60	4,7%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	197,52	201,91	2,2%
Woodpulp	(\$/mt)	875,00	875,00	0,0%
Zinc	(\$/mt)	2273,01	2331,56	2,6%

Fonte: World bank.

VALUTE



- ▶ L'euro perde terreno per via della politica monetaria accomodante.
- ▶ Si fanno più visibili gli effetti della guerra commerciale su dollaro e yuan.
- ▶ Le previsioni sulla sterlina sono tutte concordi su un *trend* negativo.

Euro

L'euro sconta le nuove mosse della BCE

L'euro è tornato nel mirino dei *trader*. A seguito delle recenti decisioni di politica monetaria della Banca centrale europea e, in modo più specifico, a causa del lancio del nuovo *quantitative easing* BCE, la valuta è di nuovo sotto i riflettori. Al di là delle reazioni nel breve periodo, sono in tanti ad attendersi un impatto più di lungo termine, specialmente sulla coppia euro dollaro. A pesare sulla moneta unica europea sono stati anche gli ultimi indici PMI provenienti da Francia, Germania ed Eurozona, che confermano il rallentamento delle principali economie europee.

Rispetto al mese precedente a settembre l'euro ha guadagnato lo 0,2% nei confronti delle valute dei suoi principali 38 *partner* commerciali. Rispetto al dato di settembre 2018 la variazione è stata del meno 2,1% .

Dollaro

Il dollaro rimane forte, ma l'*outlook* futuro non è positivo

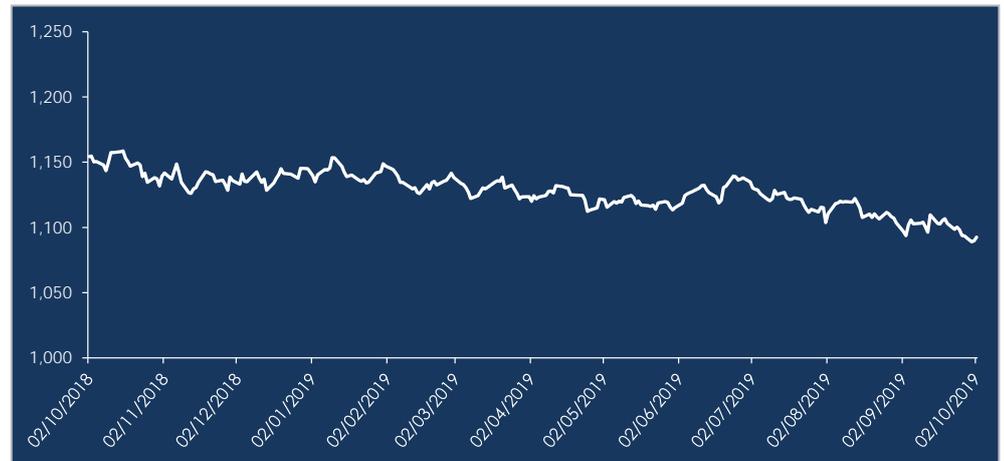
Il dollaro sta perdendo sempre più il suo status quo. In Russia il gigante petrolifero Rosneft dal mese scorso ha scelto l'euro come valuta di riferimento per i contratti di fornitura ai clienti: una mossa che esclude la divisa americana da transazioni per oltre 50 miliardi di dollari l'anno, solo con riferimento alle vendite di petrolio. Nel frattempo, nei confronti dell'euro, la sua principale valuta rivale, il dollaro scambia intorno a un rapporto di cambio di 1,0945. Secondo Bank of America Merrill Lynch il dollaro sarebbe sopravvalutato, ma è supportato dalla forza dell'economia USA. Dal canto loro gli analisti di Danske bank ritengono che almeno a breve termine la forza del dollaro rimarrà invariata perché il contesto rimane favorevole al biglietto verde. Tra gli elementi a favore ci sono la politica monetaria della FED più reattiva che proattiva e il trascinarsi del conflitto commerciale e della Brexit. Al momento il mercato è concentrato sui negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina, ma i recenti annunci di dazi sui beni europei hanno riportato alla ribalta anche il possibile scontro tra USA e UE.

Yen

Lo yen beneficia del clima avverso al rischio

La divisa nipponica recupera leggermente terreno rispetto alle sue principali controparti valutarie, forte del clima *risk off* in attesa del nuovo *round* di colloqui tra USA e Cina sul tema dei dazi commerciali. Il pessimismo del mercato circa le possibilità di una concreta distensione tra Washington e Pechino è

Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

aumentato dopo le indiscrezioni diffuse da Bloomberg, secondo cui i diplomatici cinesi vedono scarsi margini che la ripresa del confronto porti a una svolta in positivo.

Sterlina

La Brexit, anche in caso di accordo, sarà un colpo forte per la sterlina

L'ondata di ottimismo, partita a metà dello scorso mese in seguito alla decisione della Corte suprema britannica, sembra essere passeggera: la sterlina britannica è infatti nuovamente in difficoltà. Dopo la sentenza della Corte suprema, secondo cui la sospensione del Parlamento voluta dal *premier* Johnson era illegale e per questo motivo nulla, pare che i parlamentari britannici abbiano scarse possibilità di intervenire. Inoltre la nuova discesa del pound ha trovato conferma nelle dichiarazioni di Michael Saunders, uno dei *policymaker* della Bank of England. Egli non ha lasciato spazio a dubbi o interpretazioni di sorta: la prossima mossa della Bank of England potrebbe essere quella di tagliare i tassi di interesse, esattamente come accaduto negli USA e nell'Eurozona. Ma se le altre principali banche centrali mondiali hanno rivisto al ribasso il costo del denaro per far fronte ad un rallentamento economico sempre più palese, la BOE potrebbe scegliere di ritoccare la misura a causa della Brexit. Evitare il *no-deal*, ha continuato Saunders, servirà a poco: i danni all'economia inglese hanno già incominciato a manifestarsi e persino in caso di *soft* Brexit le incertezze potrebbero rivelarsi tali da rendere indispensabile un alto grado di politica monetaria accomodante.

Yuan

Lo yuan potrebbe essere usato dalla Cina per contrastare gli effetti della guerra commerciale

Il cambio dello yuan rispetto al dollaro è interpretato da molti esperti come un'arma che Pechino potrebbe usare contro Washington durante il dipanarsi della sempre più lunga e complessa guerra commerciale. Prendendo atto di come viene scambiata oggi la valuta cinese, sono numerose le accuse che lo yuan venga utilizzato per compensare gli effetti delle tariffe. Alcuni analisti si spingono a prevedere che ci sarà un indebolimento dello yuan ogni qualvolta che gli Stati Uniti aumenteranno le pressioni contro Pechino. Un renminbi più debole renderebbe infatti l'export cinese molto più appetibile sui mercati internazionali. Per quanto concerne il corso futuro del cambio tra le due monete, gli esperti sono molto divisi: come si è dimostrato

I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media maggio 2019	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
	 ARGENTINE PESO	62,31	21,4%	68,0%
	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,62	2,3%	4,2%
	 BRAZILIAN REAL	4,53	5,3%	-1,6%
	 CHINESE YUAN	7,83	1,9%	-0,6%
	 UK POUND STERLING	0,89	1,8%	2,1%
	 INDONESIAN RUPIAH	15511,84	0,6%	-5,8%
	 INDIAN RUPEE	78,57	2,7%	-1,5%
	 MEXICAN PESO	21,54	2,5%	0,5%
	 MALAYSIAN RINGGIT	4,61	0,7%	-1,4%
	 RUSSIAN ROUBLE	71,41	3,3%	-4,5%
	 SOUTH AFRICAN RAND	16,32	7,1%	3,6%
	 CANADIAN DOLLAR	1,46	0,5%	-2,0%
	 SWISS FRANC	1,09	-1,7%	-4,6%
	 JAPANESE YEN	118,24	-2,7%	-7,8%
	 TURKISH LIRA	6,28	-1,0%	-8,2%
	 US DOLLAR	1,10	-0,8%	-3,7%

Fonte: elaborazione dati BCE, settembre 2019.

nell'ultimo anno, la situazione è più instabile e complicata di quanto non si immaginasse all'inizio. Per ora tutti sono abbastanza concordi che nel 2020 si potrebbe vedere un progressivo indebolimento del dollaro. L'economia globale è infatti in una fase di rallentamento che, il prossimo anno, dovrebbe coinvolgere anche Washington. Verrà poi meno anche la spinta derivata dai tagli fiscali voluti da Trump ormai due anni orsono. Tutto questo porterà sicuramente la FED a tagliare ulteriormente il costo del denaro alleggerendo la divisa nazionale.

Franco svizzero

Breve momento di debolezza per il franco svizzero

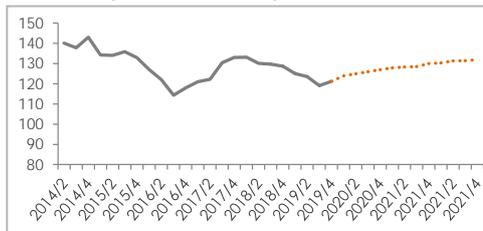
Normalmente ci si aspetterebbe che in un clima di incertezza il franco svizzero si apprezzasse: assieme all'oro e allo yen la valuta è infatti ritenuta da molti un bene rifugio, da inseguire nei momenti più volatili. Tuttavia, al contrario dello yen che si è apprezzato sulla scia del ritorno del clima di *risk-off*, negli ultimi tempi si è osservata una svalutazione della divisa elvetica. Vari sono gli elementi alla base di questa discrasia: recentemente i dati economici svizzeri sono stati inferiori alle aspettative, e certamente lo scarso interventismo



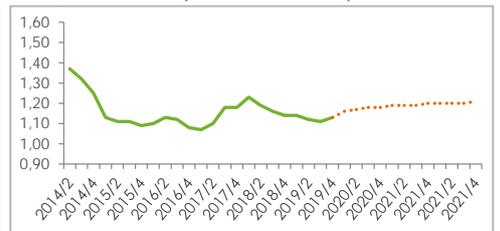
attuato sinora dalla banca centrale non ha aiutato. L'ultimo *meeting* di politica monetaria della banca centrale svizzera il 19 settembre scorso è passato sotto silenzio e le attese di un intervento futuro sono moderate, nonostante la coppia euro/franco viaggi sui livelli di luglio 2017. È tuttavia probabile che nel caso in cui la volatilità sui mercati salisse in futuro, come potrebbe succedere successivamente alla Brexit, il franco svizzero riesca a lasciarsi alle spalle questo breve momento di debolezza e ritorni ad essere considerato un bene rifugio.

Previsioni di medio periodo

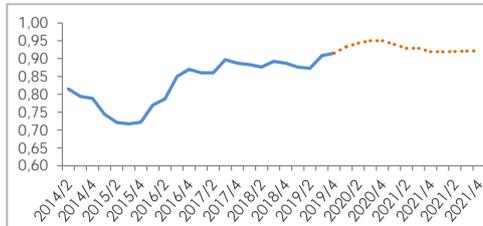
Euro/Yen (valori trimestrali)



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
lug/giu 2019	lug/giu 2019	luglio 2019	Asta settembre 2019	Punti base
+0,4%	-2,8%	8,8%	↓	152

- ▶ La BCE approva l'ultimo *round* di misure espansive sotto l'egida Draghi.
- ▶ Il governo potrebbe agevolare la formazione del terzo polo del mercato del credito italiano.
- ▶ I finanziamenti alle imprese rimangono stabili in Europa e in Italia.

Draghi approva nuove misure espansive

Come previsto dalla maggior parte del mercato, nella riunione del 12 settembre il consiglio direttivo BCE ha tagliato i tassi sui depositi, ma non solo. Poco prima della conferenza stampa ha comunicato in maniera sintetica tutte le decisioni prese dal *board*, molte delle quali hanno avuto un impatto evidente sul cambio euro dollaro. Stando a quanto emerso, i tassi sui depositi sono scesi ancora da -0,4% a -0,5%. Allo stesso tempo Draghi ha comunicato l'avvio di un nuovo *quantitative easing* che prenderà il via il prossimo 1° novembre a un ritmo di 20 miliardi di euro al mese. In questo caso, il programma di acquisti non avrà scadenza: proseguirà fino a che l'inflazione non convergerà in maniera sostanziale verso (ma sotto) il 2%. Al fine di sostenere il canale bancario di trasmissione della politica monetaria, il consiglio direttivo ha anche stabilito di introdurre un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, in cui parte della liquidità in eccesso detenuta dalle banche sarà esente dal pagamento del tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale.

Nella fusione tra UBI banca e Banco BPM potrebbe entrare anche Monte dei Paschi di Siena

Nelle ultime settimane a tenere banco è stata la possibilità di un possibile matrimonio tra UBI banca e Banco BPM. Oltre alle azioni dei due istituti a beneficiare del possibile matrimonio sarebbe tutto il comparto, visto che la fusione si tradurrebbe in un importante passo per il tanto atteso consolidamento del sistema bancario italiano. Dovrebbe infatti portare alla nascita del terzo polo bancario italiano, dopo UniCredit e Intesa Sanpaolo. Ci sono tuttavia diversi ostacoli. In primo luogo c'è la sovrapposibilità territoriale dei due istituti, entrambi fortemente radicati nelle regioni settentrionali. Si tratta di un aspetto di non poco conto, sia alla luce delle difficoltà operative legate alla gestione della clientela, sia alla forte componente di esuberanti che un'operazione del genere comporterebbe. Ma non solo. Il possibile matrimonio Banco BPM-UBI banca comporterebbe anche forti criticità dal punto di vista dell'azionariato: molto in stile *public company* nel caso di Banco BPM e più concentrato nel caso dell'istituto guidato da Victor Massiah. Inoltre c'è la questione del rafforzamento patrimoniale di una o di entrambe: in questo caso la cifra, stimano gli analisti, potrebbe arrivare in quota 2 miliardi euro. Negli ultimi giorni il governo ha inviato dei segnali di un possibile intervento

per incentivare una simile operazione, con la discesa in campo di Monte dei Paschi di Siena. Per l'esecutivo, l'inserimento dell'istituto toscano nell'operazione risponderebbe alla necessità di riequilibrio, anche territoriale, dell'operazione e sarebbe funzionale all'uscita dal capitale da parte del ministero dell'Economia (che detiene il 68,247% del capitale dell'istituto senese).

Stabili i finanziamenti europei, ma è probabile che presto tornino a crescere

A luglio scorso il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto invariato al 3,9%. Il tasso di incremento sui dodici mesi per l'insieme dei prestiti alle società non finanziarie continua a essere solido, benché i prestiti a breve termine, più sensibili al ciclo, mostrino segnali di debolezza. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è collocato al 3,4% a luglio, dopo il 3,3% di giugno, continuando a registrare un graduale miglioramento. Nel complesso, l'espansione del credito beneficia ancora dei tassi sui prestiti bancari storicamente bassi. Le misure di politica monetaria varate nell'ultima riunione del *board*, compresi termini più accomodanti per la nuova serie di OMRLT, contribuiranno a salvaguardare condizioni favorevoli del credito bancario e continueranno a sostenere l'accesso al finanziamento, soprattutto per le piccole e medie imprese.

In Italia i prestiti alle imprese non calano

Nel mese di luglio i finanziamenti alle imprese in Italia hanno interrotto il loro andamento verso il basso: la variazione mensile è stata infatti pari al +0,4%. Tuttavia il divario rispetto al dato di luglio 2018 rimane stabilmente in territorio negativo (-6,2%). Si nota che la diminuzione delle sofferenze bancarie continua: l'ultima rilevazione indica una variazione del -2,8% sul mese precedente e del -33,1% rispetto al 2018. È proprio grazie a quest'ultimo dato che l'indicatore sul rapporto sofferenze/prestiti si è nuovamente ridotto, raggiungendo quota 8,8%. Si osserva una variazione positiva a luglio per l'indicatore dei prestiti alle famiglie (+0,4%), che ritorna ad aumentare anche su base annuale (+0,5%). Il costo dei fondi erogati a nel settimo mese dell'anno è incrementato di qualche decimo di punto percentuale per le erogazioni al di sotto del milione di euro, mentre si osserva una piccola contrazione del tasso per le concessioni al di sopra di tale soglia.

Il rendimento medio dei titoli di stato europei raggiunge quasi la soglia 0%

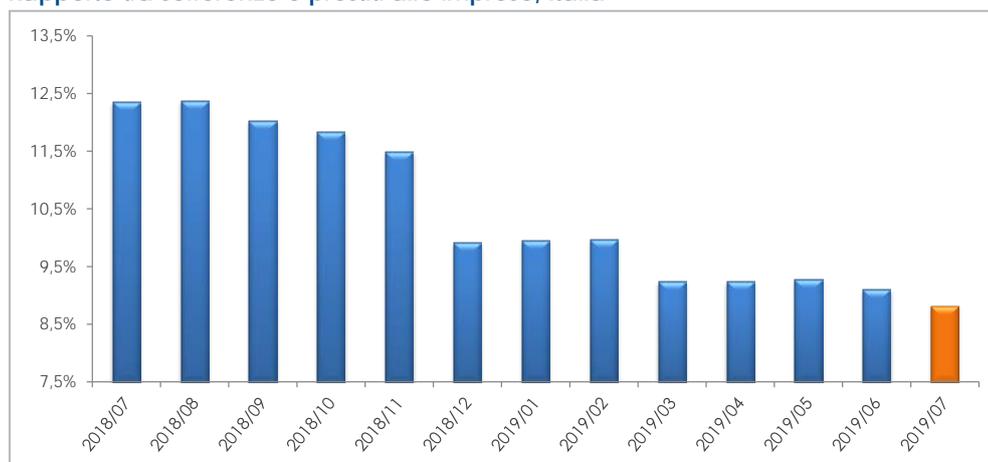
Per il quarto mese consecutivo i rendimenti dei titoli di stato europei a livello aggregato hanno stabilito un nuovo minimo storico, raggiungendo un rendimento dovuto praticamente nullo. Nel mese di settembre infatti la remunerazione media è risultata essere pari allo 0,05%, ossia 5 punti base in meno rispetto al mese scorso. Gli unici paesi europei in cui non si è osservata una diminuzione sono Italia e Germania, ma a livello internazionale anche Giappone e Stati Uniti hanno visto i propri rendimenti aumentare. Lo *spread*, ovvero il differenziale tra i rendimenti dei BTP decennali ed i loro corrispettivi tedeschi, si è ampliato raggiungendo quota 152.

Continuano le emissioni, molto favorevoli per il Tesoro, dei BTP

La Banca d'Italia ha comunicato che nell'asta del 27 settembre sul BTP decennale il Tesoro è riuscito a spuntare ancora un rendimento inferiore all'1%. Andando nello specifico, per quanto riguarda l'asta dei BTP a 5 anni e sca-

denza al primo febbraio 2025 sono stati collocati tutti i 3,75 miliardi di euro offerti dal Tesoro. Il *coupon* è pari allo 0,35%. Con una domanda pari a 5,194 miliardi di euro, il rapporto di copertura tra ammontare richiesto dagli investitori e quantitativo offerto è stato pari a 1,39. Il prezzo di emissione è stato pari a 100,50 e prevede un rendimento lordo pari allo 0,26%, in calo di 6 punti base rispetto allo 0,32% registrato nell'asta del 29 agosto 2019. Anche il BTP a 10 anni, scadenza al primo aprile 2030 e *coupon* all'1,35%, ha fatto segnare il tutto esaurito. Il prezzo medio dell'emissione è uguale a 104,76. A fronte di una domanda pari a 4,084 miliardi di euro sono stati collocati tutti i 3 miliardi di euro offerti dal Tesoro, per un rapporto di copertura pari a 1,36. L'asta del decennale italiano ha visto scendere i rendimenti allo 0,88%, livelli più bassi di sempre. Per quanto riguarda invece i CCTEU con scadenza fissata al 15 gennaio 2025, sono stati collocati 750 milioni di euro di titoli di stato. Con una domanda pari a 1,6 miliardi di euro, il rapporto di copertura tra ammontare richiesto dagli investitori e quantitativo offerto è pari a 2,13. Il prezzo di emissione è stato di 105,29 e prevede un rendimento lordo allo 0,52%, 25 punti base in meno rispetto all'asta del 29 agosto 2019.

Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



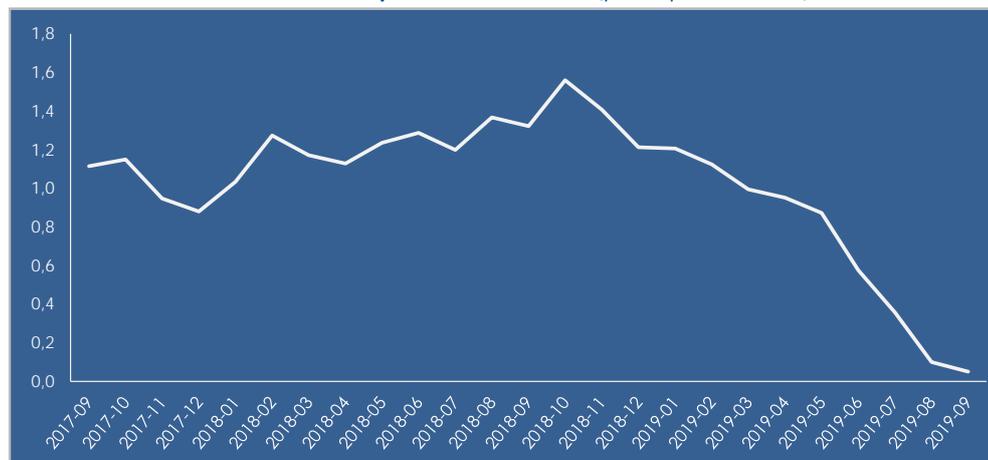
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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%	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%
2018/12	1,47%	1,95%	1,13%	2019/07	1,37%	1,92%	1,00%

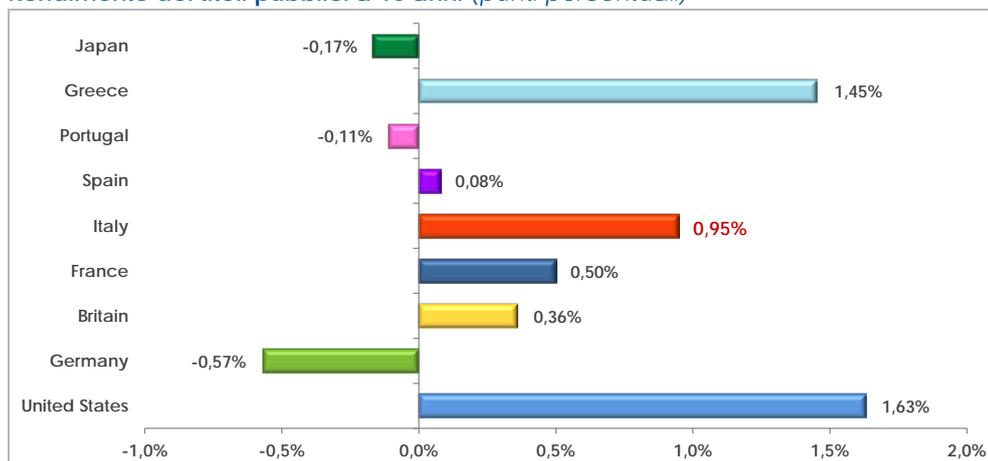
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, luglio 2019.

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.
- ▶ Lievi aumenti estivi, dovuti a fattori stagionali.
- ▶ Gli indici più alti si registrano in Romania e Ungheria.

Prosegue la fase di stagnazione dei prezzi nel nostro Paese. L'aumento dell'inflazione 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.

Anche l'inflazione di fondo, sebbene leggermente più alta di quella generale, risulta di poco superiore al mezzo punto percentuale. I comparti

merceologici che mostrano differenze rispetto ad agosto sono per lo più riconducibili alle componenti volatili del paniere. In questo quadro è da notare il rallentamento dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti, dovuto al fatto che le consuete diminuzioni di settembre ascrivibili a fattori stagionali e che caratterizzano soprattutto i prezzi del trasporto aereo e di quello marittimo, sono state quest'anno più ampie rispetto a quelle del 2018.

Invariati gli indici Eurostat

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer prices*) di agosto registra una variazione tendenziale del +1,0%, stabile rispetto a luglio. Ad agosto 2018 la variazione era pari a +2,1%. Nell'UE-28 l'inflazione tendenziale è +1,4%, anch'essa stabile rispetto al mese precedente. Ad agosto 2018 la variazione era pari a +2,2%.

Le variazioni positive più alte si sono registrate in Romania (+4,1%) Ungheria (+3,2%), Lituania e Olanda (entrambe +3,1%) mentre le più basse in Portogallo (-0,1%), Grecia (0,1%), e Spagna (+0,4%).

Variazione congiunturale nulla per l'IPCA

Nel mese di agosto 2019, l'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) ha registrato una variazione nulla su base mensile e dello 0,5% in termini tendenziali (in accelerazione da +0,3% registrato nel mese precedente).

L'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra un aumento dello 0,5% su base mensile e dello 0,3% rispetto ad agosto 2018.

Stabile anche NIC e inflazione di fondo

Sempre nel mese di agosto 2019, l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, ha registrato un aumento dello 0,4% su base mensile e dello 0,4% su base annua (confermando il dato di luglio); la stima preliminare era +0,5%. La stabilità dell'inflazione è il risultato di un quadro con pochi scostamenti rispetto al mese di luglio; da segnalare solamente la lieve accelerazione dei prezzi dei beni non durevoli (da +0,2% a +0,6%).

Sia l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, sia quella al netto dei soli beni energetici sono stabili rispetto al mese di luglio, rispettivamente a +0,5% e a +0,6%.

Aumento estivo per i trasporti

L'aumento congiunturale dell'indice generale è imputabile principalmente alla crescita dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (+4,5%), dovuta per lo più a fattori stagionali. L'inflazione è nulla per i beni (da -0,1%) e rallenta per i servizi (da +1,0% a +0,8%); il differenziale inflazionistico tra servizi e beni rimane positivo e pari a +0,8 punti percentuali (era +1,1 a luglio).

L'inflazione acquisita per il 2019 è +0,8% sia per l'indice generale sia per la componente di fondo.

I prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona aumentano dello 0,7% su base annua (da +0,6% di luglio), quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto rimangono stabili a +0,7%, registrando in entrambi i casi una crescita più sostenuta di quella riferita all'intero paniere.

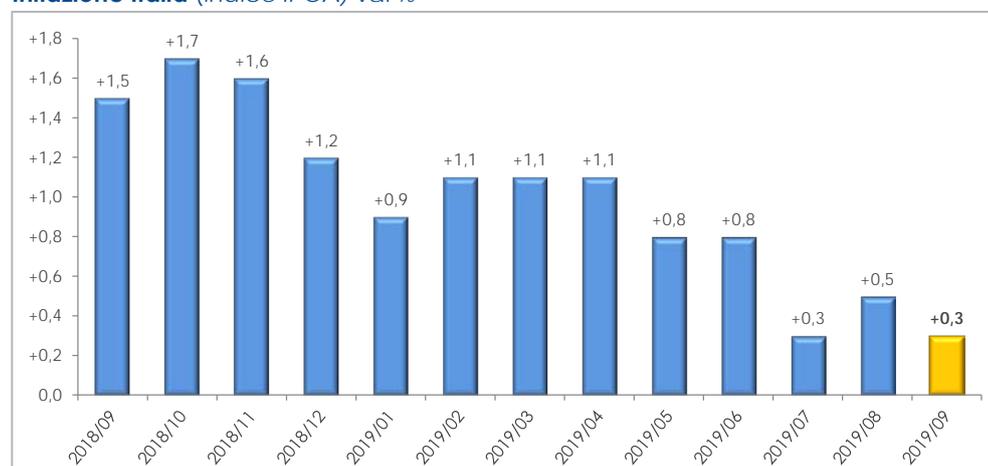
Poche novità in settembre

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

Secondo le stime preliminari dell'Istat, nel mese di settembre 2019 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra una diminuzione dello 0,5% su base mensile e un aumento dello 0,4% su base annua (stabile rispetto al mese precedente).

Secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) aumenta dell'1,5% su base mensile, a causa della fine dei saldi estivi di cui il NIC non tiene conto, e dello 0,3% su base annua (da +0,5% rispetto ad agosto).

Inflazione Italia (indice IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.