



Sommario

Economia mondiale

- ▶ Segnali di raffreddamento dopo un trimestre di ripresa. 2020 di crescita negativa per tutti i paesi (tranne la Cina).

Economia italiana

- ▶ Continua nei mesi estivi la ripresa ma cresce la preoccupazione per l'aumento dei contagi. Confindustria propone un Patto per l'Italia.

Materie prime

- ▶ Il recupero della manifattura cinese spinge verso l'alto i prezzi delle principali *commodity* industriali. Ancora contenute le quotazioni petrolifere.

Valute

- ▶ Le elezioni americane influenzano pesantemente i mercati valutari. Le valute digitali diventano sempre più rilevanti sul panorama mondiale.

Credito

- ▶ Le imprese beneficiano della liquidità messa a disposizione durante il *lockdown*. La BCE vaglia l'idea dell'euro digitale.

Inflazione

- ▶ Fattori stagionali trainano l'inflazione ad agosto, ma le previsioni per settembre sono deflative.



ECONOMIA MONDIALE

	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	7,9%	-7,7%	2,5%*
	settembre 2020	agosto 2020/2019	agosto 2020/2019
	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	8,1%	-7,7%	-3,8%**
	agosto 2020	luglio 2020/2019	luglio 2020/2019

* Construction spending

** Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ A settembre indicatori robusti ma segnali di raffreddamento.
- ▶ *Recovery fund* occasione da non sprecare.
- ▶ Ultime battute della campagna elettorale americana.

In breve...

Siamo in una fase particolarmente delicata del ciclo economico. A settembre, dati consuntivi e sondaggi sul clima di fiducia hanno confermato le attese. Le economie dei principali paesi avanzati ed emergenti hanno ripreso l'attività (almeno nella maggior parte dei settori) mostrando una buona tenuta, forse perfino superiore alle previsioni. Nelle ultimissime settimane gli indicatori in tempo reale (traffico stradale e telefonico, mobilità delle persone, frequentazione dei centri commerciali, ecc.) segnalano un certo raffreddamento della ripresa: in parte spiegato dai timori di nuovi contagi, in parte fisiologico dopo la fiammata scaturita dall'uscita dal lockdown.

Il recupero richiederà tempi lunghi. Il 2020 si chiuderà con un bilancio fortemente negativo per tutti i paesi (con l'isolata eccezione della Cina). Negli Stati Uniti per tornare ai livelli occupazionali di febbraio mancano oltre 11 milioni di posti di lavoro: poco meno della metà di quelli distrutti dalla recessione. In Europa la situazione è diversa. Il massiccio ricorso agli ammortizzatori sociali e a misure di sostegno alle imprese ha limitato l'impatto occupazionale della crisi. Il bilancio rimane tuttavia pesante: si calcola che i posti di lavoro persi siano circa 10 milioni, tra aumento dei disoccupati, persone formalmente occupate ma in realtà inattive e persone entrate a fare parte della schiera di inattivi.

Guardando un orizzonte più lontano, le preoccupazioni aumentano. Cosa potrà accadere nei prossimi mesi? La ripresa, sia pure fragile e altalenante, è però sufficientemente solida e sostenibile?

I fattori di rischio sono soprattutto due. In primis, la pandemia è tutt'altro che superata; anzi, in alcuni paesi emergenti la curva dei contagi e dei decessi non ha ancora raggiunto il picco. I tempi della realizzazione del vaccino sono ancora incerti, non prevedibili. Sul terreno sanitario, è senza dubbio una buona notizia che anche la Cina abbia deciso di aderire all'iniziativa Covax, promossa e coordinata dal WHO, per coordinare la lotta alla pandemia e unire le forze per la ricerca di un vaccino. Una iniziativa a cui non partecipano gli Stati Uniti ma che può contare su stanziamenti di oltre 1 miliardo di dollari da oltre 150 paesi.

Il secondo elemento di debolezza della ripresa deriva dall'esaurirsi dello stimolo fiscale. In tutti i paesi, l'aumento senza precedenti della spesa pubblica è stato decisivo per fronteggiare l'emergenza. Non si poteva fare altrimenti e la risposta è stata generalmente adeguata. Il prezzo pagato è stato, inevitabilmente, un forte aumento del disavanzo e del debito pubblico, ben superiore a quanto avvenne durante la crisi 2008-2009. Nel 2021 i programmi di emergenza verranno a concludersi e il segno della politica fiscale sarà neutrale o blandamente espansivo. Un nuovo lockdown non potrebbe più essere contrastato da misure eccezionali di sostegno al reddito e alle imprese. Per consolidare la ripresa e recuperare la perdita di PIL e occupazione, diventa più che mai necessario rilanciare la crescita potenziale del nostro sistema economico, aumentando competitività e produttività dei fattori produttivi. Non ci sono scorciatoie.

L'Europa ha approvato un ambizioso programma di spesa, il Next generation EU (o Recovery fund). Il piano parte da una corretta analisi delle priorità di sviluppo per i paesi europei, che dovrebbe tracciare i confini degli interventi dei singoli paesi. Difficilmente sarà così e il concreto rischio è che il Recovery plan non si traduca in un nuovo Piano Marshall ma diventi piuttosto una accozzaglia di progetti nazionali (se non locali) a basso o nullo impatto. Un rischio che già si sta delineando nel nostro Paese, ma che non ci vede certamente come isolata eccezione nell'assalto alla diligenza dei fondi europei.

Nel terzo trimestre riparte la crescita...

Dopo un secondo trimestre di drammatica caduta di PIL e produzione, il terzo trimestre fa registrare un rimbalzo di tutte le principali economie, piuttosto vivace e forse superiore alle attese. Nel confronto con il profilo della crisi 2008-2009 (molto diversa per origine e caratteristiche) sono evidenti la maggiore profondità della caduta e la speculare risalita.

...ma la ripresa sta decelerando

Esaurita la fiammata iniziale, appunto concentrata nel terzo trimestre, la spinta dovrebbe decelerare e il percorso di lento recupero dovrebbe avvicinarsi a quello di 13 anni fa. Gli ultimissimi dati, in effetti, sembrano indicare come la ripresa stia perdendo slancio. Indici di fiducia, indicatore PMI (*purchasing*



managers' index), *recovery tracker* in tempo reale (traffico telefonico e stradale, spostamenti tracciati da Google maps, consumi di elettricità, ecc.) descrivono, a partire da fine agosto-inizio settembre, un fisiologico raffreddamento dopo il brillante dinamismo di luglio-agosto.

Resta lungo e complesso il ritorno alla normalità

Anche se questo *trend* positivo proseguirà nell'ultima parte dell'anno, il ritorno ai livelli di produzione, reddito e occupazione precedenti la crisi sarà ancora lungo. Secondo le recentissime previsioni del Fondo monetario il 2020 si chiuderà per quasi tutte le economie con una crescita negativa: Stati Uniti -4,3% , Giappone -5,3%, India -10,3%; per l'Eurozona si prevede una contrazione del PIL del 8,3%, con ampie disparità tra paesi: Germania -6,0%, Italia -10,6%, Francia -9,8%, Spagna -12,8%.

Molte le incognite

Queste previsioni definiscono uno scenario possibile sulla base dei *trend* attuali. Ma la verità è che oggi nessuno è in grado di prevedere quali saranno gli sviluppi dei prossimi mesi: i margini di incertezza sono particolarmente elevati e instabili.

Contagi: la seconda ondata?

Una prima variabile riguarda l'evoluzione del virus. Al termine del *lockdown* lo stato d'animo prevalente era di relativo ottimismo: la scoperta di un vaccino pareva vicina, una nuova ondata di contagi veniva ritenuta improbabile, almeno nei paesi dell'Occidente. Oggi, dopo una certa rilassatezza estiva nelle regole e nei comportamenti, sono tornati ad aumentare contagi e preoccupazioni per una nuova *escalation* della pandemia. Si torna a parlare di possibili *lockdown* in molti paesi, dalla Spagna alla Francia alla stessa Italia. WHO (World health organization) ritiene che questo sia un momento critico per arrestare la diffusione del virus su scala planetaria: l'emergenza non è affatto finita.

Preoccupanti i dati WHO

I dati raccolti da WHO ci dicono che ogni settimana si aggiungono nel mondo circa 2 milioni di nuovi casi; a inizio ottobre è stata superata la tragica soglia del milione di morti. La ricerca di nuove cure e di un nuovo vaccino sta procedendo. Una buona notizia: è aumentata la consapevolezza dell'importanza di uno sforzo collaborativo e concertato di tutti i paesi. A inizio ottobre WHO ha annunciato che sono salite a oltre 1 miliardo di dollari le risorse messe a disposizione per ACT-Accelerator, il progetto coordinato da WHO per accelerare la ricerca, la diagnosi e le cure. Anche la Cina ha recentemente annunciato la sua adesione: una mossa pubblicitaria? Forse, ma gli impegni politici contano, e analoga mossa non è ancora stata fatta dagli Stati Uniti, tra i pochi paesi a non appoggiare il WHO.

COVAX: il progetto per un nuovo vaccino

Il progetto COVAX è il pilastro operativo volto alla ricerca e sperimentazione di nuovi vaccini, a cui hanno aderito governi, imprese private, scienziati, organizzazioni filantropiche, istituzioni sanitarie di 168 paesi: la migliore speranza di una prossima produzione di un efficace vaccino contro il Covid-19.



Un nuovo lockdown non sarebbe sopportabile

È evidente che né l'Italia né l'Europa, né probabilmente nessun paese, potrebbero reggere un nuovo, generalizzato *lockdown*. Non va dimenticato che se l'industria manifatturiera, le costruzioni e alcuni settori dei servizi stanno faticosamente ripartendo, altri settori sono paralizzati e lo saranno molto a lungo, ben al di là dell'orizzonte 2020. Per ristorazione, turismo, industria del tempo libero, aeronautica civile e trasporti aerei, la distruzione di capacità produttiva e occupazione non sarà recuperabile.

Nel 2021 si esaurisce lo stimolo fiscale...

La ripartenza deve molto al massiccio stimolo fiscale e monetario attuato nei mesi scorsi, di cui abbiamo parlato nei precedenti numeri di Insight. In sintesi, ricordiamo comunque che il programma di QE denominato PEPP (Pandemic emergency purchase programme), della BCE, prevede 1.350 miliardi di acquisti di titoli fino a giugno 2021 e comunque finché la fase critica non sarà superata. Il programma TLTRO-III (Targeted long term refinancing operations) è stato prolungato ad aprile 2021 a condizioni migliorative. L'Italia è il maggiore beneficiario degli acquisti di titoli.

... in attesa dei fondi europei

Tutti i paesi europei hanno stanziato fondi ingenti per misure di emergenza, per sistema sanitario, integrazioni al reddito e salariali, sostegno alle imprese. Nel 2020 il segno delle politiche fiscali è stato anticiclico in tutti i paesi europei, con un impatto di 2-4 punti percentuali sul deficit strutturale di bilancio. Nel 2021, tuttavia, l'orientamento delle politiche fiscali muterà di segno. Questo naturalmente per quanto riguarda le risorse nazionali, in attesa che arrivino a regime i fondi europei e in particolare quelli di Next generation EU. È stato calcolato che per il nostro paese, se nel 2020 sono disponibili circa 240 miliardi di risorse aggiuntive tra programmi QE, programma europeo SURE e MES, nel 2021 queste risorse potenziali scenderanno a poco più di 100 miliardi nel 2022 a poco più di 50 miliardi.

Mercati finanziari vs. economia reale

Il disallineamento tra mercati finanziari ed economia reale è una costante di questi mesi, al di là di oscillazioni anche molto ampie legate a notizie positive o negative sui tempi dei vaccini; o della pubblicazione di dati economici più

o meno favorevoli. Questo disallineamento è particolarmente marcato negli Stati Uniti. In effetti, gli analisti ritengono che le valutazioni azionarie statunitensi siano estremamente forti e sopravvalutate rispetto ai fondamentali; è dunque probabile un calo dei prezzi, soprattutto in considerazione dell'accresciuta incertezza politica in vista delle elezioni americane di novembre. A questo proposito, i mercati non hanno espresso una preferenza per uno dei due candidati. Di Trump piace la politica fiscale pro-business e pro-finanza. Di Biden piace il previsto rilancio di consumi e salari. Ciò nonostante, la previsione generale è di una vittoria del candidato democratico. L'unico scenario che preoccupa la borsa è un'eventuale contestazione da parte del candidato sconfitto, che renderebbe il paese ancora più diviso di quanto oggi già non sia.

Price-to-earnings ratio ancora moderato

Va comunque osservato che un importante indicatore di surriscaldamento del mercato azionario quale il *price-to-earnings ratio* (CAPE ratio) non è particolarmente elevato né negli Stati Uniti né in Europa. Nel primo caso siamo intorno a 30 punti, in Europa a 20 punti, quando nel 1999-2000 (periodo della crisi delle *dot.com*) si era saliti al di sopra dei 40 punti. Tale livello aveva poi portato a un drammatico, rapido crollo a valori più realistici, allineati al reale valore delle imprese quotate.

Politica monetaria espansiva anche nel 2021

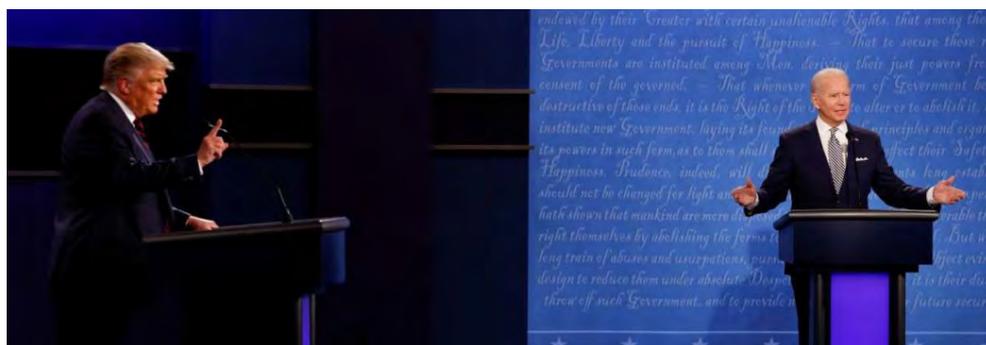
Va anche notato che il *gap* tra finanza ed economia reale sarà alimentato anche nei prossimi mesi dal continuo supporto di *policy* (politica monetaria su tutte) sia negli Stati Uniti che in Europa. La svolta nella politica monetaria della Federal reserve, di cui abbiamo parlato a settembre, sarà ancora più favorevole a crescita e occupazione e meno attenta all'inflazione.

Recovery fund: ora viene il difficile

In Europa si sta parlando molto (e molto ancora se ne parlerà) del Recovery fund (o meglio Next generation EU, espressione che meglio descrive gli obiettivi di lungo periodo del programma). Raggiungere un accordo da posizioni inizialmente più distanti, e ora avviare il processo di approvazione da parte dei singoli paesi, non è la parte più difficile del percorso. Sarà molto più difficile far sì che il programma abbia successo: ovvero che diventi un *driver* di crescita e rilancio dell'Europa e che possa evolversi in una fonte permanente di finanziamento, aumentando le risorse del bilancio comunitario.

Fumo e specchi

Le probabilità che ciò avvenga non sono elevate. Il pericolo maggiore è che si inneschi l'assalto alla diligenza di fondi europei, con l'obiettivo primario di assicurare consenso elettorale. Le linee guida della Commissione europea, per quanto forse un po' troppo ampie, tracciano una buona rotta di priorità e obiettivi. Ma i governi nazionali quasi certamente non le seguiranno. Anche la virtuosa Germania ha in programma di far rientrare la maggior parte dei fondi nel bilancio ordinario: poco sarà destinato a nuovi investimenti, come è invece nelle intenzioni della Commissione. Secondo *The Economist*, molto preoccupato sulla destinazione dei fondi, c'è da aspettarsi un gioco di fumo e specchi, seguito da enfatici proclami di successo.



Ultime battute per Trump e Biden

Lo scontro tra Biden e Trump sta arrivando alle battute finali. Uno scontro all'ultimo sangue. Il tradizionale dibattito tv, da sempre un fiore all'occhiello per la democrazia americana, è stato unanimemente giudicato uno spettacolo "indegno", una "vergogna per gli Stati Uniti", con colpi bassi e insulti personali degni del Grande fratello. Secondo i sondaggi a caldo, il dibattito è stato vinto ai punti Biden; mentre nel duello dei candidati vicepresidenti, Kamala Harris ha vinto per KO sul candidato di Trump Mike Pence. Biden è dato favorito dai sondaggi (279 vs. 125 collegi elettorali) ma Trump sta recuperando terreno e stati cruciali come Texas e Florida (67 collegi elettorali in tutto) sono ancora incerti.

Come potrebbe cambiare la politica economica

Cosa potrebbe cambiare nella politica economica americana in caso di vittoria del candidato democratico? Biden non è un radicale ma un moderato molto pragmatico: nel suo programma economico non vi sono proposte rivoluzionarie, come quelle di altri candidati democratici (Medicare per tutti, salario garantito ecc.). Biden prevede di aumentare la spesa per l'educazione, le infrastrutture (lo stato delle infrastrutture americane è disastroso), la ricerca (il rapporto tra spesa per R&S e PIL è sceso allo 0,7%, molto meno della Cina e dei concorrenti). Il salario minimo dovrebbe essere portato a 15\$: oltre 17 milioni di lavoratori potrebbero risultare interessati da questa manovra.

Moderato aumento della spesa

Le scelte energetiche sono chiare: più spazio e incentivi alle rinnovabili, riduzione delle emissioni. In tema immigrazione, sarà rovesciata l'impostazione di Trump, che si è rivelata controproducente per la competitività dell'industria. Gli interventi previsti non avranno un impatto dirompente sulla spesa pubblica: l'obiettivo è un incremento annuo nell'ordine del 3%, finanziato da un aumento (contenuto) della tassazione a carico delle corporation e delle fasce di reddito più elevate.

Liberismo sì ma con gradualità

Sul piano della politica commerciale, Biden è sempre stato a favore del libero scambio ma non eliminerà rapidamente le tariffe. Il difficile compito che lo aspetterebbe è quello di ricostruire le relazioni con la Cina, ridefinire le regole del commercio globale, disegnare nuovi compiti e funzioni delle istituzioni sovranazionali. La critica mossa da un giornale da sempre tempio del liberismo come The Economist è di essere "troppo poco ambizioso". Ma il settimanale anglosassone è senza riserve a favore del candidato democratico.

Previsioni economia mondiale - scenario di base (settembre 2020)
(crescita percentuale reale rispetto all'anno precedente)

	2019	2020	2021
Mondo	2,9	-4,3	5,3
USA	2,2	-3,7	3,7
Giappone	0,7	-5,7	2,5
Area Euro	1,3	-7,8	5,7
Germania	0,6	-5,8	5,3
Francia	1,5	-10,1	7,0
Italia	0,3	-9,7	6,1
Spagna	2,0	-11,9	6,6
UK	1,4	-9,5	8,3
Russia	1,3	-6,2	2,8
Cina	6,1	2,3	7,6
India	4,2	-10,0	9,2
Sudafrica	0,2	-8,2	2,8
Brasile	1,1	-8,9	2,2
Messico	-0,3	-8,9	5,3
Messico	-0,3	-10,5	3,3

Fonte: Oxford Economics, settembre 2020 – Prometeia, settembre 2020

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. Secondo i dati definitivi, la caduta del PIL è stata drammatica e senza precedenti: -31,4%. 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.

Si riducono i profitti delle imprese non finanziarie

Nel secondo trimestre i profitti delle imprese sono diminuiti di 208,9 miliardi di dollari (dati definitivi); 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 (-145,9 miliardi) e delle imprese estere (-89,5 miliardi); aumentano, al contrario, i profitti delle imprese finanziarie (+26,5 miliardi).

Cresce l'occupazione ma mancano quasi 11 milioni di posti di lavoro

Prosegue a settembre il recupero dei posti di lavoro distrutti dal Covid-19, ma il *gap* rimane ancora molto ampio: mancano all'appello quasi 11 milioni di posti, ovvero il 7% del livello di febbraio. Agli attuali ritmi di incremento, ci vorrà ben più di un anno per colmare il divario. A settembre gli occupati sono aumentati di 661.000, dopo gli incrementi di 1,5 milioni ad agosto e di 1,7 milioni a luglio. Il tasso di disoccupazione scende al 7,9%. Quasi tutti i settori hanno registrato aumenti occupazionali, a partire da alberghi e ricettività (+318.000 posti), commercio al dettaglio (+142.000), servizi sanitari (+108.000); il manifatturiero ha creato 66.000 nuovi posti. Fa eccezione il settore pubblico (in lieve flessione) che aveva contribuito in misura determinante all'incremento di agosto in virtù di fattori eccezionali. In tutti i settori il *gap* con febbraio rimane tuttavia molto consistente: nel settore ricettivo,

ad esempio, mancano all'appello 2,3 milioni di posti, nel commercio al dettaglio 482.000, nella sanità 1 milione. Nel manifatturiero il divario è di 647.000 posti di lavoro.

Rallenta la ripresa della produzione industriale

Ad agosto l'indice della produzione industriale prosegue il *trend* di recupero rispetto ai minimi di aprile (+0,4% rispetto al mese precedente); il dato segue l'incremento del 3,0% registrato a giugno. La produzione resta inferiore del 7,3 % ai livelli di febbraio e del 7,7% rispetto allo scorso anno. La produzione manifatturiera segna un incremento dell'1,0%; la maggior parte dei settori si muove in territorio positivo, ma la crescita sta decelerando da giugno. L'indice del comparto estrattivo è sceso del 2,5% a causa delle interruzioni nella estrazione di petrolio e gas dovute alla tempesta tropicale Marco e all'uragano Laura. Attività in lieve calo anche nelle *utility* (-0,4%).

Il tasso di utilizzo della capacità produttiva sale al 71,4%, valore ancora inferiore di 8 punti alla media di lungo periodo, ma superiore di 7 punti al minimo di aprile.

Prosegue il recupero dell'attività produttiva

A settembre l'indice *manufacturing* ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, segnala la crescita dell'attività produttiva, per il quinto mese consecutivo. L'indicatore peggiora lievemente rispetto ad agosto, ma si mantiene ampiamente al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Su 18 settori, sono 14 a dare valutazioni positive, tra i quali alimentare, abbigliamento; gomma-plastica; chimica; elettronica; metallurgia e prodotti in metallo; macchinari; industria elettrica; mezzi di trasporto.

L'impatto del Covid sul mercato del lavoro americano (*variaz. mensile posti di lavoro*)



Fonte: Bureau of labour statistics.

Vendite al dettaglio: bene alimentari e bricolage

Dopo il buon aumento di luglio (+0,9%), anche ad agosto le vendite al dettaglio registrano un andamento positivo (+0,6% rispetto al mese precedente); nel confronto con il luglio 2019 la variazione è del +2,6%. Nel trimestre giugno-agosto, le vendite sono al di sopra del livello del 2019 (+2,4%). Nei primi 8 mesi, aumentano gli acquisti di prodotti alimentari (+12,2% rispetto al 2019) e di materiali edili e per giardinaggio (+11,4%). In calo abbigliamento, arredamento, elettronica; reggono le spese sanitarie e per la cura della persona.

Si raffreddano gli ordini di beni durevoli

Dopo il rilevante incremento di luglio (+11,7%), ad agosto il recupero degli ordini di beni durevoli manufatti si assesta (+0,4% rispetto al mese precedente). Si tratta del quarto mese consecutivo di crescita. Al netto degli ordini di mezzi di trasporto l'aumento è di identica entità (0,4%). Al netto del comparto della difesa, la variazione è del +0,7%. Per quanto riguarda gli ordini di beni capitali, l'andamento dei comparti difesa e extra-difesa è divergente: in crescita gli ordini extra-difesa (+7,8%), in calo la difesa (-3,3%).

Non rallenta l'espansione del mercato immobiliare

Prosegue e si rafforza il recupero del mercato immobiliare americano. Secondo la rilevazione condotta da NAR (National association of realtors), ad agosto le vendite salgono a 6,0 milioni di vendite (in termini annualizzati), segnando un incremento del 2,4% e rispetto a luglio e del 10,5% rispetto allo scorso anno. Secondo gli analisti di NAR, il mercato è oggi in piena espansione e ci sono molti acquirenti di prime case pronti a entrare sul mercato; è probabile che la fase di crescita prosegua negli ultimi mesi dell'anno. 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 310.600 dollari: un aumento dell'11,4% rispetto al 2019.

Lo stock di immobili in vendita è pari a 1,49 milioni, inferiore del 18,6% rispetto al 2019. Lo stock è pari a 3,0 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali (erano 4,0 mesi lo scorso anno). In media le case restano sul mercato per 22 giorni (erano 31 lo scorso anno). Il 69% delle case viene venduto in meno di un mese. Secondo Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), ad agosto il tasso medio sui mutui immobiliari a tasso fisso a 30 anni è pari al 2,94%, inferiore 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. Lo scorso anno la percentuale era del 2%.

Analoghe, positive indicazioni vengono dall'indicatore elaborato dal Census bureau e del Department of housing and urban development. Ad agosto le vendite di abitazioni unifamiliari salgono a 1,0 milioni di unità (in termini annualizzati), in forte crescita rispetto a luglio (+4,8%) e soprattutto allo scorso anno (+43,2%). In calo i prezzi di vendita: il prezzo mediano è pari a 312.800 dollari, quello medio a 369.000 dollari. A fine luglio lo stock di case in vendita è di 282.000 unità, in deciso calo rispetto ai mesi scorsi; il dato corrisponde a un'offerta di 3,3 mesi agli attuali ritmi di vendita.



Rallenta l'attività edilizia

Ad agosto i permessi di costruzione (*building permit*) si mantengono sui livelli di luglio (1,47 milioni in termini annualizzati, -0,9%) e dello scorso anno (-0,1%). Gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing start*) scendono a 1,42 milioni (-5,1% rispetto a luglio) ma restano su valori più elevati rispetto allo scorso anno (+2,8%). Infine ad agosto sono state completate 1,23 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completion*), il 7,5% in meno rispetto a luglio e il 2,4% in meno rispetto al 2019.

Aumenta la spesa per costruzioni

Ad agosto la spesa per costruzioni sale a 1,41 miliardi in termini annualizzati, in crescita rispetto a luglio (+1,4%) e allo scorso anno (+2,5%). La variazione deriva dall'aumento della componente privata (+0,9% rispetto al mese precedente) e dalla stabilità della spesa pubblica (+0,1%). La componente privata pesa per il 70-75% sul totale della spesa.

Prosegue il recupero del mercato automotive

A settembre prosegue il *trend* di recupero rispetto ai minimi di aprile. Le vendite salgono a 16,3 milioni, in aumento rispetto ad agosto ma ancora al di sotto dei livelli dello scorso anno (-4,3%). Va tenuto conto dei due giorni lavorativi in più nel settembre 2020 rispetto al 2019 e dell'inclusione del *weekend* del Labour day. Nei primi 9 mesi le vendite sono inferiori del 19% a quelle dello scorso anno. NADA ritiene che la domanda stia recuperando terreno, nonostante le molte incertezze derivanti da una situazione occupazionale ancora debole. Gli incentivi agli acquisti restano elevati: NADA calcola una media di 3.964 \$ per veicolo.

Europa

Nel secondo trimestre crolla il PIL europeo

I dati definitivi sulla crescita del secondo trimestre riflettono il duro impatto del coronavirus. Il PIL dell'Area euro diminuisce dell'11,8% rispetto al trimestre precedente (-11,4% nella UE-28 paesi). Il calo segue quello, molto meno sensibile, registrato nel primo trimestre (-3,7% nell'Area euro, -3,3% nella UE-28). Rispetto al 2019, il PIL è diminuito del 14,7% nell'Area euro e del 13,9% nella UE.

Tra le principali economie, i cali trimestrali di maggiore gravità si sono registrati in Gran Bretagna (-21,7%), Spagna (-22,1%), Francia (-18,9%), Italia (-17,7%); più contenuta la flessione della Germania (-11,3%). Anche i paesi del Nord e dell'Est Europa hanno comunque fatto segnare cali del PIL significativi.

Tutte le componenti del PIL segnano una forte contrazione. I consumi diminuiscono del 12,4%; gli investimenti fissi del 17,0%; l'export del 18,8%; l'import del 18,0%. Il maggiore contributo alla flessione del PIL europeo nel secondo trimestre viene dai consumi (6,6 punti), mentre 3,8 punti percentuali di minore crescita sono da attribuirsi agli investimenti.

Indice PMI: la Germania guida la ripresa

A settembre l'indice PMI (*purchasing managers' index*) elaborato da IHS Markit, riferito al comparto manifatturiero, registra una buona accelerazione della crescita, l'aumento dell'indice è il più alto degli ultimi due anni. Tuttavia, la ripresa deve molto alla *performance* della Germania, paese a

cui si deve oltre la metà della crescita di settembre. Molto più deboli Italia, Francia, Spagna. Determinante l'andamento dell'export, particolarmente brillante in Germania grazie agli ordini di beni di investimento (soprattutto macchinari e attrezzature). Le previsioni a breve si rafforzano in Italia e in altri paesi: un fattore che dovrebbe dare basi più solide alla ripresa.

Produzione industriale: prosegue il recupero

Dopo la buona variazione di giugno (+9,1%) a luglio la ripresa del potenziale produttivo rimane su un sentiero positivo, registrando un incremento del 4,1% rispetto a giugno; rispetto allo scorso anno tuttavia il divario da recuperare rimane sensibile (-7,7%). Nel trimestre maggio-luglio la produzione è aumentata dello 0,9 % rispetto ai tre mesi precedenti (a parità di giornate lavorative e in termini destagionalizzati), mentre rispetto all'analogo periodo 2019 la variazione è ampia (-13,2%).

I segnali di ripresa riguardano tutte le principali economie europee, con diversa intensità.

Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi (aprile-luglio), in tutti i maggiori paesi il *gap* rispetto al 2019 resta intorno al 15%, con variazioni di scarsa entità tra un paese e l'altro. La dinamica degli ultimi mesi rispetto al trimestre precedente è legata alla minore o maggiore portata del *lockdown*. È infatti l'Italia a mostrare il recupero più marcato (+15,1% nel trimestre), mentre in Francia e Spagna, dove le chiusure erano state molto più limitate e più tardive, il rimbalzo è molto meno palese (+5,0% e +3,1%, rispettivamente). All'estremo opposto si pongono Germania e Gran Bretagna: nel trimestre maggio-luglio l'indice segna infatti un arretramento rispetto al periodo precedente (rispettivamente -3,1% e -3,5%). Il dato di luglio è positivo in tutti i paesi: guidano la classifica Spagna (+9,4%) e Italia (+7,4%), chiude la Germania (+2,4%), in posizione intermedia Francia (+3,8%) e Gran Bretagna (+5,2%).

Costruzioni: andamenti differenziati

A luglio l'indice delle costruzioni registra un modesto incremento rispetto alla rilevazione di giugno (+0,2%) nei paesi dell'Area euro, mentre per la UE-28 paesi la variazione è lievemente negativa (-0,1%). Rispetto allo stesso mese del 2019 il confronto rimane sfavorevole (-3,8% nell'Area euro, -3,9% nella UE-28, a parità di giornate lavorative e al netto di fattori stagionali). Nel trimestre maggio-luglio l'indicatore segna un incremento del 9,8% rispetto ai tre mesi precedenti ma resta inferiore ai livelli dell'analogo periodo del 2019 (-6,2%).

La media europea riflette situazioni molto diverse a livello nazionale

In Germania il settore ha risentito poco della crisi; nel trimestre maggio-luglio si è registrata una caduta del 3,2% dei livelli di attività, mentre nel confronto con il 2019 la variazione è lievemente positiva (+0,5%). Molto negativo il dato di luglio (-4,3% rispetto a giugno). In Francia l'indice trimestrale segna un fortissimo miglioramento rispetto al trimestre precedente (+36,2%, ma ad aprile la produzione si era praticamente bloccata) ma resta inferiore del 12,4% al livello del 2019. Positivo l'andamento di luglio (+5,0% sul mese precedente). In Spagna (sempre nel trimestre maggio-luglio) il recupero rispetto al trimestre precedente è molto meno marcato (+4,2%), mentre il confronto con il 2019 registra un calo del 13,1%; la variazione luglio/giugno è appena negativa (-0,5%). In Gran Bretagna nell'ultimo trimestre il crollo dell'attività è molto sen-



sibile: -10,6% rispetto ai tre mesi precedenti, -25,8% nel confronto con il 2019. Molto positiva la variazione di luglio: +17,6% rispetto a giugno. Nel nostro paese l'indice degli ultimi tre mesi ha ripreso quota rispetto al periodo precedente (+39,4%) ma rimane al di sotto del livello 2019 (-7,0%). A luglio il *trend* resta positivo, con una variazione del 3,5% rispetto a giugno.

Accelerano le vendite al dettaglio

Dopo il dato negativo di luglio (-1,8% rispetto al mese precedente al netto di fattori stagionali), ad agosto le vendite al dettaglio segnano una buona accelerazione (+4,4%); la variazione rispetto al 2019 è del +3,7% (al netto di fattori stagionali e a parità di giornate lavorative). Nell'Unione Europea a 28 paesi, le variazioni sono rispettivamente del +3,7% (mensile) e +3,5% (tendenziale).

La media europea riflette situazioni differenti a livello geografico. La Germania fa registrare un buon incremento rispetto al mese precedente (+3,1%) e allo scorso anno (+7,2%). Bene anche la Francia, con incrementi rispettivamente del 6,2% rispetto a luglio e del 3,0% rispetto al 2019. Si conferma positivo anche il *trend* della Gran Bretagna, con incrementi dello 0,6% mensile e del 2,4% tendenziale. In Spagna i livelli di consumo restano inferiori a quelli 2019 (-2,9%), ma in agosto prosegue il recupero (+1,5% rispetto a luglio). Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati.

Per l'automotive la svolta è ancora lontana

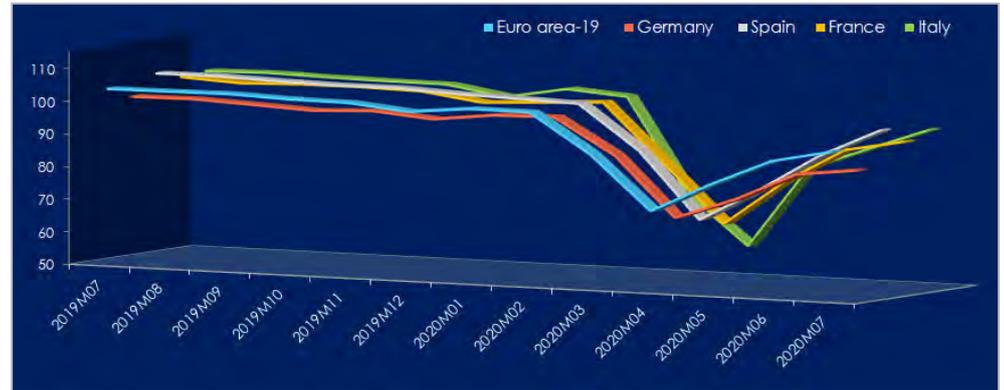
Nei primi 8 mesi dell'anno il mercato europeo ha registrato una drammatica riduzione delle vendite, scese a 6,1 milioni, 2,9 milioni in meno rispetto allo scorso anno (-32,0%). Tutti i principali mercati sono accomunati da cali del 30-40%: Spagna (-40,6%), Gran Bretagna (-39,7%), Italia (-38,9%), Francia (-32,0%), Germania (-34,5%). Non fa eccezione in questo quadro la performance del gruppo FCA, che segna un calo del 38,6% sul mercato europeo (inclusa la Gran Bretagna); nessun marchio si salva, le vendite Maserati crollano a 2.500 vetture, il 49% in meno rispetto allo scorso anno.

Migliora il clima di fiducia

A settembre 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 rafforza lievemente rispetto ad agosto, ma rimane circa 10 punti al di sotto della media di lungo periodo. L'indice *economic sentiment* (che tiene conto delle

valutazioni di diversi settori economici) conferma che la ripresa prosegue, anche se ha perso slancio rispetto ai due mesi precedenti; l'indicatore ha recuperato circa il 70% delle perdite accumulate in aprile e maggio. Il miglioramento è comune a tutti i settori economici, inclusi manifattura e servizi.

Area euro: produzione industriale 2019-2020 (luglio) - (indice 2015 =100)



Fonte: Eurostat.

Paesi emergenti

Brasile: 65 milioni di dollari di sussidi al reddito

Dopo il drammatico crollo del secondo trimestre, i dati più recenti segnalano che la ripresa si sta rafforzando. Nei mesi estivi l'aumento di vendite al dettaglio e produzione industriale è stato robusto. In agosto, in particolare, la produzione industriale è cresciuta del 3,2% sul mese precedente, dopo il brillante +8,3% di luglio su giugno. Il confronto con il 2019 rimane sfavorevole (-2,7%). Nel 2020, si prevede una caduta della produzione dell'8,1%, che sarà in parte recuperata nel 2021 (+5,9%). I consumi sono in ripresa, grazie soprattutto al pacchetto di emergenza che ha inizialmente garantito a circa 60 milioni di brasiliani (un terzo della popolazione) un assegno mensile di 110 dollari (600 real). Questo incentivo è stato poi prorogato fino a fine anno, sia pure dimezzato. Il costo complessivo di questo programma sarà di 350 miliardi di real (65 milioni di dollari).

Positive indicazioni vengono dalla rilevazione di settembre dell'indicatore PMI (*purchasing managers' index*) manifatturiero. L'indice migliora rispetto ai livelli di agosto, rafforzando la posizione in zona espansiva. In crescita i nuovi ordini, favoriti dal deprezzamento del real rispetto al dollaro.

Secondo le stime del Fondo monetario, pubblicate a inizio ottobre, il PIL del Brasile diminuirà del 5,8% nel 2020, per recuperare il 2,8% nel 2021. Il FMI rivede al rialzo le stime di giugno.

Viene rivolto un plauso al governo per la risposta efficace, almeno sul piano economico: il governo ha aumentato la spesa sanitaria, ha ampliato le linee di credito alle aziende e introdotto schemi di tutela dell'occupazione (almeno quella formale). Il debito pubblico salirà quest'anno al di sopra del 100% rispetto al PIL e resterà elevato nel medio periodo. Bolsonaro incassa un aumento del consenso, indebolito dalla tardiva risposta delle autorità nella prima fase dell'emergenza.

Non va dimenticato l'enorme prezzo che il Brasile ha pagato e sta pagando in termini di vite umane: i decessi sono oltre 145.000 (su una popolazione di 212 milioni), il numero più alto al mondo dopo quello degli Stati Uniti. Quasi

12 milioni di posti di lavoro sono stati perduti tra febbraio e luglio, di cui oltre 7 milioni nell'economia sommersa; il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 13,8% a luglio, ed è ancora in aumento.

Cina: nel 2020 la crescita sarà positiva

La ripresa dell'economia cinese continua a prendere velocità, nonostante condizioni esterne sfavorevoli. Le vendite al dettaglio sono tornate a crescere in agosto, grazie anche all'aumento degli spostamenti interni. Sempre ad agosto, l'attività di investimento è migliorata, in virtù soprattutto dell'avvio di alcuni nuovi progetti infrastrutturali. Nello stesso mese anche la produzione industriale ha accelerato, soprattutto nei settori tecnologici. Bene l'export, ma è in vista una frenata data gli effetti della pandemia sui principali *partner* della Cina.

A settembre, hanno segno espansivo entrambi gli indicatori PMI (*purchasing managers' index*) manifatturieri. Il primo pubblicato dal National bureau of statistics (NBS) e da China federation of logistics and purchasing (CFLP). Il secondo elaborato da Markit-Caixin. Entrambi gli indicatori restano saldamente al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Si stabilizza l'occupazione dopo otto mesi di riduzione. Solido l'andamento dell'export. Nel 2020 la produzione industriale dovrebbe aumentare dell'1,9%, mentre nel 2021 la crescita dovrebbe accelerare al 7,5%.

Secondo le previsioni di consenso, nel terzo trimestre il PIL cinese dovrebbe crescere del 5,2%; alcuni analisti sono più ottimisti e si spingono fino a ipotizzare una crescita trimestrale superiore al 7%.

La Cina sarà l'unico paese tra le maggiori economie del mondo a registrare quest'anno una crescita positiva, compresa tra il 2 e il 3%.

Non vi è uniformità di opinione sugli effetti delle elezioni americane sui rapporti tra le due potenze. Secondo alcuni, la vittoria di Biden porterebbe una diminuzione o rimozione delle tariffe doganali e un allentamento delle restrizioni sulle tecnologie. Altri ritengono invece che poco cambierà, sottolineando come Biden sia a favore di altre forme di protezionismo come i sussidi al *reshoring* ecc. L'opinione più diffusa è che la rivalità per la supremazia



globale tra le due maggiori potenze mondiali continui qualunque sia l'esito delle elezioni. Proseguirà il cosiddetto *decoupling* tra le due economie, con effetti profondi sull'intera economica mondiale.

Russia: la nuova ondata di contagi rallenta i consumi

Le stime definitive relative al secondo trimestre registrano un calo del PIL dell'8,0% tendenziale: il dato peggiore dal 2009. Rispetto al trimestre precedente, il calo è del 3,2%. La flessione è spiegata principalmente dal crollo della domanda interna: i consumi delle famiglie calano del 22,2%, gli investimenti dell'11,7%; sono invece aumentati i consumi della pubblica amministrazione (+1,6%). In lieve crescita le esportazioni (+0,3% tendenziale), in forte calo le importazioni (-22,2%).

Gli analisti si attendono un terzo trimestre decisamente migliore, grazie allo stimolo fiscale e alla ripresa del turismo. Il 2020 dovrebbe chiudersi con una contrazione del PIL nell'ordine del 4,6%: un risultato non così negativo in un anno di recessione globale.

I dati più recenti non sono brillanti. A settembre, l'indice PMI manifatturiero (*purchasing managers' index*) elaborato da IHS-Markit torna in territorio negativo dopo tre mesi positivi. Si indeboliscono consumi e export; accelera la contrazione dei posti di lavoro.

L'analogo indicatore riferito ai servizi, sempre a settembre, registra un parallelo indebolimento della crescita, ma l'indicatore rimane al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività.

Secondo l'indice Watcom shopping index (elaborato sulla base di dati in tempo reale sulla frequentazione dei maggiori centri commerciali di Mosca), dopo il forte recupero di luglio-agosto a settembre l'indicatore si è notevolmente raffreddato, soprattutto a seguito della nuova accelerazione dei contagi. I dati ufficiali sull'andamento dei consumi registrano in agosto un calo del 2,7% su base annua.

Ricordiamo che secondo le proiezioni del ministero dello sviluppo economico, l'economia russa dovrebbe segnare una flessione del PIL intorno al -3,9%. Il ministero si attende che il PIL ritornerà ai livelli di inizio 2020 nel terzo trimestre 2021. Sul piano geopolitico, va segnalata l'*escalation* del conflitto tra Azerbaigian e Armenia nella regione del Nagorno-Karabakh. La Russia è tradizionale alleata dell'Armenia (a cui fornisce gli armamenti e la totalità delle forniture di gas naturale) ma ha buoni rapporti anche con l'Azerbaigian, un paese di transito cruciale nel *network* di gasdotti che collegano i giacimenti del Caucaso con l'Europa. Un coinvolgimento più diretto della Russia viene escluso dagli analisti. Il caso Navalny, le ondate di cyber-attacchi mirati le possibili ingerenza nella campagna presidenziale (in funzione anti-Biden) e un temuto coinvolgimento nel conflitto del Nagorno-Karabakh rendono più probabile l'inasprimento delle sanzioni occidentali contro la Russia: un fattore che potrebbe deprimere ulteriormente il rublo e danneggiare la crescita.





Il Next Generation Eu è il piano messo in campo dall'Unione europea per contrastare gli effetti del coronavirus e consentire ai paesi che ne faranno uso di far ripartire la propria economia investendo in una serie di settori che per l'Europa sono prioritari come la transizione ecologica e l'innovazione, la formazione e la salute. Recovery fund è la definizione generica utilizzata nei primi tempi, quello italiano è invece chiamato Piano nazionale di resilienza e rilancio, in sigla PNRR.

I capi di stato e di governo europei hanno previsto di incrementare il bilancio su base temporanea tramite nuovi finanziamenti raccolti sui mercati finanziari per un ammontare pari a 750 miliardi di euro (390 di contributi a fondo perduto e 360 di prestiti). Per accedere alla quota italiana (209 miliardi, ripartiti in 81,4 miliardi di sussidi e 127,4 miliardi di prestiti), il governo dovrà inviare alla Commissione europea i Piani di ripresa e di resilienza entro fine aprile 2021.

La commissione von der Leyen ha anche ricordato che i piani nazionali saranno negoziati con le autorità comunitarie e dovranno essere oggetto di un via libera passo passo.

Dalla presentazione formale del piano potrebbero passare mesi per l'approvazione che darà la possibilità di accedere al 10% del finanziamento globale.

La Commissione europea ha definito delle linee guida che i governi dovranno prendere in considerazione nella stesura dei piani. Tra i criteri principali, la sostenibilità ambientale (in linea con l'European green deal), la produttività, l'equità e la stabilità macroeconomiche. La Commissione europea ha inoltre proposto che almeno il 20% degli investimenti provenienti dal Fondo per la ripresa vada a finanziare la transizione digitale. In tutto, a disposizione dei Paesi europei su questo specifico fronte, ci saranno 672,5 miliardi di euro. I piani nazionali dovranno anche prevedere non meno del 37% della spesa per il green. Sulla base di questi principi e delle raccomandazioni del 2019 e del 2020, Bruxelles valuterà i piani nazionali.

I fondi europei potenzialmente disponibili

	RISORSE UEM (miliardi di €)	di cui per l'Italia
SURE	100	27,4
MES	240	36
NGEU*	750	207 **
TOTALE	1090	270

(*) Next generation EU o Recovery Fund

(**) Ipotesi di utilizzo effettivo 70% (145 mld/€)

ECONOMIA ITALIANA

PRODUZIONE INDUSTRIALE	COSTRUZIONI	VENDITE AL DETTAGLIO	NUOVE VETTURE	FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE
-0,3% AGOSTO 2020/2019	-1,1% LUGLIO 2020/2019	0,8% LUGLIO 2020/2019	9,5% SETTEMBRE 2020/2019	1,2% LUGLIO 2020/2019
FIDUCIA CONSUMATORI	FIDUCIA IMPRESE	ESPORTAZIONI	TASSO DISOCCUPAZIONE	TASSO DISOCCUPAZ. 25/34 ANNI
↑ SETTEMBRE 2020	↑ SETTEMBRE 2020	-7,3% LUGLIO 2019/2018	9,7% AGOSTO 2020	15,6% AGOSTO 2020

- ▶ Buona ripresa per l'industria italiana, nei mesi estivi.
- ▶ Confindustria propone al governo un Patto per l'Italia.
- ▶ Presentata la Nota di aggiornamento al DEF.

In breve...

Nonostante i diffusi timori che le interruzioni produttive in alcuni paesi potessero mandare in crisi le catene globali del valore, l'industria italiana, molto colpita nelle settimane del lockdown, è stata fra quelle caratterizzate da un recupero più marcato. Anche gli indicatori relativi alle tendenze di agosto-settembre confermano il miglioramento in corso. Le politiche hanno condizionato in maniera decisiva non solo la tempistica dell'interruzione e del riavvio della produzione, ma anche la strategia adottata dalle imprese per affrontare la crisi: il massiccio ricorso alla CIG ha portato a un adeguamento immediato della domanda di lavoro rispetto ai più bassi livelli della produzione. Il risultato è che sono stati protetti i livelli occupazionali. Inoltre, la contrazione delle ore lavorate, assieme alla caduta dei tassi d'interesse e dei costi dell'energia, ha permesso tutto sommato di salvaguardare nella maggior parte dei settori industriali i livelli della redditività. Dunque, anche dal punto di vista dei bilanci delle imprese il 2020, pur con tutte le difficoltà e le incertezze che ancora pesano sullo scenario, sta mostrando una relativa capacità di tenuta, specie se confrontato con le gravi recessioni del recente passato.

Durante l'assemblea di Confindustria, il presidente Carlo Bonomi ha ricordato che la posta in gioco oggi è molto alta. Non è a rischio la tenuta soltanto del governo, ma dell'Italia intera. Servono scelte difficili, ma non impossibili. Non basterà fare riforme qua e là, distribuendo i molti soldi in arrivo. Confindustria propone un'azione comune di tutti le parti sociali. Un Patto per l'Italia, con alla base una visione d'insieme chiara, che tenga conto dei mali del nostro paese e stabilisca obiettivi da raggiungere e priorità: solo così si potranno utilizzare i fondi europei in modo da integrare ciò che l'Italia sa fare con l'impatto della modernità e con l'evoluzione formidabile delle tecnologie. Siamo parte dell'economia mondiale e dobbiamo tenere conto delle grandi correnti di cambiamento (dal clima alla mobilità, ecc.); ma per fare ciò è imprescindibile un ruolo più forte dell'Europa in cui l'Italia deve essere sempre più integrata. La presidenza italiana del G20 nel 2021 è un'occasione straordinaria.

Nei giorni scorsi il Consiglio dei ministri ha approvato la Nota di aggiornamento al DEF (NADEF), documento che definisce gli sviluppi della finanza

pubblica nei prossimi tre anni (deficit, debito pubblico, pressione fiscale, ecc.). Gli ultimi dati sull'economia italiana inducono a confermare che l'attività resterà compressa molto sotto i livelli pre-Covid-19. Per il 3° trimestre si prevede una risalita del PIL di circa il +9,0%, contenuta rispetto al crollo nel 1° e 2° (-17,6%): meno di quanto prevedevano FMI, OCSE, BCE e altri solo qualche mese fa. Per il 2020, il Fondo monetario prevede una caduta del prodotto interno lordo del 10,6%: 2,2 punti in meno del rapporto estivo ma peggio delle stime del governo che nella NADEF ha stimato un -9%. Verosimilmente il 2020 si chiuderà con un debito pubblico 194 miliardi sopra i livelli di fine 2019. All'accoppiata di manovra e Recovery plan toccherà il compito di avviare la discesa già dal 2021, con una spinta che nei primi mesi sarà integralmente a carico della legge di bilancio italiana. Perché i fondi europei cominceranno a farsi sentire non prima di metà anno. Il programma di governo si concentra sul rifinanziamento di misure già in vigore (gli ammortizzatori sociali, ma concentrati sui settori più in crisi, il bonus 100 euro, la decontribuzione al Sud), oltre che sul rilancio di Impresa 4.0. Previsti investimenti in crescita del 27% nel 2021-2023. Il programma è ambizioso, ma è appeso alle incognite crescenti prodotte dalla curva del Covid-19. Una seconda ondata, infatti, taglierebbe il PIL del 4,8% fra 2021 e 2022, rinviando la ripresa.

Previsioni IV trimestre 2020/2019

PIL	-6,90%	Valore aggiunto servizi	-9,50%
Tasso di disoccupazione	11,2% (+1,7 punti)	Indebitamento delle AP	10,9% (+9,3 punti)
Ore lavorati/ULA	-1.820.000	Debito delle AP	158,1% (+23,3 punti)
Valore aggiunto industria	-7,40%		

Fonte: Prometeia

Quarto mese di crescita per la produzione industriale

In generale continua a crescere la produzione industriale che, ad agosto, segna la quarta variazione congiunturale positiva al netto della stagionalità, dopo il crollo dovuto all'emergenza Covid-19. L'aumento mensile, più marcato per i beni di consumo, si estende a tutti i settori di attività economica. Si sottolinea, peraltro, che il mese di agosto è caratterizzato da volumi produttivi limitati a causa delle chiusure legate alle ferie estive, e ciò determina una maggiore volatilità delle variazioni relative a tale mese. In termini tendenziali, prosegue, seppure molto attenuata, la lunga fase di contrazione dell'indice corretto per gli effetti di calendario.

Ripresa a V rispetto al primo trimestre

In dettaglio, ad agosto 2020 l'indice destagionalizzato della produzione industriale aumenta del 7,7% rispetto a luglio. Nella media del trimestre giugno-agosto il livello della produzione cresce del 34,6% rispetto ai tre mesi precedenti. L'indice destagionalizzato mensile mostra aumenti congiunturali diffusi in tutti i comparti: crescono in misura marcata i beni di consumo (+6,6%), i beni strumentali (+4,3%), i beni intermedi (+4,0%) e l'energia (+3,5%). Corretto per gli effetti di calendario, ad agosto 2020 l'indice complessivo diminuisce in termini tendenziali dello 0,3% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 21 come ad agosto 2019). Si registra una contenuta crescita per i beni strumentali (+1,0%) e una più lieve per i beni di consumo (+0,8%); diminuiscono l'energia (-0,8%) e in misura più marcata i beni intermedi (-2,5%).

Buon recupero per auto e altre industrie, male legno e carta e stampa

I settori di attività economica che registrano i maggiori incrementi tendenziali sono la fabbricazione di mezzi di trasporto (+10,0%), le altre industrie (+8,8%) e in misura minore la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (+2,8%). Le flessioni più ampie si registrano invece nella fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (-17,0%), nell'attività estrattiva (-7,0%) e nell'industria del legno, della carta e stampa (-6,0%).

Dopo il rimbalzo estivo il CSC rileva un calo di produzione

Il CSC (Centro studi Confindustria) rileva un aumento della produzione industriale dello 0,5% in settembre su agosto, quando è avanzata dell'1,5% su luglio. Nel terzo trimestre si stima un incremento congiunturale del 26,4%, dopo il -16,9% rilevato dall'ISTAT nel secondo (-8,8% nel primo). In termini tendenziali, invece, nei mesi estivi i livelli di attività sono inferiori del 6,0% rispetto allo stesso periodo del 2019. La variazione congiunturale acquisita nel quarto trimestre è di +0,8%. La produzione, al netto del diverso numero di giornate lavorative, diminuisce in settembre del 4,0% rispetto allo stesso mese del 2019; in agosto è vista in calo del 5,4% sui dodici mesi. Gli ordini in volume aumentano in settembre dello 0,3% sul mese precedente (-3,8% su settembre 2019) e in agosto dell'1,0% su luglio (-5,0% annuo).

Un secondo trimestre di crisi per gli ordini di macchine utensili

Secondo la rilevazione di UCIMU-Sistemi per produrre, nel periodo aprile-giugno, cala ancora, come era prevedibile, l'indice degli ordini raccolti dai costruttori italiani di macchine utensili nel secondo trimestre 2020. In particolare, l'indice ha registrato una flessione del 39,1% rispetto allo stesso periodo del 2019. Il risultato è stato determinato sia dalla riduzione degli ordinativi raccolti dai costruttori italiani sul mercato interno (-44,7%) sia dal calo registrato sul mercato estero (-37,8%).

Buon andamento per l'indice delle costruzioni

A luglio 2020 la crescita congiunturale in atto dal mese di maggio consente all'indice delle costruzioni di superare i livelli produttivi medi del quarto trimestre dello scorso anno, pur non recuperando ancora pienamente quelli, particolarmente elevati, dell'inizio del 2020, antecedenti l'emergenza sanitaria. Rispetto allo stesso periodo del 2019, a luglio 2020 sia l'indice grezzo, sia l'indice corretto per gli effetti di calendario mostrano una attenuazione della diminuzione tendenziale. Nella media dei primi sette mesi dell'anno, invece, il bilancio rimane negativo.

Tendenza positiva dopo la flessione del lockdown

In dettaglio, l'indice registra su base mensile un aumento del 3,5%, confermando la tendenza positiva rilevata a maggio (+171,3%) e a giugno (+13,8%), dopo i forti cali di marzo e aprile.

Nella media del trimestre maggio-luglio 2020, l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni mostra una crescita del 39,3% rispetto al trimestre febbraio-aprile 2020, quest'ultimo influenzato negativamente dalla chiusura progressiva del settore delle costruzioni dovuta alle misure di contenimento della pandemia di Covid-19. Su base annua l'indice corretto per gli effetti di calendario della produzione nelle costruzioni (i giorni lavorativi sono stati

23 come a luglio 2019) mostra una flessione dell'1,1%, mentre l'indice grezzo diminuisce dell'1,0%. Nella media dei primi sette mesi dell'anno, sia l'indice corretto per gli effetti di calendario sia l'indice grezzo calano, rispettivamente, del 17,1% e del 17,0%.

Vola il commercio online dei non alimentari

Ad agosto 2020, come pure nel complesso del trimestre giugno-agosto, si registra un deciso incremento congiunturale delle vendite dei beni non alimentari. Anche su base tendenziale le vendite di questo comparto sono in crescita, sebbene esclusivamente grazie alla dinamica osservata per il commercio elettronico, mentre si riscontrano flessioni sia nella grande distribuzione sia nelle imprese operanti su piccole superfici. Tra i gruppi di prodotti non alimentari si sottolinea il risultato positivo dell'abbigliamento che torna a crescere su base tendenziale per la prima volta da febbraio 2020, presumibilmente grazie all'effetto dei saldi quest'anno, in molte regioni, sono iniziati ad agosto anziché a luglio.

Bene anche le vendite alimentari

In dettaglio, le vendite aumentano rispetto a luglio dell'8,2% in valore e dell'11,2% in volume. La crescita riguarda soprattutto il commercio dei beni non alimentari (+13,8% in valore e +19,2% in volume) ma sono in aumento anche quelle dei beni alimentari (+1,6% in valore e +1,7% in volume). Nel trimestre giugno-agosto 2020, le vendite al dettaglio registrano un aumento del 22,8% in valore e del 22,4% in volume rispetto al trimestre precedente. Sono le vendite dei beni non alimentari a determinare la variazione positiva (+52,7% in valore e +50,6% in volume) mentre i beni alimentari diminuiscono (-1,5% in valore e -1,7% in volume).

Leggera crescita rispetto ad un anno fa

Su base tendenziale, ad agosto, si registra un aumento delle vendite dello 0,8% in valore mentre sono stazionarie quelle in volume. Le vendite dei beni non alimentari crescono sia in valore sia in volume (rispettivamente +1,1% e +0,5%), quelle dei beni alimentari sono in aumento in valore (+0,6%) e in calo in volume (-0,4%). Per quanto riguarda i beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali eterogenee per i gruppi di prodotti. Gli aumenti maggiori riguardano dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (+12,3%) e utensileria per la casa e ferramenta (+8,4). Le flessioni più marcate si evidenziano, invece, per cartoleria, libri, giornali e riviste (-7,7%) e altri prodotti (-5,2%). Rispetto ad agosto 2019, il valore delle vendite al dettaglio aumenta lievemente per la grande distribuzione (+0,4%) e diminuisce per le imprese operanti su piccole superfici (-0,5%). Le vendite al di fuori dei negozi calano del 3,3% mentre il commercio elettronico è in forte crescita (+36,8%).

Un autunno positivo per l'auto

A settembre il mercato italiano dell'auto totalizza 156.132 immatricolazioni, ovvero il 9,5% in più rispetto allo stesso mese del 2019. Il consuntivo dei primi nove mesi del 2020 conta, quindi, 966.017 immatricolazioni, in calo del 34,2% rispetto ai volumi dello stesso periodo del 2019. Gli incentivi introdotti con il DL Rilancio e il DL Agosto hanno contribuito in maniera determinante a questo risultato, trovando una buona risposta nei consumatori, con ricadute



positive per tutta la filiera produttiva *automotive*, componentistica inclusa. I fondi previsti per la fascia 91-110 g/km di CO₂, infatti, sono stati velocemente esauriti e a breve saranno esauriti anche quelli disponibili per la fascia 61-90 (150 milioni di euro, di cui residui meno di 70 milioni).

Sofferenze in calo a luglio

A luglio 2020 i finanziamenti alle imprese sono aumentati dell'1,2% sia rispetto al mese di giugno, sia rispetto a luglio 2019. Le sofferenze sono diminuite del 6,2% su base mensile e del 24,6% su base annuale.

Resta positivo il clima di fiducia delle imprese

A settembre continua il recupero del clima di fiducia delle imprese che vede l'indice aumentare per il quarto mese consecutivo. Il miglioramento è diffuso a tutti i settori, con maggiore intensità per i servizi di mercato. La crescita degli indici negli ultimi quattro mesi riduce il divario rispetto ai livelli precedenti l'emergenza sanitaria, che tuttavia rimane ancora marcato ad eccezione del settore delle costruzioni.

Un miglioramento generalizzato delle attese

In dettaglio, il miglioramento della fiducia è diffuso a tutti i settori seppur con intensità diverse. In particolare, nel settore manifatturiero l'indice sale di 5 punti e nelle costruzioni aumenta di 6. Per i servizi di mercato si evidenzia un incremento marcato dell'indice, mentre nel commercio al dettaglio la crescita è più contenuta. Con riferimento alle componenti dell'indice di fiducia, nell'industria manifatturiera migliorano sia i giudizi sugli ordini sia le attese di produzione. Le scorte di prodotti finiti sono giudicate in decumulo rispetto al mese scorso. Nelle costruzioni, aumentano entrambe le componenti dell'indice.

Diminuisce la fiducia nella GDO

Nei servizi di mercato si registra un accentuato miglioramento sia dei giudizi sugli ordini sia di quelli sull'andamento degli affari; le attese sugli ordini aumentano. Nel commercio al dettaglio recuperano i giudizi sulle vendite mentre le relative aspettative sono in calo. Il saldo delle scorte di magazzino è in aumento. A livello di circuito distributivo, la fiducia diminuisce nella grande distribuzione mentre è in decisa risalita nella distribuzione tradizionale.

La fiducia dei consumatori cresce per il secondo mese consecutivo

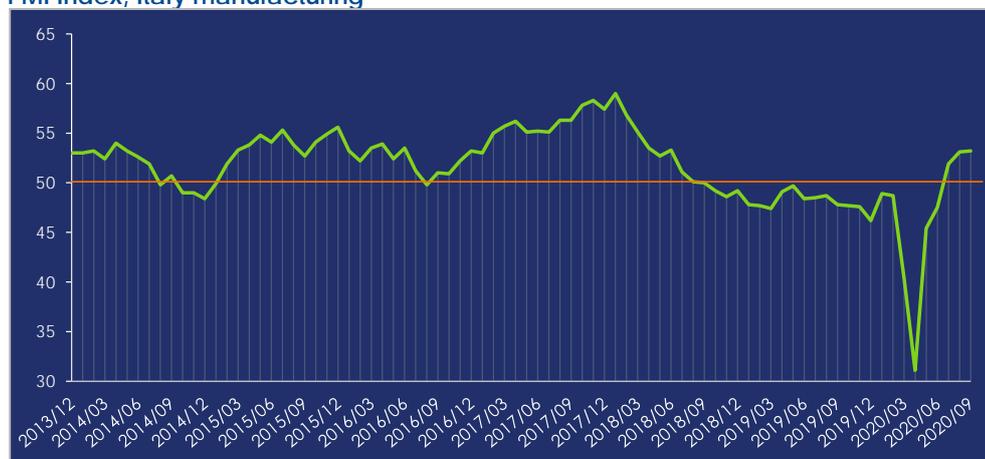
L'indice di fiducia dei consumatori registra una dinamica positiva per il secondo mese consecutivo. Si evidenzia un'accentuata diminuzione delle aspettative sulla disoccupazione e uno spiccato miglioramento dei giudizi sull'opportunità di effettuare acquisti di beni durevoli. Tutte le componenti del clima di fiducia dei consumatori sono stimate in aumento. Il clima econo-

mico e il clima futuro registrano l'incremento più marcato, ma anche il clima personale e quello corrente evidenziano una dinamica positiva.

Si consolida il 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, a settembre ha registrato 53,2 in salita da 53,1 di agosto, e ha segnalato l'ennesimo miglioramento dello stato di salute del settore manifatturiero italiano. L'indice PMI principale è stato inoltre il più alto da giugno 2018.

PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

In aumento le ore lavorate, ma non si ritorna ai livelli pre-coronavirus

Ad agosto 2020 prosegue la crescita degli occupati già osservata a luglio, soprattutto tra gli uomini e i lavoratori autonomi; continua anche il recupero delle ore lavorate pro capite mentre, dopo tre mesi di aumento, torna a calare il numero di persone in cerca di lavoro. Il livello dell'occupazione è, tuttavia, ancora inferiore di oltre 350.000 unità rispetto a quello di febbraio 2020 e rimane più elevato sia il numero di persone in cerca di lavoro, di circa 70.000 unità, sia quello degli inattivi, di oltre 250.000 unità. Il tasso di occupazione è più basso di quasi un punto percentuale, mentre quello di disoccupazione è tornato stabilmente sopra ai livelli di febbraio.

Cresce l'occupazione, calano disoccupati e inattivi

In dettaglio, l'aumento dell'occupazione su base mensile (+0,4% pari a +83.000 unità) coinvolge uomini e donne, dipendenti, autonomi e tutte le classi d'età; è inoltre particolarmente intenso tra i minori di 35 anni (+1,0%, pari a +50.000 unità). Nel complesso, il tasso di occupazione sale al 58,1% (+0,2 punti percentuali).

Aumenta la disoccupazione tra i giovani

La diminuzione delle persone in cerca di lavoro (-0,9% pari a -23.000 unità) riguarda le donne e gli ultra 25enni, mentre tra gli uomini e i giovani di 15-24 anni i disoccupati aumentano. Il tasso di disoccupazione scende al 9,7% (-0,1 punti), ma tra i giovani sale al 32,1% (+0,3 punti). Il calo degli inattivi (-0,5% pari a -65.000 unità) coinvolge gli uomini e tutte le classi d'età ad eccezione dei 50-64enni. Il tasso di inattività scende al 35,5% (0,1 punti).

LE PREVISIONI DI CONFINDUSTRIA

La difficile risalita dopo il crollo

Il CSC stima un profondo calo del PIL italiano del -10% nel 2020 e un recupero parziale del +4,8% nel 2021. La contrazione del PIL di quest'anno porta i livelli indietro a quelli di 23 anni fa. Il PIL è diminuito complessivamente del 17,8% nel primo e secondo trimestre.

Le previsioni per l'Italia (valori %)

	2019	2020	2021
Prodotto interno lordo	0,3	-10	4,8*
Consumi delle famiglie	0,4	-11,1	5,9
Investimenti fissi lordi	1,6	-15,8	9,7
Esportazioni di beni e servizi	1	-14,3	11,3
Occupazione totale (ULA)	0,2	-10,2	4
Indebitamento della PA (% PIL)	1,6	10,8	5,8*

* Non incorpora la manovra delineata nella NADEF per il 2021.

Fonte: Prometeia

Il recupero del PIL dovrebbe proseguire in modo graduale dal primo trimestre del 2021, a condizione che la diffusione del Covid-19 sia contenuta in maniera efficace. Un impulso importante alla ripresa, nel corso del prossimo anno, potrebbe essere rappresentato dagli effetti positivi derivanti dalle misure di sostegno all'economia già approvate a livello europeo (non incluse nello scenario previsivo del CSC, così come la prossima manovra di bilancio). Con il Recovery plan affluirebbero gradualmente per essere investite in Italia risorse aggiuntive, a partire dal 2021. Queste si affiancherebbero agli interventi di politica economica varati nei paesi colpiti dall'emergenza Covid-19, con un effetto positivo sulla congiuntura internazionale. Tuttavia, il rimbalzo del PIL italiano nel 2021 compenserà solo parzialmente il crollo di quest'anno: nel quarto trimestre del prossimo anno il livello del reddito sarà ancora inferiore di oltre il 3% rispetto a fine 2019. E molto lontano dai massimi di inizio 2008, di circa otto punti percentuali.

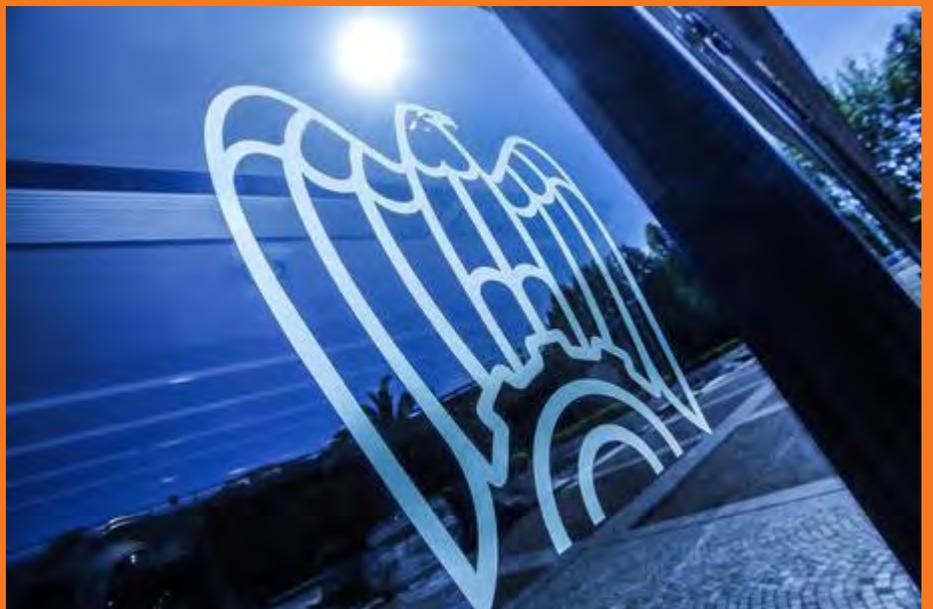
Il drammatico calo del livello di attività in Italia ha avuto un pesante riflesso sull'input di lavoro impiegato, che in termini di monte ore lavorate è diminuito del 15,1% annuo nella media dei primi due trimestri del 2020: la maggior parte dell'aggiustamento è avvenuto tramite un calo di ore lavorate pro-capite (-13,5%), mentre il numero di persone occupate è sceso solo dell'1,5%. Questo è dovuto al ricorso imponente a strumenti di integrazione del reddito da lavoro, in primis la cassa integrazione guadagni, che il Governo ha messo a disposizione in deroga. In media d'anno, tuttavia, nel 2020 le unità di lavoro equivalenti a tempo pieno (ULA) registreranno un -10,2%, pari a un calo di 2 milioni e 452.000 unità. Il numero di persone occupate ha ricominciato a puntare verso l'alto contemporaneamente alla ripresa dell'attività (+170.000 unità a luglio-agosto), ma nel resto dell'anno si prevede che questa tendenza non proseguirà, considerando un livello del PIL ancora depresso rispetto al pre-Covid-19. L'occupazione registrerà, quindi, un -1,8% in media nel 2020, pari a circa 410.000 persone occupate in meno rispetto al 2019. Cruciale per l'anno prossimo saranno l'intensità e la velocità della ripresa del PIL. Con un recupero incompleto come quello qui previsto, la risalita della domanda di lavoro risulterà smorzata (+4,0% le ULA, meno del PIL). Il numero di persone occupate, dunque, si aggiusterà verso il basso: -1,0% nel 2021, pari a -230.000 unità.

I consumi delle famiglie italiane sono previsti diminuire dell'11,1% quest'anno, un tracollo senza precedenti, e poi recuperare solo del 5,9% nel 2021. Le preoccupazioni generate dalla diffusione del virus, dal suo impatto sul sistema economico e dall'incertezza su tempi e modi d'uscita dall'emergenza, hanno portato a un forte incremento della propensione al risparmio.

L'impatto della pandemia è stato ancor più devastante per gli investimenti che sono previsti diminuire del 15,8% nel 2020. La forte caduta della domanda già da febbraio, la cancellazione di ordini e il peggioramento delle attese hanno costretto le imprese a rinviare molte scelte di investimento. Nel 2021 è atteso un rimbalzo robusto, ma comunque incompleto (+9,7%).

In particolare, la risalita della spesa in macchinari sarà guidata dal miglioramento del contesto internazionale, che spingerà a una maggiore domanda e sosterrà la fiducia degli imprenditori. In senso contrario potrebbe agire una nuova frenata del credito, se non si riuscirà a gestire adeguatamente il prevedibile aumento dei crediti bancari problematici a causa della recessione.

Negli ultimi mesi il credito è tornato ad aumentare in Italia, ma solo per la provvista di liquidità. Questo incremento è alimentato in maniera determinante dalle nuove garanzie pubbliche per il credito, varate dal Governo per fronteggiare la carenza di liquidità nel sistema delle imprese generata dal *lockdown*. Per la ripartenza dell'Italia è cruciale che sia preservata una condizione di stabilità sui mercati finanziari, specie quelli dei titoli sovrani. Negli ultimi mesi, i rendimenti sovrani italiani sono tornati ai minimi storici, dopo la fiammata all'inizio dell'epidemia. Sono stati frenati dal deciso e tempestivo intervento della BCE che, con il *quantitative easing* di emergenza, ha comprato più titoli italiani di quanto avrebbe dovuto in base alle quote dei singoli paesi membri dell'Eurozona. Nello scenario CSC, in base all'ipotesi che la BCE resti iper-espansiva a lungo, si assume un rendimento del BTP decennale fermo ai livelli correnti. Ciò favorisce il credito all'economia italiana, evitando impatti sul settore bancario. E aiuta i conti pubblici italiani, che si giovano di una minore spesa per interessi.



MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
set/ago 2020	set/ago 2020	set/ago 2020	set/ago 2020
 +2,2% \$/Mt	 -6,6% \$/Bbl	 +0,4% \$/Mt	 +3,4% \$/Dmtu
RAME	GOMMA NATUR. TSR20	CACAO	ZUCCHERO
set/ago 2020	set/ago 2020	set/ago 2020	set/ago 2020
 +3,2% \$/Mt	 +3,7% \$/Mt	 +4,7% \$/Kg	 -2,6% \$/Kg

- ▶ La Cina traina la ripresa dei prezzi sui mercati di *commodity*.
- ▶ Acciai in crescita.
- ▶ L'incertezza sulla pandemia frena il Brent.

The Economist commodity - price Index (valori %)

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
Dollar Index			Sterling Index		
All Items	-1,5	16,5	All Items	-1,1	9,7
Food	4,4	10,6	Euro Index		
Industrials			All Items	-1,5	8,3
All	-4,9	20,7	Gold		
Non food agriculturals	-8,3	11,3	\$ per oz	-0,7	27,3
Metals	-4,2	22,6	West Texas Intermediate		
			\$ per barrel	7,3	-26,3

Fonte: The Economist, 29 settembre - 6 ottobre 2020.

La ripresa della Cina sostiene i metalli, nuovi cali sui mercati petroliferi

In generale, nei mesi estivi, è proseguita la fase espansiva dei prezzi delle principali *commodity*, sostenuta dalla ripresa economica nelle principali economie mondiali e dall'indebolimento del dollaro. Il rimbalzo dell'attività manifatturiera cinese ha sostenuto il recupero dei metalli che, iniziato già in aprile, ha trovato conferma anche nelle osservazioni più recenti.

Sui mercati energetici, la recrudescenza dei contagi nelle economie avanzate (USA in primis) ha invece impresso un profilo molto meno dinamico ai consumi di carburanti: complice la maggiore offerta, sia OPEC sia non OPEC, il rimbalzo primaverile ha lasciato spazio a un andamento del prezzo del petrolio sostanzialmente piatto nei mesi estivi e a una flessione in settembre.

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 (+38,1%), mais (+11,2%), soia (+10,2%), gomma (+9,1%), cacao (+4,7%), minerale di ferro (+3,4%), rame (+3,2%), nickel (+2,2%) e zinco (+1,3%). Stabili alluminio, caffè Robusta, orzo. I ribassi più consistenti si sono registrati per gas naturale di provenienza USA (-16,3%), petrolio (-6,6%), argento (-4,7%), platino (-3,5%), piombo (-3,2%) e oro (-2,4%).

Acciai in crescita

La ripresa dell'attività economica in Cina è confermata dall'andamento della produzione industriale, in accelerazione anche in agosto, supportata dal ritorno in territorio espansivo delle esportazioni. Al rimbalzo della produzione industriale è corrisposto un incremento sostenuto dell'*output* di prodotti intermedi (fili e cavi, +17% nei primi 7 mesi del 2020, acciai piani, +6% nello stesso periodo, rispetto al 2019). Ancora penalizzati, invece, i comparti dell'edilizia residenziale, dell'*automotive* e, soprattutto, quelli del tessile moda, come testimonia la produzione di tessuti, in calo di quasi il 15% tra gennaio e luglio. Il mancato recupero della produzione siderurgica tra giugno e luglio (e la concomitante ripresa dei consumi) ha creato una situazione di scarsità di acciaio sui mercati europei, con conseguenti tensioni al rialzo sui prezzi.

Prospettive di deprezzamenti sui mercati dei non ferrosi

Consistente recupero delle quotazioni dei non ferrosi: rame (+3,2%), nickel (+2,2%) e zinco (+1,3%). Tuttavia si individuano prospettive di alleggerimento dei prezzi nei mesi autunnali, a causa della ripresa della produzione mineraria nei paesi maggiormente colpiti dal Covid-19, del dollaro forte e dei timori di una recrudescenza dei contagi.

Calo, probabilmente congiunturale, per i metalli preziosi

I metalli preziosi sono tra le poche *commodity* ad aver mostrato un profilo espansivo nel 2020, con prospettive di ulteriori apprezzamenti nel corso del 2021 e 2022. Tuttavia, nel mese di settembre sono stati registrati apprezzamenti per oro (-2,4%), platino (-3,5%) e argento (-4,7%).

Bene le importazioni di gomma

Il recupero sottotono dei livelli di attività nell'*automotive* si riflette nella debolezza delle importazioni di gomma (pneumatici) e piombo (batterie). Molto più dinamici i flussi di prodotti destinati alla produzione di acciaio (minerali di ferro e zinco in primo luogo). Tuttavia, la ripresa della domanda cinese è coincisa con il propagarsi del Covid-19 in Sudamerica, costringendo a chiusure di impianti minerari, in particolare in Perù (rame, zinco, piombo, argento) e Brasile (minerali di ferro). In deciso recupero anche le importazioni di prodotti energetici, petrolio e gas naturale in primo luogo: l'impatto sui prezzi internazionali è stato, tuttavia, attenuato in virtù del peso relativamente più contenuto sul totale dei consumi mondiali.

Alluminio messo in crisi dalla produzione interna cinese

I prezzi di quasi tutti i metalli hanno recuperato dai minimi di maggio, riportandosi in molti casi su livelli molto più elevati rispetto a quelli di inizio anno; il recupero più intenso ha riguardato i minerali di ferro. I prezzi infatti sono più elevati rispetto a inizio anno del 25% circa, sostenuti da un notevole incremento delle importazioni cinesi (anche per ristoccaggi preventivi) e dal contestuale crollo dell'offerta. L'unico metallo che, al momento, fluttua su livelli inferiori rispetto a quanto osservato prima dello scoppio della pandemia è l'alluminio, smorzato dal contestuale incremento della produzione interna cinese.



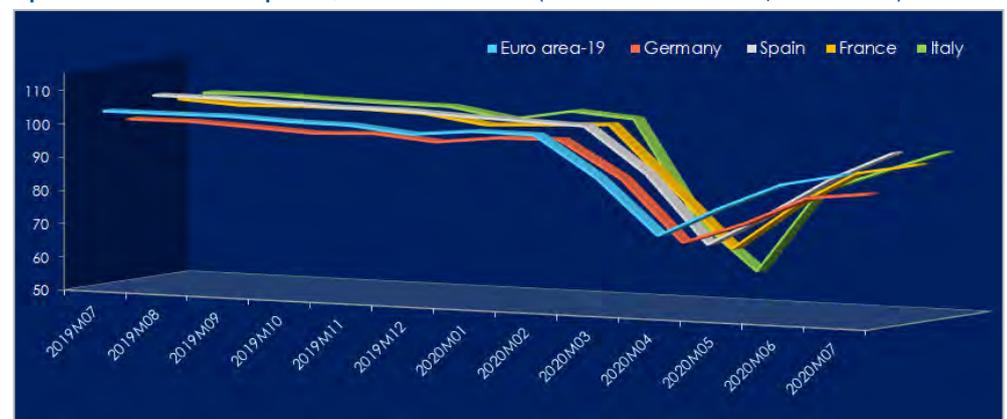
Torna a crescere la produzione petrolifera, ma non i prezzi

Il parziale recupero della produzione di *shale oil* USA e l'ammorbidimento dei rilevanti tagli alla produzione decisi dall'OPEC, hanno consentito alla produzione petrolifera di crescere di 3,5 milioni di barili/giorno, dai minimi di maggio. Nonostante la ripresa dei consumi e il calo della produzione, tra giugno e luglio sono solo state erose le scorte immagazzinate nei primi due mesi del 2020 (1/5 di quelle accumulate tra gennaio e maggio). L'attentato di inizio anno contro il *leader* iraniano Suleymani ci ricorda come il rischio politico, pur passato in secondo piano nel periodo dell'emergenza sanitaria, continui ad aleggiare sul mercato del petrolio: la Libia (con 700.000 barili/giorno di petrolio in attesa di tornare sul mercato) è il principale fattore ribassista. Iran, Nigeria e Venezuela saranno ancora gli osservati speciali dello scenario petrolifero del 2020/2021.

I consumi sostengono le plastiche

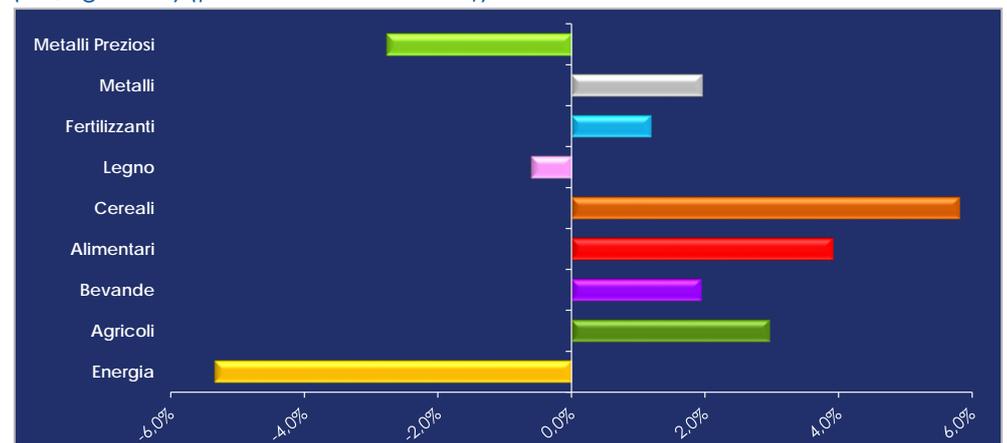
Pur a fronte di una pesante compressione dei costi di nafta e prodotti chimici intermedi, i prezzi delle plastiche hanno recuperato a ritmi più intensi rispetto ai mesi centrali del 2020, sostenuti dai consumi di *home appliance*, tessuti per la realizzazione di prodotti medicali (mascherine) e soprattutto prodotti per il *packaging*.

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 (set/ago 2020) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World bank.

I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in \$ ago 2020	Prezzo in \$ set 2020	var. %
Aluminum	(\$/mt)	1737,26	1743,77	0,4%
Barley	(\$/mt)	80,38	80,38	0,0%
Beef	(\$/kg)	4,63	4,60	-0,7%
Coal, Australian	(\$/mt)	50,14	54,60	8,9%
Coal, South African	(\$/mt)	57,38	57,47	0,2%
Cocoa	(\$/kg)	2,35	2,46	4,7%
Coconut oil	(\$/mt)	981,30	1031,54	5,1%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	3,60	3,67	2,0%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	1,60	1,60	0,1%
Copper	(\$/mt)	6498,94	6704,90	3,2%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,54	1,56	1,2%
Crude oil, average	(\$/bbl)	43,44	40,60	-6,6%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	44,26	41,09	-7,2%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	43,71	41,10	-6,0%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	42,36	39,60	-6,5%
DAP	(\$/mt)	341,88	358,38	4,8%
Fish meal	(\$/mt)	1479,92	1477,77	-0,1%
Gold	(\$/troy oz)	1968,63	1921,92	-2,4%
Groundnut oil	(\$/mt)	1876,96	1880,59	0,2%
Groundnuts	(\$/mt)	1297,14	1682,50	29,7%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	121,07	123,75	3,4%
Lead	(\$/mt)	1935,73	1872,91	-3,2%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	6,34	6,34	0,0%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	413,98	412,79	-0,3%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	280,84	282,12	0,5%
Maize	(\$/mt)	149,34	166,14	11,2%
Meat, chicken	(\$/kg)	1,50	1,47	-1,7%
Natural gas index (2010=100)		45,75	46,38	1,4%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	2,86	3,95	38,1%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	2,29	1,92	-16,3%
Nickel	(\$/mt)	14537,75	14857,49	2,2%
Orange	(\$/kg)	0,62	0,61	-1,9%
Palm kernel oil	(\$/mt)	739,17	767,14	3,8%
Palm oil	(\$/mt)	760,30	798,12	5,0%
Phosphate rock	(\$/mt)	76,88	79,38	3,3%
Platinum	(\$/troy oz)	940,33	907,62	-3,5%
Plywood	(cents/sheet)	515,00	517,29	0,4%
Potassium chloride	(\$/mt)	202,50	202,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	921,55	941,20	2,1%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	486,00	488,00	0,4%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	505,00	507,00	0,4%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	480,85	483,00	0,4%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	448,91	462,66	3,1%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,70	1,86	9,1%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,32	1,37	3,7%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	629,13	621,89	-1,2%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	719,52	712,55	-1,0%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	12,57	11,86	-5,6%
Silver	(\$/troy oz)	27,00	25,74	-4,7%
Sorghum	(\$/mt)	189,49	189,49	0,0%
Soybean meal	(\$/mt)	374,95	406,14	8,3%
Soybean oil	(\$/mt)	866,94	906,09	4,5%
Soybeans	(\$/mt)	384,55	423,69	10,2%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,39	0,39	-0,3%
Sugar, US	(\$/kg)	0,60	0,59	-2,0%
Sugar, world	(\$/kg)	0,29	0,28	-2,6%
Sunflower oil	(\$/mt)	860,00	890,00	3,5%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	3,16	3,10	-1,7%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,38	3,40	0,6%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	4,09	3,86	-5,6%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,00	2,05	2,2%
Tin	(\$/mt)	17650,03	17951,26	1,7%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4545,81	4521,49	-0,5%
TSP	(\$/mt)	276,25	282,50	2,3%
Urea	(\$/mt)	249,50	250,50	0,4%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	198,42	198,42	0,0%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	208,94	219,68	5,1%
Zinc	(\$/mt)	2410,05	2442,46	1,3%

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	lug 2020	ott 2020	gen 2021	apr 2021
Acciai lunghi	-1,9	1,7	-1,6	4,9
Acciai piani	-3,4	2,7	-1,9	2,6
Alluminio	7,2	1,0	4,7	7,9
Argento	42,1	0,8	-0,1	0,6
Aromatici ed altri organici	27,5	16,7	11,4	8,6
Baltic Dry	86,3	-38,5	30,2	11,5
Benzina	49,7	2,8	-1,6	2,3
Brent	20,7	-0,7	1,6	4,4
Cacao	-3,7	4,3	-0,0	0,4
Caffè	2,7	5,7	0,6	1,2
Carbone	-10,3	-0,3	6,5	6,2
Cellulosa BEKP	-6,0	0,4	6,5	5,9
Cellulosa NBSK	-7,2	-1,5	4,4	6,8
CO2	29,3	6,6	7,5	3,5
Cotone	5,8	-0,9	0,5	2,0
Elastomeri	-1,9	4,2	8,4	8,3
Elettricità (PUN)	73,3	9,9	-1,7	2,7
Elettricità (Tariffa)	3,3	15,6	1,1	2,8
Etilene	41,0	3,4	4,2	1,5
Fibre sintetiche	-5,6	1,7	12,0	3,4
Gas Naturale (ToP)	-4,8	-6,5	-8,5	0,1
Gasolio	25,7	4,5	2,5	3,1
Gomma naturale	6,3	2,0	6,9	5,7
Grano Italia	-0,0	3,2	-1,0	-2,3
Grano Usa	-4,1	1,8	-1,1	-0,5
HRC	-4,0	4,1	-1,2	2,7
Lana	-16,2	-12,4	5,6	8,6
Legname di conifere	23,1	5,9	-1,1	2,1
Legname per packaging	5,7	3,4	3,1	0,3
Legname per pallet	7,0	3,5	3,9	0,2
Legname tropicale	-4,5	-3,5	4,0	4,0
Litio	-14,2	2,2	6,0	6,8
Mais usa	-1,0	5,8	1,7	2,8
Materie plastiche	8,7	3,5	1,2	1,0
Minerali di ferro	19,1	-8,5	-9,0	-1,5
Nichel	8,5	-0,6	0,1	4,0
Nylon 66	-9,4	-1,1	4,1	0,5
Olio combustibile	33,7	-2,4	-0,0	3,7
Organici di base	30,8	3,5	3,3	2,0
Oro	4,3	-1,8	1,5	1,5
Pelli	-15,8	6,0	7,0	1,1
PET	-2,7	-1,1	2,2	1,3
Piombo	5,2	-2,0	-2,7	1,5
Platino	7,5	-2,8	0,5	4,6
Polietilene (HDPE)	6,8	4,5	2,2	1,2
Polietilene (LDPE)	10,2	5,7	2,5	1,0
Polipropilene	2,5	1,5	1,4	1,5
Polistirene	5,0	-0,4	4,2	2,8
Poly 230D	-2,2	4,6	21,0	6,4
Poly 75D	-1,2	4,1	17,4	5,0
Propilene	19,0	1,2	2,5	2,4
PSV	43,4	43,5	4,4	10,1
PVC	11,3	0,0	6,4	1,2
Rame	14,9	1,0	-3,6	2,0
Rebar	-3,4	2,1	-0,9	4,2
Rottami di ferro	2,2	-3,7	2,2	-1,8
Soia usa	2,3	5,4	0,6	0,8
Stagno	6,0	-0,5	1,4	4,8
TTF	23,7	32,4	5,9	7,4
Urea	6,2	3,3	2,5	-2,5
Virgin Nafta	51,2	3,3	0,9	2,0
Wire Rod	-0,4	1,4	-2,2	5,5
Zinco	11,0	3,1	2,1	3,4
Zucchero	6,2	-2,5	3,3	3,5

Fonte: elaborazioni su Pometeia Commodity, ottobre 2020.

VALUTE



- ▶ Le elezioni americane pesano su tutte le principali valute.
- ▶ Un possibile nuovo *lockdown* tiene a freno la sterlina.
- ▶ Bitcoin è la sesta valuta più capitalizzata al mondo.

Euro

L'euro trae forza sia da fattori esterni che interni

La performance dell'euro sul dollaro è stata degna di nota negli ultimi mesi, con un incremento del 10% da fine maggio e lasciando intravedere ancora potenzialità al rialzo. Secondo l'analisi della banca di investimento Lombard Odier, per comprendere lo slancio dell'euro sul dollaro occorre innanzitutto focalizzarsi sul deprezzamento del biglietto verde. Il calo del dollaro non si è del tutto esaurito, infatti sono almeno tre i fattori che suggeriscono tale previsione di persistente debolezza del dollaro: la politica della FED sui tassi di interesse bassi nel lungo periodo, l'incertezza sulla ripresa economica globale e una possibile vittoria di Joe Biden alle elezioni presidenziali USA. L'apprezzamento dell'euro ha certamente approfittato della rinnovata fiducia nei confronti dell'Unione Europea, galvanizzata dall'intesa sul Recovery fund. Il cambio ha già ricevuto una spinta al rialzo, sebbene non sia prevedibile un vero e proprio *rally* dell'euro nel breve periodo. In ogni caso l'unità dell'UE ne è uscita rafforzata, evitando l'aumento del premio di rischio di ridenominazione. Inoltre, nel medio e lungo periodo questo clima di maggiore fiducia verso l'UE potrebbe sostenere la moneta unica, grazie alla possibile ripresa dei flussi di capitale in entrata nell'area economica.

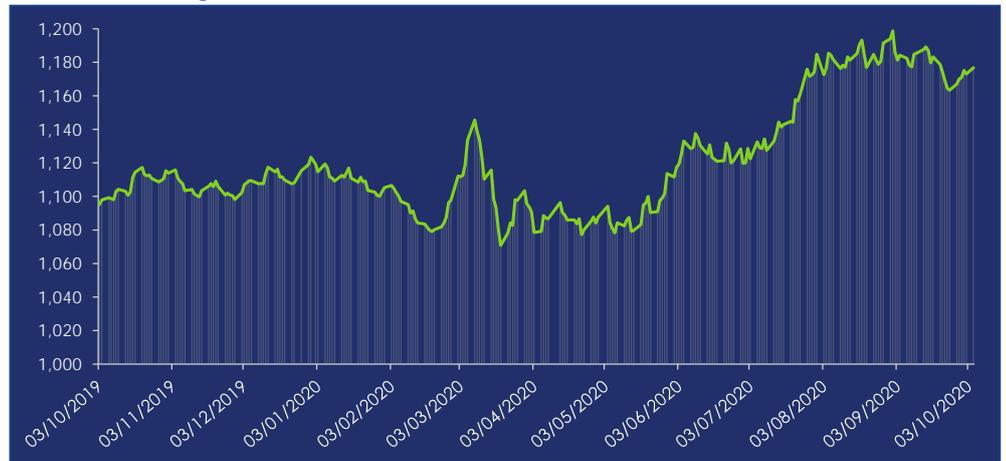
A settembre l'euro ha registrato una variazione nulla rispetto al mese precedente nei confronti delle valute dei suoi principali 38 *partner* commerciali. Rispetto al dato di settembre 2019 si osserva una variazione positiva del 3,7%.

Dollaro

La probabile vittoria di Biden favorisce la debolezza del dollaro

Nell'ultimo anno il dollaro americano ha intrapreso un percorso di svalutazione, causato principalmente dalle politiche monetarie della Federal Reserve. Tuttavia nelle ultime settimane il biglietto verde ha accentuato la sua debolezza sui mercati valutari, con gli investitori che cominciano a credere nella vittoria di Biden il prossimo 3 novembre, mentre Trump ha bloccato i colloqui con i democratici sul pacchetto di stimolo per l'economia devastata dal Covid. Gli ultimi sondaggi vedono ampliarsi il consenso per il candidato democratico la cui vittoria, secondo i mercati, si tradurrebbe in una politica fiscale più accomodante che colpirebbe asset rifugio come il biglietto verde. Contro un *basket* delle principali divise, la valuta statunitense cede circa lo 0,2%. Guadagna poco di più, invece, sullo yen. L'euro è solido intorno a 1,1770 dollari, nonostante i dati sulla produzione industriale tedesca poco rassicuranti ad agosto.

Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

Yen

Yen rallentato dall'economia giapponese in difficoltà

Le valute rifugio come lo yen risentono negli ultimi giorni di un moderato ritorno all'appetito per il rischio tra gli investitori. Oltre a soffrire di questo *mood*, lo yen sconta poi il momento di debolezza del Giappone. Le ultime indicazioni macro arrivate dal Giappone testimoniano come l'economia del Sol levante stenti ancora a ripartire, con gli indicatori PMI manifatturiero e servizi ancora al di sotto della soglia di espansione dei 50 punti. Che l'economia giapponese sia ancora in affanno lo ha testimoniato anche l'ultima lettura degli indici Tankan relativa al terzo trimestre dell'anno. Il rapporto Tankan viene stilato dalla banca centrale del Giappone e consiste in un sondaggio economico che riguarda i settori manifatturiero e non manifatturiero. L'indicatore, pur mantenendosi in territorio negativo ha evidenziato un miglioramento a -27 punti dai -34 punti del secondo trimestre. Sono state tuttavia deluse le aspettative degli analisti, che invece avevano ipotizzato un valore pari a -24 punti.

Sterlina

La paura di un nuovo lockdown in Gran Bretagna affonda la sterlina

Aumenta la pressione ribassista per la sterlina inglese: la discesa porta la valuta a toccare i minimi degli ultimi due mesi contro le altre principali valute. L'andamento della sterlina, già negativo per via degli ultimi sviluppi sulla Brexit, ha subito un ulteriore peggioramento dopo che il primo ministro Boris Johnson ha introdotto nel paese una nuova serie di disposizioni, al fine di limitare la crescita di nuovi casi di coronavirus. Queste prevedono la chiusura di pub e ristoranti entro le ore 22:00 e un caloroso ulteriore invito a preferire lo *smart working*. Le nuove restrizioni annunciate da Johnson, affiancate dalla fine di alcuni stimoli fiscali a livello domestico e ai rischi di un'uscita caotica dall'Unione Europea, secondo Bank of America global research renderanno impossibile osservare una crescita economica nel quarto trimestre 2020 e nei primi tre mesi del prossimo anno. Tale situazione ha minato la fiducia nei confronti dell'economia inglese, fattore che si ripercuote sulle quotazioni della sterlina, svantaggiata ulteriormente dall'accresciuta forza del dollaro. Non hanno poi aiutato le parole di Dominic Raab, segretario agli esteri, che hanno lasciato spazio per un possibile secondo blocco delle attività nel paese a causa del coronavirus. La reazione degli investitori è stata prevedibile: ben coscienti degli effetti di una decisione in tal senso sull'economia

I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media set 2020	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
+	 ARGENTINE PESO	88,50	2,3%	42,0%
	 UK POUND STERLING	0,91	1,0%	2,1%
	 ROUBLE	89,60	2,6%	25,5%
	 TURKISH LIRA	8,91	3,4%	41,9%
=	 CANADIAN DOLLAR	1,56	-0,4%	6,9%
	 SWISS FRANC	1,08	0,2%	-1,1%
	 INDONESIAN RUPIAH	17491,99	0,5%	12,8%
	 US DOLLAR	1,18	-0,3%	7,2%
-	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,63	-0,8%	0,9%
	 BRAZILIAN REAL	6,37	-1,1%	40,5%
	 CHINESE YUAN	8,03	-2,0%	2,6%
	 INDIAN RUPEE	86,73	-1,7%	10,4%
	 JAPANESE YEN	124,50	-0,7%	5,3%
	 MEXICAN PESO	25,54	-2,7%	18,6%
	 MALAYSIAN RINGGIT	4,89	-1,2%	6,3%
	 SOUTH AFRICAN RAND	19,73	-3,2%	20,9%

Fonte: elaborazione dati BCE, settembre 2020.

anglosassone, hanno subito venduto i loro titoli in valuta inglese. La sterlina ha recentemente toccato quota 1,2680 contro il dollaro e 0,91 nei confronti dell'euro.

Rublo

Le possibili ritorsioni occidentali alla Russia incombono sul rublo

I timori di nuove sanzioni da parte del mondo occidentale colpiscono un rublo russo ormai sempre più lanciato verso minimi storici. Questa volta non è il prezzo del petrolio la zavorra che appesantisce la divisa di Mosca, quanto il timore di un intervento di Putin nel conflitto tra Armenia e Azerbaigian. Alcune risposte sono già arrivate: il 23 settembre il dipartimento del Tesoro americano ha introdotto nuove misure restrittive in seguito ad una serie di cyber attacchi provenienti dalla Russia. Il candidato democratico Biden è



poi oggetto di campagne diffamatorie e *fake news* particolarmente spinte e anche in questo caso il cambio di presidente alla Casa Bianca potrebbe avere delle conseguenze per Mosca. La questione di Navalny ed il suo avvelenamento è ancora sul tavolo con USA ed Europa che stanno studiando risposte diplomatiche ma non solo. Per invertire questa rotta serviranno misure forti di sostegno da parte della banca centrale, magari anche con un rialzo dei tassi come ha già fatto, per ora senza grande successo, la Turchia. La banca centrale russa si è già detta pronta ad intervenire nei prossimi tre mesi con 2 miliardi di dollari di riserve da vendere sul mercato per tamponare la debolezza della divisa. Ma non è detto che da solo questo intervento sarà sufficiente.

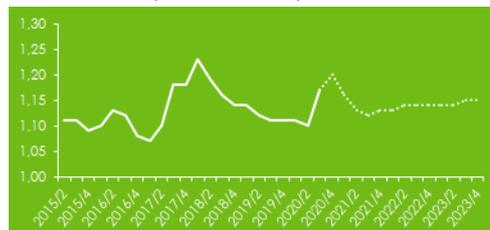
Bitcoin

I bitcoin diventano la sesta valuta per capitalizzazione

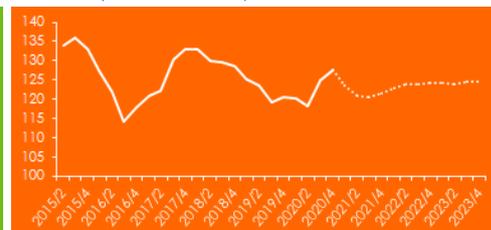
Il bitcoin è recentemente diventato la sesta valuta internazionale considerando la sua capitalizzazione attuale, stimata intorno ai 1.000 miliardi di dollari americani. Al momento, le cinque valute legali che hanno una capitalizzazione maggiore rispetto al bitcoin sono: il dollaro USA con 1,95 trilioni di dollari; l'euro con 1,38 trilioni di euro; lo yuan cinese con 1.150 miliardi di dollari; lo yen con 1.000 miliardi di dollari e la rupia con 1.000 miliardi di dollari. Sebbene la capitalizzazione sia un buon modo per misurare il peso di una valuta, per un'analisi più dettagliata si dovrebbe prendere in considerazione anche la distribuzione della valuta. In effetti, la maggior parte delle criptovalute è di proprietà delle cosiddette *whale* (balene), ovvero i grandi investitori. Inoltre, accade di frequente che alcune quantità significative di cripto asset scompaiano dalla circolazione per poi riapparire in seguito. Per le valute legali, invece, la distribuzione è inevitabilmente più elevata e controllata, caratteristica che si è accentuata al crescere della globalizzazione. Non vi sono dunque dubbi che questa sia una classifica da guardare in prospettiva: quando è stato creato bitcoin, chi avrebbe mai immaginato che sarebbe entrato nella *top 10* delle valute a maggiore capitalizzazione? Certamente l'avvento delle divise digitali (yuan in primis) potrebbe alterare l'importanza della prima criptovaluta, ma che il futuro del sistema finanziario sia *online* non è più discutibile.

Previsioni di medio periodo

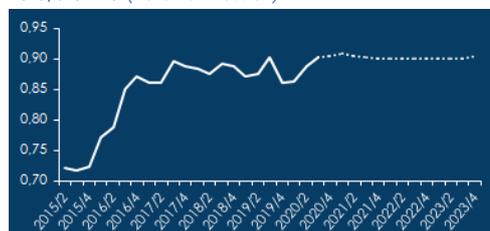
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



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
lug/giu 2020	lug/giu 2020	luglio 2020	Asta settembre 2020	Punti base
+1,2%	-6,2%	6,5%	↓	129

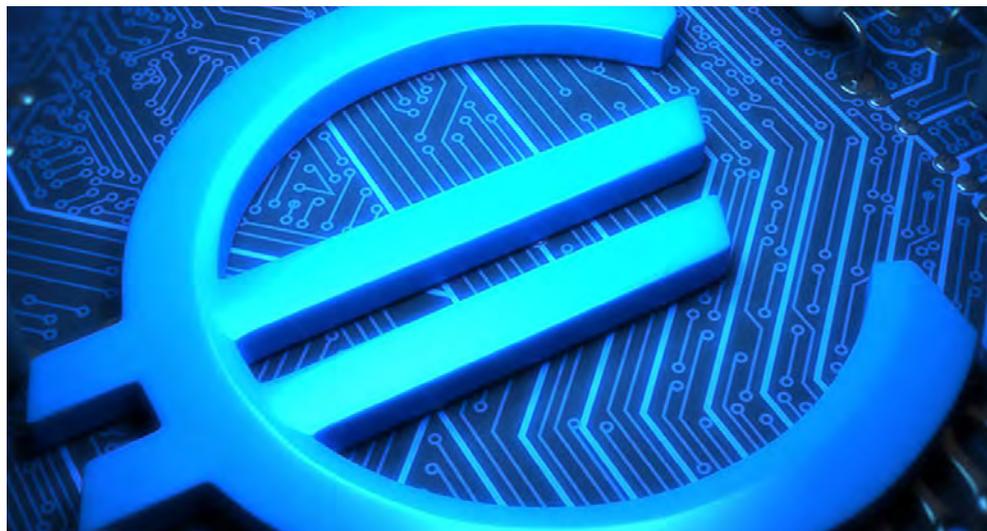
- ▶ Dopo la FED anche la BCE potrebbe rimettere mano ai propri obiettivi.
- ▶ Si intensificano le aspettative circa l'euro digitale.
- ▶ Le aste di titoli di stato italiano riscuotono grandi successi.

Molte opzioni sul tavolo della BCE

La presidente della BCE, Christine Lagarde, ha dichiarato che l'istituto centrale europeo è pronto a varare nuovi stimoli monetari per supportare la ripresa dell'economia europea, colpita dalla pandemia. Le misure potrebbero includere anche il taglio dei tassi di interesse ulteriormente al di sotto della soglia dello zero attorno alla quale si attestano attualmente. Parlando in un'intervista a Wall Street Journal, la numero uno di Francoforte ha avvertito che la ripresa dell'economia europea appare un po' più traballante, a causa della seconda ondata di infezioni da coronavirus arrivata in Paesi come la Francia e la Spagna. Il PIL dell'Area euro, purtroppo, non tornerà ai livelli pre-Covid prima del 2022. Così le banche centrali del mondo dovranno continuare a fornire un supporto attraverso stimoli monetari, in modo da aiutare i governi, attivi con le loro politiche fiscali. "Siamo preparati a usare tutti gli attrezzi che abbiamo a disposizione e che siano in grado di produrre risultati efficaci ed efficienti" ha affermato. Per adesso la BCE ha optato per non tagliare ulteriormente i tassi per quest'anno e ha utilizzato una manovra da 3.000 miliardi di dollari di stimoli, tra i quali l'acquisto di *bond* su larga scala, prestiti alle banche a tassi agevolati. Lagarde non ha però escluso ulteriori tagli dei tassi, visto che la BCE non ha ancora individuato il livello ottimale. D'altra parte, ha precisato, nel breve periodo l'istituto centrale sta considerando altri strumenti di intervento maggiormente efficaci che non un ulteriore taglio dei tassi.

L'euro digitale: una possibilità sempre più reale

La Banca centrale europea fa un deciso passo avanti verso l'introduzione dell'euro digitale: a inizio ottobre l'istituto di Francoforte ha pubblicato un corposo *report* sulla valuta virtuale, sulla quale verrà avviata una pubblica consultazione per un periodo di sei mesi, a partire dal prossimo 12 ottobre. A convincere l'Eurotower a premere l'acceleratore sul progetto è stato, tra l'altro, il cambiamento delle abitudini dei consumatori, che negli ultimi mesi hanno scelto sempre più spesso di adottare modalità innovative di pagamento. "L'euro appartiene ai cittadini europei e noi siamo i suoi guardiani", ha dichiarato la presidente della BCE, Christine Lagarde. "E gli europei stanno ricorrendo sempre di più a soluzioni digitali per pagare, risparmiare e investire. Dato che il nostro ruolo è garantire la fiducia nella moneta unica, questo significa accertarsi che l'euro sia adatto all'era digitale. Quindi dobbiamo essere preparati a emettere l'euro digitale, se dovesse presentarse-



ne la necessità". Francoforte ha identificato diversi scenari che potrebbero rendere necessaria l'introduzione della valuta digitale. Tra questi, sottolinea il Financial times, figura una più elevata domanda di pagamenti elettronici, che creerebbe una maggiore necessità di mezzi di pagamento digitali non rischiosi; oppure il pericolo potenziale che un attacco informatico, o un evento come la pandemia, porti alla disintegrazione del sistema di pagamenti esistente e richieda l'istituzione di un euro digitale come *backup*. Un'altra ipotesi a favore dell'euro digitale è la probabile, ulteriore, diminuzione nell'utilizzo del contante, che avrebbe come conseguenza l'esclusione di alcune fasce della popolazione dal sistema finanziario. Infine, la BCE ha tenuto conto della possibile rapida adozione di altre valute virtuali, private o emesse da altre banche centrali, che potrebbe minacciare la sovranità finanziaria, economica e anche politica dell'Europa.

La continua crescita di Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo continua a espandersi anche nel *wealth management*. La novità di questi giorni è l'ingresso in Reyl, gruppo bancario con sede in Svizzera molto attivo nel settore, per costituire un soggetto che punta ad ampliare gli orizzonti geografici, e di *business*. Solo pochi mesi fa, il gruppo bancario italiano aveva quasi in contemporanea dato il via ad altre due importanti operazioni: l'entrata in Rbm Salute e l'avvio di attività di *wealth management* in Cina attraverso una propria società. L'acquisizione di Reyl sarebbe dunque l'ultima mossa per rafforzarsi nel settore. Nel dettaglio, grazie all'accordo di *partnership* strategica che è stato siglato, Fideuram acquisirà una partecipazione del 69% in Reyl e a quest'ultimo conferirà la propria controllata bancaria svizzera Intesa Sanpaolo private bank (Suisse) Morval. Una volta finalizzata l'operazione, prevista entro la prima metà del prossimo anno e dopo le consuete approvazioni regolamentari, Intesa Sanpaolo Private Bank (Suisse) Morval sarà incorporata in Reyl, dando così origine a un gruppo bancario privato internazionale di importanti dimensioni, con sede a Ginevra, circa 400 collaboratori, masse amministrative superiori a 16,71 miliardi di euro e un patrimonio netto regolamentare di circa 232,06 milioni di euro. L'ipotesi è che il nuovo soggetto operi non solo in Svizzera, dove Fideuram-Isb Pb ha posto la sua sede delle attività internazionali di *private banking*, ma anche nell'Unione Europea, in America Latina, in Medio e in Estremo Oriente.

Unicredit è alla ricerca del suo prossimo presidente

Sono iniziate le grandi manovre in Unicredit. La prossima primavera i soci della seconda banca italiana saranno chiamati a rinnovare il consiglio di amministrazione, un passaggio delicato in un momento di grande discontinuità per tutta l'industria del credito. Al centro dell'attenzione ci sono le candidature alla presidenza. È stato dato mandato alla filiale milanese dell'americana Spencer & Stuart di individuare le figure che maggiormente potrebbero rappresentare la banca, sia sul fronte delle competenze, che dell'agenda e delle relazioni internazionali. È un passaggio critico, soprattutto in seguito agli eventi che si sono rincorsi negli ultimi due anni. Nell'agosto 2019 l'allora presidente Fabrizio Saccomanni scomparve improvvisamente. Fu uno *choc*. La presidenza venne affidata a Cesare Bioni, la cui presenza fu provvidenziale in un momento di difficoltà, ma fin dal primo istante Bioni chiarì che il suo mandato si sarebbe concluso nell'aprile 2021, a cui mancano poco più di sette mesi. A oggi, sono quattro i possibili candidati selezionati: Claudio Costamagna, Vittorio Grilli, Stefano Micossi, Domenico Siniscalco. Solo Micossi è attualmente coinvolto nella gestione di Unicredit, con un posto in consiglio di amministrazione. Gli altri vengono dagli impegni più vari, sia nel pubblico che nel privato.

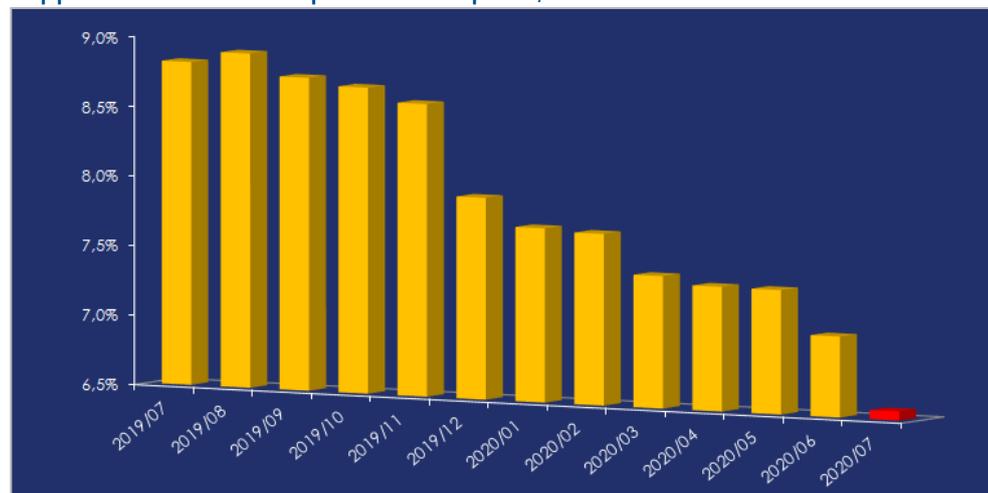
La crescita dei prestiti al settore privato è rimasta sostanzialmente stabile

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato si è attestato al 4,7% a luglio, dopo il 4,8% di giugno, ossia un punto percentuale in più rispetto al periodo antecedente l'insorgere della pandemia. La crescita del credito ha continuato a essere trainata in larga misura dai prestiti alle imprese, che sono aumentati a un tasso di crescita annuo del 7,0% a luglio, dopo il 7,1% di giugno e il 7,3% di maggio, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile al 3,0%. Il ricorso delle imprese a prestiti a medio e a lungo termine ha continuato ad aumentare, a scapito dei prestiti a breve termine. La divergenza negli andamenti tra i prestiti alle imprese e i prestiti alle famiglie emerge dai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'Area euro di luglio 2020 in merito alla domanda e all'offerta di credito. La crescita del credito bancario alle imprese ha continuato a essere trainata dal fabbisogno di finanziamento operativo in un contesto di minori flussi di cassa, e ha riflesso anche le consistenti misure introdotte dai governi della maggior parte dei paesi dell'Area euro (come le garanzie sui prestiti) a sostegno della liquidità e della solvibilità delle imprese nei prossimi mesi. Inoltre, le misure di politica monetaria della BCE, in particolare le condizioni molto favorevoli delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III), stanno incoraggiando le banche a estendere i prestiti a tutte le entità del settore privato. Inoltre, vi sono state notevoli differenze tra i paesi dell'Area euro nel tasso di crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie, mentre nei paesi più grandi l'andamento è stato sostanzialmente simile.

In Italia crescono in maniera robusta i prestiti alle imprese

Nel mese di luglio si è rafforzata la crescita dei prestiti italiani alle imprese: rispetto a giugno si nota un incremento dell'1,2%. Anche l'indicatore sui dodici mesi mostra un risultato positivo: non più una crescita zero virgola, ma un rafforzamento del +1,2%. Buona anche la *performance* dei prestiti alle famiglie, che registrano, nel settimo mese dell'anno, una variazione del +0,4%

Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €
2018	1,47	1,95	1,12	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
2019/12	1,37	1,85	1,06	2020/07	1,19	1,68	0,90

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

rispetto al dato di giugno; a livello annuale si nota un aumento pari allo 0,2%. Perdura invece il calo delle sofferenze bancarie: a luglio si sono ridotte del 6,2% a livello mensile e del 24,6% rispetto al dato di luglio 2019. Ciò nonostante è lecito attendersi che nelle prossime rilevazioni questo dato riprenderà a crescere, come conseguenza del Covid-19 sul nostro tessuto economico. Il rapporto tra sofferenze e prestiti perde altri 52 punti base, raggiungendo il nuovo record a quota 6,5%. Si abbassa il costo dei fondi erogati al di sotto della soglia del milione di euro, mentre i finanziamenti al di sopra di tale soglia risultano a luglio più costosi rispetto a giugno.

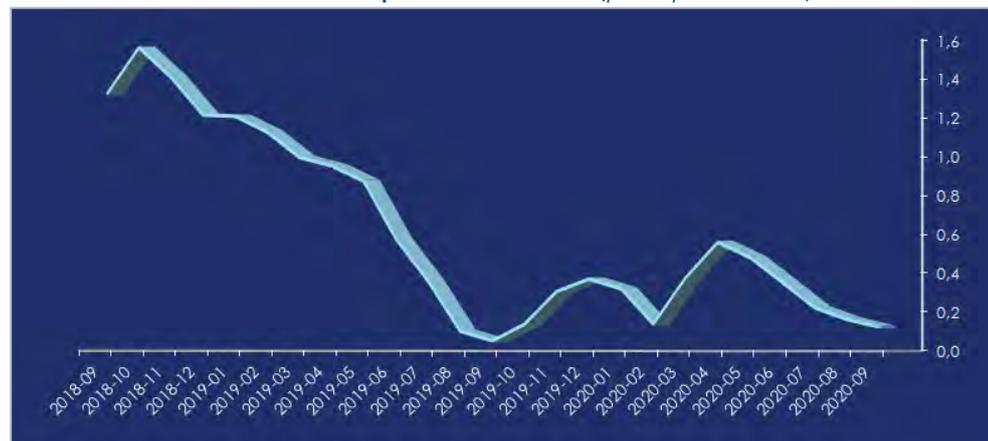
Rendimenti molto bassi dei titoli di stato europei

La grande liquidità immessa nei mercati continua a tenere molto bassi i rendimenti dei titoli di stato europei: il dato aggregato mostra infatti che la remunerazione media è pari allo 0,12%, ovvero 4 punti in meno rispetto alla rilevazione di agosto. L'andamento è comune a tutti i paesi europei, nonostante a beneficiarne maggiormente siano i paesi del sud Europa. A livello mondiale i rialzi più rilevanti si notano nei *bond* americani e inglesi: considerando le situazioni difficili attraversate dalle due potenze, l'incremento risulta essere relativamente contenuto. Lo *spread*, ovvero il differenziale tra il rendimento del titolo di stato decennale italiano e il suo corrispettivo tedesco, è sceso in queste settimane a quota 129.

I titoli di stato italiani vanno a ruba

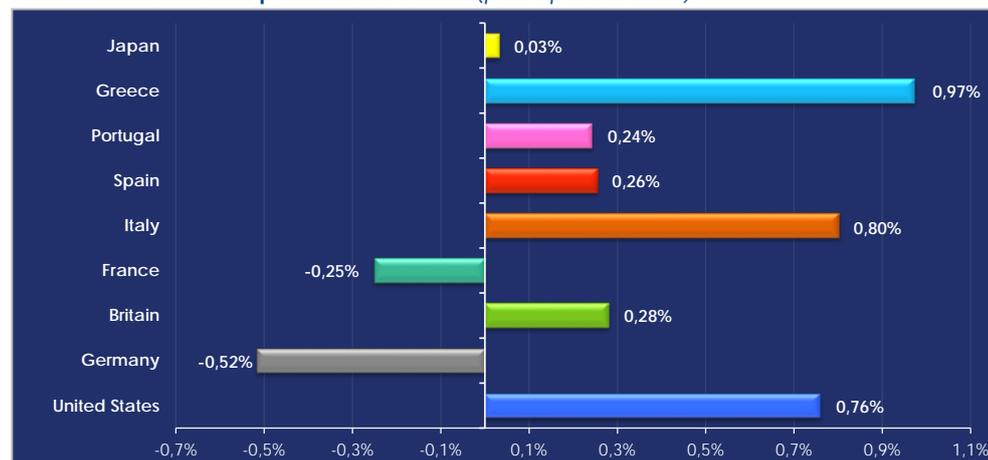
Il 25 settembre il Tesoro italiano ha collocato 6,5 miliardi di euro di BOT semestrali, con rendimenti negativi. Nel dettaglio, sono stati assegnati 6,5 miliardi di buoni ordinari del Tesoro (scadenza 31 marzo 2021) con un rendimento pari a -0,392%, in calo di 6 punti base rispetto all'asta precedente. La domanda è stata di 13,034 miliardi di euro, con un rapporto di copertura di 2,01. Martedì 29 settembre 2020 il Ministero dell'economia e delle finanze ha invece collocato la prima tranche del BTP con scadenza 1° aprile 2031 (cedola annua lorda dello 0,9%). Il Tesoro ha emesso titoli con scadenza a 10 anni per un ammontare pari a 4,5 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra 4 e 4,5 miliardi di euro) che era stata prevista dal ministero. Il BTP ha ottenuto richieste per oltre 5,7 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,27. Il rendimento lordo complessivo del BTP con scadenza a ad aprile 2031 è stato fissato allo 0,889%, in flessione rispetto all'1,112% del collocamento del mese di agosto per il titolo con scadenza a dicembre 2030. Il prezzo di aggiudicazione è stato fissato a 100,13 euro. Secondo le elaborazioni di Assiom Forex il rendimento netto del BTP con scadenza a dieci anni è pari allo 0,776%.

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, ottobre 2020.

INFLAZIONE



- ▶ Le misure restrittive influenzano negativamente l'inflazione europea.
- ▶ L'aumento stagionale dei prezzi non basta a tirar su l'indice italiano.
- ▶ Deflazione prevista anche a settembre.

L'aumento stagionale dei prezzi non basta a tirar su l'indice

Agosto registra il consueto aumento congiunturale dei prezzi al consumo dovuto a fattori stagionali legati alle vacanze estive che, quest'anno, si sovrappongono alla riapertura di gran parte delle attività della filiera turistica. Ciononostante, per alcuni comparti dei servizi legati ai trasporti, la crescita dei prezzi su base mensile è inferiore a quella dello scorso anno, determinando una maggiore flessione tendenziale che si riflette su quella dell'indice generale. L'inflazione negativa, più ampia di un decimo di punto rispetto a luglio (non era così da aprile 2016), si conferma quindi per il quarto mese consecutivo.

Area euro in deflazione

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer price*) di agosto, mese con misure di contenimento del Covid-19 alleggerite, registra una variazione tendenziale del -0,2%, in calo rispetto al +0,4% di luglio. Ad agosto 2019 la variazione era pari a +1,0%. Nell'UE-28 l'inflazione tendenziale è +0,4%, in discesa rispetto allo 0,9% del mese precedente. Ad agosto 2019 la variazione era pari a +1,4%. Le variazioni positive più alte si sono registrate in Ungheria (+4,0%), Polonia (+3,7%) e Repubblica Ceca (+3,5%), mentre le più basse a Cipro (-2,9%), in Grecia (-2,3%) ed Estonia (-1,3%).

IPCA negativo a causa dei saldi estivi

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) diminuisce dell'1,3% su base mensile e dello 0,5% su base annua (da +0,8% di luglio). È l'avvio ad agosto in quasi tutte le regioni dei saldi estivi di abbigliamento e calzature (di cui il NIC non tiene conto) a produrre sia il marcato calo congiunturale sia l'inversione di tendenza dell'IPCA, che si allinea così all'indice NIC. I prezzi di abbigliamento e calzature registrano, infatti, una vistosa diminuzione congiunturale (-18,6%) molto più ampia di quella di agosto 2019 quando fu pari a -6,6% (i saldi erano iniziati a luglio) e quindi un forte rallentamento tendenziale che si riflette sull'andamento dell'indice generale. L'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra un aumento dello 0,2% su base mensile e una diminuzione dello 0,7% su base annua.

Ulteriore calo dei prezzi causato dai trasporti

L'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, ad agosto registra un aumento dello 0,3% su base mensile e una diminuzione dello 0,5% su base annua (da -0,4% del mese precedente).

te). In un quadro che vede l'inflazione negativa ancora determinata per lo più dagli andamenti dei prezzi dei beni energetici regolamentati (da -13,6% a -13,7%) e di quelli non regolamentati (da -9,0% a -8,6%), l'ampliarsi della flessione dell'indice generale si deve prevalentemente al calo più netto dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (da -0,9% a -2,3%). Si confermano invece in crescita, seppur in rallentamento, i prezzi sia dei beni alimentari lavorati (da +0,6% a +0,4%) sia di quelli non lavorati (da +2,5% a +2,0%).

Decelera l'inflazione di fondo (al netto degli energetici)

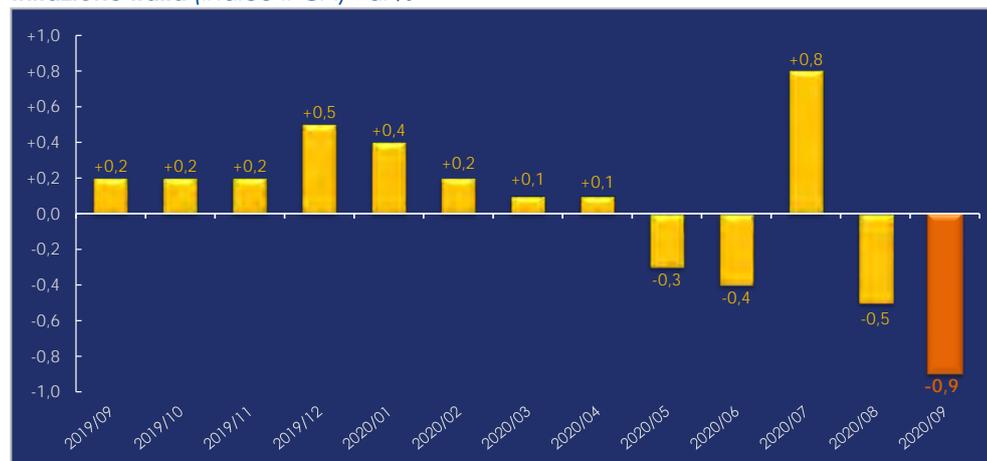
L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, e quella al netto dei soli beni energetici decelerano entrambe, rispettivamente da +0,4% a +0,3% e da +0,6% a +0,4%. L'aumento congiunturale dell'indice generale è dovuto prevalentemente alla crescita dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (+3,0%) e dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (+0,5%), a causa di fattori stagionali, solo in parte compensata dal calo dei beni alimentari non lavorati (-0,6%). L'inflazione acquisita per il 2020 è pari a zero per l'indice generale e a +0,8% per la componente di fondo. I prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona rallentano da +1,2% a +0,9%, mentre quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto accentuano di poco la loro flessione da -0,1% a -0,2%.

Ulteriore calo dei prezzi in settembre

Nel mese di settembre 2020, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'Area euro sarà pari a -0,3%, in calo da -0,2% di luglio 2020.

In Italia, secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra una variazione congiunturale di +1,0% e di -0,9% su base annua (da -0,5% del mese precedente).

Inflazione Italia (indice IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.