



Sommario

Economia mondiale

- ▶ La luce in fondo al tunnel? Forse, ma la strada è ancora lunga.

Economia italiana

- ▶ Repentina inversione di tendenza per l'economia italiana che, dopo l'estate, torna in recessione. Presentato il disegno di legge di bilancio.

Materie prime

- ▶ Rialzi diffusi sui mercati di *commodity*, grazie al vaccino per il Covid, alla ripresa della Cina e alla geopolitica.

Valute

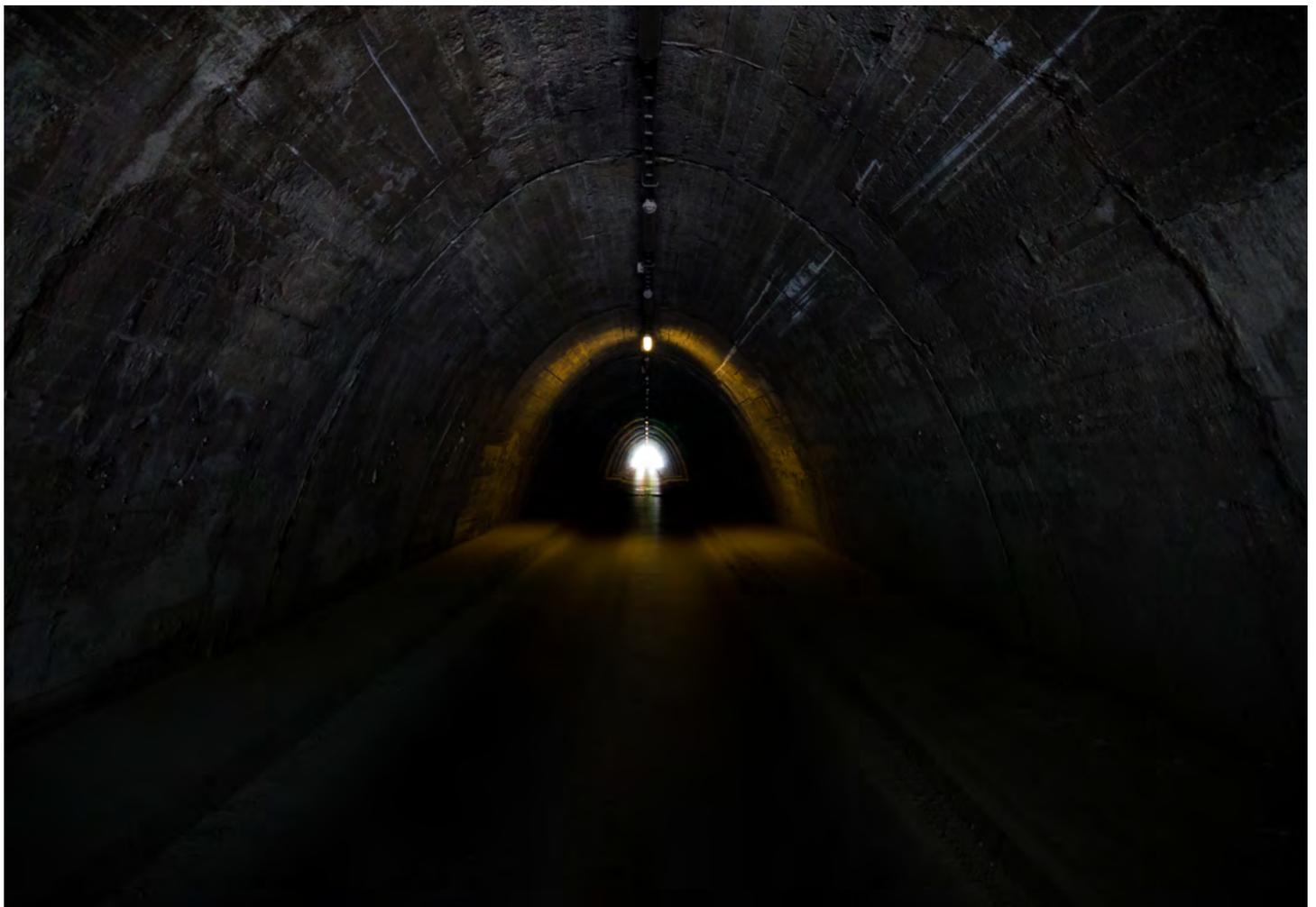
- ▶ L'euro si rafforza nei confronti del dollaro. Le valute emergenti, dopo mesi al ribasso, riprendono terreno.

Credito

- ▶ BCE prossima al varo di nuove misure di sostegno, ma si rafforza lo schiacciamento dei falchi.

Inflazione

- ▶ Ancora un mese di deflazione sia a livello europeo che italiano.



ECONOMIA MONDIALE

	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	6,7%	-5,6%	+3,7%*
	novembre 2020	ottobre 2020/2019	ottobre 2020/2019
	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	8,4%	-6,8%	-2,5%**
	ottobre 2020	settembre 2020/2019	settembre 2020/2019

* Construction spending

** Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ La luce in fondo al tunnel?
- ▶ OCSE guarda con speranza al 2021, ma tutto dipende dai vaccini.
- ▶ Europa vs. Polonia e Ungheria.

In breve...

Nelle ultime settimane indicatori e clima di fiducia sono progressivamente peggiorati, in conseguenza della seconda ondata di contagi che ha colpito molti paesi, dall'Europa agli Stati Uniti all'America Centro-Meridionale. Una eventualità prevista, ma che probabilmente ha colto di sorpresa per la sua virulenza. Dopo un terzo trimestre favorevole, si prospetta un'ultima parte dell'anno di crescita molto lenta o di recessione.

D'altra parte, come ben illustrava una recente copertina dell'Economist, si incomincia a vedere una luce in fondo al tunnel. Di questa opinione è anche l'OCSE, nel suo economic outlook di inizio dicembre. I progressi sul fronte sanitario sono stati eccezionalmente rapidi. Almeno tre-quattro vaccini sono in dirittura d'arrivo e in alcuni paesi è imminente l'inizio della distribuzione di massa. A oggi si sta lavorando globalmente a non meno di 320 vaccini e molti hanno iniziato la fase 3 della sperimentazione. All'inizio di dicembre, il governo inglese, primo governo occidentale ad approvare l'utilizzo di un vaccino anti-coronavirus, ha concesso un'autorizzazione di emergenza al vaccino sviluppato da Pfizer e BioNTech. A fine novembre Pfizer e BioNTech hanno avviato la procedura autorizzativa anche con la Food and drug administration americana: il via libera potrebbe arrivare prima della fine dell'anno. Nel frattempo, la società si è assicurata importanti ordini da Stati Uniti (1,9 miliardi di dollari per 100 milioni di dosi e l'opzione per altri 500 milioni), Giappone (120 milioni di dosi) e Europa (200 milioni di dosi); se il vaccino sarà autorizzato, Pfizer e BioNTech dovranno produrre almeno 1,3 miliardi di dosi entro la fine del 2021.

A fine novembre, anche la società Moderna ha avviato la procedura autorizzativa con la Food and drug administration, che potrebbe portare entro fine dicembre alle prime vaccinazioni. Anche in questo caso, Moderna si è assicurata grosse commesse da Stati Uniti (100 milioni di dosi per 1,5 miliardi di dollari), Europa (160 milioni di dosi, Canada, Giappone, Qatar. Altri vaccini in dirittura d'arrivo sono quelli AstraZeneca-Università di Oxford, Sinovac (azienda cinese), Sputnik5 (russo).

La realizzazione dei vaccini non è tutto. Il processo di vaccinazione non sarà semplice: i vaccini Pfizer-BioNTech e Moderna richiedono una temperatura di

stoccaggio di -70 gradi; altri vaccini non presentano problemi di questo tipo ma è la prima volta che l'umanità si trova davanti a una sfida di questa portata: vaccinare l'intera popolazione mondiale nel più breve tempo possibile. L'impatto di un rapido inizio delle vaccinazioni di massa sarebbe molto significativo. L'OCSE stima che nel 2021 la crescita globale potrebbe salire di oltre due punti rispetto allo scenario senza vaccino.

Sarebbe anche un grande successo per la scienza (dovettero trascorrere venti anni per avere il vaccino anti-polio, nel 1955, nove per il vaccino anti-morbillo nel 1954) e per la cooperazione internazionale.

Le politiche fiscali e monetarie dovranno continuare a sostenere cittadini e imprese con iniezioni massicce di liquidità per impedire il collasso dei settori economici e delle fasce di popolazione più vulnerabili. Gli interventi, ricorda l'OCSE, sono stati finora troppo trasversali, non sufficientemente selettivi, approfondendo le disuguaglianze create da una recessione molto asimmetrica: un compito vitale per i sistemi di welfare.

La tenuta della democrazia americana è messa alla prova dal rifiuto del presidente Trump di accettare la sconfitta sancita dal voto. È assodato che i tentativi di impugnare le elezioni non avranno successo e in molti stati le istanze di Trump sono già state respinte. D'altra parte, è inusuale che il capo dell'amministrazione metta in discussione la correttezza dell'apparato burocratico da lui stesso controllato e supervisionato. L'atteggiamento del presidente crea pericolose fratture e conflitti in una società già profondamente divisa lungo linee di faglia sociali, reddituali, razziali e geografiche. Biden e gli uomini scelti nella sua squadra hanno le qualità giuste per riunire il paese: ma non sarà un compito facile. A gennaio, con l'attribuzione dei restanti seggi senatoriali in Georgia, saranno sciolti gli ultimi dubbi sulla composizione del Senato: una maggioranza repubblicana (attualmente i repubblicani sono in lieve vantaggio) complicherebbe la possibilità per Biden di attuare le riforme più controverse (energia, fisco, sanità, ecc.).

In Europa, l'iter di approvazione del bilancio pluriennale (che include anche il Next Generation EU) si è concluso positivamente, superando la minaccia di veto di Polonia e Ungheria. La dichiarazione di compromesso evita, in sostanza, di mettere sotto esame i due paesi e sposta al 2021 l'applicabilità delle nuove risorse. L'Unione Europea contesta ai due paesi le violazioni agli standard democratici del trattato europeo (la cosiddetta rule of law), riguardo alla indipendenza del potere giudiziario, la libertà di espressione, ecc..

Un altro tema caldo per la Commissione europea è Brexit: il 31 dicembre la Gran Bretagna uscirà ufficialmente dall'Unione e non è ancora chiaro con quali modalità. Le trattative proseguono ma a oggi nessuno è in grado di fare previsioni. Quello che è certo è che, secondo le simulazioni del ministero dell'economia inglese e di Oxford economics, i costi di una hard-Brexit (uscita senza accordi) sarebbero significativi e molto più elevati per la Gran Bretagna che per l'Europa.



OCSE prudentemente ottimista

Il rapporto di previsione dell'OCSE, pubblicato a inizio dicembre, contiene note più ottimistiche, per la prima volta dall'inizio della pandemia. Le previsioni per il 2020, certamente, non sono molto migliori di quelle di qualche mese fa. Nel terzo trimestre la ripresa è stata più vivace del previsto, dando consistenza alla eventualità di un profilo a V del ciclo.

La seconda ondata ritarda la ripresa

Ma la nuova ondata di contagi, comune a Europa, Stati Uniti, Centro e Sud America, ha di nuovo peggiorato lo scenario: lo si vede bene dagli indicatori di ottobre-novembre e dai sondaggi di novembre-dicembre sul clima di fiducia.

Speranze più forti per i prossimi mesi

L'OCSE guarda soprattutto in avanti, ai prossimi mesi, affermando che si sono rafforzate le speranze in un futuro più luminoso. I progressi nei vaccini e nelle terapie hanno migliorato le prospettive e ridotto l'incertezza. Grazie all'impegno senza precedenti dei governi e delle banche centrali, l'impatto sulle imprese e sui redditi è stato smorzato, anche se in alcuni settori i danni saranno permanenti, non recuperabili. Il peggio è stato evitato, ma la situazione resta precaria per le parti più deboli dell'economia: i poveri, gli esclusi, i lavoratori irregolari, i territori più marginali, le imprese più fragili e indebitate.

Sfide eccezionali per l'economia globale

Senza dubbio, avverte l'OCSE, nei prossimi mesi le sfide che l'economia globale dovrà affrontare rimangono formidabili. Non solo riavviare i meccanismi economici, le catene di fornitura, gli scambi commerciali, i movimenti di persone, il turismo, ma anche evitare che la montagna di debito ereditata dall'emergenza si traduca in una pericolosa volatilità dei mercati finanziari e valutari.

Policy espansive anche nel 2021

D'altra parte, il sostegno fiscale e monetario non potrà essere sospeso o indebolito troppo presto, con il rischio di soffocare una ripresa ancora fragile. Le risorse vanno gradualmente indirizzate verso misure a favore della crescita di lungo periodo.

Education e coesione tra le priorità

Tre le priorità evidenziate dall'OCSE. Primo, il rafforzamento di servizi essenziali come *education*, sanità, infrastrutture fisiche e digitali; secondo, contrastare l'aumento della povertà e delle disuguaglianze; terzo, rafforzare la cooperazione internazionale e gli organismi multilaterali.

Difficile conciliare emergenza e crescita: ma non impossibile

Una sfida, quella di conciliare emergenza e crescita, particolarmente delicata in Europa e ancor più nel nostro paese, dove sono particolarmente forti le pressioni centrifughe o localistiche per disperdere l'ingente dote del NGEU in mille rivoli di spesa senza impatto.

Mercato rimbalzo nel 2021

Tornando alle previsioni, l'OCSE prevede che l'economia globale dovrebbe tornare a crescere del 4,2% dopo la caduta del 2020 (un identico -4,2%), per poi assestarsi su un tasso di sviluppo lievemente inferiore l'anno successivo (+3,7%). La perdita di PIL è decisamente più marcata in Europa (-7,5%), dove anche il 2021 sarà più problematico (+3,6%). Negli Stati Uniti la recessione 2020 è stata meno grave (-3,7%) ma anche la ripresa 2021 non sarà brillante (+3,2%). Bene la Cina: unico paese a registrare una crescita positiva anche nel 2020 (+1,8%) e in forte recupero nel 2021 (+8,0%). Il Giappone si colloca a metà strada tra Europa e Stati Uniti quanto a gravità della recessione (-5,3%), mentre la ripresa 2021 sarà più debole (+2,3%) di entrambe le aree.

Hard Brexit vs. soft Brexit

Allo stato attuale, le opzioni di Brexit sono numerose e ancora imprevedibili. Oxford economics ha stimato le ricadute sull'economia inglese e sull'Europa in diversi scenari, definiti dal tipo di accordi che saranno stipulati tra le due parti sui diversi punti del negoziato.

In ogni caso, secondo Oxford economics vi saranno effetti strutturali di lungo periodo sia sull'economia inglese che sull'Europa: la Gran Bretagna è la seconda economia europea e il 50% degli investimenti esteri in entrata proviene dai paesi europei; più o meno la metà delle sue esportazioni sono dirette a paesi europei.

Scenario hard: effetti sensibili ma non drammatici

La simulazione evidenzia come l'impatto degli scenari estremi sia asimmetrico: le opportunità sono piuttosto limitate e gli svantaggi sono concreti ma non disastrosi. I costi di lungo periodo per l'economia inglese possono tuttavia rivelarsi significativi. Nell'ipotesi peggiore, l'istituto di ricerca stima una perdita di PIL di circa 4 punti (ogni anno) rispetto allo scenario base di adesione alla Unione Europea.

Costi rilevanti per cittadini e imprese

In alcuni scenari, i costi per i cittadini e le imprese inglesi sono rilevanti. Nelle ipotesi peggiori, la perdita di reddito reale viene stimata pari a poco più di 1.100 euro/anno entro il 2030 (ai prezzi attuali); viceversa nell'ipotesi più favorevole il guadagno di reddito sarebbe di soli 50 euro.

Aumenta il costo delle importazioni

Ciò riflette soprattutto l'aumento dei costi degli scambi commerciali tra le due aree, che favorisce la sostituzione di prodotti importati con prodotti locali, con inevitabili effetti sui prezzi. Nello scenario più sfavorevole, le esportazioni inglesi verso il resto d'Europa diminuirebbero dell'8,8% e le importazioni del 9,4%.

Anche gli investimenti saranno colpiti

Anche l'impatto sulle imprese che oggi operano in Gran Bretagna può essere rilevante. Nello scenario peggiore Oxford stima che gli investimenti privati entro il 2030 sarebbero inferiori di circa 25 miliardi di euro rispetto ai valori odierni (ovvero lo 0,8% del PIL); l'impatto reale dipenderà molto dalla legislazione adottata dalla Gran Bretagna.

Per l'Europa impatto limitato anche nell'ipotesi *hard*

In ogni caso, l'impatto per le economie europee di un *hard* Brexit (lo scenario più sfavorevole) sarà comunque piuttosto limitato. Oxford stima una minore crescita del PIL europeo di poco superiore a 0,2 punti percentuali entro fine 2022, rispetto allo scenario di base, mentre l'impatto sulle esportazioni sarebbe nell'ordine degli 0,5-0,6 punti percentuali. Per l'Italia gli effetti su PIL ed export saranno lievemente più limitati. Come si è detto, allo stato attuale si tratta però di ipotesi su scenari alternativi, che saranno definiti dagli accordi in discussione.

Regional comprehensive economic partnership: un trattato storico

A metà novembre 15 paesi dell'area asiatica e del Pacifico hanno siglato uno dei più grandi trattati commerciali della storia, con l'obiettivo di ridurre le barriere tariffarie di un'area che rappresenta un terzo dell'economia globale in termini di ricchezza prodotta. Il RCEP (Regional comprehensive economic partnership) segna un passo importante verso l'integrazione economica dell'area ed è il punto di arrivo di oltre 10 anni di negoziati. I paesi firmatari includono Cina, Giappone, Australia, Corea del Sud, Indonesia, Vietnam, Thailandia, Malesia. Non ha invece aderito l'India, nel timore di una eccessiva concorrenza sull'industria domestica.

Un impatto da 200 miliardi di dollari

Secondo le stime degli analisti, entro il 2030 l'accordo potrebbe aumentare il PIL globale di circa 200 miliardi di dollari all'anno; per i paesi firmatari si stima una maggiore crescita di 0,2 punti percentuali.

L'accordo elimina il 90% delle tariffe doganali attualmente in vigore; l'agricoltura è stata lasciata fuori, così come alcuni servizi. Poco è stato concordato sugli *standard* comuni dei prodotti: era inevitabile data la grande varietà nelle condizioni sociali ed economiche dei paesi firmatari.

Un grande passo in avanti, al contrario, riguarda la regola di origine, il criterio che stabilisce dove un prodotto è stato fabbricato. Con il nuovo trattato la regola sarà unica per tutti i paesi.

Cambio della guardia alla Casa Bianca

Nonostante i disperati tentativi di Trump di mettere in discussione il processo democratico, il cambio della guardia alla Casa Bianca è imminente. Anche il partito repubblicano sta accettando l'esito delle votazioni, sia pure con colpevole ritardo. La vittoria di Joe Biden e Kamala Harris non potrà non ave-



re effetti sulla scena internazionale e anche sull'Italia. Oltre ai legami storici con gli Stati Uniti, vanno ricordate le solide relazioni personali di Biden con la classe dirigente italiana.

Punti di discussione con l'Europa

Al di là del radicale cambiamento di stile, tra le due sponde dell'Atlantico restano alcuni punti di frizione. Uno dei più importanti riguarda la NATO. La richiesta ai paesi alleati di aumentare la spesa militare almeno al 2% del PIL era stata avanzata da Obama, non da Trump.

Riprenderà slancio il TTIP?

L'amministrazione Obama aveva fortemente voluto il trattato TTIP (Transatlantic trade and investment partnership) che era poi naufragato (o almeno si era arenato) per responsabilità europea, prima dell'avvento di Trump. Quali sono le intenzioni di Biden in proposito? L'atteggiamento europeo è cambiato?

I programmi spaziali: per l'Italia ottime opportunità

Tra i temi più specifici che possono riguardare molto da vicino la nostra industria (italiana ma anche piemontese) vi è il programma spaziale per il ritorno dell'uomo sulla Luna, Artemis. Un programma che vede la NASA collaborare con l'Agenzia Spaziale Europea (ESA) e altri partner internazionali. A ottobre l'Italia è stata tra i primi firmatari degli Artemis accord, che aprono all'Italia una serie di opportunità, in particolare sulla fornitura di moduli abitativi per l'equipaggio e servizi di telecomunicazione. A febbraio Trump aveva aumentato gli stanziamenti per Artemis, mentre le intenzioni di Biden sono ancora da definire.

Moderato deficit spending nell'agenda di Biden

Dal punto di vista della politica economica, i margini di manovra di Biden non saranno molto ampi, soprattutto se il Senato resterà a maggioranza repubblicana. A oggi l'esito non è ancora definito: il conteggio è favorevole ai repubblicani (50 a 48), ma restano due seggi da attribuire. Gli analisti ritengono verosimile un aumento delle tasse per 1.195 miliardi di dollari (a carico delle imprese e delle fasce alte di reddito) a fronte di un aumento di spesa per 2.950 miliardi (soprattutto per energia e infrastrutture, *education*, sanità). Il programma originariamente proposto da Biden prevede invece 2.410 miliardi di nuove tasse e 4.365 miliardi di spese aggiuntive. Un bilancio, dunque, di stimolo fiscale contenuto ma positivo, che non dovrebbe incidere in misura determinante sulla crescita.

Il tormentato cammino del bilancio europeo

Si è concluso positivamente l'accidentato cammino del bilancio dell'Unione Europea e del programma Next generation EU da 750 miliardi di euro che ne costituisce la parte più importante. Polonia e Ungheria hanno lasciato cadere la minaccia di veto che avrebbe impedito l'approvazione del bilancio pluriennale.

Una dichiarazione salva-accordo

Il commissario Johannes Hahn aveva ipotizzato una soluzione di emergenza, che prevedeva l'approvazione (anche senza il voto dei due paesi) del cosiddetto bilancio provvisorio per il 2021 (e dunque l'avvio del Next generation). Sarebbe stata la prima volta dal 1988.

Il bilancio di emergenza avrebbe implicato il taglio di programmi importanti per cambiamento climatico, migranti, *education*: una minor spesa quantificata in 25-30 miliardi nel 2021, che avrebbe penalizzato soprattutto i maggiori beneficiari dei fondi di coesione, tra i quali anche Polonia e Ungheria. Il Recovery fund mette a disposizione di Polonia e Ungheria prestiti pari al 3% del PIL. L'opposizione di Polonia e Ungheria è stata superata da una dichiarazione che evita penalizzazioni dei due paesi (almeno nel 2021) sulla base delle violazioni della *rule of law*.

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

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

Fonte: International Monetary Fund.

Stati Uniti

Nel terzo trimestre in recupero anche i profitti

Dopo il vero e proprio crollo del periodo precedente (-31,4%), i dati semi-definitivi confermano il rimbalzo del PIL americano nel terzo trimestre: +33,1% su base annua l'economia americana riparte, con un incremento del PIL del 33,1% su base annua (secondo i dati preliminari).

Recuperano terreno quasi tutte le componenti del PIL: consumi, export, investimenti fissi non residenziali (in particolare macchinari e attrezzature e mezzi di trasporto) e residenziali; in flessione invece spesa pubblica a ogni livello amministrativo (federale, statale e locale).

In forte recupero nel terzo trimestre anche i profitti delle imprese. Dopo la contrazione di 208,9 miliardi registrata nel secondo trimestre, i profitti aumentano di 495,3 miliardi. Il dato è spiegato quasi per intero dall'aumento dei profitti delle imprese non finanziarie (+431,2 miliardi), ma hanno segno positivo anche i profitti delle imprese finanziarie (+26,5 miliardi) e quelli delle imprese estere (+39,6 miliardi).

Rallenta la creazione di posti di lavoro

A novembre il recupero dei posti di lavoro rallenta rispetto ai mesi precedenti. Il gap rispetto a febbraio rimane ampio: mancano all'appello circa 10 milioni di posti (-6,5%). Agli attuali ritmi di incremento, ci vorrà ben più di un anno per colmare il divario.

A novembre gli occupati sono aumentati di 245.000 unità, dopo gli incrementi di 610.000 a ottobre e 711.000 a settembre. Il tasso di disoccupazione scende al 6,7%. Quasi tutti i settori hanno registrato aumenti occupazionali, a partire da alberghi e ricettività (+271.000 posti), commercio al dettaglio (+104.000), servizi sanitari (+46.000), servizi professionali (+60.000), costruzioni (+27.000), logistica e trasporti (+145.000); il divario rispetto ai livelli pre-crisi è molto ampio in tutti i settori. Il manifatturiero ha creato 27.000 nuovi posti (per tornare ai livelli pre-crisi ne mancano 621.000). In calo il commercio al dettaglio e soprattutto il settore pubblico (a tutti i livelli) dove a novembre i posti di lavoro sono diminuiti in misura significativa (-99.000), soprattutto per la riduzione di lavoratori temporanei assunti nell'estate per il censimento.

Accelera la produzione industriale

Dopo il rallentamento di settembre (-0,6%), a ottobre la crescita della produzione industriale riprende velocità: l'indice segna un aumento dell'1,1% rispetto al mese precedente. La produzione rimane inferiore del 5,6% rispetto ai livelli pre-pandemia, mentre rispetto allo scorso anno il calo è del 5,3%. Il dato di ottobre deriva dal buon andamento del comparto manifatturiero (+1,0%) e soprattutto delle *utility* (+3,9%), mentre si riduce la produzione del settore estrattivo (-0,6%); nell'ultimo anno questo settore ha perduto oltre il 14%. Il tasso di utilizzo degli impianti sale al 72,8%, un livello ancora inferiore di circa 7 punti alla media di lungo periodo, ma superiore di 8,6 punti al valore minimo di aprile.

Prosegue a novembre la crescita dell'attività produttiva

A novembre 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 settimo mese consecutivo. Gli indicatori sono lievemente inferiori a quelli rilevati a ottobre, ma si mantengono solidamente in zona espansiva. Su 18 settori 16 formulano valutazioni positive, tra i quali alimentare, abbigliamento; gomma-plastica; chimica; elettronica; metallurgia e prodotti in metallo; macchinari; industria elettrica; mezzi di trasporto.

Vendite al dettaglio: boom dell'e-commerce

Dopo l'ottimo dato di settembre (+1,6% rispetto al mese precedente), a ottobre si mantiene positiva la crescita delle vendite al dettaglio (+0,3%); nel confronto con il 2019 la variazione è del +5,7%. Nel trimestre luglio-settembre, la crescita rispetto allo scorso anno è del 5,1%. Nei primi 10 mesi, aumentano gli acquisti di prodotti alimentari (+12,0% rispetto al 2019) e di materiali edili e per giardinaggio (+13,2%). In calo abbigliamento (-30,0%), arredamento



(-7,2%), elettronica ed elettrodomestici (-14,6%); sostanzialmente stabili le spese sanitarie-cura della persona e per il tempo libero. Da notare il forte aumento del commercio *on line* (+21,9%), mentre il commercio tradizionale segna il passo (crescita zero nei primi 10 mesi).

Il comparto della difesa traina gli ordini di beni durevoli

Dopo il positivo andamento di settembre (+2,1% rispetto al mese precedente), a ottobre si mantiene elevata la crescita degli ordini di beni durevoli manufatti (+1,3%). Si tratta del sesto mese consecutivo di crescita. Al netto degli ordini di mezzi di trasporto l'aumento è dell'1,3%. Al netto del comparto della difesa, la variazione è del +0,2%.

Per quanto riguarda gli ordini di beni capitali, è il comparto della difesa a trainare gli ordini (+23,1%), mentre stabili risultano gli ordini degli altri comparti (+0,2%). Va rilevato come a settembre il comparto della difesa avesse fatto segnare una variazione fortemente negativa: si tratta di oscillazioni del tutto fisiologiche per questo comparto.

Prosegue il buon momento del mercato immobiliare

Prosegue il momento favorevole del mercato immobiliare americano: anzi si può parlare di un vero e proprio *boom*. Secondo la rilevazione condotta da NAR (National association of realtors), a ottobre le vendite salgono a 6,85 milioni di unità (in termini annualizzati), segnando un incremento del 4,3% rispetto a settembre e del 26,6% rispetto allo scorso anno. Il mercato ha completamente recuperato le perdite della primavera. Secondo gli analisti di NAR, la fase espansiva proseguirà anche nel 2021; si prevede che le vendite saliranno a 6 milioni di unità.

Il surriscaldamento del mercato è confermato dall'*escalation* del prezzo medio delle transazioni, salito a settembre a 313,000 dollari: un aumento del 15,5% rispetto al 2019. Lo *stock* di immobili in vendita è pari a 1,42 milioni, inferiore del 19,8% rispetto al 2019. Lo *stock* disponibile è pari a 2,5 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali (erano 3,9 mesi lo scorso anno). In media le case restano sul mercato per 21 giorni (erano 36 lo scorso anno). Il 72% 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 2,83%, inferiore di oltre 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%. Anche l'indicatore sulle vendite di abitazioni unifamiliari elaborato dal Census bureau e del Department of housing and urban development segna a ottobre un eccezionale aumento rispetto allo scorso anno (+41,5%). Le vendite sono pari a 999.000 unità (in termini annualizzati). In aumento i prezzi di vendita: il prezzo mediano è pari a 330.600 dollari, quello medio a 386.200 dollari. A fine luglio lo stock di case in vendita è di 278.000 unità, sui livelli dei mesi scorsi; il dato corrisponde a un'offerta di 3,3 mesi agli attuali ritmi di vendita.

Resta robusta l'attività edilizia

A ottobre i permessi di costruzione (*building permit*) restano attestati sugli elevati livelli di settembre (1,55 milioni in termini annualizzati), il 2,8 % al di sopra dello scorso anno. Gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing starts*) salgono a 1,53 milioni, +4,9% rispetto a settembre e +14,2% rispetto allo scorso anno. Infine a ottobre sono state completate 1,34 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completion*): meno che a settembre (-3,4%), ma più dello scorso anno (+5,4%).

In aumento la spesa per costruzioni

A ottobre la spesa per costruzioni registra un aumento rispetto a settembre (+1,3%), salendo a 1,44 miliardi in termini annualizzati; la spesa è in crescita anche rispetto allo scorso anno (+3,7%). Nei primi 10 mesi 2020 la spesa è aumentata del 4,3% rispetto al 2019. La variazione registrata a settembre deriva dall'aumento della componente privata (+1,4% rispetto al mese precedente) e della spesa pubblica (+1,0%), sia per edifici scolastici che per infrastrutture. La componente privata pesa per il 70-75% sul totale della spesa.

Rallenta il mercato automotive

A novembre le vendite rallentano rispetto a ottobre, scendendo a 15,6 milioni (annualizzati): il 4,5% in meno rispetto a ottobre e l'8,4% in meno rispetto a novembre 2019. Nel confronto sui primi 11 mesi, la flessione del mercato è stata del 16,7%. Sfavorevole l'effetto calendario, con soli 23 giorni utili rispetto ai 26 dello scorso anno; a parità di giornate lavorative, il calo è dell'1% circa. Il valore medio degli incentivi agli acquisti concessi dalle case automobilistiche rimane sotto i 4.000 dollari, favorite dalla diminuzione dello stock di invenduto. Secondo NADA il mercato chiuderà l'anno con vendite intorno a 14,2 milioni.

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



Fonte: Bureau of labour statistics.

Nel terzo trimestre riparte il PIL europeo

Dopo il crollo del secondo trimestre (-11,8%) il PIL dell'Area euro recupera in parte il terreno perduto dall'inizio della crisi. Secondo i dati semi-definitivi, il PIL aumenta del 12,6% rispetto al trimestre precedente: l'incremento trimestrale più marcato dall'inizio delle serie storiche, nel 1995. Del resto, era stato un record assoluto anche la caduta del trimestre precedente. Resta comunque negativo il confronto con il 2019: la contrazione del PIL è pari al 4,3%.

Tra le principali economie, la *performance* migliore è registrata da Francia (+18,2% sul trimestre precedente), Spagna (+16,7%), Italia (+16,1%) e Gran Bretagna (+15,5%); i paesi dove nel secondo trimestre il crollo era stato di maggiore entità. In recupero anche la Germania (+8,2%), come tutte le economie del Nord Europa e dell'Est Europa. I dati preliminari non riportano l'andamento delle varie componenti del PIL.

Indice PMI: bene la manifattura, male i servizi

A novembre l'indice PMI (*purchasing managers' index*) manifatturiero elaborato da IHS Markit, registra una lieve flessione rispetto a ottobre (quando aveva toccato il livello più elevato degli ultimi due anni e mezzo) ma rimane solidamente in zona espansiva. Si amplia tuttavia la divergenza tra Germania e resto d'Europa. Peggiorano le attese sull'occupazione, ma si rafforza l'ottimismo sulle prospettive future.

Opposto l'andamento del comparto dei servizi, dove la rilevazione di novembre registra un forte peggioramento degli indicatori. Nonostante il buon andamento della manifattura, l'indice composito torna in zona recessiva dopo cinque mesi.

Rallenta la ripresa della produzione industriale

Dopo il dato positivo di agosto (+0,6% rispetto al mese precedente) a settembre la produzione industriale dell'Area euro inverte la rotta (-0,4%); rispetto allo scorso anno il divario rimane ampio (-6,8%). Nel trimestre luglio-settembre la produzione è aumentata del 16,3% rispetto ai tre mesi precedenti (a parità di giornate lavorative e in termini destagionalizzati), mentre rispetto allo scorso anno il confronto rimane negativo (-6,5%).

Le principali economie fanno segnare variazioni di diversa ampiezza

Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi (luglio-settembre) spicca il +28,6% dell'Italia, ma anche per Francia e Spagna il rimbalzo dopo il



lockdown del trimestre precedente supera il 20%, mentre in Germania la variazione trimestrale è del 13,8%. In questo paese tuttavia la flessione del trimestre precedente era stata meno sensibile. In tutti i paesi il confronto con i livelli produttivi dello scorso anno ha segno negativo. La situazione più favorevole per una volta è quella del nostro paese, che deve recuperare soltanto il 3,9%. Più ampio il *gap* per Francia (-7,1%), Gran Bretagna (-6,45), Spagna (-4,9%) e soprattutto Germania (-10,0%). La flessione tra settembre e agosto è particolarmente negativa per l'Italia (-5,6%, rispetto però a un mese decisamente anomalo), mentre la variazione tendenziale è sensibilmente negativa in tutti i paesi (-5,3% per l'Italia).

Rallentano le costruzioni

Dopo il robusto incremento di agosto (+3,9%), a settembre nell'Area euro l'indice delle costruzioni registra una marcata flessione (-2,9%) rispetto al mese precedente. Rispetto allo stesso mese del 2019 il confronto rimane lievemente sfavorevole (-2,5% a parità di giornate lavorative e al netto di fattori stagionali). Nel trimestre luglio-settembre l'indicatore segna un incremento del 13,8% rispetto ai tre mesi precedenti ma resta inferiore ai livelli dell'analogo periodo del 2019 (-2,2%).

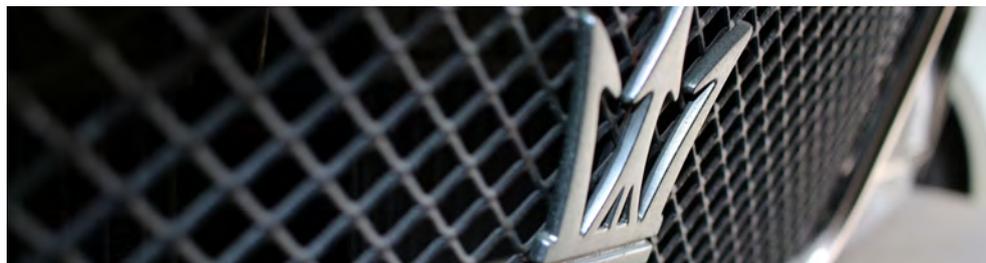
La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale

Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi, il rimbalzo è particolarmente vivace in Italia: l'indice registra un aumento del 50,6% rispetto al trimestre precedente (condizionato dal dato molto basso di aprile) ed è in crescita anche rispetto allo scorso anno (+6,0%). Anche in Francia la variazione trimestrale è molto significativa (+40%), ma anche in questo caso l'attività rimane inferiore a quella del 2019 (-3,9%). In Spagna il *lockdown* era stato meno severo e il recupero è dunque meno marcato; l'indice resta tuttavia di molto inferiore a quello dello scorso anno (-10,7%). In Germania l'attività del settore delle costruzioni non aveva segnato rallentamenti nel secondo trimestre. Il trimestre luglio-settembre fa registrare un andamento lievemente cedente (-2,2%) rispetto ai tre mesi precedenti, mentre è sostanzialmente allineato ai livelli dello scorso anno (-0,6%). In Gran Bretagna, infine, due mesi di forte rallentamento spiegano il vistoso rimbalzo degli ultimi tre mesi (+41,7%); il *gap* da recuperare per tornare sui livelli dello scorso anno rimane ampio (-12,6%).

Bene le vendite al dettaglio

Dopo il dato negativo di settembre (-1,7% rispetto al mese precedente), a ottobre le vendite al dettaglio segnano una buona accelerazione (+1,5%); rispetto allo scorso anno la crescita è del +4,3% (al netto di fattori stagionali e a parità di giornate lavorative).

La media europea riflette situazioni differenti a livello geografico. In Germania, Francia e Gran Bretagna l'indicatore segna una accelerazione rispetto al mese precedente, mentre la dinamica tendenziale resta robusta (rispettivamente +7,5%, +5,9% e + 6,1%). In Spagna l'andamento mensile è positivo ma le vendite rimangono al di sotto dei livelli dello scorso anno (-2,0%). Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati.



Le nuove misure di contenimento colpiscono l'automotive

Dopo i timidissimi segnali di ripresa di settembre (+3,1% mensile) a ottobre le vendite di autovetture in Europa tornano a diminuire (-7,8%), in conseguenza delle nuove misure restrittive introdotte nella maggior parte dei paesi europei. Le maggiori perdite si registrano in Spagna (-21%), ma hanno segno meno le variazioni di quasi tutti i mercati: Francia (-9,5%), Germania (-3,6%), Gran Bretagna (-1,6%). Isolata eccezione il mercato italiano, sostanzialmente stabile (-0,2%).

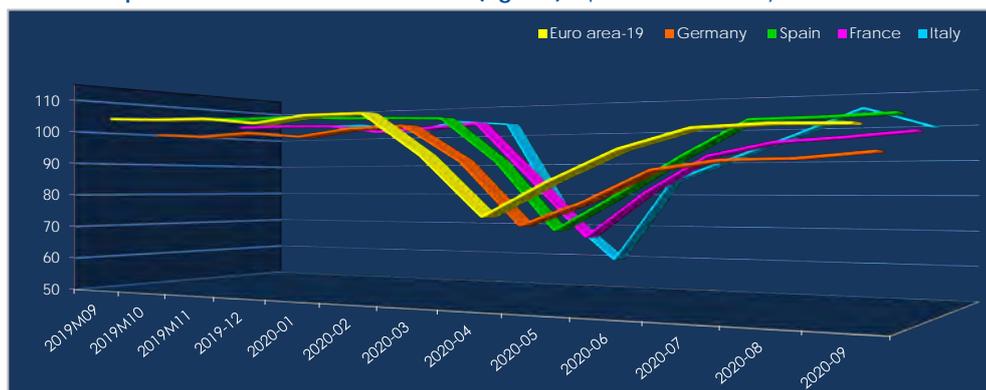
Nei primi 10 mesi le vendite sul mercato europeo sono scese del 27,3%, da 13,3 a 9,7 milioni: ovvero 3,6 milioni di auto in meno. Tutti i principali mercati sono accomunati da cali del 30-40%: Spagna (-36,8%), Gran Bretagna (-31,0%), Italia (-30,9%), Francia (-26,9%), Germania (-23,4%).

Non fa eccezione il gruppo FCA, che tra gennaio e ottobre segna un calo del 30,8% sul mercato europeo (inclusa la Gran Bretagna); nessun marchio si salva, le vendite Maserati crollano a 3.300 vetture, il 45% in meno rispetto allo scorso anno.

A novembre peggiora il clima di fiducia

Dopo i primi segnali premonitori di ottobre, a novembre i sondaggi della Commissione europea registrano un secco peggioramento del clima di fiducia di consumatori e operatori economici, in conseguenza della nuova ondata di contagi e delle preoccupazioni sull'economia. L'indicatore relativo ai consumatori perde due punti rispetto a settembre ed è circa 20 punti inferiore alla media di lungo periodo. L'indice *economic sentiment* (che tiene conto delle valutazioni di diversi settori economici) perde oltre tre punti, restando ben al di sotto della linea di equilibrio tra attese espansive e recessive. In particolare, la fiducia peggiora in tutti i settori economici ma soprattutto nei servizi e nel commercio al dettaglio; meno marcato il peggioramento di industria e costruzioni.

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



Fonte: Eurostat.

Paesi emergenti

Brasile: preoccupa l'impennata dei contagi

La violenta ripresa dei contagi potrebbe rallentare o compromettere la ripresa, che nel terzo trimestre sembrava aver acquistato consistenza. Il numero delle vittime ha superato le 172.000 a fine novembre, facendo del Brasile il secondo paese al mondo (dopo gli Stati Uniti) per decessi. A fine mese lo stato di San Paolo (il più popoloso del paese) ha introdotto nuove misure di contenimento, richiedendo agli esercizi ricettivi di limitare gli afflussi al 40% della capienza. Le vendite al dettaglio non risentono per ora del peggioramento del clima di fiducia: il dato più recente è di settembre, e segna un robusto incremento (+7,3%) rispetto allo scorso anno. Ma a novembre i sondaggi registrano un secco peggioramento delle attese dei consumatori, che non potrà che riflettersi sulle vendite.

Preoccupa il dato sulla disoccupazione, salita nel terzo trimestre al 14,6%: sono oltre 14 milioni le persone in cerca di lavoro, mentre la forza lavoro (98 milioni di persone) è inferiore di quasi il 10% allo scorso anno. Oltre 33 milioni di persone risultano come sottoccupate: il 30% della forza lavoro.

Più incoraggianti i dati sulla attività produttiva. Nel terzo trimestre la crescita del PIL brasiliano è stata del 7,7% rispetto al trimestre precedente, mentre rimane sfavorevole il confronto con il 2019 (-3,9%). La ripresa riguarda tutte le componenti della domanda: industria (+14,8%), consumi delle famiglie (+7,6%), investimenti fissi (+11,0%), spesa pubblica (+3,5%); il comparto dei servizi registra una crescita del 6,3%; in lieve flessione l'output dell'agricoltura (-0,5%).

A settembre prosegue la buona crescita della produzione industriale (+1,3%), sia pure in lieve rallentamento rispetto ai ritmi di agosto.

A novembre, l'indice *purchasing managers'* (PMI) rimane su valori elevati, confermando la prosecuzione della fase espansiva: le imprese aumentano la produzione grazie all'incremento dei nuovi ordini. Migliorano le prospettive occupazionali, mentre aumentano le difficoltà di reperimento di alcune materie prime a causa della interruzione delle catene di fornitura a seguito dell'emergenza. Accelerano le esportazioni. Preoccupa il possibile risveglio dell'inflazione, alimentata dalla svalutazione del real rispetto al dollaro, che rende più costose le importazioni di *commodity* e semilavorati.

Sul fronte politico, da segnalare l'approvazione da parte del Senato del disegno di legge sull'autonomia della banca centrale, che limiterà le interferenze politiche nella politica monetaria. Il disegno dovrà essere approvato anche dalla camera bassa del congresso.



Cina: si procede a tutta forza

La ripresa cinese prosegue di buon passo: gli indicatori di ottobre e novembre sono solidi, e il 2020 si chiuderà con una crescita positiva, come previsto. A ottobre, la produzione industriale è cresciuta del 6,9% su base annua (come a settembre); rallentano leggermente il settore industriale e le *utility*, mentre accelera il comparto estrattivo.

A novembre, l'indice PMI (*purchasing managers' index*) manifatturiero rilevato da Caixin-Markit registra un sensibile progresso, toccando il valore più elevato dell'ultimo decennio. Oltre a produzione e ordini, migliora sensibilmente anche l'occupazione. Sempre a novembre segnali positivi vengono dall'analogo indice PMI elaborato dal National bureau of statistics e dalla China federation of logistics and purchasing. In sostanza, l'industria è tornata alla normalità dopo la parentesi del coronavirus. Le previsioni di consenso stimano per il 2020 una crescita della produzione industriale pari al 7,7%.

Non è diverso il tenore dell'indice Caixin relativo al settore dei servizi. A novembre l'indicatore si rafforza rispetto al sondaggio di ottobre, restando saldamente in zona espansiva.

A fine ottobre, il governo ha finalizzato la bozza del piano quinquennale 2021-2025 e ha reso noto il programma Visione 2035, che ha l'obiettivo di portare la Cina allo status di "economia a medio livello di sviluppo" in 15 anni. Il documento finale sarà approvato al congresso del Partito nel prossimo marzo. Il programma ha l'ambizione di rilanciare la produttività totale dei fattori, equilibrare lo sviluppo economico e ridurre la dipendenza da mercati e tecnologie esteri.

Dopo la firma dell'importante accordo commerciale RCEP (Regional comprehensive economic partnership), il presidente Xi Jinping ha recentemente dichiarato l'intenzione di valutare l'adesione al trattato di libero scambio TPP (Trans-pacific partnership), stipulato nel 2016 tra 11 paesi asiatici e americani, tra i quali Giappone, Singapore, Cile, Messico, Australia, Canada. Gli Stati Uniti erano tra i paesi sottoscrittori ma uno dei primi atti dell'amministrazione Trump era stato di uscire dal trattato. È opinione comune che la dichiarazione di Xi sia soprattutto una mossa politica, in vista della nuova presidenza Biden, che potrebbe considerare di rientrare nel trattato; inoltre l'eventuale adesione della Cina impedirebbe a Taiwan di partecipare. Il trattato TPP è molto più vincolante e impegnativo rispetto al RCEP: il livello della liberalizza-



zione tariffaria è maggiore, e sono più stringenti le regole in materia di protezione della proprietà intellettuale e dei trasferimenti forzati di tecnologia. A fine novembre è stata approvata una legge sul controllo delle esportazioni che consente alle autorità cinesi di bloccare spedizioni a società straniere per motivi di sicurezza nazionale. Una legge chiaramente ritorsiva, in risposta alle analoghe sanzioni introdotte da Trump. Potenzialmente la legge potrebbe danneggiare le catene di fornitura delle imprese americane, ma non è stato pubblicato nessun elenco specifici di prodotti potenzialmente soggetti a restrizioni. Le terre rare, dove la Cina fornisce oltre il 60% della produzione mondiale, potrebbero essere candidate ideali. Ma si tratta soprattutto di una mossa in vista dei negoziati con Biden.

Russia: una ripresa molto incerta

Secondo le stime preliminari dell'istituto nazionale di statistica, nel terzo trimestre la velocità di caduta del PIL ha decelerato al 3,6% (su base annua), rispetto al -8,0% del secondo trimestre: un risultato superiore alle attese. Nonostante non siano ancora disponibili dati disaggregati, si ipotizza che la ripresa sia dovuta soprattutto al rilancio della domanda interna, dopo la rimozione, a luglio, della maggior parte delle restrizioni. La spesa delle famiglie è tornata a crescere grazie al miglioramento del clima di fiducia; lo stimolo monetario e fiscale ha dato impulso a consumi e investimenti. Al contrario, la domanda estera ha frenato la crescita, a causa soprattutto al crollo delle esportazioni di petrolio e ai bassi prezzi del greggio.

Guardando ai dati più recenti, a ottobre la produzione industriale è rimasta sostanzialmente stabile rispetto a settembre, mentre il calo rispetto al 2019 è del 5,9%. Il dato deriva soprattutto dalla flessione del comparto estrattivo; non brilla neppure la manifattura. Secondo gli analisti, non si tratta di un segnale particolarmente preoccupante: si prevede un calo dell'attività produttiva nell'ordine del 3-3,5% nel 2020. D'altra parte, la prospettiva di un più robusto rimbalzo nei prossimi mesi non è realistica. A novembre peggiora l'indice PMI (*purchasing managers' index*), scendendo ancora più al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Il deterioramento riflette l'aumento dei contagi e le nuove misure restrittive. In calo i nuovi ordini soprattutto domestici, che compensano il recupero della domanda estera. Accelera il calo dei posti di lavoro. Aumentano le pressioni sui prezzi a seguito della debolezza del cambio e della scarsità di alcune *commodity*. Migliorano invece le attese per i prossimi mesi. Tra i fattori che nel breve termine contribuiranno a rilanciare l'economia russa vi è certamente il graduale rialzo dei prezzi del petrolio.



ECONOMIA ITALIANA

STIMA PIL		PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI		VENDITE AL DETTAGLIO	
-5,0%	III trim 2020/2019	-2,1%	ottobre 2020/2019	5,1%	settembre 2020/2019	2,9%	ottobre 2020/2019
NUOVE VETTURE		FINZIAMENTI ALLE IMPRESE		ESPORTAZIONI		TASSO DISOCCUPAZIONE	
-8,3%	novembre 2020/2019	4,5%	agosto 2020/2019	2,1%	settembre 2019/2018	9,8%	ottobre 2020

- ▶ Italia nuovamente a rischio recessione.
- ▶ ISTAT e OCSE rivedono al ribasso le stime di crescita.
- ▶ DDL di bilancio: manca una strategia al di là degli aiuti a pioggia.

In breve...

L'impatto della pandemia sull'attività della manifattura è stato immediato e violento. Nei due mesi di lockdown (marzo e aprile) la produzione è diminuita di oltre il 40%. Il recupero dei livelli produttivi da maggio è stato pressoché istantaneo, così che nel giro di quattro mesi la produzione è tornata intorno ai valori di gennaio. Ma le prospettive per i mesi autunnali sono nuovamente negative, in linea con l'aumento dei contagi a livello globale e con l'introduzione di nuove misure volte a limitare la diffusione del virus.

Il quadro economico cambia velocemente. Nel giro di poche settimane si sono avvicinati mutamenti di rilievo, che influenzano anche le prospettive. L'Italia è a rischio di una nuova caduta in recessione a fine 2020: peggiorano soprattutto i servizi, ma anche nell'industria si è arrestata la risalita. La domanda interna è fragile, l'occupazione si è già fermata, le imprese hanno più debito; solo l'export era in recupero, ma la pandemia minaccia il secondo stop agli scambi mondiali.

L'ISTAT rivede le stime di crescita del terzo trimestre del 2020. Tra luglio e settembre il PIL, corretto per gli effetti di calendario e destagionalizzato, è aumentato del 15,9% rispetto al trimestre precedente (contro il +16,1% indicato il 30 ottobre scorso) e diminuito del 5,0% rispetto al terzo trimestre 2019 (contro -4,7%). Nel 2020 il PIL registrerà un calo complessivo dell'8,3%.

Che prospettive per i prossimi mesi? Secondo l'economic outlook dell'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico), la ripresa economica italiana sarà lenta e non omogenea e i rischi al ribasso sono significativi. I nuovi lockdown e l'incertezza circa l'andamento della pandemia peseranno sulla ripresa dell'attività, degli investimenti e dell'occupazione fino al raggiungimento dell'immunizzazione generale. Nel 2021 è prevista una crescita del PIL italiano del 4,3%, mentre nel 2022 l'aumento sarà del 3,2%. La creazione di nuovi posti di lavoro, soprattutto per le categorie poco qualificate, le donne e i giovani, ritornerà solamente nel 2022, quando il vaccino contro il coronavirus si sarà diffuso.

Il consiglio dei ministri ha varato il quarto decreto Ristori, con cui si rinviano al 30 aprile 2021 le scadenze fiscali per tutte le imprese con ricavi inferiori ai 50 milioni che abbiano registrato un calo del 33% del fatturato. Introdotta anche nuova indennità una tantum di mille euro per i lavoratori stagionali del turismo e dello spettacolo e di 800 euro per quelli del settore sportivo.

Intanto la legge di bilancio per il triennio 2021-23 prosegue il suo iter, in un momento particolarmente delicato per l'economia italiana: è ora imperativo sostenere una crescita robusta, per superare la situazione emergenziale legata alla pandemia e tenere sotto controllo il debito accumulato per affrontarla. In linea generale, la manovra rappresenta il tentativo di tenere insieme l'obiettivo del contenimento degli impatti economico-sociali dell'emergenza con quello del rilancio degli investimenti per sostenere la ripresa post pandemica. Oltre 400 pagine, 229 articoli e un numero sterminato di commi, il documento si articola in 7 sezioni, a seconda delle diverse misure previste: investimenti privati, ricerca e sviluppo; coesione e Mezzogiorno; infrastrutture e trasporti; misure in materia di lavoro, welfare ed education; misure fiscali; liquidità e patrimonializzazione delle imprese; altre misure. Al di là degli interventi a pioggia, l'impressione generale è che manchi, per contro, un chiaro disegno di interventi di lungo periodo su crescita e competitività del sistema industriale appaiono deboli.

La bozza di PNRR (Piano nazionale di ripresa e resilienza) rispecchia fedelmente le indicazioni della Commissione europea, del tutto condivisibili negli obiettivi. Resta ancora un piano molto generale che, ovviamente, non scende nel dettaglio degli interventi specifici. Un giudizio di merito sarà quindi possibile solo più avanti. Il rischio di assalto alla diligenza non è scongiurato nonostante le buone premesse. Va anche osservato che in passato l'Italia non ha certo brillato per capacità di spesa dei fondi europei, riuscendo a utilizzarne solo il 70% circa. Quindi i 208,6 miliardi sono l'obiettivo massimo. Entrando nel merito, il PNRR comprende sei "missioni": digitalizzazione, inno-

Stanziamiento Next Generation EU e allocazione a favore dell'Italia (milioni di euro a prezzi 2018)

Rubrica di spesa e strumenti di intervento	Stanziamiento Next generation EU	Stanziamiento Next generation EU a favore dell'Italia	Quota % stanziamiento all'Italia
1 - Mercato unico, innovazione e digitale	10.600		
di cui: horizon Europe	5.000		
di cui: fondo InvestEU	5.600	497	9,9
2 - Coesione, resilienza e valori	720.000		
di cui: a) politiche di coesione (ReactEU)	47.500	13.496	28,4
di cui: b) recovery and resilience facility	672.500	193.033	28,7
di cui: b1) contributi (grants) 70%	218.750	44.724	20,4
di cui: b2) contributi (grants) 30%	93.750	20.748	22,1
di cui: b3) prestiti (loans)	360.000	127.561	35,4
3 - Risorse naturali e ambiente	17.500		
di cui: politica agricola comune (svil. rurale)	7.500		11,3
di cui: just transition fund	10.000		12,4
4 - Migrazione e gestione delle frontiere			
5 - Sicurezza e difesa	1.900	236	
6 - Vicinato e resto del mondo			
7 - Pubblica amministrazione europea			
Totale	750.000	208.643	27,8

Fonte: Commissione europea.

vazione, competitività e cultura; rivoluzione verde e transizione ecologica; infrastrutture per una mobilità sostenibile; istruzione e ricerca; parità di genere, coesione sociale e territoriale; salute.

Si tratta delle sei aree già identificate già nelle Linee guida europee con poche variazioni (la principale è quella di aver indicato appropriatamente nella quinta missione la parità di genere come obiettivo essenziale). C'è anche una specie di settima missione, anche se non viene chiamata tale, sulla riforma della giustizia.

Non va dimenticato che i fondi europei sono vincolati alla presentazione del PNRR entro aprile 2021, ma la Commissione europea ha invitato i governi a presentare i piani preliminari a partire da metà ottobre e diversi paesi lo hanno già fatto. I piani nazionali saranno negoziati con le autorità comunitarie e dovranno essere oggetto di un via libera passo passo.

Crescita: ISTAT ci ripensa

Rivisto il PIL del terzo trimestre 2020 che, espresso in valori concatenati con anno di riferimento 2015, corretto per gli effetti di calendario e destagionalizzato, è aumentato del 15,9% rispetto al trimestre precedente ed è diminuito del 5% nei confronti del terzo trimestre del 2019. Il dato sulla crescita congiunturale del PIL diffuso il 30 ottobre 2020 era pari al 16,1% mentre il calo tendenziale era del -4,7%. Rispetto al trimestre precedente, tutti i principali aggregati della domanda interna risultano in crescita, con un aumento del 9,2% dei consumi finali nazionali e del 31,3% degli investimenti fissi lordi. Le importazioni e le esportazioni sono aumentate, rispettivamente, del 15,9% e del 30,7%. Analogamente ai principali partner europei, per l'Italia si prevede una marcata contrazione del PIL nel 2020 (-8,9%) e una ripresa parziale nel 2021 (+4,0%).

La produzione industriale non torna ai livelli pre-Covid

In generale, a ottobre si osserva un lieve recupero congiunturale della produzione industriale, dopo il calo registrato nel mese di settembre. Nella media degli ultimi tre mesi la dinamica congiunturale risulta ampiamente positiva. La crescita mensile di ottobre è estesa a tutti i settori, con esclusione dell'energia, ed è più accentuata per i beni strumentali. Rispetto a febbraio 2020, mese immediatamente precedente le restrizioni legate all'emergenza Covid-19, il livello dell'indice è inferiore del 2,2% mentre, in termini tendenziali, l'indice corretto per gli effetti di calendario è più basso del 2,1%, con una significativa attenuazione della riduzione rispetto a settembre (era -4,9%). A livello dei principali raggruppamenti di industria tutti i comparti risultano in diminuzione su base annua, più accentuata per i beni di consumo.



Leggero aumento congiunturale

In dettaglio, l'indice destagionalizzato della produzione industriale aumenta dell'1,3% rispetto a settembre. Nella media del trimestre agosto-ottobre il livello della produzione cresce dell'11,7% rispetto al trimestre precedente. L'indice destagionalizzato mensile mostra un aumento congiunturale apprezzabile per i beni strumentali (+2,6%), un incremento più contenuto per i beni intermedi (+1,3%) e ancora più ridotto per i beni di consumo (+0,7%); viceversa, diminuisce nel comparto dell'energia (-3,0%).

A fronte di un calo rispetto a ottobre 2019

Corretto per gli effetti di calendario, a ottobre 2020 l'indice complessivo diminuisce in termini tendenziali del 2,1% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 22 contro i 23 di ottobre 2019). Flessioni tendenziali caratterizzano tutti i comparti; la riduzione è meno pronunciata per i beni intermedi (-1,0%) e i beni strumentali (-1,2%), mentre risulta più rilevante per i beni di consumo (-4,1%) e l'energia (-2,7%). I settori di attività economica che registrano i maggiori incrementi tendenziali sono la fabbricazione di mezzi di trasporto (+5,6%), la fabbricazione di apparecchiature elettriche (+4,0%) e le altre industrie (+3,5%). Le flessioni più ampie si registrano nelle industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori e nella fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (-17,4% per entrambi i settori).

La contrazione della domanda rallenta la produzione in novembre

Il CSC (Centro studi Confindustria) stima una diminuzione della produzione industriale del 2,3% in novembre su ottobre, quando è avanzata dell'1,2% su settembre. Al netto del diverso numero di giorni lavorativi, l'attività risulta in calo in entrambi i mesi della rilevazione: -5,8% in novembre e -2,0% in ottobre. Gli ordini in volume diminuiscono in novembre del 3,3% sul mese precedente (-4,8% sui dodici mesi) e in ottobre dell'1,3% su settembre (-1,4% annuo). La dinamica della produzione industriale rilevata in ottobre e novembre riporta in territorio negativo la variazione congiunturale acquisita nel quarto trimestre (-1,9%), dopo il +28,6% rilevato dall'ISTAT nel terzo (-16,9% nel secondo). In novembre i livelli di attività sono inferiori del 6,3% rispetto a gennaio. Secondo le indagini qualitative (ISTAT e IHS-Markit PMI) i comparti di produzione di beni durevoli e di beni strumentali sono quelli che hanno risentito maggiormente dell'attuale contesto.

Torna a frenare la produzione nelle costruzioni

Dopo la ripresa osservata nei mesi centrali dell'estate, la produzione nelle costruzioni registra, al netto dei fattori stagionali, una flessione congiunturale a settembre. Resta, invece, positivo il confronto rispetto allo stesso periodo del 2019 così come quello con febbraio 2020, mese immediatamente precedente la crisi. Nonostante tale diminuzione, il terzo trimestre si chiude con un notevole aumento congiunturale, che porta il livello dell'indice destagionalizzato al di sopra di quello osservato nel corso del 2019. Peraltro, resta negativo il bilancio nel complesso dei primi nove mesi di quest'anno.

Prima flessione dopo 4 mesi di crescita

In dettaglio, a settembre 2020 l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni diminuisce dell'8,1% in confronto ad agosto, segnando una

flessione dopo quattro mesi di crescita. Nella media del terzo trimestre 2020 la produzione nelle costruzioni registra un notevole aumento rispetto al trimestre precedente (+50,7%), periodo in cui il settore aveva sofferto per la prolungata chiusura di molte attività a causa dei provvedimenti legati all'emergenza sanitaria. Su base annua l'indice corretto per gli effetti di calendario della produzione nelle costruzioni (i giorni lavorativi di calendario sono stati 22 contro i 21 di settembre 2019) cresce del 5,1% e l'indice grezzo registra un incremento del 8,8%. Nella media dei primi nove mesi dell'anno, l'indice corretto per gli effetti di calendario e l'indice grezzo diminuiscono, rispettivamente, del 12,0% e del 11,5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Aumentano le vendite al dettaglio, soprattutto nei *discount*

A ottobre 2020 si rileva un moderato aumento congiunturale delle vendite al dettaglio, dovuto soprattutto alla componente alimentare. Le vendite complessive risultano maggiori rispetto a dodici mesi prima e di livello pari a quello registrato a febbraio, alla vigilia dell'esplosione della prima crisi sanitaria. Tra le forme distributive continuano a registrarsi cali per le imprese operanti su piccole superfici e le vendite al di fuori dei negozi, mentre la grande distribuzione vede un'accelerazione delle vendite per la componente degli esercizi non specializzati. Per quest'ultimo settore si evidenzia, in particolare, il risultato positivo dei *discount*, che non registravano un incremento così elevato da dicembre del 2010. Anche in questo mese è il commercio elettronico a primeggiare tra le forme di vendita, segnando una crescita mai registrata precedentemente.

A crescere sono soprattutto le vendite alimentari

In dettaglio, a ottobre le vendite al dettaglio sono aumentate, rispetto a settembre, dello 0,6% in valore e dello 0,2% in volume. In crescita le vendite dei beni alimentari, in valore e in volume (rispettivamente +0,8% e +0,6%); le vendite dei beni non alimentari mostrano un lieve aumento in valore (+0,3%) mentre sono stazionarie quelle in volume. Nel trimestre agosto-ottobre 2020, le vendite al dettaglio registrano un aumento congiunturale del 7,6% in valore e del 9,0% in volume. Crescono le vendite dei beni alimentari (+1,1% in valore e +1,4% in volume) e, in modo decisamente più sostenuto, quelle dei beni non alimentari (+13,1% in valore e +15,3% in volume).

Rispetto al 2019 volano informatica ed elettrodomestici

Su base tendenziale, a ottobre, le vendite aumentano del 2,9% in valore e del 2,5% in volume. In crescita sia le vendite dei beni alimentari (+5,2% in valore e +3,7% in volume) sia quelle dei beni non alimentari (+1,2% in valore e +1,5% in volume). Per quanto riguarda i beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali molto eterogenee tra i gruppi di prodotti. Gli aumenti maggiori riguardano dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (+26,0%) ed elettrodomestici, radio, tv e registratori (+18,6%). Le flessioni più marcate si



evidenziano, invece, per calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-9,2%) e cartoleria, libri, giornali e riviste (-7,6%). Rispetto a ottobre 2019, il valore delle vendite al dettaglio aumenta per la grande distribuzione (+5,2%) e diminuisce per le imprese operanti su piccole superfici (-2,1%). Le vendite al di fuori dei negozi calano del 9,2% mentre il commercio elettronico è in forte aumento (+54,6%).

Novembre nero per il mercato dell'auto

Di nuovo in rosso il mercato dell'auto in Italia a novembre. Finito l'effetto degli incentivi estivi, dopo

Un ottobre già negativo, le immatricolazioni di veicoli nuovi scendono in modo allarmante a 138.405 unità, in calo dell'8,3% rispetto alle 151.001 dello stesso periodo 2019. Il tutto in considerazione del giorno lavorativo in più sul novembre di quest'anno risulta ancora più allarmante. Da gennaio a novembre il buco ha toccato quota 515.000 vetture che in 11 mesi mancano all'appello rispetto al 2019, segnando un pesante calo del 29% (1.261.802 immatricolazioni complessive rispetto alle 1.776.501 del gennaio-novembre 2019).

Stabile il rapporto tra sofferenze e prestiti

A settembre 2020 i finanziamenti alle imprese sono aumentati dello 0,9% rispetto al mese di agosto e del 4,5% rispetto a settembre 2019. Le sofferenze sono aumentate dello 0,6% su base mensile e diminuite del 22,8% su base annuale. Stabile al 6,5% il rapporto tra sofferenze e prestiti.

Clima di fiducia in calo per i consumatori...

Il peggioramento dell'emergenza sanitaria ha influenzato il clima di fiducia dei consumatori che, a novembre, diminuisce sensibilmente. Tutte le componenti dell'indice sono in calo anche se con intensità differenziate. Il clima economico e il clima futuro registrano le flessioni maggiori, rispetto al clima personale e a quello corrente.

...e per le imprese

Guardando al clima di fiducia delle imprese, il peggioramento è diffuso a tutti i settori: l'industria e il commercio al dettaglio registrano cali più contenuti mentre si evidenzia un crollo dell'indice relativo ai servizi di mercato. Con riferimento alle componenti dell'indice di fiducia, nell'industria manifatturiera e nelle costruzioni tutte le componenti sono in peggioramento. Nei servizi di mercato si registra un diffuso e marcato peggioramento dei giudizi sia sugli ordini sia sull'andamento degli affari; le attese sugli ordini subiscono un forte ridimensionamento contribuendo in modo considerevole alla caduta dell'indice di fiducia. Nel commercio al dettaglio, la diminuzione dell'indice è dovuta al forte calo delle aspettative sulle vendite future; invece, i giudizi sulle vendite recuperano e il saldo delle scorte di magazzino è in diminuzione. A livello di circuito distributivo, la fiducia aumenta nella grande distribuzione mentre è in marcata flessione nella distribuzione tradizionale.

Perde vigore la ripresa del manifatturiero

Nuovo miglioramento dello stato di salute del settore manifatturiero italiano in novembre. La ripresa però ha perso vigore: infatti la crescita della produzione è diminuita a causa dell'ennesimo crollo del volume dei nuovi ordini collegato alle più rigide misure di contenimento collegate al Covid-19. L'in-

dice 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, ha registrato a novembre 51,5 e ha segnalato il quinto mese consecutivo di miglioramento dello stato di salute del settore manifatturiero. Diminuendo da 53,8 di ottobre, l'indice PMI ha tuttavia segnalato un tasso di crescita più lento.

PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

Il Covid si mangia 420.000 posti di lavoro

In generale, dopo la crescita di luglio e agosto e la sostanziale stabilità di settembre, a ottobre l'occupazione scende lievemente a seguito del calo tra uomini, dipendenti a termine e indipendenti. Il tasso d'occupazione e quello di disoccupazione rimangono tuttavia stabili. Rispetto a febbraio 2020, l'occupazione è ancora inferiore di oltre 420.000 unità (-136.000 per gli indipendenti, -284.000 per i dipendenti a termine e -4.000 per i permanenti) e rimane più elevato sia il numero dei disoccupati, di circa 80.000 unità, sia quello degli inattivi, di quasi 230.000 unità. Il tasso di occupazione è ancora inferiore di un punto percentuale, mentre quello di disoccupazione è stabilmente al di sopra dei livelli di febbraio.

Aumenta l'occupazione femminile, diminuisce quella maschile

In dettaglio, a ottobre, il numero di occupati diminuisce lievemente rispetto al mese precedente, al contempo aumentano i disoccupati e calano gli inattivi. La marginale flessione dell'occupazione (-0,1%, pari a -13.000 unità) è sintesi, da un lato, dell'aumento osservato tra le donne, i dipendenti a tempo indeterminato, i 25-34enni e, dall'altro, della diminuzione registrata tra gli uomini, i dipendenti a termine, gli indipendenti e tutte le altre classi d'età. Nel complesso il tasso di occupazione resta stabile al 58,0%.

Aumentano i disoccupati

L'aumento del numero di persone in cerca di lavoro (+0,4%, pari a +11.000 unità) coinvolge gli uomini e gli *under50*, mentre tra le donne e gli *ultra 50enni* si osserva una leggera diminuzione. Il tasso di disoccupazione è stabile al 9,8% e tra i giovani sale al 30,3% (+0,6 punti). A ottobre, il calo del numero di inattivi (-0,2%, pari a -26.000 unità) è frutto di una diminuzione tra le donne e i 25-49enni, di una sostanziale stabilità tra gli uomini e di un aumento nelle altre classi d'età. Il tasso di inattività resta invariato al 35,5%.

MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
nov/ott 2020	nov/ott 2020	nov/ott 2020	nov/ott 2020
 +3,7% \$/Mt	 +6,0% \$/Bbl	 +7,2% \$/Mt	 +3,8% \$/Dmtu
RAME	GOMMA NATUR. TSR20	CACAO	ZUCCHERO
nov/ott 2020	nov/ott 2020	nov/ott 2020	nov/ott 2020
 +5,3% \$/Mt	 +2,0% \$/Mt	 +2,5% \$/Kg	 +3,1% \$/Kg

- ▶ L'annuncio del vaccino fa volare le *commodity*.
- ▶ La geopolitica influenza il petrolio.
- ▶ Si apprezzano anche i metalli, soprattutto zinco e alluminio.

The Economist commodity - price Index (valori %)

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
Dollar Index			Sterling Index		
All Items	8,8	25,2	All Items	6,4	21,8
Food	6,1	13,4	Euro Index		
Industrials			All Items	6,1	15,4
All	10,6	34,1	Gold		
Non food agriculturals	9,0	17,3	\$ per oz	-5,0	22,4
Metals	10,9	37,9	West Texas Intermediate		
			\$ per barrel	19,5	-25,7

Fonte: The Economist, 24 novembre - 1 dicembre 2020.

Materie prime in rialzo a novembre

Torna l'entusiasmo sui mercati di *commodity*, con rialzi diffusi, dovuti principalmente ai dati positivi provenienti dalla Cina e, soprattutto, alla notizia della scoperta di un vaccino efficace contro il coronavirus. Il petrolio ha registrato un balzo in avanti di quasi 5\$/barile, tutti i metalli hanno registrato una variazione positiva su base mensile, con apprezzamenti significativi per zinco e alluminio. Pur in un contesto ancora difficile e denso di rischi per quanto riguarda la gestione della pandemia, in primis nelle economie avanzate, la prospettiva di una capillare diffusione del vaccino nella prima metà del 2021, lascia ben sperare per i prossimi mesi.

Pochi cali e molti apprezzamenti in novembre

A livello di singole materie prime, i maggiori apprezzamenti registrati in ottobre hanno interessato olio di palma kernel (+33,2%), olio di cocco (+22,4%), zinco (+9,5%), alluminio (+7,2%), petrolio (+6,0%), rame (+5,3%), platino (+4,0%), minerale di ferro (+3,8%), nickel (+3,7%), gomma (da +5,3% a +2,0% a seconda della varietà) e zucchero (+3,1%). Stabili olio di girasole e di arachidi, urea, tè Mombasa. I ribassi più consistenti si sono registrati per tè Kolkata (-15,9%), oro (-1,8%) caffè Arabica (-1,1%), argento (-0,6%).

Acciai ancora in recupero

Il recupero dell'attività manifatturiera in Europa e i segnali di ripresa dei livelli di attività nel settore delle costruzioni (dove comunque, al netto della Germania, gli investimenti nei principali paesi sono stimati chiudere il 2020 con un calo a doppia cifra) hanno contribuito a prolungare anche a novembre il trend di crescita dei consumi UE di acciaio, sostenendo un ulteriore rincaro dei benchmark siderurgici (+4,5% circa su ottobre, in euro). Da segnalare come il recupero delle quotazioni (attualmente a +25% circa rispetto ai minimi di giugno) non si sarebbe probabilmente espresso con tale intensità, al netto dei problemi che hanno riguardato (e continuano a interessare) il lato dell'offerta, in primis in Italia e Spagna, dove la produzione si mantiene su livelli depressi (-4,6% e -7,7% in ottobre, rispetto al 2019).

Eventuali dazi sull'acciaio turco provocherebbero ulteriori rincari

Ad aggiungere tensione ai mercati hanno contribuito anche i rumors sulla possibile introduzione di dazi nei confronti degli acciai di origine turca, con gli ordinativi dei principali importatori bloccati dai timori legati a una possibile retroattività degli stessi. In uno scenario di crescente deficit, e con i magazzini delle imprese clienti su livelli molto contenuti, i produttori in grado di operare a pieno ritmo stanno avendo gioco facile nel trasferire a valle i contestuali rincari degli input (minerali di ferro in primo luogo, cresciuti ancora in novembre) imponendo aumenti dei listini anche più intensi rispetto a quelli impliciti nella dinamica dei costi di produzione. In novembre il differenziale tra i prezzi degli acciai e quello dei minerali e rottami di ferro si è portato su livelli triplicati rispetto ai minimi di marzo.

Record di importazioni di rame da parte della Cina

Il ritrovato dinamismo dell'attività manifatturiera in Cina e le notizie positive riguardanti il vaccino per il Covid favoriscono nuovi apprezzamenti dei metalli non ferrosi. L'indice di produzione industriale, infatti, è atteso chiudere il mese con il nono incremento consecutivo. Inoltre, i PMI (*purchasing managers' index*) di Pechino si mantengono orientati in territorio espansivo (l'indice di novembre tocca i 52,1 punti, superiore alla soglia di 50 che divide le attese di espansione da quelle di recessione). Per dare un'idea della vivacità della domanda cinese, basti pensare che in ottobre (quindi con due mesi mancanti alla conclusione dell'anno) le importazioni cinesi di rame si attestano già 5,6 milioni di tonnellate, un livello mai riscontrato in passato su base annua. Nel dettaglio dei singoli metalli, i rincari più consistenti si sono osservati sullo zinco, cresciuto dell'8,5% circa in euro rispetto a ottobre. Relativamente più contenuti i rialzi di alluminio e piombo (+6,5% circa). Di poco inferiori al 5%, sempre in euro, gli aumenti su base mensile di rame e nickel.

Il Brent torna a crescere

Il mercato petrolifero è stato tra i più duramente colpiti dalla pandemia e, al tempo stesso, tra quelli che hanno reagito con i rialzi più intensi agli annunci riguardanti la scoperta di un vaccino contro il Covid. Complice anche un'intensa attività speculativa, il Brent è passato dai 42\$/barile (35€/b) di ottobre ai quasi 44\$/barile (37€/b) di novembre (+5% in dollari e +4,5% in euro), chiudendo il mese poco sotto la soglia dei 50\$/b, vicino ai livelli di fine febbraio, sebbene ancora il 30% in meno in confronto ai massimi di inizio anno.

Elezioni USA e meeting OPEC+ turbano i mercati petroliferi

Oltre al vaccino, altri due fattori hanno contribuito alla recente ripresa delle quotazioni in novembre. Da un lato l'elezione di Biden, che lascia intendere di essere meno favorevole di Trump all'estrazione di *shale oil* (e che verosimilmente ritarderà il recupero dei ritmi produttivi rispetto ai livelli pre-2020). Dall'altro gli annunci precedenti il *meeting* OPEC+ di inizio dicembre con le tensioni tra Russia e Arabia Saudita sulla necessità o meno di attuare una politica di tagli produttivi.

OPEC+: da gennaio graduale aumento della produzione

All'indomani del *meeting* OPEC+ di inizio dicembre, la coesione del gruppo appare molto precaria ma, almeno per ora, le divisioni sono state ricucite: con l'anno nuovo la produzione di petrolio è destinata ad aumentare. Il compromesso con cui la coalizione è riuscita, con grande fatica, a chiudere il vertice, incorpora quanto meno un meccanismo di gradualità: a gennaio torneranno sul mercato 500.000 barili al giorno, invece di 1,9 milioni come prevedevano i piani stilati la primavera scorsa. Nei mesi successivi i tagli (oggi pari a 7,7 milioni di barili al giorno) verranno forse attenuati ancora, ma solo se le condizioni di mercato lo consentiranno: il *tapering* procederà per tappe, seguendo un percorso scandito da continui vertici plenari, con tutti i ventidue ministri dei paesi della coalizione.

Rialzi per polietilene

I rialzi osservati sui mercati petroliferi sono stati in buona parte smorzati dall'andamento molto più piatto dei prezzi degli intermedi chimici, imprimendo a quasi tutte le plastiche un profilo sostanzialmente stabile in novembre. Gli aumenti più consistenti hanno riguardato le quotazioni del polietilene a bassa densità (LDPE), cresciuto del 3% circa rispetto a ottobre. Molto più contenuta la contestuale variazione della varietà a bassa densità, +1% circa, sempre in euro: da segnalare, in ogni caso, come le tensioni sull'LDPE si siano concentrate nell'ultima settimana del mese, portando le quotazioni a sfiorare i 1.000 €/ton (i massimi da un anno e mezzo) nelle osservazioni più recenti.

Stabili gli altri polimeri, con l'eccezione del PVC, che aumenta

Molto più stabili, invece, i corsi del polipropilene che, complice anche l'andamento debolmente cedente del monomero di riferimento (propilene), hanno sostanzialmente confermato i livelli del mese precedente. Per quanto riguarda infine gli altri polimeri inclusi nell'indice dei prezzi delle plastiche, rileviamo una sostanziale stabilità dei prezzi del polistirene e del PEL accanto tuttavia a un ulteriore rialzo (+5% circa, in euro) del PVC i cui consumi, anche in novembre, hanno continuato a trovare un sostegno nell'andamento espansivo del settore delle costruzioni in Europa.

Il calo dell'automotive rallenta le gomme

Si è arrestato il percorso di ripresa dei prezzi delle gomme: l'andamento deludente dei mercati *automotive* europei (dove il recupero estivo delle vendite di autoveicoli si è arrestato in ottobre) e la conseguente minore domanda di pneumatici e guarnizioni ha portato le quotazioni di entrambe le varietà di gomme, naturale e sintetica, a confermare, nonostante il contestuale rialzo del prezzo del petrolio, i livelli medi del mese precedente.

In calo il legname, ma i prezzi sono ancora molto elevati

Prezzi del legname più stabili dopo il boom degli ultimi mesi: nonostante la correzione di novembre (-5% circa in euro) i prezzi continuano a fluttuare su livelli elevatissimi, complice l'andamento espansivo dei consumi attivati dall'edilizia residenziale (sia in Europa sia, soprattutto, negli USA) e il contestuale crollo della produzione, riconducibile alle infestazioni di coleotteri che nel corso del 2020 hanno colpito le principali aree di raccolta in Europa centrale e Nordamerica. La conifera svedese (*benchmark*) si attesta attualmente intorno ai 760 €/mc, il 50% circa in più rispetto al precedente picco di metà 2018.

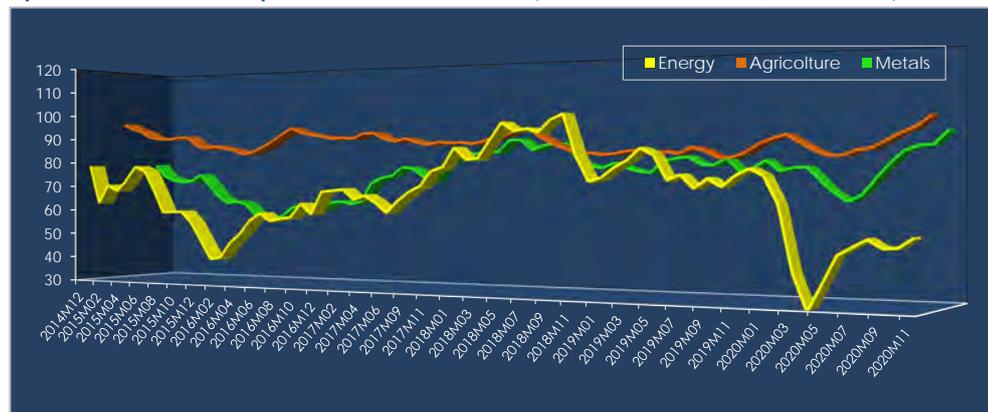
Poche novità per la cellulosa

Non si registrano invece particolari tensioni sui corsi della cellulosa, con le varietà destinate alla realizzazione di *tissue* in lieve calo su base mensile (in euro), mentre quelle destinate alla fabbricazione di imballaggi hanno registrato un apprezzamento dell'1,5% circa, sempre in euro, rispetto a ottobre.

La ripresa in Cina traina anche gli input tessili

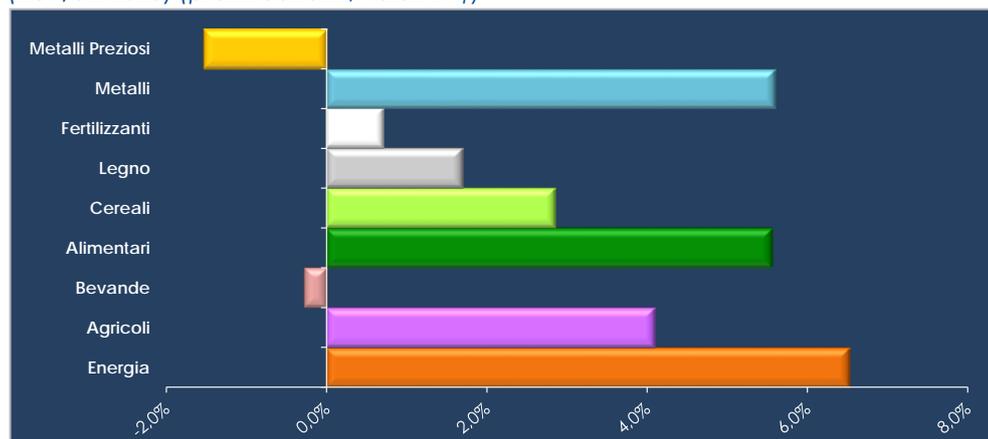
Si confermano in ripresa gli input tessili, sostenuti in prima battuta dal recupero della domanda di materie prime destinate al settore della moda nell'area asiatica molto meno impattata, rispetto all'Europa Occidentale e

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 (nov/ott 2020) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World bank.

al Nordamerica, dalla seconda ondata di Coronavirus. Nel dettaglio, i rincari più consistenti si sono materializzati sui corsi della lana che, complice anche l'apprezzamento della valuta australiana su quella europea, in novembre ha guadagnato l'8% circa in euro rispetto a ottobre (pur permanendo su livelli del 30% più bassi rispetto a inizio 2020). Ha continuato a recuperare terreno anche il prezzo del cotone, scontando un'ulteriore revisione verso il basso della produzione in India, mentre pelli e poliestere hanno mantenuto un profilo relativamente più stabile su base mensile.

Ancora tensioni sui mercati agricoli

Alla debolezza dei mercati agricoli occidentali (dove i maggiori consumi domestici non sono sufficienti a compensare la caduta del canale Horeca, rappresentato da chi, per professione, somministra alimenti e bevande), continua a contrapporsi un andamento decisamente espansivo delle importazioni asiatiche di *commodity* alimentari, granaglie in primo luogo. Questa dinamica, a partire dai mesi autunnali, ha avviato un *trend* di recupero consistente di questi prodotti, che ha trovato conferma anche in novembre. Il mese, infatti, si è chiuso con rialzi consistenti di soia e mais (+7/8% circa in euro) mentre il grano, dopo lo strappo di ottobre (+10%), ha conservato un profilo stabile.





I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in \$ ott 2020	Prezzo in \$ nov 2020	var. %
Aluminum	(\$/mt)	1806,10	1935,28	7,2%
Banana, Europe	(\$/kg)	0,90	0,89	-1,9%
Banana, US	(\$/kg)	1,13	1,13	-0,2%
Beef	(\$/kg)	4,42	4,40	-0,7%
Coal, Australian	(\$/mt)	58,40	62,82	7,6%
Coal, South African	(\$/mt)	61,04	69,43	13,7%
Cocoa	(\$/kg)	2,29	2,35	2,5%
Coconut oil	(\$/mt)	1118,36	1368,95	22,4%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	3,35	3,31	-1,1%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	1,51	1,59	5,8%
Copper	(\$/mt)	6713,81	7068,91	5,3%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,65	1,71	3,7%
Crude oil, average	(\$/bbl)	39,90	42,30	6,0%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	40,47	43,23	6,8%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	39,70	42,58	7,3%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	39,53	41,10	4,0%
DAP	(\$/mt)	357,10	359,63	0,7%
Fish meal	(\$/mt)	1438,22	1442,77	0,3%
Gold	(\$/troy oz)	1900,27	1866,30	-1,8%
Groundnut oil	(\$/mt)	1877,59	1878,61	0,1%
Groundnuts	(\$/mt)	1532,73	1559,03	3,4%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	119,78	124,36	3,8%
Lead	(\$/mt)	1776,27	1915,62	7,8%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	6,19	6,21	0,2%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	411,95	414,26	0,6%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	283,12	285,35	0,8%
Maize	(\$/mt)	186,75	190,38	1,9%
Meat, chicken	(\$/kg)	1,50	1,70	13,5%
Natural gas index (2010=100)		54,17	58,87	8,7%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	4,89	4,84	-1,1%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	2,20	2,61	18,5%
Nickel	(\$/mt)	15239,36	15807,73	3,7%
Orange	(\$/kg)	0,61	0,65	6,0%
Palm kernel oil	(\$/mt)	805,91	1073,48	33,2%
Palm oil	(\$/mt)	819,27	917,81	12,0%
Phosphate rock	(\$/mt)	80,00	82,50	3,1%
Platinum	(\$/troy oz)	876,27	911,55	4,0%
Plywood	(cents/sheet)	519,06	523,14	0,8%
Potassium chloride	(\$/mt)	202,50	202,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	927,71	1047,78	12,9%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	463,00	480,00	3,7%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	471,00	489,00	3,8%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	454,50	467,65	2,9%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	459,17	469,50	2,2%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	2,19	2,30	5,3%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,53	1,56	2,0%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	621,65	632,96	1,8%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	713,57	727,87	2,0%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	11,35	11,53	1,6%
Silver	(\$/troy oz)	24,23	24,08	-0,6%
Soybean meal	(\$/mt)	465,55	495,98	6,5%
Soybean oil	(\$/mt)	914,77	973,88	6,5%
Soybeans	(\$/mt)	454,25	499,98	10,1%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,38	0,39	0,6%
Sugar, US	(\$/kg)	0,61	0,65	6,5%
Sugar, world	(\$/kg)	0,30	0,31	3,1%
Sunflower oil	(\$/mt)	890,00	890,00	0,0%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	3,00	2,80	-6,5%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,51	3,47	-1,0%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	3,50	2,95	-15,9%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	1,98	1,99	0,4%
Tin	(\$/mt)	18176,59	18522,48	1,9%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4485,24	4471,29	-0,3%
TSP	(\$/mt)	290,00	292,50	0,9%
Urea	(\$/mt)	245,00	245,00	0,0%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	245,20	247,95	1,1%
Zinc	(\$/mt)	2440,65	2671,60	9,5%
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	+8,4	+0,6	-3,6
Acciai piani	-3,6	+10,0	+1,7	-4,6
Alluminio	+7,4	+9,6	+7,7	+2,1
Argento	+40,6	-2,9	+2,1	-0,4
Aromatici ed altri organici	+26,3	+18,8	+10,6	+8,6
Baltic Dry	+87,9	-27,8	+9,9	+11,6
Benzina	+46,0	-2,7	+8,4	-4,6
Brent	+19,6	+5,1	+11,7	-0,1
Cacao	-3,5	+1,2	+3,7	-0,3
Caffè	+2,0	-6,7	+5,7	+2,7
Carbone	-8,9	+7,2	+7,6	+2,9
Cellulosa BEKP	-5,8	-0,8	+8,6	+6,8
Cellulosa NBSK	-6,9	-1,0	+5,8	+7,2
CO2	+29,0	+6,8	+7,5	+3,5
Cotone	+5,6	+6,7	+4,5	-2,5
Elastomeri	-1,1	+3,8	+6,2	+5,5
Elettricità (PUN)	+70,4	+5,8	+12,0	-3,9
Elettricità (Tariffa)	+3,3	+4,3	+4,7	+1,8
Fibre sintetiche	-5,0	+9,0	+7,4	-0,1
Gas Naturale (ToP)	-4,2	-3,5	-8,0	+1,6
Gasolio	+19,9	-3,3	+14,4	-1,6
Gomma naturale	+8,3	+17,2	-3,1	-3,9
Grano Italia	+5,3	+3,6	-1,5	-4,1
Grano Usa	-3,7	+10,6	-0,4	-2,3
Lana	-15,9	+1,8	+9,3	+5,4
Legname di conifere	+39,0	+63,8	-1,3	-2,0
Legname tropicale	-3,7	-2,3	+3,4	+3,4
Mais usa	-0,5	+17,0	+3,2	+0,5
Materie plastiche	+8,4	+1,5	+3,4	+1,0
Minerali di ferro	+18,8	+0,9	-6,2	-9,4
Nichel	+9,8	+6,7	+4,2	-2,2
Olio combustibile	+31,8	+5,8	+9,1	-3,5
Organici di base	+29,1	-0,1	+8,4	+2,0
Oro	+5,1	-3,9	+2,1	+1,0
Pelli	-21,4	+5,2	+15,5	+1,3
Piombo	+5,2	+0,9	+5,9	-0,6
Platino	+7,8	-4,6	+2,2	+4,6
PSV	+46,4	+65,2	+4,4	-8,2
Rame	+15,1	+4,1	+8,2	-0,4
Rottami di ferro	+4,1	-2,2	-1,1	-1,8
Soia usa	+2,8	+10,4	+1,5	-0,4
Stagno	+6,0	+3,1	+4,6	-0,1
Virgin Nafta	+49,5	-3,0	+8,1	-3,1
Zinco	+12,0	+8,7	+6,7	-0,4
Zucchero	+5,6	+13,7	+5,2	0,0

Fonte: elaborazioni su Pometeia Commodity, dicembre 2020.

VALUTE



- ▶ Euro forte solo sul dollaro.
- ▶ La sterlina si rafforza, ma il *trend* di medio periodo è negativo.
- ▶ Rublo e lira turca, dopo mesi di crisi, riprendono fiato.

Euro

L'euro guadagna terreno, ma solo nei confronti del dollaro

Con il 2020 ormai quasi tutto alle spalle, l'euro continua a guadagnare terreno sul dollaro. Ma la forza della nostra valuta arriva soprattutto dalla debolezza del biglietto verde, che nelle ultime settimane sta pagando i rumors di un possibile accordo all'interno del congresso americano su un nuovo pacchetto di stimoli fiscali. Inoltre, alcuni osservatori vedono la debole domanda di biglietto verde come la naturale conseguenza dell'ottimismo degli investitori, non più interessati alla divisa statunitense come bene rifugio. Nei confronti delle altre principali valute, la moneta unica si dimostra essere ben meno brillante: verso la sterlina si osserva un sostanziale stallo, e contro lo yen si riscontrano più difficoltà del normale. Molte di queste problematiche derivano dal "rischio istituzionale" che l'Unione Europea rappresenta: non avendo un governo federale, molti degli stimoli all'economia (come i *Recovery fund*) devono effettuare un alto numero di passaggi istituzionali per arrivare all'operatività. Passaggi che sono ben più corti in nazioni come il Regno Unito o il Giappone. In più non c'è la capacità di fissare la destinazione di tali erogazioni a livello centrale: in Europa, non solo in Italia, c'è la cattiva abitudine di spendere le risorse europee per il consumo immediato, senza pensare agli investimenti futuri.

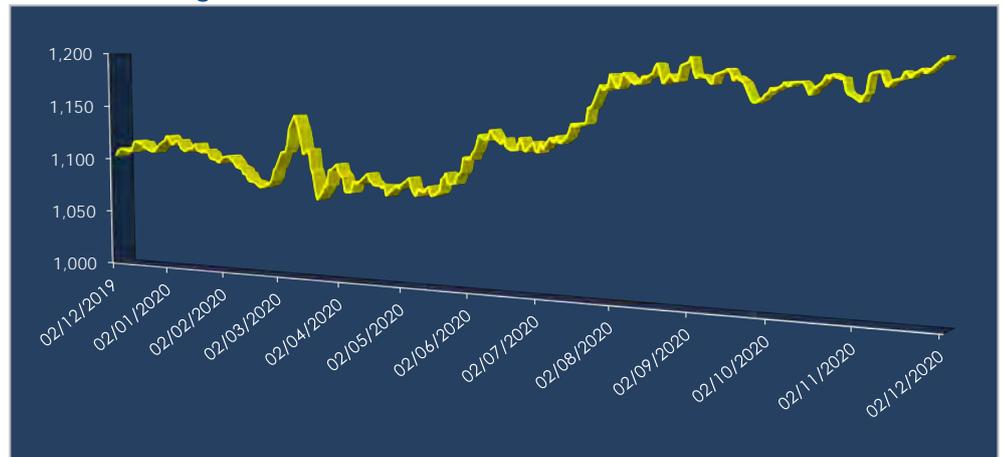
A novembre l'euro ha registrato una variazione negativa (-0,7%) rispetto al mese precedente nei confronti delle valute dei suoi principali 38 partner commerciali. Rispetto al dato di novembre 2019 si osserva una variazione positiva dell'3,5%.

Dollaro

Il dollaro verso il basso nel paniere delle valute mondiali a dicembre

Il biglietto verde ha toccato il minimo da oltre due anni giovedì 3 dicembre, con il cambio con l'euro sopra la soglia di 1,21 dollari, a seguito dei segnali di progresso sul pacchetto fiscale degli Stati Uniti e sui vaccini anti-Covid. Il declino della valuta americana potrebbe continuare ancora nel 2021: Credit Suisse Group AG prevede che l'euro possa salire a 1,25 dollari entro la fine del 2021, mentre Goldman Sachs Asset Management prevede la vendita allo scoperto del dollaro rispetto allo yuan e stima ulteriori guadagni in euro e yen. Morgan Stanley e Citigroup Inc. hanno a loro volta stimato un biglietto verde più debole nel corso del 2021. Secondo gli esperti ING, lo sprint dell'euro è in gran parte dovuto alla debolezza del dollaro, piuttosto che ai driver della moneta europea. Gli strateghi di Deutsche Bank hanno affermato che la coppia euro-dollaro potrebbe raggiungere \$1,30 entro la fine del 2021.

Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

Yen

L'euforia dei mercati per i vaccini indebolisce lo yen

Lo yen, valuta rifugio per eccellenza, nel mese di novembre ha subito una battuta d'arresto. I mercati hanno infatti reagito in maniera molto ottimistica agli annunci degli imminenti vaccini contro il Covid-19, allentando il clima di incertezza che dava sostegno alla divisa del sol levante. Anche gli ultimi dati macro sull'economia nipponica, lievemente inferiori alle attese, hanno pesato sul corso dello yen, indebolendolo soprattutto nei confronti del dollaro. Sul fronte tecnologico, la banca centrale giapponese ha iniziato a sperimentare l'emissione dello yen digitale, con l'ausilio di numerose aziende che si sono riunite per testarne i casi d'uso. Ad essere coinvolti sono 30 membri delle maggiori banche del Giappone, assieme a società di intermediazione, telecomunicazioni e servizi pubblici oltre che ai rivenditori. Il Giappone è considerato un paese tecnologicamente progressista ed è stato tra i primi a regolamentare il *trading* di cripto valute: ha anche aiutato molte nazioni del G-20 nella formulazione delle rispettive politiche normative sulle risorse digitali.

Sterlina

L'attuale forza della sterlina è solo effimera

Il valore della sterlina ha visto un forte apprezzamento nell'ultimo mese (+2,34%), arrivando a un picco di oltre 1,34 nel cambio con il dollaro. Le previsioni danno però la divisa in discesa, a causa dei danni economici che la pandemia causerà ancora all'economia anglosassone. La Brexit giocherà a sua volta un ruolo fondamentale per la quotazione della valuta inglese: l'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea sarà ufficializzata alla fine del mese di dicembre, sia nel caso che si trovi un accordo, sia con il famigerato *no-deal*. Gli operatori finanziari sono in attesa di capire quale sarà l'esito dei negoziati tra UK e UE, mostrando, per il momento, molto (e a detta di alcuni fin eccessivo) ottimismo per il raggiungimento di un'intesa. L'Office for budget responsibility, l'osservatorio indipendente di vigilanza fiscale inglese, sostiene come, anche con la *soft* Brexit, l'abbandono dei trattati europei porterà a una diminuzione almeno del 4% sul PIL, rispetto alla situazione di mantenimento della propria adesione all'Unione. Inoltre, l'*hard* Brexit (ovvero adottando le regole del WTO) causerebbe un'ulteriore perdita dell'1,5% del PIL. I rappresentanti di JP Morgan affermano che, nello scenario di un nuovo trattato con il blocco comunitario sugli scambi commerciali, la sterlina perderà si stabilizzerà probabilmente intorno al valore di cambio con il dollaro pari a 1,30.

I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media nov 2020	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
+	 INDIAN RUPEE	87,86	1,5%	11,2%
	 TURKISH LIRA	9,45	0,9%	49,0%
=	 SWISS FRANC	1,08	0,4%	-1,8%
	 JAPANESE YEN	123,61	-0,2%	2,7%
	 MALAYSIAN RINGGIT	4,87	-0,4%	6,0%
	 RUSSIAN ROUBLE	91,01	-0,5%	29,0%
	 US DOLLAR	1,18	0,5%	7,1%
	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,63	-1,5%	0,5%
	 BRAZILIAN REAL	6,43	-2,8%	40,1%
-	 CANADIAN DOLLAR	1,55	-0,6%	5,8%
	 CHINESE YUAN	7,82	-1,4%	0,7%
	 UK POUND STERLING	0,90	-1,3%	4,5%
	 INDONESIA RUPIAH	16824,32	-3,0%	8,2%
	 MEXICAN PESO	24,16	-3,6%	13,2%
	 SOUTH AFRICAN RAND	18,40	-5,0%	12,6%

Fonte: elaborazione dati BCE, novembre 2020.

Rublo

La ripresa del petrolio dà slancio al rublo

Dopo alcuni mesi molto difficili, il rublo ha cominciato una forte ripresa nei confronti del dollaro, tanto da registrare guadagni giornalieri anche del 6,3%. La vittoria di Joe Biden avrebbe dovuto affievolire i mercati finanziari russi, ma ad oggi è accaduto il contrario. Dalla vigilia delle elezioni USA, il rendimento del *bond* a 10 anni è sceso di 47 punti base al 5,81%, quello a 2 anni di 23 al 4,47%. In particolare, è stata la crescita del petrolio a dare slancio alla valuta moscovita, visto che l'economia del Paese è fortemente connessa all'andamento del greggio. Con i primi annunci di una futura disponibilità di vaccini anti Covid, i mercati hanno ripreso a scommettere su una ripresa a breve dell'economia; a beneficiare di questa nuova attitudine sono state in particolare le materie prime, petrolio in primis.

Yuan

Lo yuan si rafforza preparandosi all'amministrazione Biden

A novembre lo yuan è salito rispetto al dollaro per il sesto mese consecutivo, riflettendo la determinazione di Pechino di aumentare la presenza (e il prestigio) internazionale della sua valuta in vista del cambio di presidenza americano. La propensione degli investitori globali ad acquistare attività denominate in yuan è dovuta alla forte ripresa economica della Cina dallo



shock economico causato dall'epidemia di coronavirus. In queste settimane l'amministrazione Trump sta cementando la sua posizione contro la Cina, rendendo per Biden più difficile qualsiasi inversione di rotta, anche nel caso in cui il neo-eletto presidente lo volesse. C'è infatti un forte e bipartisan sentimento anticinese nel congresso degli Stati Uniti, ed è probabile che anche il nuovo inquilino della Casa Bianca avrà molto da ridire sulla manipolazione della valuta cinese, sulle pratiche commerciali ritenute scorrette, sui sussidi statali, sulla protezione della proprietà intellettuale e sui trasferimenti tecnologici forzati. Uno yuan più forte aiuterebbe molto la Cina a sopportare le eventuali ritorsioni future, e ci sono molti osservatori che immaginano come la guerra commerciale di Trump si potrebbe trasformare con Biden in una guerra finanziaria.

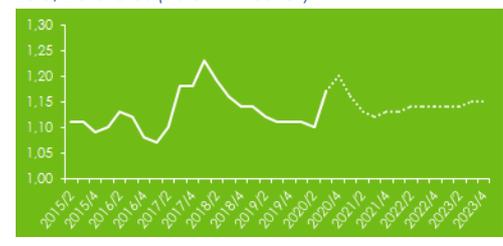
Lira turca

La possibile svolta per la lira turca

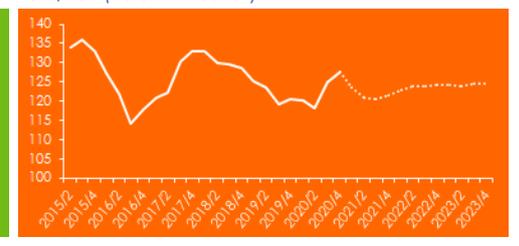
Dopo mesi di gravi difficoltà, ad inizio novembre il presidente Erdogan è corso ai ripari, licenziando il governatore della banca centrale che lui stesso aveva insediato solo 16 mesi prima dopo aver rimosso il suo predecessore. Appena due giorni dopo, il ministro delle finanze turco, che aveva cercato di contenere l'accesso degli investitori stranieri al mercato monetario domestico, ha rimesso l'incarico per dichiarati motivi di salute. Il repentino cambio ai vertici delle due principali istituzioni finanziarie del paese ha favorito il rafforzamento della divisa turca che si è rivalutata del 10% rispetto al biglietto verde. Ad entusiasmare gli operatori è stata poi la decisione con cui mercoledì 11 novembre si sono ammorbidite le restrizioni al trading su swap di valuta e altri derivati che le banche locali possono stipulare con controparti estere. La delibera, che agevola per gli investitori stranieri la possibilità di vendere lire allo scoperto, è arrivata all'indomani delle dichiarazioni di Erdogan in favore di un rinnovato impegno a aderire alle regole del mercato libero, segnando di fatto un'inversione a U rispetto alla politica precedente.

Previsioni di medio periodo

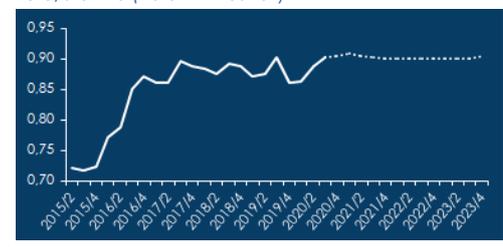
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



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
set/ago 2020	set/ago 2020	settembre 2020	Asta novembre 2020	Punti base
+0,9%	+0,1%	6,5%	↓	115

- ▶ Il fronte dei falchi alla BCE si fa sempre più agguerrito.
- ▶ Le prossime mosse per il consolidamento del mercato creditizio italiano.
- ▶ In Italia si assiste ad una nuova crescita delle sofferenze bancarie.

Le attese per le prossime mosse della BCE

Con l'avvicinamento dell'ultima riunione del *board* BCE di quest'anno, si moltiplicano le indiscrezioni circa il probabile potenziamento degli stimoli monetari, a partire dal PEPP. Il piano di acquisto dei *bond*, varato in emergenza a marzo per 750 miliardi e ampliato di 600 miliardi e altri 6 mesi a giugno, insieme alle nuove aste T-LTRO si è rivelato uno strumento molto efficace per il sostegno dell'economia europea. Alcuni esponenti dell'istituto di Francoforte hanno affermato che l'ipotesi di aumentare gli acquisti con il PEPP di 500 miliardi non sarebbe "del tutto fuori strada". Inoltre, la durata delle aste T-LTRO potrebbe essere innalzata da 3 a 5 anni e la BCE potrebbe accettare dalle banche altri *asset* come collaterale di garanzia. C'è poi chi immagina che lo stesso PEPP sarà esteso di altri 12 mesi. Se così fosse, il programma chiuderebbe battenti non prima della metà del 2022. Ma per avere una risposta definitiva bisognerà attendere il 15 dicembre.

Ma al vertice di Francoforte si respira aria di burrasca

La credibilità della presidente della BCE ha recentemente subito un colpo basso. Il Wallstreet Journal ha pubblicato come, a seguito dalla clamorosa *gaffe* comunicativa dello scorso 12 marzo, quando Christine Lagarde stupì la platea di giornalisti sottolineando che "la Banca centrale non è qui per calmierare gli *spread*", il capo economista dell'Eurotower, Philip Lane, abbia cominciato una serie di telefonate private verso investitori selezionati per chiarire il pensiero della numero uno. Compiendo, di fatto, una sorta di commissariamento sotto forma di tutela politica dell'integrità e della credibilità di un'istituzione che di lì a poco sarebbe stata chiamata a compiere proprio la strategia ufficialmente negata poco prima dalla Lagarde: comprimere artificialmente gli *spread* più a rischio (Italia in testa) attraverso gli acquisti, in deroga alla *capital key*, del piano pandemico emergenziale (PEPP). Fra gli istituti sentiti sarebbero presenti, a detta della ricostruzione del WSJ, AXA SA, BlackRock, Pimco, Citigroup, Deutsche Bank AG, Goldman Sachs Group, JPMorgan Chase e UBS Group AG.

Un portavoce della BCE si è visto costretto a confermare che dopo conferenza stampa del 12 marzo scorso "vi furono telefonate ma con l'unico scopo di sondare i punti di vista e le reazioni degli economisti su questioni tecniche". A rendere il quadro ancora più intrigante è il fatto che la vicenda sia avvenuta solo poche ore dopo clamoroso voltafaccia da parte di una delle più accreditate alleate di Christine Lagarde contro la linea di ecces-

sivo rigore del cosiddetto fronte del Nord Europa, Isabel Schnabel, membro tedesco del board ma fino ad oggi contraltare molto efficace alle pulsioni di rivolta del capo della Bundesbank, Jens Weidmann.

Calcolando poi che il 15 dicembre al consiglio direttivo si unirà uno dei falchi più rigoristi, l'*executive director* della Banca centrale olandese Frank Elderson, si ha l'impressione che la Lagarde sia al momento isolata, screditata (dal ruolo di supplente compiuto da Philip Lane) e costretta a mediare in un momento in cui invece servirebbe il massimo di coesione.

Risiko bancario, le prossime operazioni

Ad inizio dicembre UniCredit ha lanciato l'annuncio del suo attuale CEO, Jean Pierre Mustier, sul suo prossimo ritiro a fine mandato in scadenza nell'aprile. Una decisione, quella di Mustier, che arriva poco dopo il consiglio di amministrazione informale della banca che si è tenuto il 29 novembre, dove il Governo ha fatto pressioni sull'istituto al fine di concretizzare le sue nozze con MPS. L'uscita di Mustier, da sempre contrario a questa fusione, farebbe presumere che l'accorpamento avverrà, e che ora sia solo una questione di tempistiche. Ma la banca di piazza Gae Aulenti non è l'unica a far parlare di sé negli ambienti finanziari. Nei giorni scorsi il gruppo francese Crédit Agricole ha lanciato la scalata al Credito Valtellinese. Crédit Agricole Italia, società controllata per il 75,6% dalla francese Crédit Agricole, ha difatti annunciato un'offerta pubblica di acquisto in denaro sulla totalità delle azioni di Creval. Alcuni azionisti del gruppo di Sondrio di si sono espressi favorevolmente all'operazione, che permetterà a Creval di entrare a far parte di un gruppo profittevole e con un *business model* sostenibile. Ma nell'aria negli ultimi giorni vi è anche una possibile fusione tra BPER e Banco BPM dopo il parere favorevole del CEO di Unipol, Carlo Cimbri, che in una intervista al Sole 24 ore ha evidenziato come l'unione tra i due istituti porterebbe alla creazione del terzo gruppo bancario italiano con 300 miliardi di attivi.



Crescita costante per i prestiti al settore privato

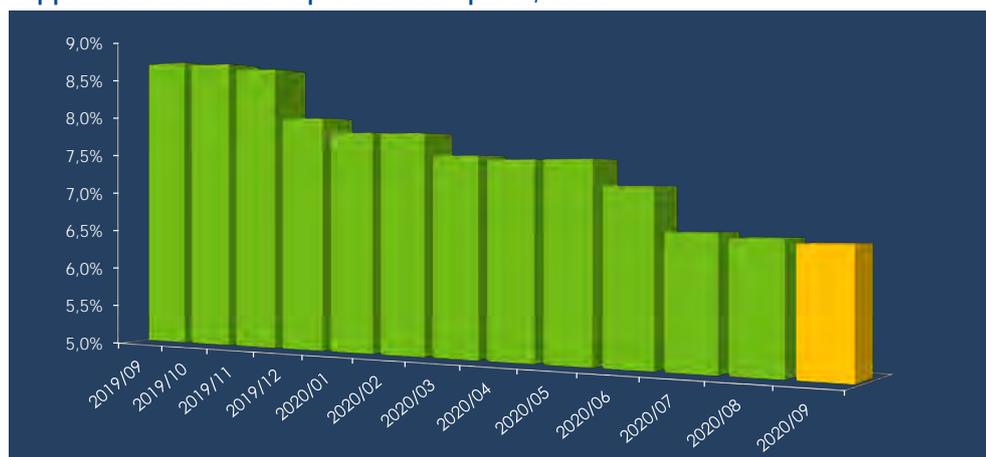
A settembre 2020 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato è rimasto invariato al 4,6%, analogamente a quello dei prestiti alle società non finanziarie (SNF), attestatosi al 7,1%, sebbene sia proseguita la moderazione dei flussi mensili dei prestiti alle SNF. Nel nono mese dell'anno il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è mantenuto pressoché invariato al 3,1%, dal 3,0% registrato ad agosto. Nel terzo trimestre le banche partecipanti all'indagine sul credito bancario nell'Area euro han-

no segnalato un moderato calo della domanda netta di prestiti da parte delle imprese, per effetto del minore fabbisogno di liquidità di emergenza e dell'indebolimento della dinamica degli investimenti fissi. Per il quarto trimestre del 2020 le segnalazioni delle banche partecipanti all'indagine hanno evidenziato aspettative di un rinnovato incremento della domanda di prestiti alle imprese e di un calo della domanda di prestiti alle famiglie, fattori che potrebbero indicare un aumento del fabbisogno di liquidità delle imprese nel contesto di una recrudescenza della pandemia di Covid-19. La divergenza fra la dinamica dei prestiti alle imprese e quella dei prestiti alle famiglie è dovuta alla natura specifica della crisi causata dal Covid-19, che ha portato a un crollo dei flussi di cassa delle imprese, costringendole ad accrescere fortemente il ricorso al finanziamento esterno. L'indagine sul credito bancario nell'Area euro di ottobre 2020 mostra un significativo irrigidimento dei criteri di concessione del credito alle imprese e alle famiglie nel terzo trimestre del 2020, principalmente a causa di una più elevata percezione del rischio. Sebbene le garanzie pubbliche sui prestiti e le misure di politica monetaria abbiano concorso a rendere meno rigidi i criteri di concessione del credito, le banche hanno continuato a indicare il rischio percepito (legato al peggioramento delle prospettive macroeconomiche e alla situazione specifica delle imprese) come il principale fattore che ha contribuito all'inasprimento di tali criteri. Per il quarto trimestre del 2020 le banche si attendono un ulteriore irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese.

In Italia tornano a salire le sofferenze bancarie

Riprende nel mese di settembre la crescita dei prestiti italiani alle imprese: rispetto ad agosto i fondi alle imprese sono aumentati dello 0,9% (l'aumento è stato del +0,2% ad agosto). L'indicatore sui dodici mesi mostra a sua volta un incremento (+4,5%). Tornano in territorio positivo anche i prestiti alle famiglie, che esibiscono una variazione del +0,4% a livello mensile e +0,7% nel confronto annuale. A mostrare il segno più sono però anche le sofferenze bancarie (+0,1% mensile), anche se la mutazione tendenziale è ancora fortemente negativa (-22,8%). Nonostante queste oscillazioni, il rapporto tra sofferenze e prestiti rimane stabile a quota 6,5%. Infine, si nota un aumento del costo dei fondi erogati per tutte le classi di prestito.

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	Prestiti oltre 1 milione		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione
2018	1,47	1,95	1,12	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
2020/01	1,18	1,87	0,77	2020/08	1,15	1,69	0,85
2020/02	1,25	1,86	0,75	2020/09	1,31	1,71	0,98

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

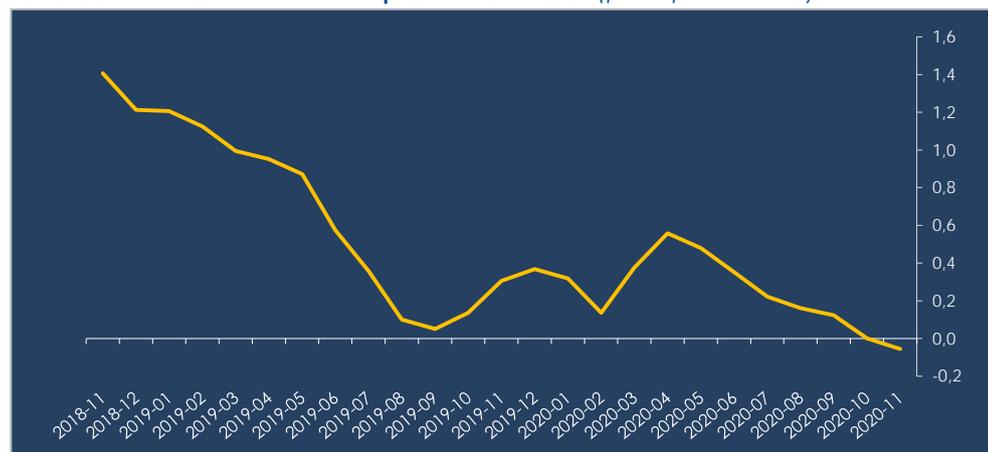
Nuovi record negativi per i rendimenti europei

Dopo mesi di continua discesa, a novembre si è osservata una relativa stabilità nei *trend* dei titoli di stato europei. Ciò nonostante il dato entra per la prima volta nella sua storia in territorio negativo, raggiungendo quota -0,06%. Nei confronti del dato di ottobre (in cui la remunerazione media era nulla), il calo osservato è di 6 punti. A livello disaggregato si nota come i rendimenti dei singoli paesi siano aumentati per le nazioni del nord Europa, e diminuite per gli Stati mediterranei. 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 115.

Sempre minori i rendimenti dei titoli di stato italiani

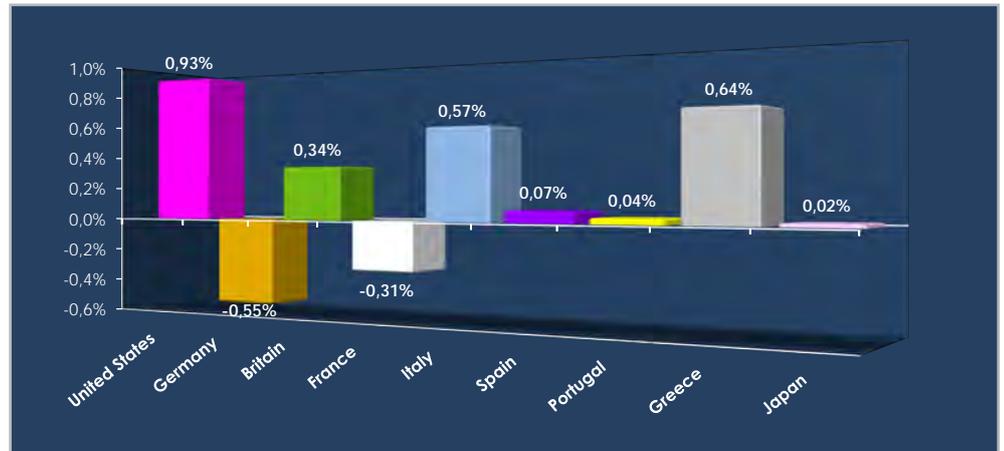
Nuovo minimo assoluto per i BOT a sei mesi. Nell'asta che si è tenuta nella mattinata di giovedì 26 novembre il rendimento ha toccato un nuovo picco negativo a quota -0,51%. Il ministero dell'economia ha infatti collocato BOT semestrali con scadenza al 31 maggio 2021 per un valore di 6 miliardi rispetto a una domanda di oltre 13,3 miliardi. Il rendimento medio ponderato semplice è in calo di 0,518%, -4 punti base rispetto alla precedente asta. Il 27 novembre il Tesoro ha poi allocato BTP a 5 e 10 anni, insieme al CCTEU, per ammontare totale di 8 miliardi, il massimo del *range* previsto. Nel dettaglio, sono stati collocati 2,5 miliardi di euro del BTP a 5 anni con la domanda che ha raggiunto 4,7 miliardi. Il rapporto di copertura è stato pari a 1,90 rispetto a quello di 1,46 di un mese fa. Il BTP a 5 anni con scadenza febbra-

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, dicembre 2020.

io 2026 è stato allocato al rendimento dello 0,01%, in calo di 22 punti base rispetto a un mese fa. Il BTP decennale con scadenza aprile 2031 è stato allocato per 3 miliardi, il massimo dell'ammontare previsto (range era 2,5-3 miliardi). Il tasso di assegnazione è stato dello 0,59%, in calo di 20 punti base rispetto a un mese fa. La domanda è stata di 4,7 miliardi con rapporto di copertura di 1,57 (da 1,33 della precedente asta). Infine, sono stati venduti CCTEU con scadenza aprile 2026 per 2,5 miliardi. La domanda è stata di quasi 4 miliardi con un rapporto di copertura di 1,58. Il rendimento di assegnazione del CCTEU è stato del -0,02%.

INFLAZIONE



- ▶ L'incertezza tiene bassa l'inflazione.
- ▶ Aumentano i prezzi del carrello della spesa.
- ▶ La situazione non cambia, secondo le stime di novembre.

A ottobre l'inflazione al netto delle componenti più volatili, pur accelerando, rimane modesta. D'altra parte, la crescita dei prezzi del cosiddetto carrello della spesa si conferma vivace, trainata dagli incrementi dei prezzi degli alimentari freschi. A novembre si conferma il quadro deflazionistico dei prezzi al consumo consolidatosi nei mesi precedenti. I beni energetici restano in flessione sia nella componente regolamentata sia in quella non regolamentata, mentre i prezzi del cosiddetto carrello della spesa accelerano la loro cresci-

ta. È però l'ampiezza della diminuzione dei primi che continua a prevalere, determinando così, per il settimo mese consecutivo, un'inflazione negativa, come accaduto nel 2016 tra i mesi di febbraio e agosto.

Inflazione nell'Area euro stabile a -0,3%

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer price*) di ottobre registra una variazione tendenziale del -0,3%, stabile rispetto a settembre. A ottobre 2019 la variazione era pari a +0,7%. Nell'UE-28 l'inflazione tendenziale è +0,3%, stabile rispetto al mese precedente. A ottobre 2019 la variazione era pari a +1,1%. Le variazioni positive più alte si sono registrate in Polonia (+3,8%), Ungheria (+3,0%) e Repubblica Ceca (+2,9%), mentre le più basse in Grecia (-2,0%), Estonia (-1,7%) e Irlanda (-1,5%).

Ancora prezzi in calo

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) aumenta dello 0,6% su base mensile e diminuisce dello 0,6% su base annua (da -1,0% di settembre). L'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra un aumento dello 0,1% su base mensile e una diminuzione dello 0,4% su base annua.

Sesto mese consecutivo di inflazione negativa, ma la flessione si dimezza

Nel mese di ottobre, l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra un aumento dello 0,2% su base mensile e una diminuzione dello 0,3% su base annua (da -0,6% del mese precedente). Pur registrando per il sesto mese consecutivo un'inflazione negativa a causa per lo più dei prezzi dei beni energetici (-8,7%), la flessione dell'indice NIC si dimezza rispetto al mese precedente. Ciò è dovuto all'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari non lavorati (da +2,7% di settembre a +3,5%) e alla minore ampiezza della diminuzione, che rimane sostenuta, di quelli degli energetici regolamentati (da -13,6% a -7,2%). Accentuano invece la flessione i prezzi dei beni energetici non regolamentati (da -8,2% a -9,4%).

Accelera l'inflazione di fondo

L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi e quella al netto dei soli beni energetici accelerano entrambe, rispettivamente da +0,1% a +0,2% e da +0,2% a +0,5%.

L'aumento congiunturale dell'indice generale è dovuto prevalentemente alla crescita dei beni energetici regolamentati (+10,5%) e, in misura minore, di quelli dei beni alimentari non lavorati (+0,9%), solo in parte compensata



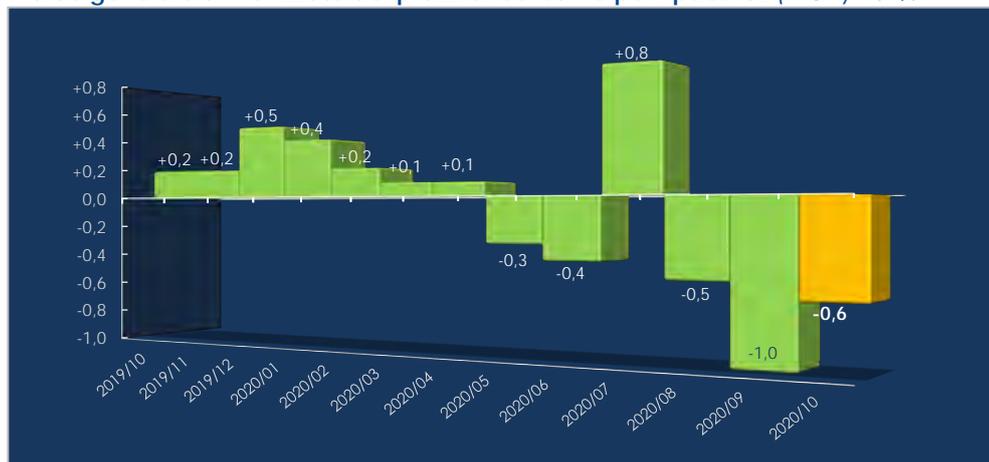
dal calo dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (-1,1%). L'inflazione acquisita per il 2020 è pari a -0,2% per l'indice generale e a +0,5% per la componente di fondo. I prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona accelerano (da +1,0% a +1,2%), mentre quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto continuano a registrare una flessione (da -0,1% a -0,2%).

Ulteriore calo dei prezzi in novembre

Nel mese di novembre 2020, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'Area euro sarà pari a -0,3%, stabile rispetto a settembre 2020.

In Italia, secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra una variazione nulla su base mensile e diminuisce dello 0,3% su base annua (da -0,6% di ottobre).

Indice generale armonizzato dei prezzi al consumo per i paesi UE (IPCA) var %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.