



## Sommario

### Economia mondiale

- ▶ Dopo un secondo trimestre fortemente negativo vi sono segnali di ripartenza, ma sarà decisivo il terzo trimestre.

### Economia italiana

- ▶ Mentre Germania e Francia progettano riforme, il governo italiano tergiversa aspettando elezioni regionali e referendum.

### Materie prime

- ▶ Mercati di *commodity* in ripresa, apprezzamenti diffusi per acciai e metalli non ferrosi. Si assesta il petrolio.

### Valute

- ▶ La debolezza del dollaro porta nuova energia all'euro. Sterlina e yen cedono terreno, mentre lo yuan è sempre più una valuta mondiale.

### Credito

- ▶ A settembre non sono previste nuove manovre; sebbene i prestiti alle imprese siano in aumento, si prevede un inasprimento delle condizioni alla concessione di nuovi fondi.

### Inflazione

- ▶ Inflazione negativa per il terzo mese consecutivo. I saldi estivi fanno aumentare l'IPCA.

## *In questo numero*



## ECONOMIA MONDIALE

	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	<b>8,4%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-0,1%*</b>
	agosto 2020	luglio 2020/2019	luglio 2020/2019
	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	<b>7,9%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>-5,9%**</b>
	luglio 2020	giugno 2020/2019	giugno 2020/2019

\* Construction spending

\*\* Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ Decisivo il terzo trimestre per capire se la ripresa è sostenibile.
- ▶ Alla ricerca dell'equilibrio tra emergenza e riforme strutturali.
- ▶ Non si attenua lo scontro tra Cina e Stati Uniti.

### In breve...

Nei mesi estivi la ripresa dell'economia globale, ha seguito grosso modo il profilo che si era auspicato alla fine della fase di lockdown. Le misure di emergenza adottate in tutti i paesi, con caratteristiche molto simili (sostegno al reddito dei lavoratori, iniezioni di liquidità per le imprese) hanno funzionato bene, evitando un tracollo produttivo, economico e sociale: un'eventualità che qualche mese fa non era così impossibile.

In Europa e negli Stati Uniti, tenendo conto delle differenze temporali nella curva dei contagi, i dati più recenti evidenziano una ripresa dell'attività produttiva e dei consumi e un miglioramento del clima di fiducia; diversa la situazione della Cina, dove la fase di lockdown era iniziata qualche settimana prima e dunque l'avvio della ripresa è stato anticipato rispetto alle altre aree. Un caso opposto riguarda invece l'America centrale e meridionale che è oggi l'epicentro della pandemia, con oltre la metà degli oltre 5.000 decessi registrati ogni giorno a livello mondiale.

Certamente, la ripresa non riguarda tutti i settori produttivi e le fasce di popolazione. Negli Stati Uniti, nonostante i progressi degli ultimi mesi, per ritornare sui livelli di febbraio restano da recuperare oltre 11 milioni di posti di lavoro.

Settori come trasporti aerei, logistica, turismo, sport, spettacolo, sono tuttora pesantemente condizionati dalle misure di contenimento, dal crollo dei consumi e dallo stallo degli investimenti; nell'ipotesi più favorevole, solo il prossimo anno potranno ritornare a una situazione pre-crisi. Ma molte aziende non ce la faranno a superare le difficoltà, nonostante le misure di sostegno.

Nel comparto manifatturiero, automotive, aeronautica e meccanica strumentale sono nell'occhio del ciclone per motivi diversi. Nel caso dell'automotive, in particolare, il calo forzato dei consumi si è sommato a problemi strutturali di lungo periodo: dall'evoluzione tecnologica verso alimentazioni alternative alla ridefinizione delle supply chain, ai processi di fusione e ristrutturazione che hanno coinvolto alcune importanti case automobilistiche (a partire da FCA e PSA).

*È opinione comune che, conclusa la fase di emergenza, i prossimi mesi faranno capire se questa ripresa è sostenibile o se ci attende un nuovo periodo di recessione o rallentamento. Ipotesi che prescindono da un'ulteriore ondata di contagi, che a oggi la maggior parte delle previsioni tende a escludere o circoscrivere, anche senza considerare l'eventualità di un imminente vaccino. Il terzo trimestre sarà decisivo.*

*L'efficacia delle misure economiche adottate o previste per fronteggiare la crisi è un fattore cruciale. Negli Stati Uniti come in Europa e nelle economie emergenti, i governi stanno cercando di trovare il giusto equilibrio tra interventi di breve periodo e programmi strutturali: nel tentativo, in sostanza, di usare l'emergenza per attuare le riforme, sfruttando la disponibilità dei mercati ad accettare un più ampio ricorso al deficit spending: un'opportunità che, molto probabilmente, non si presenterà mai più. Nel nostro paese, ma non solo, il rischio di dilapidare un patrimonio con interventi assistenziali a pioggia è quanto mai concreto; gli indizi emersi nel periodo estivo non lasciano ben sperare.*

*Non sono incoraggianti neppure altre vicende di queste settimane. Anzi tutto l'ulteriore irrigidimento delle tensioni tra Cina e Stati Uniti. L'avvicinarsi delle elezioni presidenziali è di grande interesse anche per gli equilibri mondiali: Biden è in vantaggio, ma Trump sta rimontando.*

*A fine mese, lo schiaffo di Boris Johnson all'Europa, che di fatto disconosce l'accordo firmato a ottobre su Brexit e in particolare sui rapporti commerciali con l'Irlanda.*

*In sintesi, maggiori tensioni e crescenti incertezze rendono lo scenario quanto mai turbolento e rischioso.*

### **Nel secondo trimestre recessione senza precedenti**

I dati più recenti confermano quanto già si sapeva, ovvero la portata drammatica e senza precedenti della caduta del PIL nel secondo trimestre in gran parte dell'economia globale. A partire da Europa, Stati Uniti e Giappone. Una parziale eccezione è la Cina, dove la recessione e la successiva ripresa sono iniziati prima. I dati resi noti a luglio e agosto sono abbastanza incoraggianti: sembrano annunciare un profilo a V del ciclo economico, con un significativo rimbalzo della crescita già nel terzo trimestre.

### **Verso una ripresa a V?**

Gli analisti si attendono che buona parte della caduta registrata nel secondo trimestre possa venire recuperata nei tre mesi successivi: è l'ipotesi più favorevole tra quelle prospettate nei mesi scorsi.

Nei mesi successivi tuttavia la crescita rallenterà in modo marcato ed emergeranno tutte le criticità temporaneamente accantonate.

### **Ma i problemi inizieranno dopo**

Entro la fine del terzo trimestre si esaurirà l'effetto dei massicci stimoli varati in tutti i paesi per sostenere il reddito e le imprese. Una parte delle perdite occupazionali è permanente, poiché molte imprese hanno avviato ristrutturazioni con consistenti tagli della forza lavoro. D'altra parte, non sarà possibile rilanciare nuovamente la crescita con un ulteriore aumento della spesa.

### Previsioni condizionate da molti interrogativi

Gli scenari previsivi di base ipotizzano che non vi sia una nuova ondata di contagi, anche se è ritenuto probabile che qualche restrizione possa venire adottata nei paesi dell'emisfero settentrionale con l'avvicinarsi dell'inverno. Le previsioni di consenso stimano una contrazione del PIL mondiale del 4,4% nel 2020; nel 2021 la crescita dovrebbe essere del 5,8%.

### Senza politiche di supporto non si esce dalla crisi

L'efficacia delle politiche di supporto è una delle incognite fondamentali che definiranno il percorso di uscita dalla recessione. Nessun dubbio sulla necessità di interventi urgenti di breve periodo a sostegno del reddito dei lavoratori e della liquidità delle imprese. Interventi attuati in tutti i paesi, in forme quantitativamente (valore in rapporto al PIL) e qualitativamente (modalità di erogazione, durata, soggetti beneficiari, ecc.) non troppo diverse; e senza prestare troppa attenzione al livello di debito e deficit che gli interventi avrebbero determinato.

### Dall'Europa una risposta adeguata

L'Europa, in particolare, dopo una partenza molto incerta ha adottato misure senza precedenti per rilanciare le economie dei paesi membri, stanziando ingenti risorse finanziarie e vincendo (non era scontato) il dissenso dei paesi frugali, che (non del tutto a torto) sottolineano i pericoli insiti in un'abnorme crescita del debito. La BCE, da parte sua, ha aumentato il sostegno al credito e ha ampliato il programma QE. Si può dire quindi che fino a oggi nessuno ha commesso errori, come sottolineava un recente editoriale del Financial times.

### Dall'emergenza al rilancio della crescita il passo è lungo

I problemi arrivano adesso: nella difficile fase della ricostruzione post-emergenza. Il rischio maggiore è che i governi prolunghino nel 2021 (e oltre) le politiche di emergenza, perlopiù assistenziali, avviate nel 2020. La priorità diventa ora rilanciare crescita e produttività, non soltanto proteggere settori e fasce di popolazione in difficoltà.

### Draghi: le priorità sono giovani e ricerca

Il Financial times critica le recenti decisioni della Germania di estendere interventi di sostegno di breve periodo per tutto il 2021: con obiettivi anche



elettorali (le elezioni saranno il prossimo anno). L'ex-presidente della BCE Mario Draghi ha sottolineato la necessità di concentrarsi su interventi strutturali, citando in primo luogo giovani e ricerca scientifica.

### **Per l'Italia maggiori rischi di dispersione**

Per l'Italia la necessità di rilanciare la crescita è particolarmente urgente: negli anni, e ben prima della recessione, abbiamo accumulato un grande ritardo di crescita e produttività rispetto a tutti i *partner* europei. D'altra parte, è anche vero che nel nostro Paese il rischio di disperdere i fondi in interventi a pioggia è particolarmente forte: assenza (o quanto meno grande debolezza) di capacità di visione politica e potere condizionante di *lobby* e gruppi di pressione rendono la miscela esplosiva. Il rischio per noi è quello di dispendere le risorse in mille rivoli di spesa più o meno assistenziale senza effetti sulla crescita.

### **La crisi indebolirà l'Europa?**

Un rischio non così alieno anche per l'Europa nel suo insieme, Germania e Francia incluse. È possibile, anzi probabile secondo il Financial times, che l'Europa esca da questa crisi più debole e frammentata di quanto non sia oggi e con una enorme montagna di debito da smaltire.

### **In forse i negoziati di Brexit**

Il cammino dei negoziati tra Unione Europea e Gran Bretagna per definire l'accordo di Brexit diventa molto più accidentato dopo l'approvazione da parte del governo britannico dell'Internal market bill, il progetto di legge che dovrà regolamentare il commercio tra Inghilterra, Galles, Scozia e Irlanda del Nord dopo l'uscita della Gran Bretagna dal mercato unico e dall'unione doganale alla fine di quest'anno. Il disegno di legge contraddice sezioni cruciali dell'accordo firmato a ottobre 2019 da Boris Johnson per quanto riguarda l'Irlanda del Nord (il cosiddetto Northern Ireland protocol), mettendo in forse la prosecuzione dei negoziati. Un protocollo che, da sempre, suscita la forte ostilità di una parte del parlamento inglese, che ritiene minacciata la sovranità della Gran Bretagna.

### **La svolta della politica monetaria americana**

A fine agosto la Federal reserve, nel consueto incontro di Jackson Hole, ha annunciato i nuovi principi di riferimento della politica monetaria. È stato deciso di abbandonare l'obiettivo medio di inflazione (fissato negli scorsi anni al 2%) a favore del perseguimento della massima occupazione. Viene così radicalmente ripensato il bilanciamento tra obiettivi diversi (inflazione, crescita e tassi di interesse) che negli ultimi decenni ha caratterizzato la strategia della FED. Gli analisti giudicano le decisioni della FED una vera e propria svolta epocale che avrà rilevanti conseguenze anche sull'economia globale e sull'Europa in particolare. C'è chi prefigura una fase di debolezza strutturale del dollaro e dunque di relativo apprezzamento dell'euro: ma si tratta di un esito tutt'altro che scontato.

### **Non si attenua lo scontro tra Stati Uniti e Cina**

Nelle ultime settimane non si sono certamente rasserenate le relazioni commerciali e politiche tra Cina e Stati Uniti. A fine agosto, la Cina ha aggiunto

numerose tecnologie di IA alla lista delle esportazioni soggette a restrizioni, mettendo in discussione la possibile vendita negli Stati Uniti della popolarissima *app* di *streaming* Tik Tok da parte di ByteDance.

### **Tik Tok: un improbabile casus belli**

La decisione segue il decreto, firmato da Trump all'inizio di agosto, che vieta le transazioni con TikTok e WeChat, obbligando ByteDance (proprietari di Tik Tok) a vendere le attività di TikTok negli USA. Nel decreto si sanzionano tutte le imprese americane che nel termine di 45 giorni continueranno ad avere rapporti con TikTok; si proibisce inoltre l'uso dell'*app* a tutti i dipendenti del governo federale.

### **Si allunga la *blacklist* americana**

Un'altra mossa non certo distensiva da parte degli Stati Uniti è l'inclusione nella *blacklist* del ministero del commercio estero (denominata *Entity list*) di alcune controllate di una delle più grandi imprese cinesi di costruzione, la China communications construction Co. (CCCC), che tra l'altro ha costruito molte infrastrutture lungo la Via della seta. Le 24 imprese della lista non potranno ricevere esportazioni americane senza un'apposita autorizzazione. Notizia dell'ultima ora è la probabile inclusione nella *blacklist* del più grande produttore cinese di semiconduttori, SMIC (Semiconductor manufacturing international corp.).

### **Verso la firma del trattato di libero scambio dell'Asia**

Dopo il vertice di fine agosto, dovrebbe essere più prossimo alla firma il trattato RCEP (Regional comprehensive economic partnership), che legherà in un ampio accordo di libero scambio 16 paesi dell'area asiatica e del Pacifico, tra i quali Cina, Giappone e Australia. Ancora incerta è l'adesione dell'India, che teme una invasione di prodotti cinesi; ma si sta cercando una soluzione di compromesso per arrivare alla fine dei negoziati entro fine anno. I 16 paesi insieme rappresentano quasi la metà della popolazione mondiale e il 30% degli scambi commerciali.

### **Elezioni americane: un appuntamento cruciale**

Si sta avvicinando la data delle elezioni presidenziali di novembre. Un appuntamento di grande importanza per l'ampia diversità di vedute dei due candidati su molti temi, a partire dal ruolo degli Stati Uniti nel mondo. Le decisioni del presidente Trump sono state di discontinuità, spesso radicale, rispetto a quelle della precedente amministrazione Obama, sia nella politica domestica (v. riforma sanitaria e immigrazione) che nella politica estera.

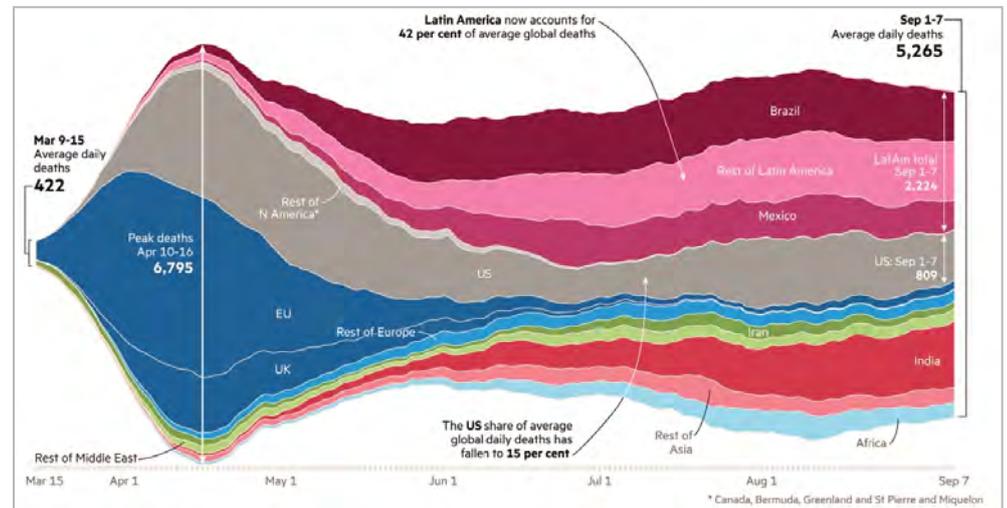
### **America first o America only?**

Sempre più di frequente gli Stati Uniti si sono contrapposti al resto del mondo: non solo alla Cina ma anche a paesi alleati, a partire da Europa, Canada, perfino Gran Bretagna. I benefici del multilateralismo e del libero scambio fondato su regole condivise sono stati messi in discussione. La conferma di Trump, con ogni probabilità, implicherebbe il tramonto definitivo dei principi che hanno guidato la globalizzazione e l'apertura dei mercati negli ultimi 40 anni. Così come la rinuncia degli Stati Uniti alla *leadership* dell'Occidente. La vittoria di Biden potrebbe invece rimettere tutto in discussione.

### Trump in rimonta?

Quali sono le probabilità di vittoria dei due candidati? A oggi (inizio settembre), l'osservatorio curato dal Financial times sulla base sondaggi condotti nei vari Stati americani assegna a Biden un considerevole margine di vantaggio. Vengono considerati sicuri stati importanti come California e New York a fronte di un chiaro vantaggio di Trump solo negli stati agricoli del Sud. Ma in stati di peso come Texas e Florida gli elettori sono ancora indecisi. I sondaggi evidenziano come il vantaggio di Biden si stia assottigliando. Trump non è certo nuovo a rimonte spettacolari grazie a abili campagne mediatiche e un uso assertivo, spregiudicato, di Twitter. I siti di scommesse danno i due candidati alla pari: anche in questo caso nelle ultime settimane Trump è apparso in decisa rimonta nelle quotazioni.

### Evoluzione del coronavirus nel mondo (numero di decessi giornalieri)



Fonte: Financial times

## Stati Uniti

### Nel secondo trimestre perduto un terzo del PIL

Dopo la flessione, già consistente, registrata nel primo trimestre (-5,0%), il secondo trimestre riflette in misura ben più drammatica l'impatto del coronavirus sulla crescita americana. Il PIL è infatti calato di quasi un terzo (-31,7%), per effetto delle misure *stay-at-home* imposte a marzo e aprile, poi parzialmente allentate a maggio e giugno in alcune aree del paese. Mesi in cui sono anche stati avviati i programmi di sostegno al reddito di imprese e famiglie. Il crollo dell'attività è spiegato da tutte le componenti di spesa: consumi, investimenti non residenziali, export, spesa pubblica degli stati e delle amministrazioni locali; in aumento soltanto la spesa federale.

### Nuovo pesante calo per i profitti delle imprese

Secondo i dati preliminari, nel secondo trimestre i profitti delle imprese sono diminuiti di 226,9 miliardi di dollari; il dato negativo segue il pesante decremento registrato nel primo trimestre (276,2 miliardi). A calare sono in particolare i profitti delle imprese non finanziarie (-170 miliardi) e delle imprese estere (-96 miliardi); aumentano, al contrario, i profitti delle imprese finanziarie (+39 miliardi).

## Da recuperare 11 milioni di posti di lavoro

Prosegue ad agosto la creazione dei posti di lavoro distrutti dal Covid, ma il *gap* rimane ancora molto ampio: mancano all'appello più di 11 milioni di posti. Ad agosto gli occupati sono aumentati di 1,4 milioni, dopo gli incrementi di 1,7 milioni a luglio e di 4,8 milioni a giugno. Il tasso di disoccupazione scende all'8,4%. Una quota cospicua dei nuovi posti creati ad agosto è attribuibile al settore pubblico: +344.000 nuovi posti, in parte come effetto dell'assunzione di lavoratori temporanei per il censimento 2020. Nel settore pubblico mancano ancora 830.000 posti per tornare ai livelli di febbraio.

Occupazione in crescita anche nel commercio al dettaglio (+249.000 posti, ne restano 655.000 per colmare il *gap* con il livello di febbraio), alberghi e ricettività (+174.000, da febbraio -2,5 milioni di posti), *education* e servizi sanitari (+147.000, 1,5 milioni in meno rispetto a febbraio), servizi professionali e alle imprese (+197.000, ma il divario con febbraio è di -1,5 milioni di posti), altri servizi (+74.000 ad agosto, -531.000 da febbraio), logistica (+78.000, -381.000 da febbraio), costruzioni (+158.000). Il comparto manifatturiero ha creato in agosto 29.000 nuovi posti di lavoro; rispetto a febbraio mancano 720.000 posti.

## Prosegue il recupero della produzione industriale

A luglio l'indice della produzione industriale prosegue il *trend* di recupero rispetto ai minimi di aprile (+3,0%); il dato segue l'incremento del 5,7% registrato a giugno. La produzione resta comunque inferiore dell'8,4% ai livelli di febbraio e dell'8,2% rispetto allo scorso anno. La produzione manifatturiera segna un incremento del 3,4%; la maggior parte dei settori si muove in territorio positivo, con la maggiore crescita osservata nel comparto dei veicoli e componenti (+28,3%). Attività in lieve recupero anche nei comparti estrattivo (+0,8%) e delle *utility* (+3,3%), anche per effetto delle temperature insolitamente elevate di giugno, che hanno aumentato la domanda di aria condizionata. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva sale al 70,6%, valore ancora inferiore di oltre 9 punti alla media di lungo periodo, ma superiore di 6 punti al minimo di aprile.

## Si rafforza l'indice ISM

Ad agosto l'indice *manufacturing* ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, registra la crescita dell'attività produttiva, per il quarto mese consecutivo. L'indicatore migliora di un paio di punti rispetto a luglio, rafforzando la posizione al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Su 18 settori, sono 15 a dare valutazioni positive, tra i quali alimentare, abbigliamento, gomma-plastica, chimica, elettronica, metallurgia e prodotti in metallo, macchinari, industria elettrica e mezzi di trasporto.

## Vendite al dettaglio: in accelerazione, ma non in tutti i settori

Dopo il forte aumento di giugno (+8,4%), anche a luglio le vendite al dettaglio registrano un andamento positivo (+1,2% rispetto al mese precedente); anche nel confronto con luglio 2019 la variazione è positiva (+2,7%). Nel trimestre maggio-luglio, le vendite sono appena al di sotto (-0,2%) del livello del 2019. Nei primi 7 mesi, aumentano gli acquisti di prodotti alimentari (+12,8% rispetto al 2019) e di materiali edili e per giardinaggio (+11,3%); ancora in calo abbigliamento, arredamento, elettronica; reggono le spese sanitarie e per la cura della persona.

### Ordini di beni durevoli in robusta crescita

Dopo il rilevante incremento di giugno (+7,7%), a luglio accelera il recupero degli ordini di beni durevoli manufatti (+11,2% rispetto al mese precedente). Si tratta del terzo mese consecutivo di crescita. Il recupero è particolarmente marcato per gli ordini di mezzi di trasporto (+35,6%); al netto di tale comparto, l'aumento è del 2,4%. Al netto del comparto della difesa, la variazione è del +9,9%.

In forte crescita sono anche gli ordini di beni capitali: +30% nel comparto della difesa, +10,2% nei settori non legati alla difesa.

### Mercato immobiliare in forte espansione

A luglio prosegue e si rafforza il recupero del mercato immobiliare americano dopo il blocco conseguente il *lockdown*. A giugno la rilevazione condotta da NAR (National association of realtors) aveva registrato un incremento del 20,7% delle vendite; a luglio le vendite salgono a 5,86 milioni di immobili (in termini annualizzati), una forte accelerazione (+24,7%) rispetto a giugno. È positivo anche il confronto con i livelli del 2019 (+8,7%). Secondo gli analisti di NAR, il mercato ha superato la fase di recupero ed è oggi in piena espansione anche rispetto al periodo pre-crisi. A causa del significativo spostamento verso il lavoro a distanza, una quota importante di americani sta cercando abitazioni più grandi, stimolando il mercato anche in prospettiva futura.

Il dinamismo del mercato è confermato anche dall'andamento dei prezzi, in forte aumento rispetto al 2019. Il prezzo mediano delle case è salito infatti a 304.100 dollari (+8,5% rispetto allo scorso anno), superando per la prima volta la soglia dei 300.000 dollari.

Lo *stock* di immobili in vendita è pari a 1,50 milioni, inferiore del 21,1% rispetto al 2019. Lo *stock* è pari a 3,1 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali (erano 4,2 mesi lo scorso anno). In media le case restano sul mercato per 22 giorni (erano 29 nel luglio 2019). Il 68% 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 3,02%, inferiore di poco meno di un punto al tasso medio 2019 (3,94%). La quota di vendite in sofferenza (*distressed sale*) scende al di sotto dell'1% sul totale delle vendite. Nel luglio 2019 la quota era del 2%.

Analoghe, positive indicazioni vengono dall'indicatore sul mercato immobiliare elaborato dal Census bureau e del Department of housing and urban



development. A luglio le vendite di abitazioni unifamiliari salgono a 901.000 unità (in termini annualizzati), in forte crescita rispetto a giugno (+13,9%) e allo scorso anno (+36,3%). In aumento anche i prezzi di vendita: il prezzo mediano è pari a 330.600 dollari, quello medio a 391.300 dollari. A fine luglio lo stock di case in vendita è di 299.000 unità, in calo rispetto ai mesi scorsi; il dato corrisponde a un'offerta di 4,0 mesi agli attuali ritmi di vendita.

### Accelera l'attività edilizia

A luglio i permessi di costruzione (*building permit*) salgono a 1,49 milioni (in termini annualizzati), in aumento del 18,8% rispetto al mese precedente e del 9,4% rispetto a luglio 2019. In aumento anche gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing start*), saliti a 1,50 milioni (in termini annualizzati): un incremento del 22,6% rispetto a giugno e del 23,4% rispetto al 2019. Infine a luglio sono state completate 1,28 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completion*), il 3,6% in più rispetto a giugno e il 1,7% in più rispetto al 2019.

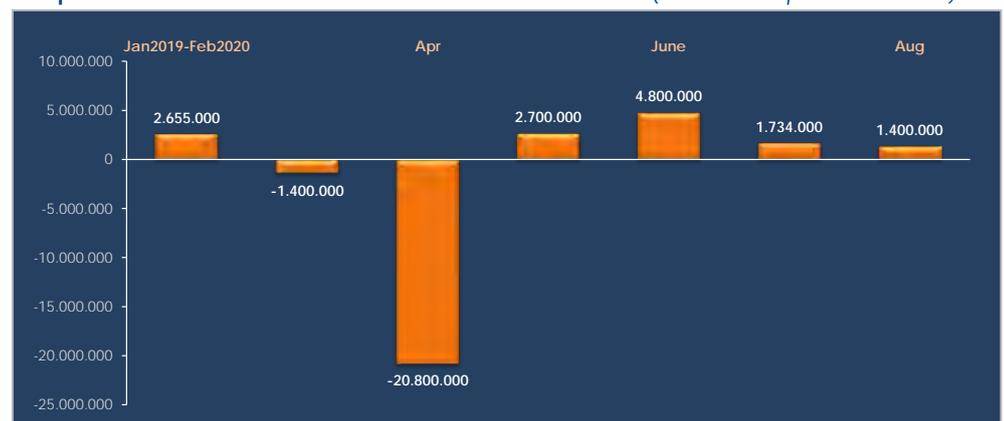
### Stabile la spesa per costruzioni

A luglio la spesa per costruzioni (1,36 miliardi in termini annualizzati) si mantiene sui valori del mese precedente e dello scorso anno. La variazione deriva dall'aumento della componente privata (+0,6% rispetto a giugno), compensato dalla riduzione della spesa pubblica (-1,3%). La componente privata pesa per il 70-75% sul totale della spesa.

### Continua la rincorsa del mercato automotive

Ad agosto prosegue il *trend* di recupero rispetto ai minimi di aprile. Le vendite salgono a 15,2 milioni, in aumento rispetto a luglio ma ancora al di sotto dei livelli dello scorso anno (-11,0%). Va tuttavia tenuto conto dei due giorni lavorativi in meno nell'agosto 2020 rispetto al 2019. Nei primi 8 mesi le vendite sono inferiori del 21% a quelle dello scorso anno. Secondo NADA è da attendersi un robusto incremento delle vendite a settembre. Gli incentivi agli acquisti restano elevati: NADA calcola una media di 4.105 \$ per veicolo. Il livello dello stock sta diminuendo, nonostante la ripresa dell'attività produttiva delle case automobilistiche: il 45% dei veicoli venduti ad agosto è rimasto in stock per meno di 20 giorni (era il 35% a luglio). Sulla base del *trend* attuale, NADA prevede per il 2020 un volume di vendite di 14,0 milioni, in aumento rispetto alle stime precedenti.

### L'impatto del Covid sul mercato del lavoro americano (variazione posti di lavoro)



Fonte: Bureau of labour statistics.

## Nel secondo trimestre il crollo del PIL è generalizzato

I dati preliminari del secondo trimestre riflettono il duro impatto del coronavirus sulla crescita europea. Nonostante il graduale riavvio delle attività produttive a partire da maggio, il PIL dell'Area euro diminuisce del 12,1% rispetto al trimestre precedente (-11,7% nella UE). Il calo segue quello, molto meno sensibile, registrato nel primo trimestre (-3,6% nell'Area euro, -3,2% nella UE). Tra le principali economie, i cali trimestrali di maggiore gravità si sono registrati in Gran Bretagna (-20,4%), Spagna (-18,5%), Francia (-13,8%), Italia (-12,4%); appena più contenuta la flessione della Germania (-10,1%). Anche i paesi del Nord e dell'Est Europa hanno comunque fatto segnare cali del PIL del tutto comparabili, con l'isolata eccezione della Finlandia che ha limitato i danni.

## Si rafforza ulteriormente l'indice PMI, ma le preoccupazioni restano

La rilevazione di agosto dell'indice PMI (*purchasing managers' index*) elaborato da IHS Markit, riferito al comparto manifatturiero, registra un nuovo rafforzamento dopo il miglioramento dei mesi scorsi. L'indice si mantiene al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività; secondo Markit è lecito attendersi un robusto rimbalzo della produzione nel terzo trimestre. Tuttavia, la cautela è d'obbligo. Gli investimenti sono in stallo; nel settore dei macchinari gli ordini restano deboli. Il quadro occupazionale è tutt'altro che favorevole. Prosegue la perdita di posti di lavoro, a segnalare una crescente attenzione da parte delle imprese alla riduzione dei costi e della spesa. In sintesi, se la ripresa della domanda dopo il *lockdown* era scontata, la riduzione della capacità produttiva è duratura. I prossimi mesi saranno decisivi per valutare la sostenibilità della ripresa.

## Produzione industriale: la strada è ancora lunga

Dopo l'inversione di tendenza registrata a maggio, quando l'indice della produzione era aumentato del 12,3% rispetto ad aprile (mese di massima intensità delle misure di contenimento), la rilevazione di giugno conferma la ripartenza dell'industria europea, con un buon +9,1% rispetto al mese precedente. Il divario con il 2019 resta comunque molto ampio: -12,3% (a parità di giornate lavorative e in termini destagionalizzati). Nel trimestre aprile-giugno la produzione è diminuita del 16,0% rispetto ai tre mesi precedenti e del 20,3% rispetto all'analogo periodo 2019, per effetto del crollo di aprile. I segnali di ripresa accomunano tutte le principali economie europee, con variazioni mensili e tendenziali non troppo distanti dalla media. Spagna e Francia fanno comunque registrare le variazioni mensili più marcate (rispettivamente +14,5% e +12,9% rispetto a maggio), mentre chiudono la classifica Italia e Gran Bretagna (+8,2% e +9,3%). Anche le dinamiche trimestrali sono allineate.

## Costruzioni: partita la ripresa ma il divario resta ampio

Nella maggior parte dei paesi europei maggio aveva segnato il punto di svolta del ciclo recessivo seguito alle misure di *lockdown*. La rilevazione di giugno conferma i segnali di ripresa, anche se l'indicatore resta ben al di sotto dei livelli pre-crisi e del 2019.

A giugno nell'Area euro l'indice della produzione nelle costruzioni registra un aumento del 4,0% rispetto a maggio (quando la variazione rispetto al mese

precedente era stata del 29,4%), mentre rispetto allo stesso mese del 2019 il confronto rimane sfavorevole (-6,3% a parità di giornate lavorative e al netto di fattori stagionali).

Nel trimestre aprile-giugno l'indice segna una flessione dell'11,5% rispetto ai tre mesi precedenti (un effetto del crollo di aprile) e del 15,3% rispetto al 2019. La media europea riflette situazioni molto diverse a livello nazionale. In Germania il settore ha risentito molto poco della crisi; nel trimestre aprile-giugno si è registrata una caduta del 4,2% dei livelli di attività, mentre nel confronto con il 2019 la variazione è pressoché nulla. In Francia e Spagna l'indice ha segnato cali importanti, a due cifre, sia rispetto al trimestre precedente che rispetto allo scorso anno. In Italia e Gran Bretagna il crollo dell'attività è stato di entità ancora superiore. Nel nostro paese, in particolare (il dato tuttavia si riferisce al mese di maggio) l'indice degli ultimi tre mesi ha perso il 42% rispetto al periodo precedente e il 43% rispetto al 2019. In tutti questi paesi, comunque, la rilevazione di giugno registra un miglioramento rispetto al mese precedente, mentre il confronto con il 2019 rimane ampiamente negativo. Come si è detto, per l'Italia il dato di giugno non è ancora disponibile.

### **Battuta d'arresto per le vendite al dettaglio**

Dopo il dato molto positivo di giugno (+5,3% su maggio) e di maggio (+20,6% rispetto ad aprile, mese di massima intensità del lockdown), a luglio le vendite al dettaglio nell'Area euro calano dell'1,3% rispetto al mese precedente (al netto di fattori stagionali), mentre la variazione rispetto al 2019 rimane positiva (+0,4%). Nell'Unione Europea, le variazioni sono rispettivamente del -0,8% (mensile) e +0,4% (tendenziale).

La media europea riflette situazioni differenti a livello geografico. Gran Bretagna e Francia segnano un andamento crescente rispetto sia a giugno (rispettivamente +2,1% e +1,2%) che allo scorso anno (+0,4% e +5,8%); in Spagna la dinamica è positiva rispetto al mese scorso (+1,2%), ma i livelli di consumo sono inferiori a quelli 2019 (-3,5%). In Germania, viceversa, la variazione di luglio è lievemente negativa (-0,9%), ma nel confronto con il 2019 si osserva una buona crescita (+3,5%). Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati.



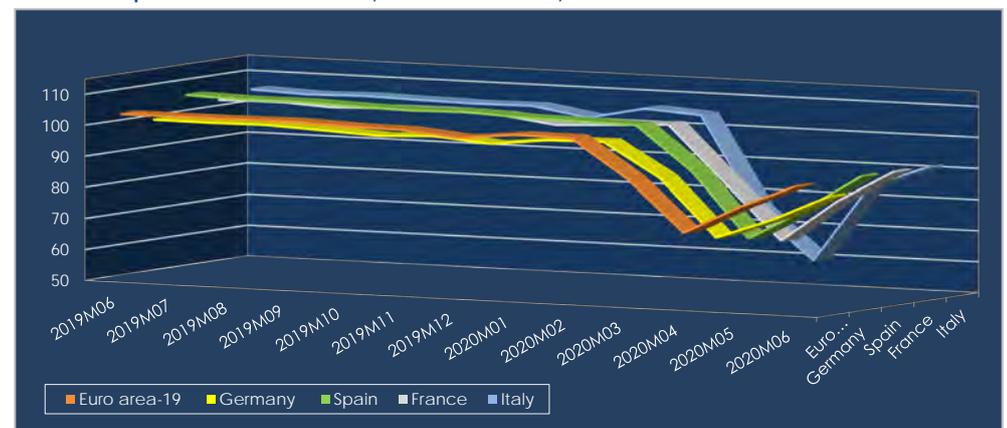
### Per l'automotive la svolta è ancora lontana

La chiusura estiva condiziona la pubblicazione dei dati sul mercato *automotive* europeo, fermi al mese di giugno. Anche a giugno l'andamento delle vendite era stato di forte flessione rispetto al 2019 (-22,3%), con 949.722 autovetture vendute sul mercato europeo. Si tratta comunque di un miglioramento rispetto a maggio, quando il calo era stato del 52,3%. Tutti i paesi registrano un calo: fa eccezione la Francia (+1,2%), grazie agli incentivi all'acquisto di auto a bassa emissione, introdotti all'inizio del mese. Nei primi sei mesi le vendite europee sono inferiori del 38,1% a quelle del 2019; tra i principali mercati, i cali più consistenti si registrano in Spagna (-50,9%), Italia (-46,1%), Francia (-38,6%) e Germania (-34,5%).

### Si rafforza il clima di fiducia, soprattutto nell'industria

Ad agosto i sondaggi della Commissione europea sul clima di fiducia registrano un complessivo consolidamento degli indicatori, che restano tuttavia molto al di sotto dei livelli pre-crisi. L'indice di fiducia dei consumatori si attesta sul livello di luglio, dopo i rapidi progressi registrati a partire dal mese di maggio. L'indice *economic sentiment* (che tiene conto delle valutazioni di diversi settori economici) registra invece un significativo miglioramento: si rafforza, in particolare, la fiducia delle imprese industriali, dei servizi e del commercio al dettaglio, mentre consumatori e imprese di costruzione sono molto più cauti.

### Area euro: produzione industriale (indice 2015 = 100)



Fonte: Eurostat.

## Paesi emergenti

### Brasile: indicatori in miglioramento, rallentano i contagi

Nel secondo trimestre il PIL brasiliano è crollato in misura mai registrata in precedenza per effetto del coronavirus, riportando la ricchezza prodotta ai livelli del 2009: un calo del 9,7% rispetto al primo trimestre e dell'11,4% rispetto al 2019. In particolare, il valore aggiunto dell'industria è sceso del 12,3%, i servizi del 9,7%, gli investimenti sono crollati del 15,4%, i consumi sono calati del 12,5% e la spesa pubblica dell'8,8%. Solo l'agricoltura ha segnato una lieve crescita (+0,4%). Si prevede che l'economia brasiliana potrà tornare ai livelli precedenti la crisi non prima del 2023; nel 2021 si stima una crescita del 2,1%. Il ministro dell'economia Paulo Guedes ritiene che il peggio sia passato e la ripresa sia già avviata, prefigurando un tipico profilo a V del ciclo economico. Altri analisti come Goldman Sachs e Citigroup sono meno ottimisti

e hanno rivisto al ribasso le proiezioni di crescita per il 2020. La previsione del governo è di una recessione del 4,7%; la stima di consenso è del -5,3%. Gli indicatori più recenti alimentano un cauto ottimismo. L'indice PMI (*purchasing managers' index*) di agosto, elaborato da IHS-Markit, segnala un aumento di produzione, ordini e acquisti. Si rafforza la domanda interna, mentre riparte anche l'occupazione, a ritmi mai visti da oltre 10 anni. Un punto critico riguarda invece la redditività, compressa dall'aumento del prezzo degli input e dall'andamento sfavorevole del cambio. In sostanza, l'industria brasiliana sembra chiudere abbastanza rapidamente il buco creato dal virus, anche se il percorso della ripresa non è esente da rischi. Il più consistente riguarda probabilmente l'andamento dei costi e dell'inflazione. Anche l'analogo sondaggio sul clima di fiducia, condotto dalla Getulio Vargas foundation, segnala ad agosto un marcato miglioramento; l'indice tocca il massimo da febbraio, anche se rimane al di sotto della soglia ottimismo-pessimismo. Migliora, sempre in agosto, anche la fiducia dei consumatori. Sul piano politico, va segnalata l'elevata popolarità del presidente Bolsonaro. Dai sondaggi più recenti emerge che la maggioranza dei cittadini non ritiene il presidente responsabile della cattiva gestione dell'emergenza e dell'elevato numero di decessi, che ad agosto ha superato i 120.000. Gli ultimi dati, peraltro, sembrano indicare che la diffusione del contagio stia finalmente rallentando.

### Cina: la ripresa prosegue, con qualche ombra

Gli indicatori più recenti confermano che la ripresa dell'economia cinese sta procedendo di buon passo. A luglio, la produzione industriale è cresciuta del 4,8% su base annua (come a giugno), un po' al di sotto delle attese dei mercati. Tuttavia l'indice manifatturiero si è rafforzato, mentre a deprimere l'indice aggregato sono i settori delle *utility* e soprattutto estrattivo. Nei primi 7 mesi l'aumento della produzione è stato dell'1,5%; le proiezioni per l'intero 2020 stimano una crescita dell'1,8%, che dovrebbe salire al 7,2% il prossimo anno. Ad agosto, l'indice *Caixin general manufacturing* elaborato da IHS-Markit registra una solida crescita dell'attività. L'indicatore si rafforza rispetto alla rilevazione di luglio, attestandosi ben al di sopra della soglia tra contrazione ed espansione dell'attività. Migliora lievemente anche la situazione occupa-



zionale: questo indicatore rimane in zona negativa per l'ottavo mese consecutivo, ma si avvicina al punto di equilibrio. Indicazioni analoghe vengono anche dall'indice PMI del National bureau of statistics (NBS) e dalla China federation of logistics and purchasing (CFLP), costruito su un diverso campione rispetto al Caixin index. L'indice NBS si attesta ad agosto su un valore positivo, che denota una crescita dell'attività.

Infine, un indicatore composito elaborato dal Financial times sulla base di sei parametri relativi all'intensità dell'attività economica (tra i quali traffico, consumo di carbone, noli marittimi, affitti di uffici, livello di inquinamento atmosferico urbano) segnala un certo rallentamento della ripresa nelle ultime settimane, dopo una continua accelerazione a partire dalla fine di marzo.

### Russia: riviste al rialzo le previsioni 2020

Anche in Russia il secondo trimestre sarà ricordato come annus horribilis, con un forte calo del PIL (non ancora quantificato dai dati ufficiali) per effetto non solo della chiusura forzata di molti settori manifatturieri non essenziali, ma anche del crollo del prezzo del petrolio (alcuni contratti sul greggio Urals sono stati chiusi addirittura con prezzi negativi) e della contrazione della produzione mineraria. Male l'export: a giugno è di nuovo in calo, dopo essere diminuito di un terzo tra aprile e maggio. Depressi i consumi, per effetto dell'aumento dei disoccupati, del peggioramento della fiducia e della contrazione del reddito disponibile. Gli analisti stimano per l'intero 2020 un calo della produzione industriale del 4,8%, mentre nel 2021 si dovrebbe tornare a una crescita positiva (+3,0%).

I dati più recenti segnalano un lieve miglioramento dei consumi, della domanda di beni di investimento e della produzione industriale. A luglio, torna a crescere la produzione manifatturiera (+1,5% rispetto a giugno), anche se la variazione tendenziale rimane negativa (-8%, dato meno sfavorevole rispetto a quello del mese precedente); un probabile effetto delle misure di stimolo fiscale.

Ad agosto, l'indice PMI manifatturiero (*purchasing managers' index*) elaborato da IHS-Markit torna in territorio positivo, completando il percorso di ripresa avviato dopo aprile. A luglio, era già tornato al di sopra della soglia tra crescita e recessione l'indice dei servizi. Resta invece in calo l'occupazione, ma la velocità di discesa si riduce; a luglio la disoccupazione risulta pari al 6,3%, il livello più elevato degli ultimi 10 anni. Qualche miglioramento si osserva anche per quanto concerne gli ordini esteri, che restano comunque deboli.

Un indicatore *proxy* dell'andamento dei consumi è l'indice *Watcom shopping index* elaborato dalla società di consulenza sulla base di un sofisticato sistema di rilevazione in tempo reale della frequentazione dei maggiori centri commerciali di Mosca. Secondo Watcom, l'indice ha recuperato il terreno perduto durante il *lockdown*. L'*Oxford economics index*, un indicatore sintetico del livello di attività calcolato sulla base di indicatori non convenzionali disponibili in tempo reale (tra i quali appunto il *Watcom shopping index*) stima che il PIL russo è oggi al 94% del *benchmark* pre-crisi.

Il ministero dello sviluppo economico ha rivisto al rialzo le proiezioni di crescita per quest'anno, dal -5% al -3,9%; il calo degli investimenti dovrebbe risultare meno drammatico del previsto (da -12,6% a -6,6%). Il ministero si attende che il PIL ritorni ai livelli di inizio 2020 nel terzo trimestre 2021.

## ECONOMIA ITALIANA

PRODUZIONE INDUSTRIALE	COSTRUZIONI	VENDITE AL DETTAGLIO	NUOVE VETTURE	FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE
-8,0% LUGLIO 2020/2019	-16,8% GIUGNO 2020/2019	-2,2% GIUGNO 2020/2019	-0,4% AGOSTO 2020/2019	0,4 GIUGNO 2020/2019
FIDUCIA CONSUMATORI	FIDUCIA IMPRESE	ESPORTAZIONI	TASSO DISOCCUPAZIONE	TASSO DISOCCUPAZ. 25/34 ANNI
↑ AGOSTO 2020	↑ AGOSTO 2020	-12,1% GIUGNO 2019/2018	9,7% LUGLIO 2020/2019	15,9% LUGLIO 2020/2019

- ▶ Italia incerta e confusa sulle riforme.
- ▶ Il DL Agosto proroga la CIG e il blocco dei licenziamenti.
- ▶ Pronte le linee guida per il Recovery plan, ma la strada è ancora lunga.

### In breve...

Mentre la Germania approva il Der Wooms e la Francia il France Relance, per il sostegno alla domanda e rilancio competitività del sistema produttivo nazionale, in Italia regna ancora la ancora confusione e il governo sembra non avere fretta. A breve elezioni regionali e referendum metteranno alla prova la resistenza di un esecutivo che non ha le idee chiare sul prossimo futuro. Riduzione delle tasse o riforma fiscale? Infrastrutture o sostenibilità ambientale? Riforma della sanità, del lavoro o della scuola? Molti dei provvedimenti fin qui adottati restano impantanati nella burocrazia e manca un'idea d'insieme, un filo conduttore che vada oltre il desiderio di soddisfare una determinata fetta di elettorato; nulla che lasci presagire il necessario cambio di mentalità, per affrontare una crisi che non è ciclica bensì strutturale e ha fatto riemergere con durezza la necessità e l'urgenza di prevedere ed elaborare sistematiche azioni per garantire la reattività e la resilienza del sistema industriale italiano nel nuovo scenario competitivo post-Covid. Le linee guida del Recovery plan articolato in sei missioni e altrettante azioni di riforma che le accompagneranno sono pronte, ma siamo ancora ben lontani dal traguardo dei 209 miliardi riservati al nostro Paese dopo l'accordo raggiunto a luglio a Bruxelles. La tabella di marcia è lunga e potenzialmente irta di ostacoli. E i fondi non saranno disponibili prima della prossima primavera. Secondo le stime di Banca d'Italia, se i fondi saranno utilizzati bene potrebbero produrre fino a una crescita del 3% del PIL entro il 2025.

Il decreto-legge contenente misure urgenti per il sostegno e il rilancio dell'economia (il cosiddetto DL Agosto) è in vigore dal 15 agosto. Il provvedimento tocca tre ambiti principali. Innanzitutto prolunga la cassa integrazione (CIG) con causale Covid-19 per ulteriori 18 settimane e proroga il divieto di licenziamento fino a fine anno. In secondo luogo sancisce una riprogrammazione delle scadenze fiscali dei prossimi mesi e il rifinanziamento di alcune misure previste dai precedenti provvedimenti emergenziali. Infine, contiene alcune disposizioni in favore degli enti territoriali anche per compensare le contrazioni finanziarie determinate dai mancati introiti fiscali degli ultimi mesi.

A gettare le basi della legge di bilancio, a fine settembre verrà presentato

il NADEF (Nota di aggiornamento al DEF), le nuove stime di deficit e debito serviranno da bussola per capire gli spazi di manovra e le coperture necessarie.

Secondo le stime di Oxford economics, il calo del PIL nel 2020 dovrebbe essere del 9,3%, con un recupero del 6,0% nel 2021. La produzione industriale che, nel nostro paese, nei mesi del lockdown, ha avuto un crollo ben superiore alla media mondiale, è stimata chiudere l'anno con un calo del 15,7% e dovrebbe poi recuperare nel 2021 con un +12,3%. Il settore dei trasporti, tra i più colpiti dalla crisi, sconterà un -33,2% quest'anno e un rimbalzo del +37,7% l'anno prossimo. La manifattura in generale registrerà rispettivamente -17,3% e +13,8%. Molto colpite la metallurgia (-23,5%; +19,3%) e l'edilizia (-12,5%; +11,0%), Meno peggio di altri la chimica e l'alimentare, rispettivamente -7,7% e -2,2% quest'anno e +8,3% e +7,0% nel 2021. Il terziario nel suo complesso è previsto perdere il 6,3% nel 2020 e guadagnare il 3,3% l'anno prossimo.

Previsioni Italia (variazioni percentuali e media)			Previsioni industria italiana (variazioni percentuali)		
	2020	2021		2020	2021
Domestic demand	-8,8	6,1	Industrial production	-15,7	12,3
Private consumption	-10,8	6,9	Manufacturing	-17,3	13,8
Fixed investment	-12,7	11,9	Food, beverages & tabacco	-2,2	7
Stockbuilding (% of GDP)	0,2	-0,2	Electronics & hi-tech	-13,2	14,6
Government consumption	0,1	1,0	Transport equipment	-33,2	37,7
Exports of goods and services	-16,1	17,5	Engineering & metal goods	-23,5	19,3
Imports of goods and services	-15,1	18,7	Basic metals	-20,4	18,1
GDP	-9,3	6,0	Industrial & building materials	-14	9,3
Industrial production	-15,4	11,5	Chemicals & pharma	-7,7	8,3
Consumer prices, average	0,1	0,9	Utility	-6,1	4,5
Current balance (% of GDP)	3,1	3,1	Extraction	-9,3	4,3
Government budget (% of GDP)	-12,9	-5,4	Construction	-12,5	11
Short-Term interest rates (%)	-0,4	0,42	Services	-6,3	3,3
Long-Term interest rates (%)	1,31	1,35	Agriculture	-6,1	2,6
Exchange rate (US\$ per euro), average	1,13	1,18			
Exchange rate (£ per euro), average	0,89	0,892			

Fonte: Oxford economics, Industry forecast Italy, maggio 2020

Fonte: Oxford economics, Country economic forecast, agosto 2020



### Riparte la produzione industriale

Prosegue a luglio la ripresa della produzione industriale. La crescita su base congiunturale, particolarmente vivace per i beni strumentali, si estende a quasi tutti i settori di attività economica, con l'eccezione del settore estrattivo e della fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria, in contenuta flessione. In termini tendenziali si osserva, invece, una diminuzione della produzione, che coinvolge sostanzialmente tutti i settori, con intensità particolarmente marcate per la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati e per le industrie tessili, dell'abbigliamento, pelli e accessori; al contrario, le flessioni appaiono particolarmente contenute per il settore alimentare e per quello farmaceutico.

### Buona ripresa congiunturale e trimestrale

Nel dettaglio, a luglio 2020 l'indice destagionalizzato della produzione industriale aumenta del 7,4% rispetto a giugno. Nella media del trimestre maggio-luglio il livello della produzione cresce del 15,0% rispetto ai tre mesi precedenti. L'indice destagionalizzato mensile mostra aumenti congiunturali diffusi in tutti i comparti: crescono in misura marcata i beni strumentali (+11,8%), i beni intermedi (+7,7%), i beni di consumo (+6,2%) e marginalmente l'energia (+0,1%).

### Ancora negativo il dato tendenziale

Corretto per gli effetti di calendario, a luglio 2020 l'indice complessivo diminuisce in termini tendenziali dell'8,0% (i giorni lavorativi sono stati 23 come a luglio 2019). Flessioni tendenziali caratterizzano tutti i comparti; il calo è più pronunciato per i beni intermedi (-11,3%), mentre risulta meno rilevante per gli altri aggregati, con diminuzioni del 6,8% per i beni strumentali e l'energia e del 6,2% per i beni di consumo.

### Farmaceutico e alimentare reggono meglio di altri settori

Tutti i principali settori di attività economica registrano diminuzioni su base tendenziale. Le più accentuate sono quelle della fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (-21,4%), delle industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori (-20,6%), della fabbricazione di mezzi di trasporto (-11,5%); i cali minori, invece, si osservano nelle industrie alimentari, bevande e tabacco (-0,4%), nella produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (-1,4%) e nelle altre industrie (-4,4%).

### Edilizia in ripresa

Dopo il drastico calo registrato a marzo e ad aprile a causa delle restrizioni attuate per contrastare la pandemia di Covid-19, a maggio si osserva una ripresa del settore delle costruzioni. Nonostante indichi una notevole crescita rispetto al mese precedente, l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni si attesta comunque su livelli notevolmente inferiori rispetto a quelli dell'inizio del 2020, antecedenti l'emergenza sanitaria. Il bilancio dei primi cinque mesi dell'anno rimane fortemente negativo, con una diminuzione del 23,6% (indice corretto per effetti di calendario) rispetto allo stesso periodo del 2019.

### Un deciso recupero, dopo il crollo di marzo e aprile

In dettaglio, a maggio, l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni, mostra un deciso recupero dopo i fortissimi cali di marzo e aprile, con un incremento del 168,0% rispetto al mese precedente. Nella media del trimestre marzo-maggio 2020, l'indice, pesantemente condizionato dalla drastica diminuzione di marzo e aprile, registra comunque una flessione del 41,9% rispetto al trimestre precedente. Su base annua l'indice corretto per gli effetti di calendario della produzione nelle costruzioni (i giorni lavorativi sono stati 20 contro i 22 di maggio 2019) cala del 16,8%, mentre l'indice grezzo mostra una riduzione del 22,3%. Nella media dei primi cinque mesi dell'anno, sia l'indice corretto per gli effetti di calendario sia l'indice grezzo diminuiscono, rispettivamente, del 23,6% e del 24,2%.

### Buon andamento per le vendite al dettaglio, dopo mesi difficili

A giugno 2020 le vendite al dettaglio, aumentano del 12,1% in valore rispetto a maggio e del 12,5% in volume. Le vendite dei beni non alimentari crescono del 24,4% in valore e del 24,7% in volume, mentre quelle dei beni alimentari diminuiscono lievemente in valore e in volume (-0,6%). Nel secondo trimestre 2020, le vendite al dettaglio registrano un calo del 7,9% in valore e dell'8,8% in volume rispetto al trimestre precedente. Diminuiscono soprattutto le vendite dei beni non alimentari (-14,8% in valore e -15,1% in volume), mentre è contenuta la flessione dei beni alimentari (rispettivamente -0,1% in valore e -1,5% in volume).

### Tuttavia si registra un leggero calo tendenziale

Su base tendenziale, a giugno, si registra una diminuzione delle vendite del 2,2% in valore e del 3,5% in volume, determinata soprattutto dall'andamento dei beni non alimentari (-4,4% in valore e -4,8% in volume); le vendite dei beni alimentari registrano una lieve crescita solo in valore (+0,5%), mentre negativa risulta la dinamica in volume (-1,9%). Per quanto riguarda i beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali piuttosto eterogenee tra i gruppi di prodotti.

### Vola il commercio elettronico

Gli aumenti maggiori riguardano dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (+15,1%) e mobili, articoli tessili e arredamento (+10,4%). Le flessioni più marcate si evidenziano, invece, per calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-12,8%) e abbigliamento e pellicceria (-12,3%).

Rispetto a giugno 2019, il valore delle vendite al dettaglio diminuisce dell'1,8%



per la grande distribuzione e del 6,4% per le imprese operanti su piccole superfici. Le vendite al di fuori dei negozi calano del 5,9% mentre il commercio elettronico è in sostenuto aumento (+53,5%).

### **Gli incentivi danno ossigeno all'auto**

Ad agosto il mercato italiano dell'auto totalizza 88.801 immatricolazioni, ovvero lo 0,4% in meno rispetto allo stesso mese del 2019. Il consuntivo dei primi otto mesi del 2020 conta, quindi, 809.655 immatricolazioni, in calo del 39% rispetto ai volumi dello stesso periodo del 2019. Si tratta di un primo segnale di una graduale ripresa del settore *automotive*. Con il decreto legge Agosto, il fondo che finanzia la misura Ecobonus è stato ulteriormente incrementato di 400 milioni di euro per il 2020, di cui 300 destinati esclusivamente alla misura di incentivazione prevista dal precedente DL Rilancio, modificando la suddivisione del *plafond* per le varie fasce di emissioni e, soprattutto, introducendo la nuova fascia 61-90 g/Km di CO<sub>2</sub>. In questo modo, la spinta allo smaltimento degli *stock* di vetture accumulati nei mesi di *lockdown* si coniuga con l'attenzione al rinnovo del parco circolante nel segno della sostenibilità ambientale, secondo il dettato europeo.

### **Sofferenze in calo a giugno**

A giugno 2020 i finanziamenti alle imprese sono aumentati dello 0,7% rispetto al mese di maggio e dello 0,4% rispetto a giugno 2019. Le sofferenze sono diminuite del 4,7% su base mensile e del 22,9% su base annuale.

### **L'estate fa aumentare la fiducia dei consumatori**

Ad agosto 2020 il clima di fiducia dei consumatori è in aumento, dopo il lieve deterioramento registrato nel mese di luglio. L'aumento più marcato interessa il clima economico, ma migliorano anche il clima corrente e futuro. Solo la componente personale diminuisce lievemente.

### **Terzo mese di miglioramento per la fiducia delle imprese**

Con riferimento alle imprese, le stime evidenziano un aumento della fiducia diffuso a tutti i settori, seppur con intensità diverse. Nell'industria, il miglio-

ramento più marcato riguarda il settore manifatturiero e le costruzioni. Per il comparto dei servizi, si evidenzia una dinamica positiva decisamente più marcata: nei servizi di mercato l'indice sale di quasi nove punti e nel commercio al dettaglio aumenta di oltre 7 punti.

### **In calo le attese di produzione nell'industria**

Per quanto attiene alle componenti dell'indice di fiducia, nell'industria manifatturiera migliorano i giudizi sugli ordini mentre le attese di produzione sono in calo. Le scorte di prodotti finiti sono giudicate in lieve accumulo rispetto al mese scorso. Per le costruzioni, l'aumento dell'indice è trainato da un deciso miglioramento delle attese sull'occupazione presso l'impresa, mentre i giudizi sugli ordini si deteriorano.

### **Buon clima per i servizi di mercato**

Nei servizi di mercato migliorano sia i giudizi sugli ordini sia quelli sull'andamento degli affari; si registra, tuttavia, un peggioramento delle attese sugli ordini. Nel commercio al dettaglio migliorano tutte le componenti dell'indice. A livello di circuito distributivo, la fiducia aumenta marcatamente nella grande distribuzione mentre nella distribuzione tradizionale l'incremento è più contenuto.

### **Significativo miglioramento dell'indice PMI**

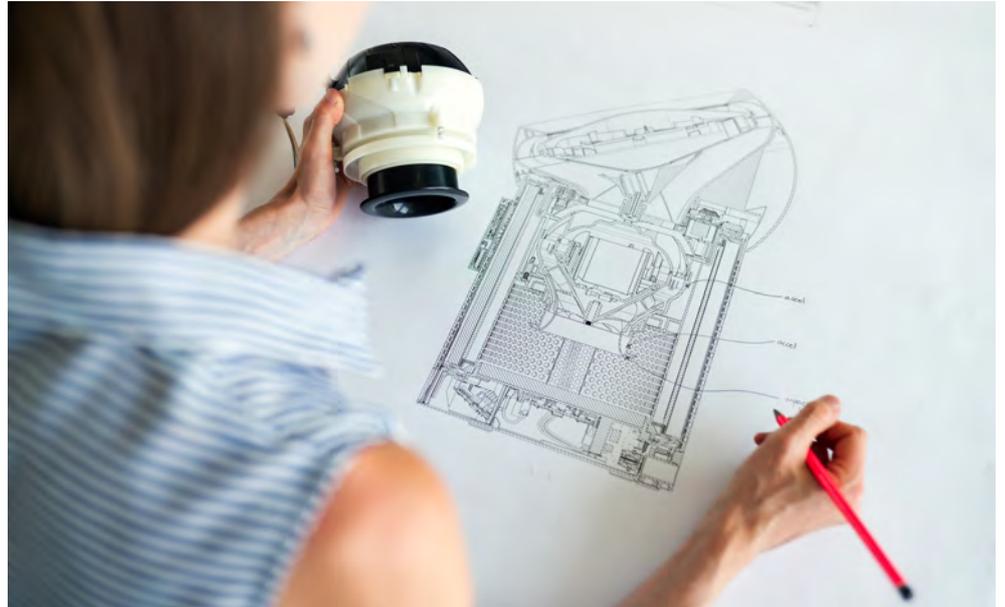
L'indice PMI (*purchasing managers' index*) redatto da IHS Markit per il settore manifatturiero italiano, che con una sola cifra dà un'immagine degli sviluppi delle condizioni generali del settore manifatturiero, ad agosto ha raggiunto 53,1, salendo da 51,9 di luglio e segnalando il secondo mese consecutivo di miglioramento delle condizioni operative del settore. Si tratta del miglioramento più veloce delle condizioni operative del settore manifatturiero italiano in oltre due anni. È stata riportata la crescita sia della produzione che dei nuovi ordini al livello maggiore da febbraio 2018 causata dall'allentamento delle restrizioni e dalla riapertura di altri settori dell'economia che hanno fatto rinvigorire la domanda. Le esportazioni, tuttavia, continuano a frenare il settore, gli ordini esteri infatti hanno continuato a diminuire.

### **Il Covid-19 è costato all'Italia 500.000 lavoratori**

Dopo quattro mesi di flessione, a luglio 2020, il numero di occupati torna a crescere, soprattutto tra le donne e i lavoratori con più di 35 anni; continua il recupero delle ore lavorate pro capite e l'espansione del segmento di persone in cerca di lavoro. Ciononostante, da febbraio 2020 il livello dell'occupazione è sceso di quasi 500.000 unità e le persone in cerca di lavoro sono cresciute di circa 50.000, a fronte di un aumento degli inattivi di quasi 400.000. In quattro mesi, il tasso di occupazione perde oltre un punto, mentre quello di disoccupazione, col dato di luglio, torna sopra ai livelli di febbraio.

### **Bene il lavoro femminile**

Nel dettaglio, a luglio, dopo quattro mesi di flessioni consecutive, l'occupazione torna a crescere mentre, a fronte del calo dell'inattività, prosegue l'aumento del numero di persone in cerca di lavoro. L'aumento dell'occupazione su base mensile (+0,4% pari a +85.000 unità) coinvolge le donne (+0,8%



pari a +80.000), i dipendenti (+0,8% pari a +145.000) e tutte le classi d'età, ad eccezione dei 25-34enni; gli uomini occupati risultano sostanzialmente stabili, mentre diminuiscono gli indipendenti.

### Aumenta la disoccupazione, soprattutto giovanile

Nel complesso, il tasso di occupazione sale al 57,8% (+0,2 punti percentuali). L'aumento consistente delle persone in cerca di lavoro (+5,8% pari a +134.000 unità) è diffuso per genere ed età. Il tasso di disoccupazione sale al 9,7% (+0,5 punti) e, tra i giovani, raggiunge il 31,1% (+1,5 punti). La rilevante diminuzione nel numero di inattivi (-1,6% pari a -224.000 unità) riguarda uomini, donne e tutte le classi d'età. Il tasso di inattività diminuisce, attestandosi al 35,8% (-0,6 punti).

### PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

## MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
ago/lug 2020	ago/lug 2020	ago/lug 2020	ago/lug 2020
 <b>+8,5%</b> \$/Mt	 <b>+3,3%</b> \$/Bbl	 <b>+5,7%</b> \$/Mt	 <b>+3,4%</b> \$/Dmtu
RAME	GOMMA NATURALE TSR20	CACAO	ZUCCHERO
ago/lug 2020	ago/lug 2020	ago/lug 2020	ago/lug 2020
 <b>+2,0%</b> \$/Mt	 <b>+10,1%</b> \$/Mt	 <b>+11,4%</b> \$/Kg	 <b>+6,7%</b> \$/Kg

- ▶ Si consolida la ripresa dei mercati internazionali di materie prime.
- ▶ Petrolio in graduale assestamento.
- ▶ Volano i metalli non ferrosi.

### The Economist commodity - price Index

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
<b>Dollar Index</b>			<b>Sterling Index</b>		
All Items	6,6%	20,0%	All Items	3,4%	7,9%
Food	6,9%	11,3%	<b>Euro Index</b>		
Industrials			All Items	4,7%	10,0%
All	6,4%	25,9%	<b>Gold</b>		
Non food agriculturals	13,2%	22,2%	\$ per oz	-0,9%	27,6%
Metals	5,1%	26,7%	<b>West Texas Intermediate</b>		
			\$ per barrel	2,6%	-21,0%

Fonte: The Economist, 25 agosto - 1 settembre 2020.

### Si apprezza l'euro, si attenuano i costi per le imprese italiane

Continua anche nei mesi estivi il *trend* rialzista registrato sui mercati delle principali *commodity* industriali, complice anche le recenti dinamiche valutarie, con l'euro in rialzo rispetto al dollaro. Questo infatti, da un lato, ha sostenuto un ulteriore apprezzamento delle quotazioni internazionali di materie prime e, dall'altro, ha attenuato sensibilmente l'impatto sui costi di approvvigionamento delle imprese italiane.

### In rialzo le principali *commodity* industriali

A livello di singole materie prime, i maggiori apprezzamenti registrati in agosto hanno interessato gas naturale di provenienza europea (+58,9%), argento (+30,8%), cacao (+11,4%), caffè Arabica (+11,2%), zinco (+10,7%), platino (+8,8%), nickel (+8,5%), zucchero (+6,7%), oro (+6,6%), piombo (+6,5%), alluminio (+5,7%). Stabili compensato, olio di arachidi orzo e cloruro di potassio. I ribassi più consistenti si sono registrati per arachidi (-34,7%), mais (-5,8%) e carbone (-2,4%).

### Inversione di *trend* per gli acciai

Prima inversione di tendenza, in luglio e agosto, per le quotazioni siderurgiche europee, dopo il *trend* cedente delle osservato nei mesi scorsi. I prezzi

dei prodotti piani e lunghi sulle sono sostenuti dalle importazioni cinesi, dalle discontinuità indotte dal Covid-19 alla produzione mineraria brasiliana, oltre che dalla ripresa, seppure graduale, della domanda e dalla scarsa disponibilità di materia prima sulle principali piazze europee (riconducibile a un mix di barriere all'importazione e basso livello di utilizzo degli impianti).

### Rincari anche sul mercato italiano

In questi giorni i laminati a caldo (HRC) sul mercato italiano passano di mano su livelli superiori ai 420 €/ton, in crescita di oltre il 4%. Rispetto alle medie di luglio e non distanti dai livelli pre-pandemia. Anche prodotti lunghi, con tondo e vergella, hanno chiuso il mese con rialzi superiori al 37% in euro. Verosimilmente nei prossimi mesi il graduale allentamento delle misure di stimolo implementate in Cina, combinato al recupero della produzione sui mercati europei permetterà ai prezzi siderurgici di stabilizzarsi su livelli non lontani da quelli attuali.

### Ancora aumenti per i non ferrosi

Il *trend* di ripresa delle quotazioni dei principali metalli non ferrosi (rame e zinco in primo luogo), in atto da oltre 4 mesi, non ha mostrato segnali di raffreddamento in agosto, nonostante il graduale ritorno in attività dei principali impianti estrattivi sudamericani stia contribuendo a sostenere un recupero dell'offerta globale. I rincari più consistenti si sono concentrati sui metalli utilizzati come *input* nell'industria siderurgica (zinco e nickel hanno chiuso il mese con un apprezzamento in dollari a doppia cifra), ma non hanno risparmiato il piombo (+6,2%) e l'alluminio (+5,5%). Più contenuti i rialzi degli altri metalli, rame in primis che, pur fluttuando ai massimi da metà 2018, ha chiuso agosto con una variazione positiva del 2% circa, in dollari.

### Poche novità sui mercati petroliferi

Sembra rallentare il percorso di recupero delle quotazioni petrolifere in atto da metà aprile, con il Brent che per tutto agosto ha fluttuato su livelli di poco superiori ai 44\$/barile (pari a circa 58 €/barile). Su base mensile si tratta di un rialzo del 4% in dollari (+1% circa in euro) che, tuttavia, era già conseguito nei livelli di inizio mese: rispetto a fine luglio/inizio agosto non si osservano, infatti, variazioni di rilievo, in un contesto in cui la lentezza del percorso di ripresa dei consumi globali (minata peraltro dai crescenti rischi di una ricaduta della pandemia nei mesi autunnali) hanno continuato ad associarsi timidi segnali di ripresa dell'offerta petrolifera mondiale.

### L'OPEC aumenta la produzione

Nei mesi estivi ha trovato conferma l'ipotesi di una graduale uscita dell'OPEC dalla fase di tagli produttivi. In luglio, infatti, il cartello ha pompato sul mercato oltre 1 milione di barili/giorno in più rispetto a giugno (equivalenti 1% circa dell'offerta globale) con incrementi produttivi estesi a tutti i principali membri. Non sono mancati segnali positivi negli Stati Uniti, dove il declino dei livelli di attività estrattiva, pur non arrestandosi, ha tuttavia rallentato sensibilmente rispetto a quanto osservato nei mesi più recenti: stando alle rilevazioni sulle attività di trivellazione (in crescita in luglio) le attese sono orientate verso una stabilizzazione dell'*output* petrolifero USA tra settembre e ottobre.

### **Consumi petroliferi ancora deboli**

All'opposto, continua ad apparire decisamente poco dinamico il percorso di recupero dei consumi mondiali, a causa soprattutto della persistente debolezza delle componenti maggiormente sensibili agli effetti del coronavirus, combustibili per il trasporto aereo in primo luogo: le recenti, pesanti revisioni verso il basso delle prospettive di crescita della domanda petrolifera mondiale formulate dall'International energy agency confermano l'attesa, di un prezzo del petrolio su livelli poco distanti da quelli attuali nei restanti mesi del 2020.

### **Raddoppia il valore del gas naturale**

L'ondata di caldo che ha colpito l'Europa settentrionale in agosto e la conseguente maggiore richiesta di combustibili da generazione elettrica, hanno sostenuto le quotazioni del gas naturale sulle piazze continentali, che si sono lasciate alle spalle i minimi di luglio, raddoppiando di valore nel giro di poco più di tre settimane. La tendenza rialzista non ha risparmiato i prezzi nell'*hub* italiano del Punto di scambio virtuale (PSV) che, comunque, continuano a fluttuare su livelli di quasi un quarto inferiori rispetto a un anno fa.

### **Plastiche in crescita in agosto (ma in calo nelle settimane più recenti).**

Le quotazioni delle plastiche hanno conservato un andamento espansivo in agosto (con apprezzamenti del 2,5-3% per il polietilene e l'1,6% del polietilene, in euro) ma l'entità degli aumenti è risultata meno intensa rispetto a quella osservata in luglio. Già a partire dalla seconda metà del mese, infatti, si è osservato un andamento di segno opposto.

### **Da gennaio una nuova tassa europea sui rifiuti in plastica**

L'elevata disponibilità di polimeri che continua a registrarsi sulle principali piazze europee (pur a fronte di minori afflussi di materia prima provenienti dagli Stati Uniti, nonché dei maggiori utilizzi per il *packaging*) lascia presagire come, per molti settori attivanti la domanda (*automotive* in particolare) il percorso di ripresa dai minimi del secondo trimestre impiegherà ancora tempo per essere completato. Va segnalato che da gennaio 2021 la Commissione europea introdurrà una tassa di 800 €/ton sui rifiuti in plastica, aumentando di fatto le preoccupazioni e le incertezze sul futuro in questo settore.

### **Gomma sintetica stabile, aumenti per il prodotto naturale**

Nonostante le recenti tensioni osservate sul mercato del principale *input* di produzione (butadiene), persiste una complessiva debolezza della domanda di *input* destinati all'*automotive*, in un contesto di elevata disponibilità di materia prima. Tale tendenza, ha trovato conferma anche in agosto. Apprezzamenti si sono invece evidenziati sui mercati della gomma naturale (+4% circa in euro) con le quotazioni che, in ogni caso, continuano a fluttuare su livelli storicamente contenuti, del 10% circa inferiori rispetto a inizio 2020.

### **Volano i prezzi del legname al CME**

Forti incrementi di prezzo per il legname sul mercato statunitense, con le quotazioni al CME (Chicago mercantile exchange, la borsa valori di riferimento) più che raddoppiate in agosto rispetto ai livelli di giugno/luglio. Tale andamento è riconducibile al *boom* di spesa per il rinnovamento degli edifici che ha caratterizzato le principali economie avanzate nei mesi più recenti.

### I coleotteri infestano i boschi del Canada e fanno crescere i prezzi

La minore offerta di legno, dovuta alle infestazioni di coleotteri del patrimonio boschivo in Canada (che, a sua volta, ha dirottato la domanda cinese verso i mercati europei), ha contribuito a imprimere un'accelerazione al trend rialzista osservato in luglio. I segati di origine svedese (*benchmark*) sono saliti dai 340 €/mc di luglio agli oltre 450 €/mc di agosto: +30% circa nel giro di un solo mese.

### Stabile la cellulosa

Non si registrano, almeno per ora, variazioni significative delle quotazioni della cellulosa destinate ai mercati europei che, in agosto, hanno mantenuto un profilo in dollari sostanzialmente stabile rispetto a luglio (-3% circa in euro).

### Il coronavirus fa affondare la filiera della moda

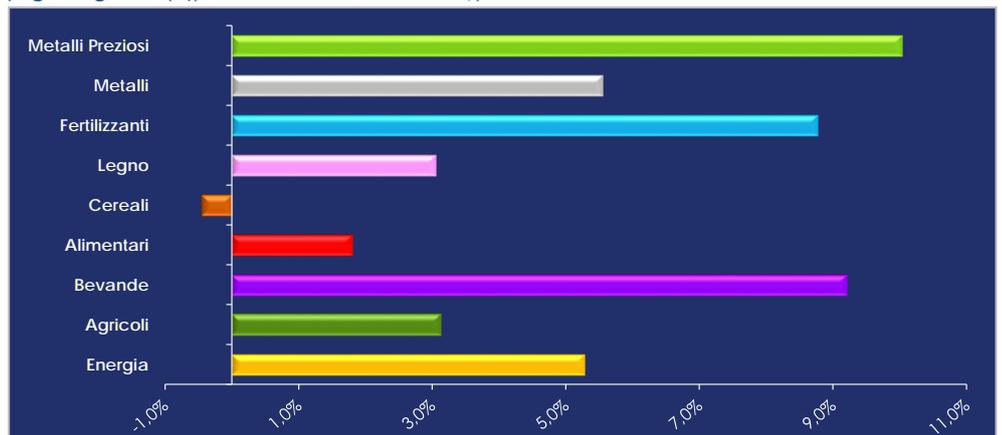
Non conosce fine la crisi della domanda di *input* per il settore della moda, una tra quelle maggiormente impattate dagli effetti del Covid-19, i ribassi più consistenti hanno riguardato le quotazioni della lana (-13%, in euro, rispetto ai livelli di luglio, e ai minimi dal 2012) e le pelli che, nello stesso arco di tempo, hanno ceduto quasi il 20% del loro valore. Solo relativamente più stabili i corsi degli altri *input*, con il cotone che ha ceduto oltre il 3,5%, a fronte di un declino del 5,6% delle quotazioni del poliestere, sempre in euro.

### I prezzi delle materie prime, trend 2014-2020 (valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazione dati World bank.

### Variaz. % dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente (ago/lug 2020) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World bank.

## I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in \$ lug 2020	Prezzo in \$ ago 2020	var. %
Aluminum	(\$/mt)	1643,81	1737,26	5,7%
Barley	(\$/mt)	80,38	80,38	0,0%
Beef	(\$/kg)	4,70	4,63	-1,4%
Coal, Australian	(\$/mt)	51,56	50,34	-2,4%
Coal, South African	(\$/mt)	56,60	57,38	1,4%
Cocoa	(\$/kg)	2,10	2,34	11,4%
Coconut oil	(\$/mt)	888,31	981,30	10,5%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	3,24	3,60	11,2%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	1,49	1,60	7,4%
Copper	(\$/mt)	6372,46	6498,94	2,0%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,51	1,54	2,1%
Crude oil, average	(\$/bbl)	42,07	43,44	3,3%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	42,81	44,26	3,4%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	42,64	43,71	2,5%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	40,75	42,36	4,0%
DAP	(\$/mt)	305,10	341,88	12,1%
Fish meal	(\$/mt)	1486,92	1479,92	-0,5%
Gold	(\$/troy oz)	1846,51	1968,63	6,6%
Groundnut oil	(\$/mt)	1876,87	1876,96	0,0%
Groundnuts	(\$/mt)	1985,23	1297,14	-34,7%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	108,52	121,07	3,4%
Lead	(\$/mt)	1817,93	1935,73	6,5%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	7,79	7,79	0,0%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	401,14	413,98	3,2%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	278,89	280,84	0,7%
Maize	(\$/mt)	152,55	143,71	-5,8%
Meat, chicken	(\$/kg)	1,52	1,50	-1,8%
Natural gas index	(2010=100)	34,76	46,73	34,4%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	1,80	2,86	58,9%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	1,72	2,29	33,1%
Nickel	(\$/mt)	13402,30	14537,75	8,5%
Orange	(\$/kg)	0,66	0,62	-6,7%
Palm kernel oil	(\$/mt)	683,93	739,17	8,1%
Palm oil	(\$/mt)	694,16	760,30	9,5%
Phosphate rock	(\$/mt)	75,00	76,88	2,5%
Platinum	(\$/troy oz)	864,64	940,33	8,8%
Plywood	(cents/sheet)	511,48	515,00	0,7%
Potassium chloride	(\$/mt)	202,50	202,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	890,21	921,55	3,5%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	467,00	486,00	4,1%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	480,00	505,00	5,2%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	459,70	480,85	4,6%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	444,19	448,91	1,1%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,48	1,70	14,8%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,20	1,32	10,1%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	606,85	629,13	3,7%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	692,78	719,52	3,9%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	12,52	12,57	0,4%
Silver	(\$/troy oz)	20,65	27,00	30,8%
Sorghum	(\$/mt)	174,94	189,49	8,3%
Soybean meal	(\$/mt)	355,16	374,95	5,6%
Soybean oil	(\$/mt)	821,11	866,94	5,6%
Soybeans	(\$/mt)	381,07	384,55	0,9%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,37	0,39	3,2%
Sugar, US	(\$/kg)	0,59	0,60	2,9%
Sugar, world	(\$/kg)	0,27	0,29	6,7%
Sunflower oil	(\$/mt)	831,95	860,00	3,4%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	3,03	3,16	4,1%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,32	3,38	1,7%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	3,99	4,09	2,4%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	1,78	2,00	12,5%
Tin	(\$/mt)	17469,92	17650,03	1,0%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4562,24	4545,81	-0,4%
TSP	(\$/mt)	262,20	276,25	5,4%
Urea	(\$/mt)	214,40	249,50	16,4%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	198,42	198,42	0,0%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	212,74	205,13	-3,6%
Zinc	(\$/mt)	2177,20	2410,05	10,7%

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	apr 2020	lug 2020	ott 2020	gen 2021
Acciai lunghi	-3,7	-4,2	-2,9	+0,4
Acciai piani	-8,4	-5,1	+5,2	+2,0
Alluminio	-11,4	+6,8	+2,6	+2,9
Argento	-3,6	+39,7	+6,4	+0,2
Aromatici ed altri organici	-45,3	+27,9	+17,8	+11,3
Baltic Dry	+28,7	+47,0	+11,9	+1,9
Benzina	-44,7	+41,6	-4,2	+1,4
Brent	-32,8	+18,0	-7,4	+1,3
Cacao	-10,3	-6,7	+0,8	-0,3
Caffe	-4,6	-0,8	+2,3	+1,3
Carbone	-23,3	-11,0	-2,5	+4,0
Cellulosa BEKP	+0,1	-7,9	+1,4	+3,5
Cellulosa NBSK	+2,5	-7,7	-0,3	+0,2
CO2	-7,0	+1,0	+2,3	+1,8
Cotone	-12,7	+2,9	-3,1	+0,1
Elastomeri	-28,5	-2,3	-0,7	+7,7
Elettricità (PUN)	-37,2	+62,2	+9,9	-8,7
Elettricità (Tariffa)	-18,3	+5,6	+6,9	+3,5
Fibre sintetiche	-5,4	-10,8	-3,0	+10,2
Gas Naturale (ToP)	-5,4	-6,0	-8,0	-10,5
Gasolio	-40,2	+22,6	-2,7	+8,3
Gomma naturale	-16,6	+5,3	+3,4	+5,0
Grano Italia	+2,7	+1,0	-0,8	-1,4
Grano Usa	-5,7	-7,7	-2,9	-0,7
Lana	-18,2	-20,5	-7,0	+4,3
Legname di conifere	-8,6	+21,1	+8,6	-1,4
Legname tropicale	+0,1	-7,2	-3,7	+2,3
Mais usa	-13,6	-6,6	-2,3	+2,0
Materie plastiche	-13,2	-9,5	-3,1	+6,3
Minerali di ferro	+2,5	+7,7	-2,7	-1,1
Nichel	-3,6	+4,6	-8,4	-1,1
Olio combustibile	-44,8	+29,2	-10,5	-0,0
Organici di base	-33,4	+24,3	+3,8	+0,8
Oro	+8,3	+5,4	+1,1	+0,3
Pelli	-9,6	-13,8	+4,3	+5,8
Piombo	-8,9	+4,6	+0,3	-6,0
Platino	-12,5	+2,2	-18,8	+3,4
PSV	-44,7	+32,2	+12,7	+11,3
Rame	-5,1	+13,0	-0,1	-0,6
Rottami di ferro	-8,0	-0,1	+0,7	-0,1
Soia usa	-4,6	-2,1	-1,6	+0,7
Stagno	-3,3	+3,6	-4,1	+1,1
Virgin Nafta	-42,3	+46,4	-3,4	+2,9
Zinco	-7,2	+9,9	+4,1	+1,5
Zucchero	-19,5	+7,3	-0,7	+1,1

Fonte: elaborazioni su Pometeia Commodity, settembre 2020.

## VALUTE



- ▶ Il dollaro perde terreno, l'euro si rafforza.
- ▶ Breve fase di debolezza per lo yen.
- ▶ Il nuovo termine per i negoziati Brexit affonda la sterlina.

### Euro

#### Incertezze sulla durata della forza dell'euro

La valuta europea, a partire da maggio, è stata protagonista di un vero e proprio *rally*. Il *trend* è stato via via più evidente man mano che la debolezza del biglietto verde si è palesata. Il contesto però è ancora piuttosto incerto e volatile e non è chiaro se le stime troveranno o meno conferma nella realtà. Secondo alcuni osservatori, il *meeting* dell'istituto centrale, previsto per giovedì 10 settembre, avrà un impatto negativo sulla quotazione dell'euro/dollaro. Con tutta probabilità la BCE non toccherà la sua politica monetaria, ma esprimerà preoccupazione in merito al recente apprezzamento della moneta unica e al suo impatto sull'inflazione. Dichiarazioni queste, che potrebbero deprimere il cambio euro dollaro in maniera evidente. Non sarà soltanto l'istituto centrale ad attirare l'attenzione della quotazione in questa settimana. Anche la Brexit continuerà a fare da padrona, soprattutto sulla scia delle ultime notizie giunte da Londra.

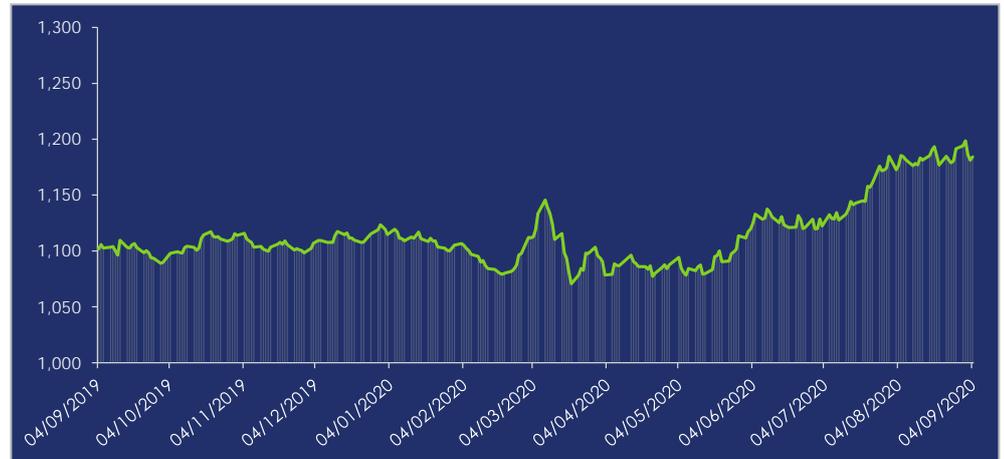
Ad agosto l'euro ha guadagnato l'1,0% rispetto al mese precedente nei confronti delle valute dei suoi principali 38 *partner* commerciali. Rispetto al dato di agosto 2019 si osserva una variazione positiva dell'3,9%.

### Dollaro

#### Il dollaro: rallentamento strutturale o semplice riequilibrio?

Jerome Powell non ha deluso le aspettative dei mercati e in occasione del simposio di Jackson Hole ha annunciato l'attesa revisione della strategia della Federal reserve. Cade il dogma di centrare un'inflazione al 2%, scolpito quando l'idea era che i banchieri centrali dovessero preoccuparsi più che altro di spegnere le fiammate dei prezzi, in favore di una maggiore flessibilità. La FED valuterà ora un *target* medio del 2%, che significa potersi permettere di salire oltre quel livello qualora si arrivi da un periodo di prezzi ben al di sotto dell'obiettivo. La piena occupazione diventa la priorità numero uno della FED. Il biglietto verde, già in un momento di debolezza prima dell'annuncio, è calato: se nel maggio del 2020 l'euro/dollaro viaggiava poco sopra quota 1,07, adesso si muove appena sotto 1,2. Credit Suisse pensa che quanto visto sinora sia solo l'antipasto di una fase di debolezza della valuta americana destinata a durare parecchio. "Storicamente (si legge nel *report* della banca svizzera) i periodi di rallentamento del dollaro sono durati dai nove ai dieci anni". Sono diversi gli argomenti riportati a favore della tesi che l'indebolimento della valuta statunitense sia solo all'inizio. Per esempio, un "peggioremento della posizione fiscale degli Stati Uniti molto più importante rispetto a quello dell'Area euro" o "l'impegno della FED a un Quantitative easing",

### Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

ossia un programma di acquisto di titoli "illimitato". Ancora, la "mancanza di una risposta politica per arrestare la debolezza del dollaro" e la considerazione che il Recovery fund europeo, insieme alle altre misure messe in campo, "stabilisca l'euro come valuta di riserva". Di parere leggermente diverso Roberto Rossignoli, *portfolio manager* di Moneyfarm, che spiega: "Quella a cui stiamo assistendo ci sembra essere dunque una normale dinamica dovuta a fattori contingenti. Il dollaro rimane la valuta di riserva, perché non esiste alternativa e non vediamo alle porte un posizionamento significativo del biglietto verde nei confronti dell'euro. Bisogna comunque ricordare che il dollaro storicamente è stato molto valutato negli ultimi anni e che un riposizionamento verso un cambio più favorevole all'euro non sarebbe innaturale e potrebbe essere in un certo senso auspicato anche dall'amministrazione USA che, in passato, si è espressamente detta favorevole a una svalutazione del dollaro per favorire la competitività delle sue aziende e riequilibrare la bilancia commerciale". In effetti, dalla sua elezione nel novembre del 2016 e per molto tempo ancora dopo, il presidente americano Donald Trump si era spesso schierato a favore di un dollaro debole, così da spingere le esportazioni e favorire la bilancia commerciale. Di recente, però, l'inversione a U di Trump: nell'aprile 2020, dopo avere valutato che la debolezza della moneta statunitense stesse portando troppo scompiglio sui mercati finanziari, ha dichiarato che un dollaro forte è una cosa "molto buona".

## Yen

### Le dimissioni di Shinzo Abe indeboliscono lo yen

Le dimissioni per motivi di salute del *premier* giapponese Shinzo Abe stanno provocando un ribasso dello yen rispetto alle altre principali divise internazionali. A cominciare dal cross con la moneta unica, che allunga così il passo all'interno del canale ascendente iniziato nei primi giorni dello scorso mese di maggio. L'attuale ministro delle Finanze Taro Aso sembra il successore più probabile a detta degli osservatori, ma circolano anche i nomi di altri candidati come Yoshihide Suga (segretario generale del Governo), l'ex ministro della difesa Shigeru Ishiba, il ministro della difesa Taro Kono o Kishida Fumio, *leader* politico del partito liberal democratico del Giappone cui appartiene Shinzo Abe. Dal punto di vista dei mercati finanziari il maggiore interrogativo rimane sul proseguimento della controversa Abeconomics, la strategia di Abe che puntava a mescolare politica monetaria, fiscale e di crescita per



sostenere lo sviluppo economico di Tokyo. Per il momento, le maggiori probabilità ricadono sul candidato Suga e, nell'insieme, i pretendenti che offrono continuità sembrano essere in una posizione migliore. Ciò implica che non si prevedono cambiamenti importanti nel breve periodo: salvo particolari novità lo yen ritornerà nel giro di poche settimane a riprendere il terreno perduto.

---

## Sterlina

---

### La sterlina affonda dopo il taglio ai negoziati Brexit

La sterlina inglese è tornata a perdere quota a causa delle ultime notizie sulla Brexit, che hanno imposto al mondo intero di tornare a rispolverare lo spettro del *no deal*. Il nodo resta sempre la questione Irlanda, con l'UE che punta a garantire il massimo interscambio senza frontiere, mentre Londra punta a garantire l'accesso al mercato unico, senza fare concessioni in tema di sovranità e pesca. Boris Johnson ha infatti confermato all'Unione europea la sua intenzione di lasciare i negoziati senza accordo piuttosto che scendere a compromessi su quelli che vede come i principi fondamentali della Brexit. Ha dunque fissato per il 15 ottobre la scadenza per trovare un'intesa, dando a malapena un mese di tempo per riuscire a trovare l'accordo che in questi anni non si è riuscito a concludere. Pochi giorni dopo ha poi portato in Parlamento una legge in base alla quale Londra derogherebbe a parte degli impegni presi con il primo accordo sulla Brexit, di fatto proteggendo i confini nazionali e chiudendo le frontiere fra l'Irlanda del Nord e la Gran Bretagna. Le perdite della sterlina inglese sono risultate evidenti e immediate: il pound ha lasciato sul campo più di mezzo punto percentuale contro il dollaro USA a causa di un *no deal* forse più vicino. Secondo Goldman Sachs, Johnson, nonostante la sua spavalderia, vorrebbe comunque un accordo con l'Unione Europea. Ma a oggi Londra e Bruxelles non riescono a trovare soluzioni ad alcune questioni spinose: il continuo discutere, senza raggiungere dei risultati, probabilmente si sta dimostrando più sfiancante del previsto.

---

## Yuan

---

### Lo yuan diventa sempre più una valuta mondiale

Lo yuan è stato sempre più accettato per transazioni transfrontaliere nella prima metà di quest'anno con pagamenti e incassi su un livello equilibrato. A dimostrarlo è stata una relazione della China banking association. Come si legge nel rapporto, da gennaio a giugno, entrate e pagamenti transfronta-

### I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media ago 2020	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
+	 ARGENTINE PESO	86,53	5,8%	49,7%
	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,64	0,8%	0,0%
	 BRAZILIAN REAL	6,44	6,3%	44,2%
	 CANADIAN DOLLAR	1,57	1,1%	6,0%
	 CHINESE YUAN	8,20	2,0%	4,3%
	 INDONESIAN RUPIAH	17402,53	4,5%	9,9%
	 INDIAN RUPEE	88,23	2,7%	11,4%
	 JAPANESE YEN	125,40	2,5%	6,1%
	 MEXICAN PESO	26,25	2,2%	19,9%
	 MALAYSIAN RINGGIT	4,95	1,3%	6,2%
	 ROUBLE	87,35	6,5%	19,3%
	 TURKISH LIRA	8,61	9,3%	37,0%
	 US DOLLAR	1,18	3,2%	6,3%
	 SOUTH AFRICAN RAND	20,38	6,1%	20,9%
	=	 SWISS FRANC	1,08	0,5%
 UK POUND STERLING		0,90	-0,4%	-1,6%

Fonte: elaborazione dati BCE, agosto 2020.

lieri nella valuta cinese ammontavano a 12.670 miliardi di yuan (circa 1.840 miliardi di dollari), in crescita del 36,33% rispetto all'anno precedente. Sul totale delle transazioni, sono stati effettuati pagamenti transfrontalieri per 6.360 miliardi di yuan, mentre le entrate transfrontaliere rappresentavano per 6.310 miliardi di yuan. Entro la fine di giugno, la quota di yuan nei pagamenti globali era rimasta all'1,76%, il quinto al mondo per importanza tra le valute di pagamento. Secondo il rapporto, la quota della valuta di Pechino nei pagamenti globali ha oscillato all'inizio del 2020 a causa dell'impatto dell'epidemia di Covid-19, ma si è ripresa poiché le banche commerciali hanno migliorato il servizio dopo che l'epidemia è diminuita e la produzione è ripresa.

### Lira turca

#### I turchi, non credendo più nella loro valuta, si dirigono verso l'oro

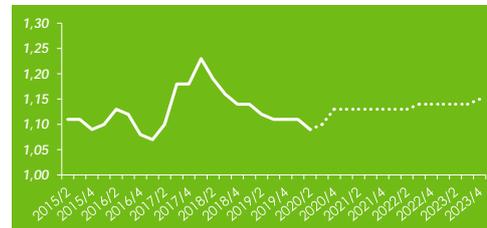
Nel mese di agosto la popolazione turca ha messo sotto il materasso lingotti per un controvalore di sette miliardi di dollari. Un tesoretto che è andato a rimpinguare riserve auree domestiche già stimate in 5.000 tonnellate. È la scorta salva-vita per chi, nell'ultimo lustro, ha visto praticamente dimezzato il proprio potere d'acquisto a causa del precipitare della moneta locale e



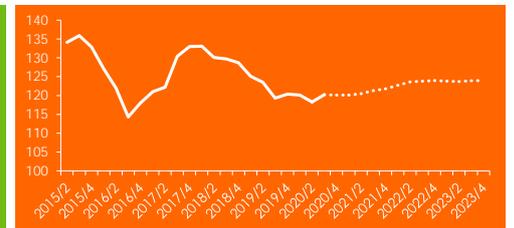
già faticava ad assorbire il tracollo del 2018. La picchiata si è intensificata quest'anno, con una svalutazione di quasi il 20% da gennaio, e anche se l'annuncio del ritrovamento di un maxi-giacimento di gas naturale nel Mar Nero (valore 65 miliardi di dollari) ha dato un po' respiro ai rapporti di cambio, nessuno riesce ad immaginare come la lira possa passare dal requiem alla marcia trionfale. I primi a esserne convinti sono gli stessi cittadini turchi: sono comuni ormai le file agli sportelli delle banche per ritirare i risparmi e convertirli in metallo giallo. La sfiducia nella capacità del governo di raddrizzare la situazione è oramai dilagante, e si cerca di anticipare il provvedimento con cui il presidente vieterebbe di possedere oro. Tutt'altro che improbabile in una nazione con norme stringenti sui movimenti di capitale e dove Erdogan si è preso anche le mansioni da banchiere centrale, esautorando de facto il governatore, per imporre una politica che contraddice le più elementari regole monetarie.

### Previsioni di medio periodo

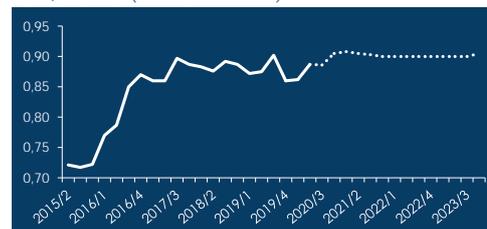
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Yen (valori trimestrali)



Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.

## CREDITO

PRESTITI ALLE IMPRESE	SOFFERENZE	SOFFERENZE/ CREDITI	RENDIMENTO TITOLI DI STATO	SPREAD BTP BUND
giu/mag 2020	giu/mag 2020	giugno 2020	Asta agosto 2020	Punti base
+0,7%	-4,7%	7,0%	↓	158

- ▶ Dalla riunione BCE di settembre non si aspettano novità.
- ▶ I prestiti europei alle imprese si rafforzano.
- ▶ Intesa San Paolo conclude con successo l'acquisto di UBI Banca.

### Le aspettative per la riunione BCE del 10 settembre

Si avvicina l'appuntamento con il *meeting* della Banca centrale europea, che dopo la pausa estiva tornerà a breve a riunirsi. Secondo gli esperti, non dovrebbero esserci novità in tema di politica monetaria. Il consiglio direttivo dovrebbe rimanere in attesa dopo il significativo allentamento di giugno, le persistenti incertezze circa le prospettive economiche e i segnali ancora controversi. Per gli osservatori l'attenzione si concentrerà su tre questioni principali: le nuove prospettive di crescita della zona euro, il rafforzamento dell'euro; i rischi al ribasso associati alla recrudescenza dei contagi da Covid. Per quanto riguarda la crescita dell'Unione, la BCE presenterà a breve le sue proiezioni aggiornate. Goldman Sachs si attende cambiamenti limitati nelle previsioni di crescita. I dati relativi al secondo trimestre, migliori delle attese, e lo stimolo fiscale vanno ampiamente a compensare le preoccupazioni per una seconda ondata di virus e l'euro più forte. Gli esperti si attendono invece una revisione leggermente al ribasso delle stime sull'inflazione nel 2020-21, mentre dovrebbero venire confermate quelle al 2022. È possibile che a settembre la BCE possa rialzare la remunerazione della liquidità che le banche sono obbligate a depositare presso l'istituto di Francoforte, attualmente soggetta a tassi negativi.

Nelle scorse settimane l'Eurotower non ha escluso la possibilità di rivedere il *target* di inflazione, attualmente fissato "vicino e poco al di sotto" del 2%. Secondo alcuni commentatori a settembre non se ne parlerà, ma si ipotizza che la questione verrà affrontata nel corso del 2021.

### Intesa Sanpaolo riesce infine nella sua scalata ad UBI Banca

Dopo mesi di analisi, polemiche e carte bollate, Intesa Sanpaolo è riuscita ad acquisire UBI Banca. L'offerta pubblica si è conclusa il 30 luglio con adesione al 90,21%. Anche i residui scogli sono stati superati negli ultimi giorni: il 4 settembre la BCE ha dato il via libera a BPER per l'acquisto da Intesa Sanpaolo di 532 filiali in eccesso dopo l'acquisizione di UBI Banca. Tale cessione degli sportelli era un requisito posto dall'Antitrust per dare il via libera all'operazione. È già ben delineato il percorso che porterà all'integrazione dell'ex popolare in Intesa Sanpaolo. Il 16 ottobre si svolgerà l'assemblea che dovrà nominare il nuovo consiglio d'amministrazione di UBI, espressione del nuovo azionista di maggioranza. Entro la fine dell'anno ci sarà la vendita degli sportelli a BPER e nella primavera del 2021, infine, si procederà alla fusione tra i due istituti di credito.



### **In Europa si concedono sempre più prestiti al settore privato...**

A maggio (ultimo dato disponibile) la dinamica dei prestiti alle imprese si è ulteriormente rafforzata. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato è salito al 5,3%, dopo il 4,9% di aprile. Tale andamento è dovuto a un ulteriore aumento del tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie (SNF), dal 6,6% di aprile 2020 al 7,3% registrato a maggio. La crescita del credito bancario alle imprese è stata determinata dal fabbisogno di finanziamento per esigenze operative, in un contesto di flussi di cassa contenuti. Il ricorso delle imprese a finanziamenti a medio e lungo termine ha continuato ad aumentare a scapito di quelli a breve, a segnalare che si è rafforzata la fiducia in una ripresa più prolungata. Per il terzo trimestre del 2020, le aspettative delle banche segnalate nell'indagine sul credito bancario nell'Area euro, che di solito anticipano la crescita effettiva dei prestiti, indicano un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese, anche se a un ritmo più lento. Allo stesso tempo, a maggio 2020 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è attestato al 3,0%, dopo due mesi consecutivi in cui aveva registrato un calo, rispetto al 3,4% di marzo. Gli andamenti divergenti registrati a maggio tra imprese e famiglie sono suffragati dai risultati dell'indagine sul credito bancario relativi alla domanda e all'offerta di prestiti. Le misure di politica monetaria della BCE, in particolare le condizioni molto favorevoli delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), dovrebbero incoraggiare le banche a estendere i prestiti a tutti i soggetti del settore privato.

### **... ma si prevede un inasprimento delle condizioni**

L'indagine di luglio 2020 sul credito bancario nell'Area euro ha evidenziato che la pandemia di coronavirus ha avuto un ulteriore, forte impatto al rialzo sulla domanda di prestiti da parte delle imprese, rispecchiando in larga misura il fabbisogno di liquidità di emergenza. Nel secondo trimestre del 2020 la domanda di prestiti o l'utilizzo di linee di credito da parte delle imprese hanno raggiunto il saldo netto più elevato dall'inizio dell'indagine, nel 2003. La maggiore domanda di prestiti per scorte e capitale circolante da parte dei prenditori ha più che compensato il contributo negativo dato dalla domanda per investimenti fissi. Allo stesso tempo, i criteri per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese sono rimasti favorevoli. Mentre i criteri di concessione del credito sono stati sostenuti da garanzie pubbliche sui prestiti

nella maggior parte dei paesi e dalle misure di politica monetaria, le banche hanno continuato a indicare il rischio percepito (collegato al peggioramento delle prospettive economiche generali e alla situazione specifica delle imprese) come il principale fattore che ha contribuito all'inasprimento dei criteri di concessione del credito. Le banche hanno inoltre segnalato una minore tolleranza al rischio rispetto alla rilevazione precedente. Per il terzo trimestre del 2020 le banche si aspettano un considerevole inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese, segnalato come riconducibile alla prevista cessazione dei programmi di garanzia statale in alcuni dei principali paesi dell'Area euro.

### Si rafforzano i prestiti alle imprese italiane

La crescita, seppure flebile, dei prestiti alle imprese è proseguita anche nel mese di giugno: rispetto a maggio si nota un incremento dello 0,7%. È tuttavia l'indicatore sui dodici mesi che sorprende, in quanto positivo per la prima volta da novembre 2014 (+0,4%). Risulta positivo anche l'andamento dei prestiti alle famiglie, che ha registrato nel sesto mese dell'anno una variazione del 0,5% rispetto al dato di maggio; a livello annuale si nota un aumento pari allo 0,2%. Hanno segno negativo gli indicatori relativi alle sofferenze bancarie: a giugno si sono ridotte del 4,7% a livello mensile del 22,9% rispetto al dato di giugno 2019. Il rapporto tra sofferenze e prestiti perde altri 39 punti base, raggiungendo il nuovo record a quota 7,0%. Al rialzo è invece il costo dei fondi erogati alle imprese: nella rilevazione di giugno si è notato un aumento comune a tutte le tipologie di erogazione.

### Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### La fase di debolezza dei titoli di stato europei non accenna a fermarsi

Continua anche ad agosto la fase discendente dei rendimenti dei titoli di stato europei: il dato aggregato mostra infatti che la remunerazione media è pari allo 0,16%, ovvero 6 punti in meno rispetto alla rilevazione di luglio. Considerando le singole *performance*, si nota che a ridursi sono principalmente Francia e Germania, ovvero i due Paesi che ancora presentano una remunerazione negativa; le restanti nazioni dimostrano invece variazioni più contenute. Si osserva nondimeno un calo dello *spread*, ovvero il differenziale tra il titolo di stato decennale italiano e quello tedesco: nelle ultime settimane è sceso a quota 158.

### 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 €
2018	1,47%	1,95%	1,12%	2019/12	1,37%	1,85%	1,06%
2019/06	1,35%	1,95%	0,92%	2020/01	1,18%	1,87%	0,77%
2019/07	1,37%	1,92%	1,00%	2020/02	1,25%	1,86%	0,75%
2019/08	1,26%	1,90%	0,77%	2020/03	1,05%	1,67%	0,73%
2019/09	1,26%	1,85%	0,77%	2020/04	1,06%	1,69%	0,81%
2019/10	1,31%	1,86%	0,91%	2020/05	1,21%	1,60%	0,93%
2019/11	1,29%	1,85%	0,86%	2020/06	1,26%	1,63%	1,01%

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### La pandemia costringe il Tesoro a confermare tutte le aste di agosto

Dopo ben 10 anni di inerzia estiva, il Tesoro ha scelto di programmare una serie di nuove emissioni nella settimana di Ferragosto, in genere priva di appuntamenti di rilievo. Secondo la maggior parte degli osservatori la conferma delle emissioni ha trovato ragion d'essere nella necessità di racimolare più denaro possibile per fronteggiare la crescita del debito scatenata dal coronavirus. D'altronde nella prima metà dell'anno le entrate fiscali sono calate di 13,9 miliardi di euro, (-7% su base tendenziale) cosa che non ha certamente aiutato le casse del MEF.

### Tonica la domanda durante l'asta di metà agosto

L'esito dell'asta del Tesoro di metà agosto è comunque stata un successo: collocando titoli a 3, 7 e 30 anni per un importo complessivo di 6,75 miliardi di euro. Il BTP a 3 anni ha registrato una buona domanda per quasi 4,5 miliardi di euro, a fronte di un importo offerto e collocato di 2,75 miliardi, con un rapporto di copertura di 1,63. Il rendimento è quasi crollato a zero (precisamente 0,08%), 22 punti base in meno rispetto all'asta di metà luglio. Il BTP a 7 anni ha incontrato una domanda di 3,9 miliardi rispetto ai 2,75 offerti, con un rapporto di copertura di 1,43. Rendimento in calo allo 0,72% (-23 punti base



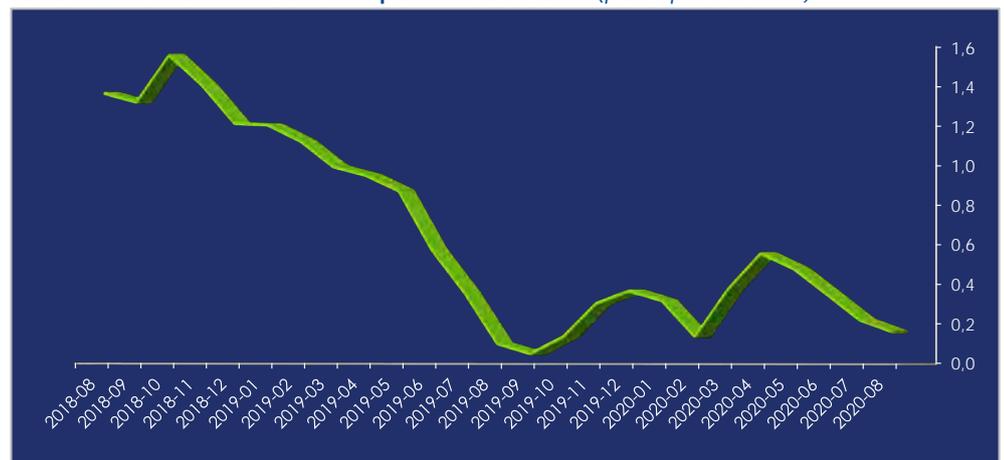
Ministero delle finanze - Sala Ciampi

sul collocamento precedente). Il collocamento dei BTP a 30 anni infine ha sollecitato una domanda per 1,74 miliardi, con un rapporto di copertura di 1,39. Il rendimento si è attestato all'1,91% con una differenza in diminuzione di 58 punti base rispetto al collocamento di luglio.

### Positiva anche l'asta di fine mese

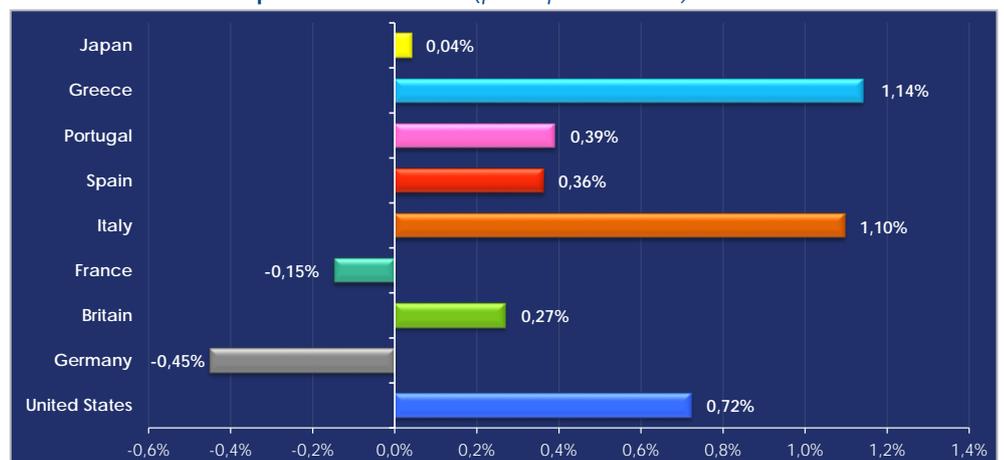
Nell'asta del 28 agosto 2020 è stata collocata la nona tranche dei CCTEU con scadenza 15 dicembre 2023 (tasso d'interesse semestrale lordo dello 0,107%, tasso annualizzato dello 0,21%, *spread* dello 0,55%). Sono stati collocati titoli per un ammontare di 1,25 miliardi di euro, rispetto a una richiesta di circa 2,1 miliardi. Il tasso di copertura è stato quindi pari a 1,68. L'ammontare offerto si è collocato al massimo della forchetta indicata dal ministero è compresa tra 750 milioni di euro e 1,25 miliardi di euro. Il rendimento lordo è stato fissato allo 0,45%, sulla base di un prezzo di aggiudicazione di 99,74. Nella precedente asta del CCTEU di fine giugno 2020 il rendimento era stato fissato allo 0,56%.

### 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 2020.

## INFLAZIONE



- ▶ Inflazione sintesi della dinamica opposta di energetici e alimentari.
- ▶ Rallentano i servizi.
- ▶ Frena l'inflazione di fondo.

A luglio si registra un'inflazione congiunturale negativa per il terzo mese consecutivo (non era così da giugno 2016). Questo andamento continua a essere la sintesi di dinamiche opposte (forti flessioni, seppur meno ampie rispetto a giugno, dei prezzi degli energetici e crescita, più debole rispetto al mese precedente, di quelli degli alimentari). Il contestuale ulteriore rallentamento dei prezzi dei servizi (causato per lo più da quelli relativi a trasporti e da quelli ricreativi, culturali e per la cura della persona), frena l'inflazione di fondo che perde tre decimi di punto, sia al netto degli energetici e degli alimentari freschi, sia al netto dei soli energetici.

### **Alleggerite le restrizioni, l'inflazione torna a salire, anche se poco**

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer price*) di luglio, mese con misure di contenimento del Covid-19 alleggerite, registra una variazione tendenziale del +0,4%, in aumento rispetto al +0,3% di giugno. A luglio 2019 la variazione era pari a +1,0%. Nell'UE-28 l'inflazione tendenziale è +0,9%, in salita rispetto allo 0,8% del mese precedente. A luglio 2019 la variazione era pari a +1,4%. Le variazioni positive più alte si sono registrate in Ungheria (+3,9%), Polonia (+3,7%) e Rep. Ceca (+3,6%), mentre le più basse in Grecia (-2,1%), Cipro (-2,0%) ed Estonia (-1,3%).

### **I saldi posticipati influenzano l'IPCA**

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra una diminuzione congiunturale pari a -0,7% e un aumento dello 0,8% rispetto a luglio 2019 (da -0,4% di giugno). L'inversione di tendenza dell'IPCA si deve ai prezzi di abbigliamento e calzature la cui crescita su base annua accelera nettamente da +0,4% a +18,7%. È una dinamica dovuta all'avvio posticipato dei saldi estivi (dei quali il NIC non tiene conto) rispetto allo scorso anno (primo agosto nel 2020 nella maggior parte delle regioni; primo luglio nel 2019), che causa un calo congiunturale dei prezzi di abbigliamento e calzature molto meno ampio (-6,4%) di quello di luglio 2019 (-20,9%) e un confronto tra un luglio 2020 con i ribassi stagionali solo in poche regioni e un luglio 2019 con i saldi diffusi su tutto il territorio. L'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra una diminuzione dello 0,1% su base mensile e dello 0,4% su base annua.

### **Indici negativi a causa del calo degli energetici**

Nel mese di luglio, l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra una diminuzione dello 0,2% su

base mensile e dello 0,4% su base annua (da -0,2% del mese precedente). L'inflazione negativa continua a essere dovuta all'andamento dei prezzi dei beni energetici, che registrano però una flessione meno marcata (da -12,1% a -10,3%), sia nella componente regolamentata (da -14,1% a -13,6%) sia in quella non regolamentata (da -11,2% a -9,0%). L'ampliamento della flessione si deve sia al rallentamento dei prezzi dei beni alimentari (da +2,3% a +1,3%), causato da entrambe le componenti (gli alimentari non lavorati, da +4,1% a +2,5%, gli alimentari lavorati da +1,2% a +0,6%), sia all'ampliarsi della flessione dei prezzi dei Servizi relativi ai trasporti (da -0,1% a -0,9%).

### Decelera anche l'inflazione di fondo

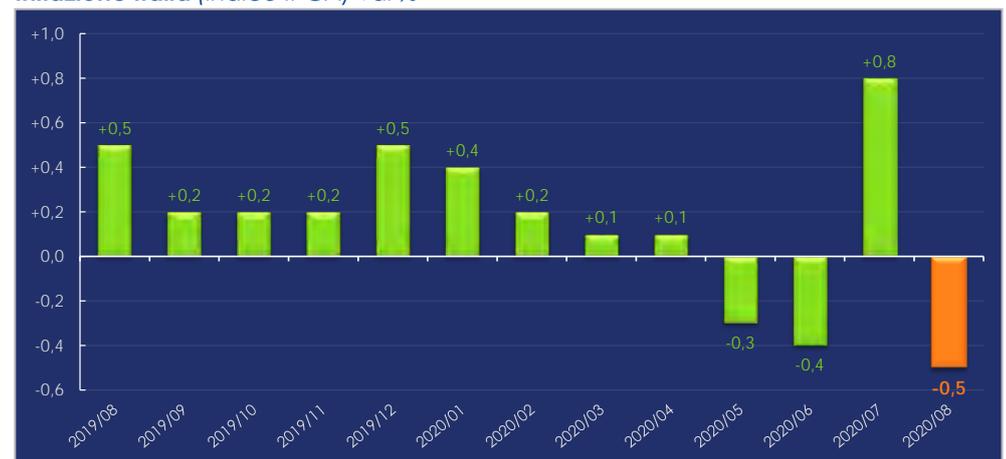
L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, e quella al netto dei soli beni energetici decelerano quindi rispettivamente da +0,7% a +0,4% e da +0,9% a +0,6%. L'inflazione acquisita per il 2020 è -0,1% per l'indice generale e +0,7% per la componente di fondo. Rallentano i prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona (da +2,1% a +1,2%), mentre per quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto si osserva un'inversione di tendenza da +0,1% a -0,1%.

### In agosto negativi tutti gli indici

Nel mese di agosto 2020, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'Area euro sarà pari a -0,2%, in calo da -0,4% di luglio 2020.

In Italia, secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra una variazione congiunturale di -1,3% e di -0,5% su base annua (da +0,8% del mese precedente).

### Inflazione Italia (indice IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.