



## Sommario

### Economia mondiale

- ▶ La variante Omicron minaccia la crescita globale; inflazione in aumento in tutti i paesi; in Europa non rientra l'emergenza energetica.

### Economia italiana

- ▶ L'economia italiana rallenta, ma la crescita resta sostenuta. Positivo il bilancio dei primi 10 mesi di governo Draghi.

### Materie prime

- ▶ Il 2021 si chiude nell'incertezza sui mercati di materie prime. Si assestano i prezzi delle commodity industriali. Rallentano petrolio e gas naturale.

### Valute

- ▶ La FED non ritiene più l'inflazione transitoria, affondando il dollaro. Le prospettive inflazionistiche danneggeranno lo yen nel 2022.

### Credito

- ▶ Il settore bancario italiano è molto produttivo ma riduce la sua forza lavoro. In Europa ottenere mutui sta divenendo più arduo.

### Inflazione

- ▶ Prosegue la corsa dell'inflazione, a causa dei continui aumenti degli energetici. A fine anno si capirà il reale impatto sul potere d'acquisto dei consumatori.



## ECONOMIA MONDIALE

|  |                      |                        |                     |
|--|----------------------|------------------------|---------------------|
|  | tasso di disoccupaz. | produzione industriale | costruzioni         |
|  | <b>4,2%</b>          | <b>+5,1%</b>           | <b>+8,6%*</b>       |
|  | novembre 2021        | ottobre 2021/2020      | ottobre 2021/2020   |
|  | tasso di disoccupaz. | produzione industriale | costruzioni         |
|  | <b>7,3%</b>          | <b>+5,2%</b>           | <b>+1,5%**</b>      |
|  | ottobre 2021         | settembre 2021/2020    | settembre 2021/2020 |

\* Construction spending

\*\* Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ La variante Omicron minaccia la crescita globale.
- ▶ Inflazione in aumento in tutti i paesi.
- ▶ In Europa non rientra l'emergenza energetica.

In breve...

Lo stato di salute dell'economia globale è condizionato da due fattori: l'evoluzione della pandemia e le strozzature di offerta.

Un anno dopo i primi successi dei vaccini, che avevano forse illuso sulla possibilità di debellare definitivamente il Covid, la variante Omicron ha riportato di attualità restrizioni ai movimenti e lockdown, almeno parziali. Il WHO (l'organizzazione mondiale della sanità) avverte che Omicron pone un rischio globale molto elevato; dal CEO di Moderna sono arrivate note di cautela sull'efficacia dei vaccini contro la nuova variante. Era da mesi che non si sentivano commenti così preoccupati: l'incognita sanitaria è tornata prepotentemente a condizionare le previsioni economiche.

Il secondo fattore di rischio riguarda l'offerta e i connessi rischi di inflazione. Nelle ultime settimane, le tensioni sui mercati delle commodity si sono parzialmente allentate, come era stato previsto dagli analisti. A novembre l'indice aggregato Bloomberg si è mosso poco, perdendo qualche punto; il prezzo di alcuni metalli, come l'alluminio, è sceso a valori inferiori del 10-15% rispetto a quelli di settembre-ottobre. Sempre a novembre anche l'indice FBX sul costo dei noli di container ha stabilizzato la corsa al rialzo, anche se resta attestato su livelli elevati, superiori del doppio a quelli di aprile-maggio.

Segnali di allentamento delle tensioni sui costi degli input arrivano anche dai sondaggi condotti in vari paesi, a partire da Cina e Stati Uniti. Tuttavia sembra prematuro prevedere una decisa inversione di tendenza. È più realistico ipotizzare un profilo piatto o lievemente cedente della curva dei prezzi, ancora allineati su livelli storicamente elevati, almeno nel confronto con la situazione di fine 2019-inizio 2020. Per una discesa più marcata occorrerà attendere il 2022. Un discorso analogo riguarda la fornitura di microchip: un problema per molti settori, non solo per l'automotive. Anche in questo caso, gli operatori sono concordi nel ritenere che i tempi per una normalizzazione del mercato siano piuttosto lunghi, nonostante gli investimenti fatti dalle maggiori aziende produttrici e la rivitalizzazione di impianti obsoleti.

Per l'Europa, rimane problematica la fornitura del gas naturale (di gran lunga la maggiore fonte di energia) A novembre il prezzo delle forniture spot sul

mercato europeo (indice Dutch TTF) è aumentato del 50%, ed è superiore di 5 volte rispetto al livello di aprile-maggio.

L'inflazione sta salendo in tutti i paesi. A novembre negli Stati Uniti sfiora il 7%; in Europa è poco sotto il 5%. La maggior parte degli analisti continua a ritenere transitoria la fiammata dei prezzi, ma si stanno rafforzando i timori che gli aumenti possano diventare strutturali. Eventuali nuovi lockdown potrebbero contribuire ad accelerare la dinamica dei prezzi, aggravando le strozzature di offerta. Un'inflazione strutturalmente più elevata potrebbe indurre le banche centrali a tirare il freno monetario prima e più energicamente del previsto, con effetti depressivi sulla crescita. Il governatore della Federal Reserve Powell ha di recente dichiarato di essere favorevole a un irrigidimento della politica monetaria. Christine Lagarde, alla guida della BCE, ha a sua volta incominciato a osservare come l'andamento dei prezzi potrebbe durare più del previsto: nonostante lei non si sia spinta oltre, l'ipotesi di un irrigidimento in Europa non è più così improbabile per i mercati.

Infine, un ulteriore elemento di incertezza viene da una possibile frenata della Cina, superiore alle attese. Un paese alle prese con una estesa crisi del settore immobiliare (ancora non pienamente valutabile) e con gli effetti di una insostenibile politica di tolleranza zero verso i nuovi contagi.

In sintesi, anche se a oggi è certamente improbabile il ripetersi di uno scenario catastrofico come quello del 2020, è indubbio che nell'ultimo mese si siano fatti più consistenti i rischi di un rallentamento della crescita e di un aumento dell'inflazione.

### **Si insedia Olaf Scholz: un nuovo inizio per la Germania?**

L'8 dicembre il socialdemocratico Olaf Scholz ha prestato giuramento come Cancelliere, ponendo fine ai 16 anni di governo conservatore di Angela Merkel. Un'eredità molto pesante. In molti si chiedono se e come cambierà il ruolo della Germania nella gestione degli affari europei: continuità, rinnovato protagonismo o, ancora, perdita di centralità a vantaggio di nuovi rapporti di forza? Di certo, Scholz è un pragmatico che potrebbe inaugurare un nuovo stile negoziale nelle relazioni europee. È difficile immaginare cambiamenti davvero radicali e sarà senz'altro confermata la forte vocazione europeista della Germania.



## **In discussione anche il futuro di NGEU e del Patto di Stabilità**

Sul terreno economico, tra i banchi di prova più importanti c'è la discussione sulla revisione del Patto di Stabilità e Crescita nel 2022. La Germania, tradizionale roccaforte dei rigoristi, ma capace di storiche aperture, sosterrà le modifiche al tetto del debito per accontentare i paesi più indebitati? Un altro punto problematico riguarda il futuro di Next Generation EU. Presentato dalla Commissione come una misura una tantum, in molti ora chiedono di renderlo permanente, aumentando le risorse a disposizione dell'Europa per politiche comunitarie di grande impatto.

## **Unione bancaria e Nord Stream2**

Un altro tema importante riguarda il completamento dell'unione bancaria, che trasferisce i poteri dalle autorità bancarie nazionali alle istituzioni europee. L'attuale stallo è dovuto alle divisioni su un meccanismo unico europeo di assicurazione dei depositi. Molti tedeschi si oppongono al progetto, temendo di essere costretti a pagare conti pesanti per sostenere paesi dell'Eurozona meno virtuosi dal punto di vista finanziario. Un altro punto caldo riguarda l'approvazione di Nord Stream2: un progetto sostenuto dalla Merkel, che Scholz ha dichiarato di appoggiare. Ma probabilmente l'atteggiamento verso la Russia sarà più assertivo.

## **Continuità o strappo?**

In sintesi, anche se la politica di Scholz sembra improntata alla continuità con la linea di Angela Merkel, potrebbe esserci qualche importante cambiamento di accento. Inevitabile data la composizione tricolore della coalizione tra SPD, Verdi e Liberali, dove coesistono e si dovranno confrontare visioni diverse. I compromessi saranno inevitabili anche a livello comunitario: finora la Germania è stata il motore d'Europa, ma il cambio di timoniere sarà certamente sfruttato dalla Francia per ottenere un ruolo più centrale all'interno dell'Unione.

## **Prosegue la corsa dei prezzi del gas europeo**

Non si arresta la corsa dei prezzi del gas naturale: un'escalation che sta mettendo a dura prova le nostre imprese. Il 9 dicembre l'indice di riferimento (indice TTF) è salito al di sopra della soglia critica di 100 €/megawatt-ora, mentre a marzo-aprile di quest'anno il prezzo si attestava intorno a 20 €. I mercati reagiscono alle nuove sanzioni americane contro il gasdotto Nord Stream2 e alle crescenti tensioni ai confini tra Russia e Ucraina. Ulteriori pressioni sui prezzi derivano dalla decisione di Royal Shell di cancellare alcune spedizioni di LNG (gas naturale liquefatto) da impianti australiani a causa di interruzioni nella fornitura di elettricità. Viceversa, la riduzione della domanda di LNG in Asia dovrebbe aumentare la disponibilità di gas per il mercato europeo, a cui contribuiscono anche le previsioni di tempo più mite in Europa.

## **In arrivo il pacchetto Energia della Commissione Europea**

Nei prossimi giorni la Commissione Europea presenterà il pacchetto energia, che comprenderà disposizioni per l'approvvigionamento congiunto di stock strategici di gas e inizierà a lavorare a nuove regole per il mercato dell'elettricità, aprendo alle richieste di Italia, Francia e altri paesi del sud Europa. Per quanto riguarda le misure immediate adottate dagli Stati membri, la Commissione le stima intorno ai 3,4 miliardi di euro.

## Gazprom ha limitato l'offerta?

Si discute molto sulla responsabilità della Russia in aumenti così anomali dei prezzi. Gazprom, l'azienda statale del gas, rifornisce l'Europa attraverso due diversi accordi:

- ▶ contratti a lungo termine, con durata fino a 10-25 anni
- ▶ contratti spot

Secondo Gazprom, tutti i contratti sono stati pienamente rispettati e non vi sono state limitazioni nelle forniture. Di diverso avviso è il direttore della Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA), Fatih Birol, che ha affermato che la Russia potrebbe fornire il 15% di gas in più.

## Opinioni discordi

Gli analisti di Oxford Institute for Energy Studies ritengono che la Russia stia limitando l'offerta in attesa della approvazione di Nord Stream2: un tema, come abbiamo già osservato, politicamente molto delicato in Europa (e in particolare in Germania). Oxford Institute valuta che Gazprom stia effettivamente rispettando i contratti a lungo, ma stia vendendo poco o nulla attraverso i contratti spot. Della stessa opinione è il commissario UE per l'energia, Kadri Simson. Una interpretazione contestata dai vertici Gazprom, che mettono in evidenza come la società russa abbia attinto alle riserve strategiche per stabilizzare i prezzi. Comunque stiano le cose, l'escalation dei prezzi non invertirà la rotta a breve.

## Firmato il trattato italo-francese

Il 26 novembre Italia e Francia hanno siglato un importante trattato (il cd Trattato del Quirinale) per una "cooperazione bilaterale rafforzata", come recita il testo ufficiale.

I temi oggetto del trattato sono numerosi:

- ▶ politica estera (soprattutto Mediterraneo, Africa e Nordafrica);
- ▶ sicurezza e difesa;
- ▶ politica europea: si parla di impegno comune nel "rafforzamento delle istituzioni europee", a conferma della linea europeista dei due paesi;
- ▶ migrazione e giustizia;
- ▶ cooperazione economica, industriale e digitale: si concorda sulla necessità di un'azione comune per una politica industriale europea con



l'obiettivo di rafforzare la competitività delle imprese e di realizzare "l'autonomia strategica dell'Unione Europea" in settori importanti come la difesa, la transizione digitale, la sanità, ecc.;

- ▶ spazio: si conferma la priorità ai lanciatori Ariane e Vega;
- ▶ sviluppo sociale, sostenibile e inclusivo: si ribadisce il comune sostegno all'accordo di Parigi, alla lotta al cambiamento climatico, l'impegno alla decarbonizzazione e riduzione emissioni dei trasporti;
- ▶ istruzione e formazione, ricerca e innovazione: in particolare, si punta alla realizzazione dello "Spazio Europeo dell'Istruzione" attraverso una maggiore integrazione dei sistemi formativi, a partire dall'istruzione superiore e un pieno supporto ai programmi come Erasmus;
- ▶ cultura, giovani e società civile: attraverso una maggiore cooperazione, scambi culturali, ecc.;
- ▶ cooperazione transfrontaliera: soprattutto per sicurezza, trasporti, ecc.

### **Un significato politico importante**

Il significato politico dell'accordo non va sottovalutato, anche se le ricadute pratiche non saranno misurabili, almeno nell'immediato. L'accordo, fortemente voluto dal governo Draghi, segna una svolta a 180 gradi nelle relazioni diplomatiche tra Italia e Francia. Basta ricordare come, durante il governo 5 stelle-Lega del 2018-2019, le polemiche e gli scontri erano quasi quotidiani e culminarono con l'aperta approvazione da parte del nostro ministro degli Esteri alle proteste di piazza orchestrate dai gilet jaune (con il conseguente ritiro dell'ambasciatore francese a Roma). Ma le diversità di vedute furono evidenti anche nel conflitto libico, quando le due nazioni presero posizioni opposte: l'Italia si schierò con Fayed al Serraj, la Francia con il generale Khalifa Haftar.

### **La partnership franco-tedesca non è in discussione**

D'altra parte, il formale avvicinamento tra Italia e Francia non indebolisce, né tanto meno mette in discussione, la storica partnership tra Francia e Germania: paese che resta ancora oggi il principale alleato della Francia in Europa. Il Trattato del Quirinale ha in effetti punti di contatto con il Trattato dell'Eliseo, siglato nel 1963 tra De Gaulle e Adenauer e rinnovato nel 2019 da Macron e Angela Merkel. Un trattato, quest'ultimo, forse più ambizioso in termini di sicurezza e difesa, ma in fondo non troppo diverso per portata e obiettivi.

### **Obiettivi di politica interna**

Importanti sono anche gli obiettivi di politica interna. Per l'Italia, in particolare, l'accordo mira a blindare alcuni pilastri strategici, mettendoli al riparo dalle probabili turbolenze del dopo-Draghi. Per la Francia, la preoccupazione è anche di irrobustire le alleanze europee dopo l'uscita di scena di Angela Merkel e l'ingresso in scena di forze politiche meno prevedibili.

### **Nell'industria cooperazione e competizione**

La cooperazione industriale sarà un banco di prova della reale volontà di collaborazione. Le aree di competizione sono numerose: le relazioni industriali franco-italiane sono spesso state molto tese, come testimoniato dai veti posti dai due governi in occasione delle proposte di acquisizione di campioni

nazionali da parte di aziende dell'altro paese: si pensi al mancato takeover di Chantiers de l'Atlantique da parte di Fincantieri nel gennaio di quest'anno o alle tensioni che accompagnarono la possibile vendita da parte di Leonardo al consorzio franco-tedesco KNDS.

Nel pacchetto rientra anche la fusione tra FCA e Peugeot: lo Stato francese detiene una partecipazione importante e certamente non mancherà di farsi sentire nella definizione delle strategie di Stellantis, a partire dalle decisioni su fornitori, stabilimenti e investimenti.

### Lo spazio è un tema importante

Un capitolo importante del trattato riguarda lo spazio: un settore di particolare rilievo per la nostra industria piemontese. La presenza di Thales Alenia Space a Torino (JV tra Thales Space 67% e Leonardo 33%) è senza dubbio un caso di successo della partnership italo francese. L'accordo italo-francese può accelerare nuovi investimenti nei lanciatori Ariane 6 e Vega C, sviluppati il primo da ArianeGroup (azienda controllata da Safran e Airbus) nel Nord della Francia e in Germania, e il secondo dall'italiana Avio a Colferro presso Roma.

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

|                                | 2020        | 2021       | 2022       |
|--------------------------------|-------------|------------|------------|
| <b>Mondo</b>                   | -3,1        | 5,9        | 4,9        |
| <b>Economie avanzate (G20)</b> | -3,4        | 5,2        | 4,5        |
| USA                            | -3,4        | 6,0        | 5,2        |
| Giappone                       | -4,6        | 2,4        | 3,2        |
| Area Euro                      | -6,3        | 5,0        | 4,3        |
| Germania                       | -4,6        | 3,1        | 4,6        |
| Francia                        | -8,0        | 5,8        | 4,2        |
| Italia                         | -8,9        | 5,8        | 4,2        |
| Spagna                         | -10,8       | 5,7        | 6,4        |
| UK                             | -9,8        | 6,8        | 5,0        |
| Russia                         | -3,0        | 4,7        | 2,9        |
| Cina                           | 2,3         | 8,0        | 5,6        |
| India                          | -7,3        | 9,5        | 8,5        |
| Sudafrica                      | -6,4        | 5,0        | 2,2        |
| Brasile                        | -4,1        | 5,2        | 1,5        |
| <b>Commercio mondiale</b>      | <b>-8,2</b> | <b>9,7</b> | <b>6,7</b> |

Fonte: IMF, World Economic Outlook, october 2021.

## Stai Uniti

### Nel terzo trimestre la crescita rallenta ma resta elevata

Dopo la crescita del 6,3% del primo trimestre e del 6,7% nel secondo, i dati semi-definitivi relativi al trimestre luglio-settembre registrano un aumento del PIL pari al 2,1% (rispetto al trimestre precedente). Al dato contribuiscono il positivo andamento di consumi delle famiglie, spesa pubblica statale e locale, investimenti fissi non residenziali; in calo export, investimenti residenziali e spesa pubblica federale. In aumento le importazioni (componente negativa del PIL). Da notare che molte componenti dei programmi assistenziali anti-Covid si sono ridotte (contributi a fondo perduto alle attività economiche, prestiti alle amministrazioni locali, spesa sociale per le famiglie, ecc.). L'aumento dei consumi riflette un aumento della spesa per servizi, in parte bilanciato dalla

riduzione della spesa per beni materiali, spiegata soprattutto dalla minore spesa per autoveicoli. Nei servizi, in aumento soprattutto la spesa per viaggi internazionali, sanità e trasporti. L'aumento della spesa pubblica locale e statale deriva principalmente dall'incremento della spesa per stipendi degli insegnanti. La contrazione della spesa federale dipende in particolare dalla conclusione, nel secondo trimestre, del programma di prestiti alle famiglie e alle imprese (Paycheck Protection Program loan).

La marcata decelerazione della crescita rispetto al secondo trimestre è interamente spiegata dalla frenata dei consumi delle famiglie e in particolare dalla riduzione della componente per beni fisici, in primis autoveicoli.

### **Decelera la crescita dei profitti delle imprese**

I dati preliminari relativi al terzo trimestre registrano un andamento ancora positivo dei profitti delle imprese, ma decisamente al di sotto della performance del periodo precedente. Tra luglio e settembre i profitti delle imprese sono aumentati di 121,4 miliardi, a fronte dell'incremento ben più marcato (267,8 miliardi) del trimestre precedente.

Il dato aggregato è il risultato dell'aumento dei profitti delle imprese non-finanziarie (+67,5 miliardi, dopo l'incremento di 221,3 miliardi registrato lo scorso trimestre) e finanziarie (+13,7 miliardi, dopo i +52,8 miliardi del secondo trimestre). Migliora anche il saldo tra trasferimenti in ingresso e in uscita con il resto del mondo (+40,1 miliardi), dopo la riduzione di 6,2 miliardi riscontrata nei tre mesi precedenti. Il saldo deriva dalla differenza tra crescita degli incassi (+43,1 miliardi) e crescita dei pagamenti (+3,0 miliardi).

### **Mercato del lavoro: a novembre rallenta la creazione di nuova occupazione**

Dopo l'eccezionale risultato di ottobre (+546.000 nuovi posti) il dato novembre si assesta su un valore positivo ma inferiore alla media dell'ultimo trimestre. Il tasso di disoccupazione scende al 4,2%: 0,4 punti in meno rispetto alla rilevazione di ottobre. Dall'inizio del 2021 in media sono stati creati 555.000 posti di lavoro ogni mese, ma giugno e luglio avevano fatto registrare incrementi di un milione di posti. Anche se da aprile 2020 (quando è iniziato il recupero) sono stati creati 18,5 milioni di posti di lavoro, resta da colmare un gap di 3,9 milioni per ritornare ai livelli pre-crisi (-2,6%).

A novembre gli incrementi occupazionali più marcati si registrano nei servizi professionali e alle imprese (+90.000), manifattura (+31.000), logistica (+50.000), costruzioni (+31.000), attività finanziarie (+13.000). Nel commercio al dettaglio gli occupati calano di 20.000 unità.

Tutti i settori restano ampiamente al di sotto dei livelli occupazionali pre-crisi; particolarmente ampio il divario nel settore dell'alloggio e ristorazione (1,3 milioni di posti, ovvero il 7,9%), mentre nel manifatturiero mancano all'appello 253.000 posizioni lavorative, il settore dei servizi professionali deve recuperare 69.000 posti e il commercio al dettaglio 176.000.

Fanno eccezione i comparti della logistica e dei servizi finanziari, che hanno già superato la situazione pre-crisi (rispettivamente +210.000 unità e +30.000 unità).

### **L'automotive traina il recupero della produzione industriale**

Dopo il dato seccamente negativo di settembre (-1,3% il dato definitivo), secondo i dati preliminari a ottobre l'indice della produzione industriale fa segnare un rimbalzo dell'1,6% rispetto al mese precedente. Rispetto a ottobre



2020 la variazione è del +5,1%. Il dato di ottobre è spiegato per circa la metà dalla ripresa dell'attività dopo l'uragano Ida, che a sua volta aveva determinato gran parte del calo di settembre. L'output manifatturiero aumenta dell'1,2%, grazie a un robusto recupero della produzione di autoveicoli; al netto di questo settore l'aumento è più contenuto (+0,6%). L'indice dell'utility aumenta dell'1,2%, quello del comparto estrattivo del 4,1%. Il tasso di utilizzo degli impianti risale di un punto (76,4%).

### **Indice ISM: domanda robusta, forniture in affanno**

A novembre l'indice manufacturing ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, registra la crescita dell'attività produttiva per il 18° mese consecutivo. L'indice migliora lievemente rispetto alla lettura di agosto. A fronte di una domanda robusta, le imprese segnalano i consueti problemi di strozzature nelle forniture e difficoltà sul mercato del lavoro (reperimento e incrementi salariali) ma con qualche miglioramento su entrambi i fronti. Il tenore delle previsioni rimane comunque fortemente ottimistico: oltre il 90% delle aziende prevede una crescita dell'attività.

Nel comparto automotive non vi sono novità rispetto ai mesi scorsi: pesa la carenza di microchip, che ha obbligato a tagli della produzione. Nella meccanica gli ordini hanno ampiamente superato la capacità produttiva, portando gli ordini inevasi a livelli record. Tuttavia, il trend sembra stabilizzarsi: le vendite restano robuste ma la velocità di crescita rallenta.

### **Accelerano le vendite al dettaglio**

Dopo il buon andamento di settembre (+0,8% su agosto) a ottobre le vendite al dettaglio segnano un nuovo e più robusto aumento (+1,7%). Il confronto con il 2020 ha scarso significato (+16,3%). Nei primi 10 mesi le vendite sono aumentate del 19,6% rispetto allo scorso anno, con punte massime per abbigliamento (+53,6%), articoli sportivi e per tempo libero (+31%), mobili-arredamento (+29%), prodotti elettronici (+29%), automotive (+26%). La spesa per la ristorazione è aumentata del 30%.

### **Sostanzialmente stabile la domanda di beni durevoli**

Dopo la flessione di settembre (-0,4% rispetto al mese precedente), a ottobre la domanda di beni durevoli manufatti scende a 260,1 miliardi, in calo dello

0,5% rispetto al mese scorso. Al netto degli ordini di mezzi di trasporto gli ordini segnano un incremento dello 0,5%. Al netto del comparto della difesa, la variazione è del + 0,8%. Gli ordini di mezzi di trasporto scendono del 2,6%. Quanto agli ordini di beni capitali, a ottobre segnano un calo entrambi i macro-comparti: difesa (-20,1%) e extra-difesa (-1,2%). Il comparto della difesa, caratterizzato da sensibili oscillazioni mensili, aveva peraltro registrato un aumento quasi simmetrico a settembre (+28,2%). L'85% degli ordini di beni capitali proviene dai comparti extra-difesa.

### **Mercato immobiliare: domanda solida e scarsità di immobili in vendita**

Dopo il dato positivo di settembre (+7,0% su agosto), a ottobre la rilevazione condotta da NAR (National Association of Realtors) segna un buon incremento, con vendite salite a 6,34 milioni di unità in termini annualizzati. Le vendite restano inferiori del 5,8% al livello dello scorso anno.

La valutazione di NAR sullo stato di salute del mercato resta positiva. La domanda è robusta, nonostante il basso livello dello stock di abitazioni e la crescita dei prezzi medi. NAR ritiene che nei prossimi mesi i timori di inflazione possano indurre molti acquirenti a comprare un immobile a tasso fisso. Il prezzo mediano è pari a 353.900 \$: un incremento del 13,1% rispetto a ottobre 2020. Lo stock di immobili in vendita è pari a 1,25 milioni, inferiore del 12,0 % rispetto allo scorso anno e dello 0,8 % rispetto ad agosto. Lo stock disponibile è pari a 2,4 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali: erano 2,5 mesi lo scorso anno. In media le case restano sul mercato per 18 giorni (erano 21 lo scorso anno); l'82 % delle abitazioni viene venduta in meno di un mese.

Secondo Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a ottobre il tasso medio sui mutui a tasso fisso a 30 anni è pari al 3,07%, in lieve aumento rispetto a settembre (2,90%); nel 2020 il tasso medio era del 3,11%. La quota di vendite in sofferenza (distressed sale) resta al di sotto dell'1% sul totale delle vendite.

L'indicatore sulle vendite di abitazioni unifamiliari elaborato dal Census Bureau e dal Department of housing and urban development sale, a ottobre, a 745.000 unità (in termini annualizzati), stabile rispetto a settembre (+0,4%). Le vendite restano inferiori del 23,1% a quelle di settembre 2020, quando non erano lontane dal milione di unità. Il prezzo mediano è pari a 407.700 dollari, quello medio a 477.800 dollari, in forte aumento rispetto ai mesi scorsi. A fine ottobre lo stock di case in vendita è di 389.000 unità; il dato corrisponde a un'offerta di 6,3 mesi agli attuali ritmi di vendita.

### **Risalgono i permessi di costruzione**

A ottobre i permessi di costruzione (building permit) salgono a 1,65 milioni (annualizzati), il 4,0 % in più rispetto a settembre e il 3,4% in più rispetto allo scorso anno. Sostanzialmente stabili gli avviamenti di nuove costruzioni (housing start): sono 1,52 milioni, lo 0,7% in meno rispetto a settembre e lo 0,4% in più rispetto al 2020. Infine a settembre sono state completate 1,24 milioni di unità abitative (in termini annualizzati), stabili rispetto al mese precedente ma al di sotto del livello del ottobre 2020 (-8,4%).

### **Stabile la spesa per costruzioni**

A ottobre la spesa per costruzioni è pari a 1.598 miliardi in termini annualizzati, praticamente identica al mese precedente (+0,2%) e superiore del 8,6% al

valore dello scorso anno. Nei primi 10 mesi del 2021 la spesa è cresciuta del 7,5% rispetto all'analogo periodo 2020. Il dato di settembre deriva dalla stabilità della componente privata e dall'aumento di quella pubblica (+1,8%). La spesa privata ammonta a 1.245 miliardi (in termini annualizzati), pari a oltre il 75% della spesa totale; la spesa pubblica è pari a 353 miliardi.

### Automotive: magazzini al minimo storico e prezzi elevati

A ottobre le vendite di autoveicoli segnano il primo aumento mensile da aprile (+6,3% rispetto a settembre), anche se restano inferiori del 20,8% rispetto allo scorso anno. Le vendite risalgono a 13 milioni (in termini annualizzati). Il mese di ottobre si è aperto con il più basso livello di auto in magazzino della storia (meno di un milione). NADA (l'associazione dei rivenditori di auto) non si attende nel breve periodo un aumento dello stock. A settembre gli acquisti per le flotte aziendali sono solo il 13% del totale. Salgono i prezzi: secondo le stime di J.D. Power, il più rinomato centro studi automotive americano, il prezzo medio sale a 44.000 dollari, mentre gli incentivi scendono a un minimo di 1.628 dollari/vettura.

Per la restante parte del 2021 NADA si aspetta che i rivenditori continuino ad attingere al magazzino; soltanto con il 2022 lo stock tornerà ad aumentare, pur rimanendo al di sotto dei livelli pre-Covid.

Secondo NADA il 2021 si chiuderà con vendite intorno a 15,2 milioni.

### Il recupero del mercato del lavoro americano (variazione mensile posti di lavoro)



Fonte: : Bureau of labour statistics.

## Europa

### Nel terzo trimestre la crescita europea prosegue su ritmi elevati

Secondo i dati quasi definitivi, nel terzo trimestre il PIL dell'area UE registra una crescita del 2,2% rispetto al trimestre precedente: un dato analogo a quello del secondo trimestre (+2,1%). Rispetto allo scorso anno, la variazione è del 3,7%. Le statistiche a oggi disponibili non riportano la disaggregazione per componente della domanda. Ricordiamo che nel secondo trimestre a trainare la ripresa erano stati soprattutto i consumi delle famiglie, cresciuti del 3,7%; meno positivo l'andamento di investimenti fissi (+1,1%), export (+2,2%), consumi pubblici (+1,2%). Tornando ai dati relativi al terzo trimestre, tutte le maggiori economie dell'area euro registrano variazioni superiori o vicine al 2% rispetto al trimestre aprile-giugno: Francia (+3,0%), Italia (+2,6%), Spagna (+2,0%), Germania (+1,8%).

### **Indice PMI di novembre: aumentano le preoccupazioni**

A novembre l'indice PMI composito (composite purchasing managers' index) rilevato IHS-Markit sui settori manifatturiero e dei servizi registra un'accelerazione della crescita dell'attività. L'indicatore guadagna oltre un punto rispetto alla rilevazione del mese precedente, rafforzando la sua posizione in zona espansiva. Tuttavia, un'analisi più ravvicinata dei dati alimenta qualche preoccupazione sulla tenuta della ripresa europea. Anzi tutto, la ripresa è molto diseguale: stenta la Germania, bene soprattutto Italia, Spagna e alcune economie minori. Non si attenuano le difficoltà del settore manifatturiero, alle prese con severe limitazioni di offerta dovute alla scarsità di materiali. I prezzi non arrestano la loro corsa al rialzo: novembre segna un nuovo picco dell'inflazione. Non vanno sottovalutati i rischi di una nuova fase di estesi lockdown, che potrebbe nuovamente penalizzare i servizi e accentuare gli squilibri tra domanda e offerta di beni.

### **Rallenta la produzione industriale**

Dopo la forte flessione di agosto (-1,7% rispetto al mese precedente in termini destagionalizzati) a settembre l'indice della produzione industriale dell'area euro registra un ulteriore, lieve calo (-0,2%); il confronto con lo scorso anno segna una crescita del 4,3% ma è scarsamente significativo data la situazione di lockdown. Nel trimestre luglio-settembre 2021 la produzione è rimasta praticamente invariata rispetto ai tre mesi precedenti (-0,2%), mentre la variazione tendenziale è del +5,5%.

### **Le principali economie registrano dinamiche diverse.**

Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi (luglio-settembre 2021) rispetto al trimestre precedente, Francia e Italia registrano le variazioni più positive (rispettivamente +1,0% e +0,9%); in calo la Germania (-2,4%), più debole la Spagna (+0,5%). L'Italia è l'unico paese, tra le maggiori economie dell'area euro, a essere ritornata ai livelli pre-crisi (a settembre +1,4% rispetto a febbraio 2020). Per la Germania il gap è di oltre 10 punti, per la Francia supera i 5 punti, mentre la Spagna deve recuperare meno di un punto. Il dato di settembre è negativo per Germania (-1,4% rispetto ad agosto) e Francia (-1,5%), in sostanziale stallo Spagna (+0,2%) e Italia (-0,1%). Rispetto allo scorso anno, tutti i paesi registrano dinamiche positive ad eccezione della Germania (-1,4%).

### **Costruzioni in stallo (ma non in Italia)**

Dopo la forte flessione di agosto (-1,4%) la rilevazione di settembre recupera il terreno perduto, almeno in parte (+0,9%); anche rispetto allo scorso anno la variazione ritorna in territorio positivo (+1,5%). Nel trimestre luglio-settembre l'indicatore segna una caduta dell'1,4% rispetto ai tre mesi precedenti, mentre rispetto al 2020 il confronto resta positivo (+2,2%) (ma si era nel pieno del lockdown). L'indice è ritornato al di sotto del valore pre-crisi (-0,5%).

La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale. Considerando la dinamica del trimestre luglio-settembre rispetto a quello precedente in Germania il profilo del ciclo è cedente (-2,2%), mentre il confronto con il 2020 evidenzia una crescita dell'1,3%; rispetto alla situazione pre-crisi (inizio 2020) la Germania deve recuperare l'1,7%. Anche in Spagna il settore delle costruzioni stenta a ripartire. Negli ultimi tre mesi la caduta dei livelli produttivi è consistente (-3,7%); ancor più sfavorevole è il dato tendenziale



(-9,5%), mentre rispetto alla situazione pre-crisi il gap è molto ampio (-15,3%). In Francia la dinamica trimestrale è simile a quella della Germania (-2,2%), mentre la variazione tendenziale è negativa (-2,3%); il divario rispetto alla situazione pre-crisi è del 5,4%. L'Italia, certamente grazie agli eccezionali incentivi, ha invece ampiamente superato i livelli pre-crisi (+12,6%), e anche il confronto con lo scorso anno è positivo (+10,4%). Il trend trimestrale è sostanzialmente piatto (+0,2% rispetto al trimestre precedente), mentre il mese di settembre registra una dinamica positiva sia rispetto al mese precedente (+1,4%) sia rispetto al 2020 (+1,4%).

### **Bene a ottobre le vendite al dettaglio**

Dopo la flessione di settembre (-0,4% rispetto al mese precedente, in termini destagionalizzati), a ottobre le vendite al dettaglio dell'area euro segnano un lieve recupero (+0,2%). Rispetto a ottobre 2020 la variazione è del +1,4% (a parità di giornate lavorative).

Se consideriamo la variazione rispetto al mese precedente, le vendite riprendono quota in Francia (+0,6%), mentre diminuiscono in Germania (-0,3%) e Spagna (-0,3%). Il confronto con lo scorso anno è favorevole soltanto per la Francia (+5,9%), mentre in Germania (-2,8%) e Spagna (-1,0%) le vendite sono inferiori a quelle di ottobre 2020. Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati (il dato più recente è di luglio).

### **Automotive: ottobre un mese disastroso**

A ottobre non si arresta il crollo delle vendite di autovetture sul mercato europeo. La domanda è scesa a 665.001 unità, il 30,3% in meno rispetto al 2020: il livello in assoluto più basso per il mese di ottobre. La riduzione è imputabile soprattutto alla mancanza di microchip, ma anche alla debolezza della domanda.

Nei primi dieci mesi dell'anno, le vendite sono cresciute del 2,2% rispetto al disastroso 2020, arrivando a 8,2 milioni di auto vendute. Un livello ancora molto lontano da quello del 2019, quando tra gennaio e ottobre furono vendute poco meno di 11 milioni di auto, per chiudere l'anno con vendite appena al di sopra dei 13 milioni. Tra i principali mercati, l'Italia registra l'incremento più

elevato (+12,7%), seguita da Spagna (+5,6%) e Francia (+3,1%). La Germania segna invece una variazione negativa (-5,2%).

La performance del gruppo Stellantis è stata lievemente superiore alla media, con un incremento del 3,1% nei primi 10 mesi sul mercato dell'Unione Europea (più EFTA e UK). La quota di mercato di Stellantis è pari al 22,1%. Bene quasi tutti i marchi, con Jeep a guidare la classifica del brand di maggiore successo (+15,3%). In ripresa Maserati (+16,6%), che ha venduto tra gennaio e settembre 3.200 auto sui mercati europei.

Tra le altre case automobilistiche, bene soprattutto Hyundai (+20%) e Toyota (+16%), che in Europa hanno una quota di mercato rispettivamente dell'8,5% e del 6,4%. In crescita anche il principale player europeo, Volkswagen (+2,0%): la casa tedesca ha una quota di mercato del 25,6%, di gran lunga superiore a quella dei concorrenti. Male Renault (-9,6%), Daimler (-9,4%), Ford (-14,4%), sale BMW (+7,1%).

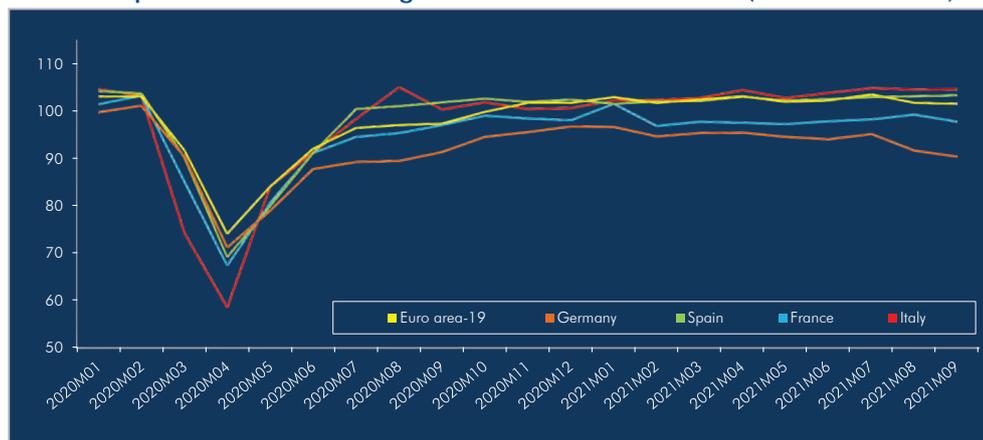
### Non si arresta l'escalation delle auto ad alimentazione alternativa

Nel terzo trimestre 2021 la vendita di auto elettriche e ibride ha continuato a crescere. La quota di mercato dei veicoli BEV (battery electric vehicle) sale al 9,8% (sulle nuove registrazioni), quella di veicoli ibridi plug-in (PHEV) sale al 9,1%. Anche la domanda di auto ibride pure (HEV) è cresciuta al 20,7% delle nuove auto vendute nel trimestre, sorpassando per la prima volta la quota del diesel. La quota delle auto tradizionali (benzina e diesel) è viceversa scesa al 58,1% (39,5% a benzina, 17,6% diesel). Nell'ultimo anno le auto tradizionali hanno perso quasi 20 punti di quota di mercato. In particolare, nel terzo trimestre sono stati venduti in Europa 212.000 veicoli elettrici puri (BEV) e 197.000 veicoli ibridi plug-in (PHEV). I mercati più dinamici per questo tipo di veicoli sono Germania, Spagna e Francia, ma anche in Italia la diffusione dei veicoli ad alimentazione alternativa (APV-alternative power vehicle) è in rapida crescita.

### A novembre peggiora ulteriormente la fiducia dei consumatori

A novembre l'indicatore sul clima di fiducia dei consumatori rilevato dalla Commissione Europea segna un netto peggioramento rispetto ai mesi precedenti: prosegue e si aggrava il trend discendente che ha riportato l'indicatore sui livelli pre-pandemia dopo il rapido recupero di fine 2020-inizio 2021. L'indice di fiducia composito calcolato sui settori produttivi e un diverso panel di consumatori registra un lieve arretramento rispetto alla rilevazione

### Area Euro: produzione industriale gennaio 2020-settembre 2021 (indice 2015 = 100)



Fonte: Eurostat.

di ottobre, ma rimane su livelli elevati. In particolare, l'indicatore segna un miglioramento nel commercio al dettaglio e nelle costruzioni, resta stabile nell'industria (su un livello vicino al record assoluto) e dei servizi. Negative, anche in questo caso, le aspettative dei consumatori. Tra le maggiori economie, l'indicatore migliora in Francia e Italia, peggiora in Germania e, in misura più marcata, Spagna.

Il nuovo indice di incertezza economica, rilevato dalla Commissione Europea, a novembre segnala un aumento dell'incertezza, spiegata dalle persistenti strozzature nelle forniture e dai timori per una nuova ondata di contagi.

## Paesi Emergenti

### **Brasile: strozzature di offerta e inflazione frenano l'economia**

Nel terzo trimestre il PIL si è contratto dello 0,1% rispetto al trimestre precedente: un calo inferiore al -0,4% registrato nel secondo trimestre, che conferma tuttavia la decelerazione dell'economia brasiliana. Rispetto al 2020 la crescita decelera al +4,0%.

Il dato aggregato deriva dal rimbalzo dei consumi delle famiglie (tornati a crescere dello 0,9% dopo il -0,2% dello scorso trimestre), mentre rallenta la caduta degli investimenti (-0,1% dopo il -3,0% del secondo trimestre), sostanzialmente stabile la crescita della spesa pubblica (+0,8% dal +0,9% del secondo trimestre). In forte calo l'export (-9,8%), dopo la crescita del 13,7% registrata lo scorso trimestre. A determinare questo risultato negativo è soprattutto l'andamento dell'agricoltura, condizionato dalla siccità. In forte calo anche le importazioni (-8,3%).

Le previsioni di crescita per il 2021 sono state riviste al ribasso al 4,7%, rispetto al 5,0% stimato in precedenza. Per il 2022, si prevede una crescita intorno all'1,6%, altri istituti sono tuttavia più pessimisti e non si aspettano una crescita di molto superiore allo 0,5% a causa della debolezza dei consumi e degli investimenti, spiegata anche dalle incertezze politiche. Il 2022 sarà infatti l'anno delle elezioni presidenziali.

Tra gli indicatori più recenti, va segnalato il calo della produzione industriale a ottobre (-0,6%, come a settembre); la variazione annuale è del -7,8%, molto al di sotto del -4,0% registrato a settembre. La crescita media annua scende al + 5,6%. Le previsioni di consenso stimano per il 2022 una crescita della produzione industriale pari all'1,2%, in ribasso di quasi un punto rispetto alle proiezioni precedenti.

La rilevazione di novembre dell'indice Manufacturing Purchasing Managers' (PMI), rilevato da IHS-Markit, segna un ulteriore, marcato rallentamento della crescita dell'attività manifatturiera. L'indice scende al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività per la prima volta da maggio 2020. Il peggioramento deriva dalle strozzature di offerta e dall'aumento di tassi di interesse; i prezzi degli input continuano a salire costringendo le imprese ad aumentare i prezzi finali.

Valutazioni più o meno simili vengono da un altro indice del clima di fiducia dell'industria, elaborato dalla Getúlio Vargas Foundation's (Fundação Getúlio Vargas). L'indice peggiora rispetto a ottobre ma rimane appena al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività, al contrario dell'indice IHS-Markit.

È stato approvato dal Parlamento il massiccio programma di welfare, Auxílio Brasil, varato dalla amministrazione Bolsonaro. Il programma raddop-

pierà i pagamenti cash alle famiglie bisognose, portandolo a 71,90 dollari/mese, e aumenterà il numero di famiglie destinatarie a 17 milioni. Per varare il programma Auxilio Brasil è stato necessario approvare preliminarmente un emendamento alla costituzione per permettere al governo di ignorare il tetto alla spesa pubblica.

Il ministro dell'economia Paulo Guedes intende accelerare la privatizzazione di Petrobras, la società petrolifera pubblica. Il piano voluto da Guedes prevede la privatizzazione di 100 imprese pubbliche. Da notare che lo scandalo Petrobras, un esteso sistema di corruzione e malversazione, esplose durante l'amministrazione di Lula, prossimo avversario di Bolsonaro nelle elezioni presidenziali 2022.

### **Cina: si attenuano le tensioni sui prezzi**

Nel terzo trimestre l'economia cinese ha perso slancio a causa di fattori diversi: le nuove ondate di contagi in luglio e agosto; le inondazioni di luglio; le turbolenze sul mercato immobiliare a seguito della crisi Evergrande. La crescita è scesa al 4,9% tendenziale, in decisa frenata rispetto al trimestre precedente. A settembre la produzione industriale è stata limitata dalle interruzioni nella fornitura di elettricità, in seguito alla necessità per le amministrazioni locali di rispettare i più rigidi standard sulle emissioni fissati da Pechino. Le attese per il quarto trimestre scontano un lieve miglioramento della situazione, anche se il quadro resta problematico.

A ottobre, la produzione industriale è aumentata del 3,5% rispetto al 2020, valore superiore al 3,1% di settembre. Rispetto al mese precedente l'incremento è stato dello 0,4%. La media annua è pari al +12,0%. Il dato riflette l'accelerazione di tutti i settori: manifattura, energia, estrattivo. È il probabile risultato della attenuazione delle limitazioni alla fornitura di energia nel mese di ottobre.

Gli analisti prevedono una crescita della produzione del 5,2% nel 2022 e del 5,3% nel 2023.

Sempre a ottobre, le vendite al dettaglio segnano una accelerazione rispetto a settembre (+4,9% tendenziale), ma restano fortemente condizionate dai nuovi contagi e dalla politica di tolleranza zero seguita dalle autorità.

A novembre, l'indice PMI (purchasing managers' index) manifatturiero rilevato da IHS-Markit registra una sostanziale stabilità delle condizioni operative. Migliorano le condizioni di offerta grazie soprattutto al venir meno delle limitazioni alla fornitura di energia; d'altra parte, la domanda si indebolisce, soprattutto a causa dei nuovi contagi. Negativo l'andamento del mercato del lavoro; in calo l'export. Si attenuano le pressioni inflazionistiche. In particolare, calano i prezzi dell'acciaio, mentre restano alti quelli dei prodotti chimici ed elettronici, così come i noli marittimi. Migliora la situazione della logistica. Questo riflette anche l'effetto di misure regolatorie volte a controllare i prezzi. In generale, l'indice dei prezzi degli input e dei prezzi alla produzione rimane tuttavia in crescita, rispettivamente per il 18° e 19° mese consecutivo. La maggioranza delle imprese è ottimista sulle prospettive di breve periodo. Tra i fattori positivi vi sono il miglioramento della situazione epidemica, l'aumento della domanda e il graduale allentarsi dei colli di bottiglia delle catene di fornitura. I punti critici riguardano le persistenti tensioni sui prezzi, il peggioramento del mercato del lavoro e la debole crescita dei consumi e del reddito.

Indicazioni leggermente diverse vengono dall'altro indice PMI, rilevato dal National Bureau of Statistics. L'indice migliora infatti rispetto alla lettura di ottobre, grazie soprattutto all'aumento della produzione e al rallentamento del calo di nuovi ordini, export e occupazione. Anche questa rilevazione riscontra un netto miglioramento delle pressioni sui prezzi degli input, citando le misure del governo volte a ridurre il prezzo del carbone.

L'analogo indice sul settore dei servizi segna invece un peggioramento piuttosto sensibile, ma resta al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Tuttavia, migliora l'indice riferito alle costruzioni a seguito dell'allentamento di alcune restrizioni da parte del governo.

Da mesi i mercati stanno parlando di un possibile default di Evergrande, il grande gruppo immobiliare cinese. La situazione rimane ambigua, anche se nella prima settimana di dicembre la società ha mancato pagamenti di oltre 82 milioni di dollari e sarebbe quindi tecnicamente in default. Tuttavia non vi è stata una dichiarazione ufficiale di default, che spetta alla società debitrice o ai suoi creditori o a una società di rating. Nulla di tutto ciò è avvenuto e Evergrande continua a essere quotata alla Borsa di Hong Kong. Non è chiaro cosa potrà accadere da oggi in avanti. S&P ritiene inevitabile il default, citando pagamenti per 3,5 miliardi in scadenza a marzo e aprile 2022. Le obbligazioni di Evergrande sono scambiate al 20-30% del valore nominale, mentre le azioni hanno perso il 90% del loro valore. L'esito più probabile della crisi è una drastica ristrutturazione del debito, che secondo Fitch non consentirà agli investitori di recuperare più del 10% del capitale. Per il governo cinese la priorità è assicurare che gli acquirenti delle case in costruzione non restino a mani vuote e che i fornitori siano pagati. Una ipotesi attendibile è che altre società pubbliche si facciano carico dei progetti immobiliari di Evergrande, completando le case e pagando i fornitori.

### **Russia: il caro-energia fa bene all'economia russa**

Secondo i dati preliminari, nel terzo trimestre la crescita dell'economia russa si è quasi arrestata, registrando un modesto +0,1% rispetto al trimestre precedente. La crescita tendenziale decelera al 4,3% a fronte del 10,5% registrato nel secondo trimestre, grazie però al confronto con un periodo di estesi lockdown. Nonostante non siano disponibili dati disaggregati per compo-



nente della domanda, il rallentamento è spiegato soprattutto dalla crescita più debole dei settori del commercio al dettaglio e all'ingrosso. Rallentano anche industria, costruzioni e logistica, mentre accelera il comparto estrattivo grazie all'aumento dei prezzi del petrolio.

Gli analisti ritengono che la crescita decelererà ulteriormente nel quarto trimestre (+1,7% tendenziale previsto nel trimestre) a causa della reintroduzione di restrizioni e lockdown. Si stima che il parziale lockdown di 11 giorni a Mosca, nella regione di Mosca, a San Pietroburgo e in altre aree del paese costerà alla Russia circa 0,3 punti percentuali di crescita, che dovrebbe scendere nel 2021 al 3,8% (4,2% nelle previsioni di fonte governativa). Nel 2022 la crescita prevista è del 2,6%.

A ottobre la produzione industriale è aumentata dello 0,8% rispetto a settembre, la crescita tendenziale ha accelerato al 7,1% rispetto al 6,9% del mese precedente. La media annua sale al 4,5%. Determinante l'accelerazione del comparto estrattivo, mentre rallenta la manifattura. Le previsioni di consenso stimano una crescita della produzione pari al 2,9% nel 2021, un po' al di sopra delle proiezioni del mese scorso.

Indicazioni positive vengono dalla rilevazione di novembre dell'indice PMI (purchasing managers' index) rilevato da IHS-Markit. L'indicatore rafforza la posizione al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Migliorano produzione e nuovi ordinativi, accelera l'occupazione; diminuiscono gli ordini inevasi. Prosegue il trend di aumento dei prezzi.

Viceversa, come già a ottobre, l'analogo indice PMI relativo ai servizi registra a novembre un ulteriore peggioramento rispetto al mese precedente; l'indicatore resta ben al di sotto della soglia espansione-contrazione. Il comparto dei servizi risente in modo più diretto delle nuove restrizioni decise dal governo. L'indice aggregato (manifatturiero e servizi) è al di sotto della soglia e peggiora rispetto a ottobre.

Ad agosto e settembre il governo ha erogato rilevanti sussidi ai cittadini per mitigare l'impatto della pandemia sui lavoratori.

In prospettiva, il rischio maggiore deriva da una possibile quarta ondata pandemica: a inizio dicembre sono stati registrati i primi casi della variante Omicron e la Russia ha una percentuale di vaccinati ancora troppo bassa. Gli esperti non escludono una quinta ondata di contagi durante le festività. In un orizzonte un po' più lungo non vanno sottovalutati i rischi geopolitici derivanti dai timori di un conflitto armato con l'Ucraina, che al di là di inevitabili sanzioni non potranno non pesare sul rublo e sugli investimenti esteri.

## ECONOMIA ITALIANA

| PRODUZIONE INDUSTRIALE | COSTRUZIONI               | VENDITE AL DETTAGLIO      | NUOVE VETTURE        | FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE   |
|------------------------|---------------------------|---------------------------|----------------------|------------------------------|
| +2,0 ottobre 2021/2020 | 10,5% settembre 2021/2020 | 3,7% ottobre 2021/2020    | -24,6% novembre 2021 | -2,8% settembre 2021/2020    |
| FIDUCIA CONSUMATORI    | FIDUCIA IMPRESE           | ESPORTAZIONI              | TASSO DISOCCUPAZIONE | TASSO DISOCCUPAZ. 25/34 ANNI |
| ↓ novembre 2021        | = novembre 2021           | 10,3% settembre 2021/2020 | 9,4% ottobre 2021    | 14,1% ottobre 2021           |

- ▶ L'economia italiana rallenta, ma la crescita resta sostenuta.
- ▶ Le agenzie di rating migliorano la valutazione dell'Italia.
- ▶ Positivo il bilancio dei primi 10 mesi di governo Draghi.

### In breve...

In questi ultimi mesi del 2021, l'economia italiana vive una fase di rallentamento rispetto ai mesi scorsi, principalmente a causa della scarsità di materie prime e semilavorati e alle nuove incertezze dovute alla risalita dei contagi in Italia e in Europa. L'industria rallenta ma è in crescita, i servizi restano in recupero pur con qualche ombra, gli occupati sono in aumento. I consumi privati trainano il rimbalzo, gli investimenti crescono ancora, mentre frena l'export italiano di beni. Il caro-energia penalizza imprese e famiglie. Nonostante il rallentamento, tuttavia, secondo le stime di Confindustria, grazie al robusto rimbalzo del terzo trimestre, il 2021 potrebbe chiudersi con un PIL italiano al +6,3/6,4%, più di quanto previsto in ottobre. Si tornerebbe al livello pre-Covid nel I trimestre 2022, risultato non scontato visti i mancati recuperi nelle crisi precedenti. Anche Istat, nelle recenti "Prospettive per l'economia italiana nel 2021-2022" prevede una crescita sostenuta del PIL italiano con +6,3% quest'anno e +4,7% il prossimo, con un aumento dell'inflazione (+2,2% nel 2022).

Conferme positive sulla situazione italiana sono arrivate, nei mesi scorsi, da tutte le principali agenzie di rating, da Standard & Poor's a Moody's e DBRS. Da ultimo, ai primi di dicembre è arrivata la promozione di Fitch, che ha alzato il rating dell'Italia a BBB da BBB-, con outlook stabile. Il giudizio positivo sulla sostenibilità del debito pubblico è il primo dal 2002.

I giudizi positivi nei confronti dell'Italia devono molto al lavoro fatto dal governo Draghi nei dieci mesi passati dal suo insediamento. La campagna vaccinale è avanzata rapidamente (tanto da essere invidiata da Angela Merkel), il PNRR è stato presentato e approvato dalla Commissione Europea. Inoltre, importanti riforme sono state avviate: tra queste la riforma della giustizia civile, quella della giustizia penale, la riforma della concorrenza, la semplificazione burocratica, la riforma fiscale. Infine, è stata proposta una legge di bilancio adeguata alle esigenze del Paese, che stanziava fondi per la riforma degli ammortizzatori sociali e per un primo taglio delle tasse.

### Rallenta la produzione industriale ma resta positiva rispetto al pre-Covid

A ottobre la produzione industriale registra una diminuzione congiunturale, ma resta positivo il confronto con il valore di febbraio 2020, mese antecedente l'inizio dell'emergenza sanitaria.

In dettaglio, l'indice destagionalizzato della produzione industriale, diminuisce dello 0,6% rispetto a settembre. Nella media del trimestre agosto-ottobre il livello della produzione cresce dello 0,6% rispetto al trimestre precedente. L'indice destagionalizzato mensile cresce su base congiunturale solo per l'energia (+2,3%), mentre diminuisce per i beni intermedi (-0,8%), i beni di consumo (-0,9%) e i beni strumentali (-1,4%). Al netto degli effetti di calendario, a ottobre 2021 la produzione aumenta su base annua del 2,0% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 21 contro i 22 di ottobre 2020).

### **In calo mezzi di trasporto e computer**

Si registrano incrementi tendenziali per i beni intermedi (+3,4%), i beni di consumo (+2,7%) e l'energia (+1,8%); diminuiscono lievemente i beni strumentali (-0,1%). I settori di attività economica che registrano gli incrementi tendenziali maggiori sono la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+20,4%), l'industria del legno, della carta e stampa e le industrie alimentari, bevande e tabacco (+5,6% per entrambi i settori) e la fabbricazione di macchinari e attrezzature n.c.a. (+5,0%). Flessioni tendenziali si registrano nella fabbricazione di mezzi di trasporto (-13,2%), nelle attività estrattive (-7,5%), nella fabbricazione di computer e prodotti di elettronica (-4,9%) e nelle altre industrie manifatturiere (-1,9%).

### **La produzione industriale aumenta anche in ottobre e novembre**

L'indagine rapida del CSC (Centro Studi Confindustria) ha rilevato un aumento della produzione industriale dello 0,1% in ottobre rispetto a settembre, e dello 0,2% in novembre. I livelli di attività in entrambi i mesi si sono mantenuti superiori di oltre l'1% rispetto alla media dei primi nove mesi dell'anno. Gli ordini in volume destagionalizzati sarebbero aumentati rispettivamente dello 0,6% e dello 0,5% mensili. Nel IV trimestre del 2021, la produzione industriale italiana starebbe proseguendo il trend di crescita già osservato nel corso dell'anno, anche se con un passo meno sostenuto. Gli incrementi in ottobre e novembre implicherebbero una variazione trimestrale acquisita dello 0,2%, un ritmo più contenuto di quanto osservato nei primi tre trimestri (rispettivamente +1,5%, +1,2% e +1,0%).

### **Rallentano le esportazioni, soprattutto all'interno della UE**

A settembre 2021 si stima una flessione congiunturale per le esportazioni (-1,3%), dovuta al calo delle vendite sia verso l'area UE (-1,5%) sia verso i mercati extra UE (-1,0%). Nel terzo trimestre 2021, rispetto al precedente, l'export cresce del 2,8%. Su base tendenziale, l'export cresce del 10,3%, per effetto dell'aumento delle vendite sia verso l'area UE (+15,0%), sia verso i mercati extra UE (+5,2%). Tra i settori che contribuiscono maggiormente all'aumento tendenziale dell'export si segnalano prodotti petroliferi raffinati (con una crescita del 121,6%), metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+15,5%), sostanze e prodotti chimici (+22,1%), macchinari e apparecchi (+7,8%) e prodotti alimentari, bevande e tabacco (+12,2%). Sono in calo le vendite di autoveicoli (-21,1%) e di mezzi di trasporto, autoveicoli esclusi (-14,8%). Su base annua, i paesi che contribuiscono in misura maggiore all'incremento dell'export nazionale sono Germania (con un aumento del 12,5%), Spagna (+21,4%), Belgio (+27,5%) e Francia (+8,8%). Risulta in diminuzione l'export verso Svizzera (-10,4%), Stati Uniti (-2,3%), Giappone (-8,9%) e Regno Unito



(-1,7%). Nei primi nove mesi del 2021, la crescita tendenziale delle esportazioni (+20,1%) è dovuta in particolare all'aumento delle vendite di metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+31,0%), macchinari e apparecchi n.c.a. (+19,1%), mezzi di trasporto, autoveicoli esclusi (+26,0%), sostanze e prodotti chimici (+18,7%) e apparecchi elettrici (+25,2%).

### **L'edilizia corre, grazie agli incentivi**

A settembre 2021 l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni aumenta dello 0,5% rispetto ad agosto, il valore più elevato degli ultimi cinque mesi. Nella media del terzo trimestre del 2021, la produzione nelle costruzioni registra una crescita dello 0,3% rispetto al trimestre precedente. Su base tendenziale sia l'indice grezzo della produzione nelle costruzioni, sia l'indice corretto per gli effetti di calendario aumentano del 10,5% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 22 come a settembre 2020). Nella media dei primi nove mesi del 2021, sia l'indice grezzo sia l'indice corretto per gli effetti di calendario segnano un incremento del 27,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

### **Aumento congiunturale per le vendite di beni alimentari**

A ottobre 2021 si rileva una moderata crescita congiunturale per le vendite al dettaglio (+0,1% in valore e +0,2% in volume). A determinare il segno positivo sono le vendite dei beni non alimentari (+0,3% in valore e +0,4% in volume) mentre quelle dei beni alimentari sono in calo (-0,1% in valore e -0,2% in volume). Nel trimestre agosto-ottobre 2021, in termini congiunturali, le vendite al dettaglio aumentano dell'1,4% in valore e dell'1,0% in volume. Risultano in crescita sia le vendite dei beni non alimentari (+1,9% in valore e +1,7% in volume) sia quelle dei beni alimentari (+1,0% in valore e +0,3% in volume).

### **Più consistente l'aumento delle vendite rispetto al 2020**

Su base tendenziale, a ottobre 2021, le vendite al dettaglio aumentano del 3,7% in valore e del 2,8% in volume. Sono in crescita le vendite dei beni non alimentari (+6,4% in valore e +5,7% in volume) mentre quelle dei beni alimentari aumentano lievemente in valore (+0,2%) e diminuiscono in volume

(-0,9%). Tra i beni non alimentari, si registra una crescita tendenziale per quasi tutti i gruppi di prodotti, ad eccezione di dotazioni per l'informatica, comunicazione, telefonia (-3,6%), generi casalinghi durevoli e non durevoli (-1,1%) e cartoleria, libri, giornali e riviste (-1,0%). Gli aumenti maggiori riguardano calzature, articoli in cuoio e da viaggio (+14,8%), abbigliamento e pellicceria (+14,2%) ed elettrodomestici, radio, tv e registratori (+12,7%). Rispetto a ottobre 2020, il valore delle vendite al dettaglio cresce per la grande distribuzione (+2,7%), per le imprese operanti su piccole superfici (+5,8%) e per le vendite al di fuori dei negozi (+2,2%) mentre si registra un calo per il commercio elettronico (-3,7%).

### **La crisi dei microchip costringe il mercato auto italiano a una nuova flessione**

A novembre 2021 il mercato italiano dell'auto totalizza 104.478 immatricolazioni (-24,6%) contro le 138.612 unità registrate a novembre 2020. I volumi immatricolati nei primi undici mesi del 2021 ammontano, così, a 1.371.166 unità, l'8,6% in più rispetto ai volumi del periodo gennaio-novembre 2020. Rispetto al 2019, il periodo gennaio-novembre 2021 risulta in calo del 22,8%. Nella legge di bilancio in corso di approvazione, sono stati presentati alcuni emendamenti per rifinanziare gli incentivi, attualmente esauriti, a sostegno della domanda di autovetture e veicoli commerciali leggeri a basso impatto ambientale.

### **Si registra un positivo calo del rapporto tra sofferenze e prestiti**

A settembre 2021 i finanziamenti alle imprese sono rimasti stabili rispetto al mese di agosto 2021 e sono diminuiti dell'2,8% rispetto a settembre 2020. Il rapporto tra sofferenze è sceso al 4,3%. Infine, i depositi totali diminuiscono dello 0,2% su base mensile e aumentano del 9,8% su base tendenziale.

### **In flessione la fiducia dei consumatori**

A novembre 2021 l'indice di fiducia dei consumatori registra una diminuzione, rimanendo comunque su livelli storicamente elevati. Il calo è dovuto essenzialmente ad un peggioramento delle attese sulla situazione economica generale e di quelle attinenti la sfera personale. Più in dettaglio, il clima economico e quello futuro sono in deciso peggioramento, mentre il clima personale registra una riduzione più contenuta. Solo il clima corrente è in crescita.

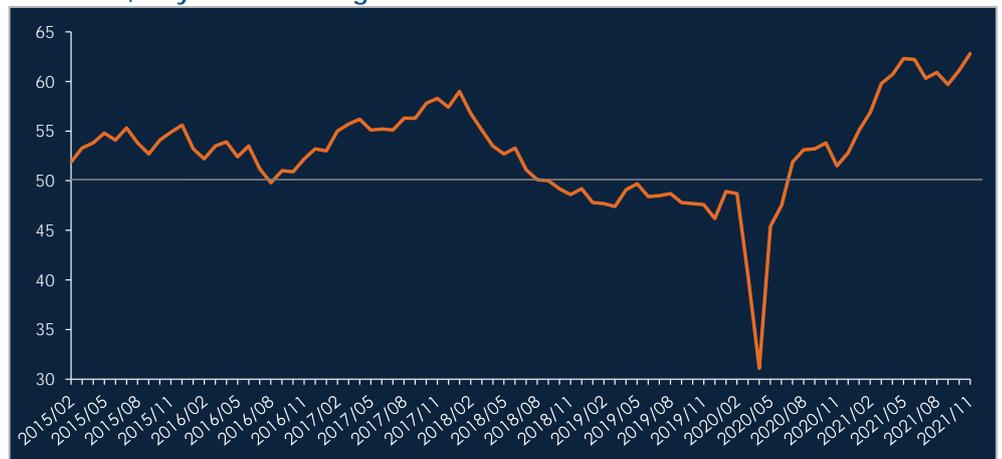
### **Stabili le attese per le imprese**

Per contro, l'indice composito del clima di fiducia delle imprese rimane sostanzialmente stabile. In particolare, migliora la fiducia nell'industria manifatturiera e nel commercio al dettaglio, mentre si registra un calo nei servizi di mercato e nelle costruzioni. Quanto alle componenti degli indici di fiducia, nella manifattura tutte le variabili sono in miglioramento ad eccezione dei giudizi sulle scorte; nel commercio al dettaglio tutte le variabili sono improntate all'ottimismo. In relazione ai servizi di mercato, i giudizi sugli ordini e quelli sull'andamento degli affari sono in peggioramento, mentre un deciso aumento caratterizza le attese sugli ordini. Nelle costruzioni, giudizi sugli ordini sostanzialmente stabili si uniscono ad attese sull'occupazione presso l'azienda in diminuzione.

## Indice PMI su livelli record

L'indice PMI (purchasing managers index) IHS Markit del settore manifatturiero italiano, che fornisce in modo sintetico un quadro degli sviluppi delle condizioni generali del settore manifatturiero, ha segnalato il diciassettesimo mese consecutivo di miglioramento dello stato di salute del settore, aumentando da 61,1 di ottobre sino a raggiungere a novembre il valore record d'indagine di 62,8. Anche il settore terziario è in continua espansione. L'indice principale destagionalizzato IHS Markit PMI dell'attività terziaria in Italia è salito a novembre a 55,9 da 52,4 di ottobre, segnalando il settimo mese consecutivo di crescita della produzione terziaria e al valore maggiore da agosto.

## PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

## La crescita dell'occupazione riguarda esclusivamente gli uomini

Nel mese di ottobre prosegue la crescita dell'occupazione osservata a settembre, con un aumento in due mesi di oltre 140.000 occupati; rispetto a gennaio 2021, l'incremento supera i 600.000 occupati ed è dovuto esclusivamente alla ripresa del lavoro dipendente. Il tasso di occupazione è più elevato di 1,8 punti percentuali. Rispetto ai livelli pre-pandemia (febbraio 2020) il numero di occupati è inferiore di quasi 200.000 unità; il tasso di occupazione, pari al 58,6%, è più basso di 0,1 punti, quello di disoccupazione è sceso dal 9,7% al 9,4%, mentre il tasso di inattività, ora al 35,2%, è superiore di 0,4 punti.

## Forte aumento dei disoccupati rispetto a settembre

In dettaglio, nel mese di ottobre 2021, rispetto al mese precedente, crescono sia gli occupati sia i disoccupati mentre diminuiscono gli inattivi. L'aumento dell'occupazione (+0,2%, pari a +35.000 unità), che ha riguardato solamente gli uomini, coinvolge i dipendenti, le persone tra i 15-24 anni e gli ultra 50enni. Il tasso di occupazione sale al 58,6% (+0,1 punti). La crescita del numero di persone in cerca di lavoro (+2,2%, pari a +51.000 unità rispetto a settembre), osservata sia per gli uomini sia per le donne, coinvolge chi ha più di 24 anni. Il tasso di disoccupazione sale al 9,4% (+0,2 punti), nonostante tra i giovani scenda al 28,2% (-1,4 punti). La diminuzione del numero di inattivi tra i 15 e i 64 anni, registrata a ottobre rispetto al mese precedente (-0,6%, pari a -79.000 unità), è generalizzata sia per sesso sia per classe d'età. Il tasso di inattività scende al 35,2% (-0,2 punti).

## MATERIE PRIME

| NICKEL   | CRUDE OIL AVERAGE  | ALLUMINIO   | MINERALE DI FERRO   |
|--|--|---|---|
| nov/ott 2021   | nov/ott 2021   | nov/ott 2021  | nov/ott 2021  |
|  <b>+2,9%</b> |  <b>-2,6%</b> |  <b>-10,2%</b> |  <b>-21,7%</b> |
| \$/Mt  | \$/Bbl   | \$/Mt   | \$/Dmtu   |
| RAME   | GOMMA NATUR. TSR20   | CACAO   | ZUCCHERO  |
| nov/ott 2021   | nov/ott 2021   | nov/ott 2021  | nov/ott 2021  |
|  <b>-1,0%</b> |  <b>+0,8%</b> |  <b>-6,8%</b>  |  <b>+0,9%</b>  |
| \$/Mt  | \$/Mt  | \$/Kg   | \$/Kg   |

- ▶ Il 2021 si chiude nell'incertezza sui mercati di materie prime.
- ▶ Si assestano i prezzi delle commodity industriali.
- ▶ Rallentano petrolio e gas naturale.

### The Economist commodity - price Index (valori %)

|                        | variazione congiunturale | variazione tendenziale |                                | variazione congiunturale | variazione tendenziale |
|------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------------|--------------------------|------------------------|
| <b>Dollar Index</b>    |                          |                        | <b>Sterling Index</b>          |                          |                        |
| All Items              | 6,7%                     | 8,7%                   | All Items                      | 9,2%                     | 970,0%                 |
| Food                   | 3,9%                     | 24,3%                  | <b>Euro Index</b>              |                          |                        |
| Industrials            |                          |                        | All Items                      | 9,9%                     | 17,0%                  |
| All                    | 8,8%                     | -0,5%                  | <b>Gold</b>                    |                          |                        |
| Non food agriculturals | 6,8%                     | 31,0%                  | \$ per oz                      | -2,2%                    | -4,5%                  |
| Metals                 | 9,3%                     | -6,2%                  | <b>West Texas Intermediate</b> |                          |                        |
|                        |                          |                        | \$ per barrel                  | -11,1%                   | 54,0%                  |

Fonte: The Economist, 30 novembre -7 dicembre 2021.

Il 2021 si avvia alla chiusura in un clima di perdurante incertezza sui prezzi delle principali commodity industriali, ma anche sulla logistica e sulla fornitura di microchip, essenziali per la produzione di auto, apparecchi elettronici e non solo. Nel mese di novembre si sono registrati ribassi per diverse materie prime, che tuttavia non sono ancora sufficienti a rassicurare per il futuro, che coinvolge la continuità delle catene globali di fornitura. Un discorso a parte riguarda il gas naturale che, in Europa, è al centro di uno scontro geopolitico per l'approvazione del controverso gasdotto Nord Stream 2 e di cui i consumatori finali pagano il prezzo, con aumenti significativi in bolletta.

### Olio di palma e fertilizzanti in aumento, commodity industriali in calo

A livello di singole materie prime, i maggiori apprezzamenti registrati in novembre hanno interessato olio di palma (+13,8%), fosfato di ammonio DAP (+8,0%), cotone (+7,8%), caffè (+7,4% la varietà Arabica e + 4,0% la varietà Robusta), stagno (+3,8%) argento (+3,3%), nickel (+2,9%), oro (+2,5%), platino (+2,1%), zucchero (+0,9%). Sostanzialmente stabili riso, cloruro di potassio, olio di girasole, soia, piombo. In ribasso minerale di ferro (-21,7%), alluminio (-10,2%), gas naturale (-9,7% l'indice medio), cacao (-6,80%), petrolio (-2,6% il prezzo medio, -3,4% il Brent), zinco (-1,4%), rame (-1,0%).

### Si assestano petrolio e gas naturale

Cala in novembre il prezzo medio del petrolio, nonostante alcuni sbalzi dovuti prima alla ripresa pandemica della variante Omicron e dopo alle rassicurazioni sulla tenuta dei vaccini.

L'amministrazione Biden ha annunciato l'immissione sul mercato di milioni di barili di riserve di petrolio, in coordinamento con Cina, India, Corea del Sud, Giappone e Gran Bretagna, per cercare di raffreddare i prezzi dopo che i produttori dell'OPEC+ hanno ripetutamente ignorato le richieste di produrre più greggio. Si assesta il prezzo del gas naturale che, dopo mesi di rialzi, registra un calo in novembre, anche se il livello delle scorte in Europa è davvero basso.

### Acciai ancora in calo

Continua l'andamento cedente del minerale di ferro, con quotazioni in ulteriore calo del 21,7%. Variegata, invece, la situazione dei non ferrosi: piombo rame e zinco variano poco (rispettivamente -0,6%, -1,0% e -1,4%); aumenta del 2,9% il nickel, mentre l'alluminio registra un brusco calo del 10,2%. Buona ripresa per i preziosi, con l'argento che registra un +3,3%, ora un +2,5% e platino +2,1%.

### Rincari generalizzati per le commodity alimentari

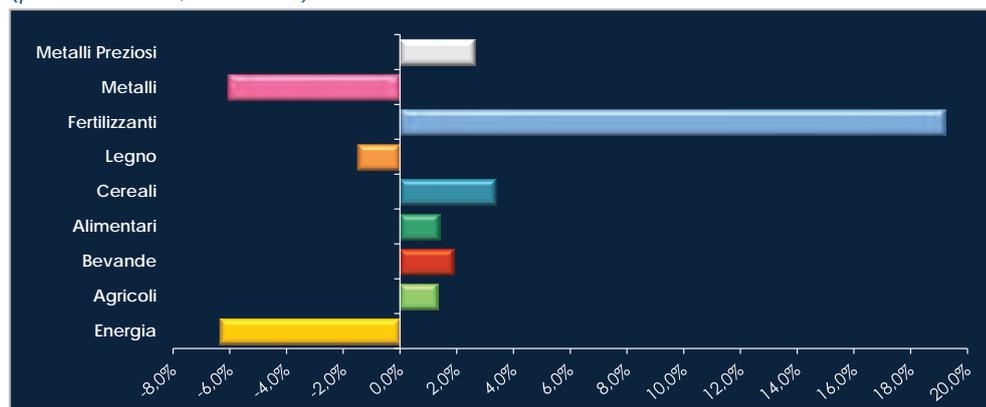
Tra le materie prime alimentari si registrano apprezzamenti diffusi, che vanno +7,4% del caffè Robusta (+4,0% per la varietà Arabica), al +3,8% del mais, al +3,4% delle arachidi. Solo il cacao subisce un rallentamento con un calo di prezzo del 68%.

I prezzi delle materie prime, trend 2015-2021 (valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazione dati World bank.

Variaz dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente, nov/ott 2021 (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World bank.

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

### I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

| Materia prima                | Unità misura     | Prezzo in \$ ott 2021 | Prezzo in \$ nov 2021 | var. % |
|------------------------------|------------------|-----------------------|-----------------------|--------|
| Aluminum                     | (\$/mt)          | 2934,39               | 2636,45               | -10,2% |
| Banana, Europe               | (\$/kg)          | 0,93                  | 0,90                  | -2,4%  |
| Banana, US                   | (\$/kg)          | 1,15                  | 1,14                  | -0,6%  |
| Beef                         | (\$/kg)          | 5,70                  | 5,95                  | 4,5%   |
| Coal, Australian             | (\$/mt)          | 224,51                | 157,48                | -29,9% |
| Coal, South African          | (\$/mt)          | 199,65                | 128,00                | -35,9% |
| Cocoa                        | (\$/kg)          | 2,57                  | 2,39                  | -6,8%  |
| Coconut oil                  | (\$/mt)          | 1922,86               | 1982,50               | 3,1%   |
| Coffee, Arabica              | (\$/kg)          | 5,31                  | 5,71                  | 7,4%   |
| Coffee, Robusta              | (\$/kg)          | 2,32                  | 2,41                  | 4,0%   |
| Copper                       | (\$/mt)          | 9829,22               | 9728,90               | -1,0%  |
| Cotton, A Index              | (\$/kg)          | 2,59                  | 2,79                  | 7,8%   |
| Crude oil, average           | (\$/ bbl)        | 82,06                 | 79,92                 | -2,6%  |
| Crude oil, Brent             | (\$/ bbl)        | 83,65                 | 80,77                 | -3,4%  |
| Crude oil, Dubai             | (\$/ bbl)        | 81,22                 | 79,80                 | -1,7%  |
| Crude oil, WTI               | (\$/ bbl)        | 81,32                 | 79,18                 | -2,6%  |
| DAP                          | (\$/mt)          | 672,90                | 726,69                | 8,0%   |
| Fish meal                    | (\$/mt)          | 1461,66               | 1442,75               | -1,3%  |
| Gold                         | (\$/troy oz)     | 1776,85               | 1821,76               | 2,5%   |
| Groundnuts                   | (\$/mt)          | 1539,29               | 1498,61               | 3,4%   |
| Iron ore, cfr spot           | (\$/dmtu)        | 122,91                | 96,24                 | -21,7% |
| Lead                         | (\$/mt)          | 2344,83               | 2329,98               | -0,6%  |
| Liquefied natural gas, Japan | (\$/mmbtu)       | 12,38                 | 12,77                 | 3,2%   |
| Logs, Cameroon               | (\$/cubic meter) | 406,04                | 399,56                | -1,6%  |
| Logs, Malaysian              | (\$/cubic meter) | 263,17                | 261,16                | -0,8%  |
| Maize                        | (\$/mt)          | 239,65                | 248,72                | 3,8%   |
| Meat, chicken                | (\$/kg)          | 2,33                  | 2,33                  | 0,2%   |
| Natural gas index            | (2010=100)       | 222,53                | 200,90                | -9,7%  |
| Natural gas, Europe          | (\$/mmbtu)       | 31,05                 | 27,62                 | -11,0% |
| Natural gas, US              | (\$/mmbtu)       | 5,48                  | 5,02                  | -8,4%  |
| Nickel                       | (\$/mt)          | 19362,39              | 19932,86              | 2,9%   |
| Orange                       | (\$/kg)          | 0,66                  | 0,66                  | -0,3%  |
| Palm kernel oil              | (\$/mt)          | 1818,33               | 2068,61               | 13,8%  |
| Palm oil                     | (\$/mt)          | 1310,25               | 1348,07               | 2,9%   |
| Phosphate rock               | (\$/mt)          | 147,50                | 153,13                | 3,8%   |
| Platinum                     | (\$/troy oz)     | 1017,10               | 1038,05               | 2,1%   |
| Plywood                      | (cents/sheet)    | 482,72                | 479,04                | -0,8%  |
| Potassium chloride           | (\$/mt)          | 221,00                | 221,00                | 0,0%   |
| Rapeseed oil                 | (\$/mt)          | 1795,17               | 1848,33               | 3,0%   |
| Rice, Thai 25%               | (\$/mt)          | 395,00                | 394,00                | -0,3%  |
| Rice, Thai 5%                | (\$/mt)          | 401,00                | 400,00                | -0,2%  |
| Rice, Thai A.1               | (\$/mt)          | 382,71                | 378,55                | -1,1%  |
| Rice, Viet Nameese 5%        | (\$/mt)          | 404,46                | 411,41                | 1,7%   |
| Rubber, SGP/MYS              | (\$/kg)          | 1,87                  | 1,93                  | 3,2%   |
| Rubber, TSR20                | (\$/kg)          | 1,73                  | 1,74                  | 0,8%   |
| Sawnwood, Cameroon           | (\$/cubic meter) | 656,25                | 644,89                | -1,7%  |
| Sawnwood, Malaysian          | (\$/cubic meter) | 746,43                | 733,52                | -1,7%  |
| Shrimps, Mexican             | (\$/kg)          | 14,47                 | 14,49                 | 0,1%   |
| Silver                       | (\$/troy oz)     | 23,41                 | 24,18                 | 3,3%   |
| Soybean meal                 | (\$/mt)          | 450,85                | 442,42                | -1,9%  |
| Soybean oil                  | (\$/mt)          | 1483,52               | 1439,57               | -3,0%  |
| Soybeans                     | (\$/mt)          | 551,95                | 550,65                | -0,2%  |
| Sugar, EU                    | (\$/kg)          | 0,38                  | 0,37                  | -1,6%  |
| Sugar, US                    | (\$/kg)          | 0,82                  | 0,82                  | 0,2%   |
| Sugar, world                 | (\$/kg)          | 0,42                  | 0,43                  | 0,9%   |
| Sunflower oil                | (\$/mt)          | 1420,53               | 1418,32               | -0,2%  |
| Tea, avg 3 auctions          | (\$/kg)          | 2,78                  | 2,82                  | 1,5%   |
| Tea, Colombo                 | (\$/kg)          | 3,05                  | 3,08                  | 1,0%   |
| Tea, Kolkata                 | (\$/kg)          | 2,88                  | 2,91                  | 1,1%   |
| Tea, Mombasa                 | (\$/kg)          | 2,42                  | 2,48                  | 2,5%   |
| Tin                          | (\$/mt)          | 37722,92              | 39158,69              | 3,8%   |
| Tobacco, US import u.v.      | (\$/mt)          | 4241,75               | 4229,90               | -0,3%  |
| TSP                          | (\$/mt)          | 618,00                | 665,00                | 7,6%   |
| Urea                         | (\$/mt)          | 695,00                | 900,50                | 29,6%  |
| Zinc                         | (\$/mt)          | 3359,91               | 3311,27               | -1,4%  |

Fonte: World bank.

## VALUTE



- ▶ La FED non ritiene più l'inflazione transitoria, affondando il dollaro.
- ▶ Le prospettive inflazionistiche danneggeranno lo yen nel 2022.
- ▶ La variante Omicron potrebbe rafforzare lo yuan.

### L'euro va verso un periodo di rafforzamento

La moneta unica è rimbalzata sopra \$1,13 negli ultimi giorni, aiutata da un dollaro relativamente più debole e dal calo dei rendimenti obbligazionari. Gli investitori temono che la nuova variante Omicron, forse resistente ai vaccini come ipotizzato dal CEO di Moderna, possa danneggiare la ripresa economica in corso. Tuttavia, l'euro è rimasto vicino al suo livello più debole da luglio 2020, tra le preoccupazioni per le potenziali nuove restrizioni in tutta Europa. In generale gli analisti vedono la Federal Reserve inasprire la politica monetaria più velocemente di altre importanti banche centrali (soprattutto della BCE). I verbali dell'ultima riunione politica della Banca Centrale Europea hanno mostrato un certo accordo in Europa a favore della conferma della politica monetaria accomodante, almeno per un po' di tempo; hanno ribadito che l'aumento dell'inflazione è temporaneo, non prevedendo rialzi dei tassi nel 2022. I trader hanno ripreso a scommettere che le banche centrali globali perseguiranno un ritmo più lento nell'aumento dei tassi di interesse e questo sentimento ha inferto un colpo inaspettato alla scommessa su un euro debole.

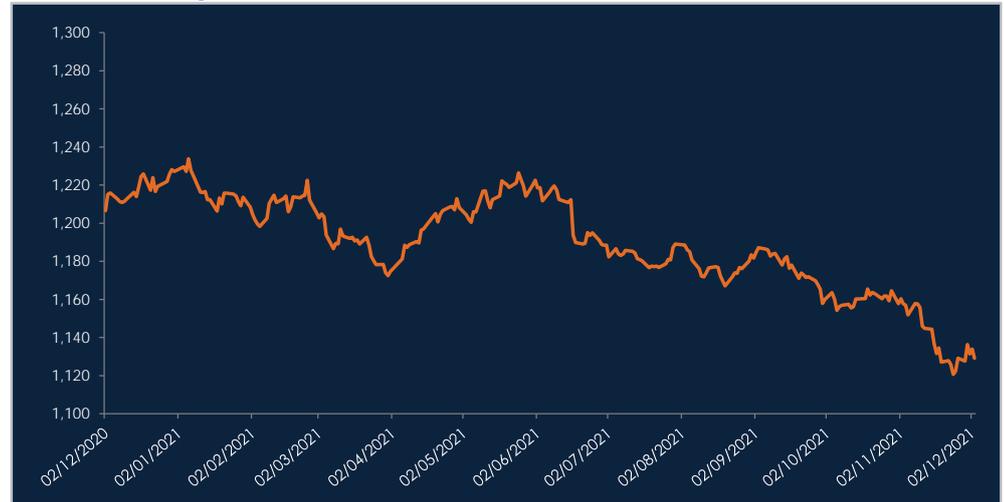
A novembre l'euro ha registrato una variazione negativa (-1,4%) rispetto al mese precedente nei confronti delle valute dei principali 38 partner commerciali. Rispetto al dato di novembre 2020 si osserva una contrazione del 2,5%.

### Il dollaro sconta le dichiarazioni della FED sull'inflazione non più transitoria

Le prospettive per il biglietto verde sono cambiate sensibilmente dopo che la Federal Reserve ha comunicato che non considera più l'inflazione un fenomeno transitorio. Il messaggio è stato convenuto da Jerome Powell nel corso della sua testimonianza al Congresso, poco dopo aver ricevuto la conferma da parte del presidente Joe Biden del suo secondo mandato alla guida della banca centrale americana. Powell ha sottolineato che il termine "transitorio" si riferisce al fatto di non lasciare dei segni permanenti sui prezzi. Allo stesso tempo il presidente dell'istituto centrale ha messo in guardia: i rischi di un'inflazione più alta sono aumentati. In generale, ha spiegato il numero uno della FED, i prezzi più alti che stiamo vedendo sono collegati a squilibri sul fronte dell'offerta e su quello della domanda, che possono essere riferiti alla pandemia e alla riapertura dell'economia. Ma può essere anche il caso che gli aumenti dei prezzi si siano diffusi in modo più ampio e che il rischio di un'inflazione più alta sia aumentato. Un sondaggio svolto dal Financial Times con Initiative on Global Markets evidenzia come oltre la metà degli econo-

misti censiti si attenda la fine del programma di tapering a fine marzo 2022. Il 50% degli esperti sostiene inoltre che la Federal Reserve alzerà il costo del denaro nel secondo trimestre 2022 e che l'inflazione rimarrà elevata per tutto il prossimo anno, moderandosi solo marginalmente a dicembre.

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



Fonte: elaborazioni dati BCE.

### La variante Omicron crea incertezza e favorisce lo yen

Lo yen, valuta rifugio per eccellenza, ha tratto nuova forza dalle paure della nuova variante Omicron. Il rischio che il nuovo ceppo sia immune agli attuali vaccini al momento è estremamente basso; ciò nonostante gli umori dei mercati hanno dato notevole peso a questi sviluppi. Le reazioni degli operatori continueranno ad essere abbastanza viscerali fino a quando la comunità scientifica non fornirà evidenze sull'efficacia dei vaccini. Sul versante interno bisogna invece notare come le misure ufficiali a sostegno dell'inflazione stiano, per la prima volta da vent'anni, facendo lentamente muovere i prezzi giapponesi verso l'alto. Qualche analista ritiene che tale andamento sia dovuto più al rincaro delle materie prime che dalle politiche monetarie ed economiche del Giappone; ciò nonostante, molti operatori, tra cui Nomura, stanno mettendo in conto che il 2022 sarà un anno di debolezza strutturale per la valuta nipponica.

### Le questioni irrisolte della Brexit tolgono fiducia alla sterlina

La sterlina a dicembre è inizialmente scesa contro l'euro, in seguito alle preoccupazioni per la Brexit, che hanno mantenuto la pressione sulla valuta inglese. Le relazioni anglo-francesi sono infatti rimaste tese dopo che la Francia ha snobbato il Regno Unito, revocando l'invito al ministro degli Interni Priti Patel la partecipazione a un incontro sulla crisi dei migranti della Manica. Inoltre, i negoziati sul protocollo dell'Irlanda del Nord rimangono ancora in stallo, con l'incertezza e la minaccia di una guerra commerciale che ormai si trascina da mesi sulla sterlina. Oltre agli sviluppi geopolitici, la mancanza di dati economici particolarmente positivi ha contribuito a lasciare la sterlina senza molto supporto. Infine i commenti accomodanti di uno dei membri più influenti della Bank of England (BoE), Catherine Mann, hanno spinto la sterlina al ribasso. Mann ha avvertito che la variante Omicron potrebbe intaccare la fiducia dei consumatori e il loro livello di consumi, il che a sua vol-

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

|   | MONETA   | media novembre 2021 | variazione dal mese preced. | variazione ultimi 12 mesi |
|---|--|---------------------|-----------------------------|---------------------------|
| + |  TURKISH LIRA           | 12,24               | 14,6%                       | 29,5%                     |
|   |  SOUTH AFRICAN RAND     | 17,71               | 2,8%                        | -3,8%                     |
| = |  AUSTRALIAN DOLLAR      | 1,56                | -0,3%                       | -4,0%                     |
|   |  UK POUND STERLING      | 0,85                | 0,1%                        | -5,4%                     |
|   |  MEXICAN PESO           | 23,81               | 0,3%                        | -1,4%                     |
|   |  ROUBLE                 | 83,11               | 0,4%                        | -8,7%                     |
|   |  BRAZILIAN REAL         | 6,34                | -1,2%                       | -1,4%                     |
| - |  CANADIAN DOLLAR        | 1,43                | -0,7%                       | -7,3%                     |
|   |  SWISS FRANC            | 1,05                | -1,7%                       | -2,4%                     |
|   |  CHINESE YUAN RENMINBI | 7,29                | -2,1%                       | -6,7%                     |
|   |  INDONESIAN RUPIAH    | 16298,12            | -0,9%                       | -3,1%                     |
|   |  INDIAN RUPEE         | 85,00               | -2,2%                       | -3,2%                     |
|   |  JAPANESE YEN         | 130,12              | -0,8%                       | 5,3%                      |
|   |  MALAYSIAN RINGGIT    | 4,77                | -1,3%                       | -2,0%                     |
|   |  US DOLLAR            | 1,14                | -1,6%                       | -3,6%                     |

Fonte: elaborazione dati BCE, novembre 2021.

ta potrebbe rallentare ulteriormente la ripresa economica del Regno Unito. Mann ha anche affermato che è prematuro persino parlare di quando la BoE aumenterà il suo tasso bancario, tanto meno provare a stimare di quanto aumenterà il tasso.

### La solidità del sistema cinese traina lo yuan

Mentre la paura per il ceppo Omicron incombe sui i mercati internazionali, le azioni cinesi e lo yuan sono rimasti saldi, con gli investitori che scommettono che il Paese saprà far fronte alla variante del coronavirus meglio di altri. L'economia cinese si è infatti ripresa prima dalla pandemia rispetto alla maggior parte delle sue controparti, con esportazioni (comprese quelle di prodotti elettronici e tessili) in aumento, a differenza di altre realtà mondiali. Durante il panico iniziale della variante Omicron nei mercati globali, la Cina ha visto un crescente interesse per le sue azioni, ha affermato Yifan Hu, chief investment officer regionale ed economista cinese presso UBS Global Wealth Management. E tale ottimismo si riflette anche nella recente forza dello yuan. Man mano che la situazione della pandemia globale diventa più volatile, il vantaggio competitivo della catena di approvvigionamento cinese, conosciuta per essere altamente resiliente, si fa sempre più pronunciato.

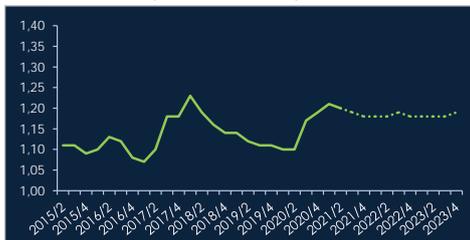


## Sempre più cupe le prospettive per la lira turca

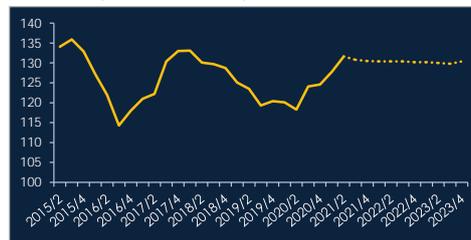
Non si ferma il momento buio e drammatico della lira turca: il 23 novembre la valuta è scesa a un altro minimo record di 12,49 per dollaro, un livello un tempo insondabile e ben oltre quella che solo il mese scorso era considerata la barriera psicologica di 11 lire per dollaro. Il tonfo si è palesato dopo l'ennesimo intervento del presidente Erdogan a difesa della sua teoria economica dei tassi bassi, ormai diventata una vera guerra all'indipendenza economica del Paese. Per gli analisti, la situazione si sta aggravando in modo preoccupante. L'inflazione in Turchia è ora vicina al 20%, il che significa che i beni di base per la popolazione di circa 85 milioni di abitanti sono aumentati vertiginosamente e i loro stipendi in valuta locale sono fortemente svalutati. Mentre la maggior parte delle banche centrali parla di inasprimento, poiché la ripresa globale alimenta l'impennata dei prezzi, la decisione della Turchia di ridurre di 4 punti percentuali i tassi sui prestiti da settembre ha scosso i mercati e frustrato gli investitori che lamentano che la politica monetaria sta diventando sempre più irregolare e imprevedibile. Erdogan, di fatto, continua a pressare e a condizionare la banca centrale con i suoi discutibili assunti economico-finanziari. Secondo il presidente, la Turchia ha ormai abbandonato le vecchie politiche basate su alti costi di prestito e una valuta forte in nome del rallentamento dell'inflazione, e si è invece spostata su un nuovo assetto che offre priorità a maggiori investimenti, esportazioni e forte creazione di posti di lavoro. In realtà, secondo l'agenzia di rating Fitch, ad agosto il 57% del debito del governo centrale turco era legato o denominato in valuta estera, il che significa che pagare quel debito sarà molto difficile con la lira in continua perdita di valore. Lo scenario resta molto cupo per il Paese. Gli economisti avvertono che tale logica rischia di creare iperinflazione in una nazione che dipende fortemente dall'energia e dalle materie prime importate.

## Previsioni di medio periodo

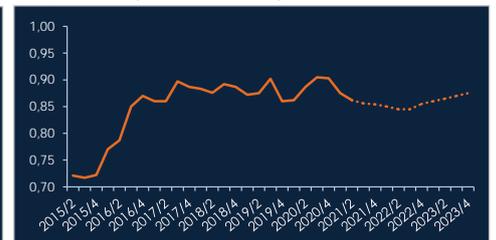
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Yen (valori trimestrali)



Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.

## CREDITO

| PRESTITI ALLE IMPRESE | SOFFERENZE   | SOFFERENZE/ CREDITI | DEPOSITI DELLE IMPRESE | RENDIMENTO TITOLI DI STATO  | SPREAD BTP BUND |
|-----------------------|--------------|---------------------|------------------------|---|-----------------|
| set/ago 2021          | set/ago 2021 | settembre 2021      | set/ago 2021           | asta novembre   | punti base      |
| 0,0%                  | -5,1%        | 4,3%                | -0,2%                  |  | 125             |

- ▶ La BCE comincia a inquadrare l'inflazione come non solo temporanea.
- ▶ Il settore bancario italiano è molto produttivo, ma riduce la sua forza lavoro.
- ▶ In Europa ottenere mutui sta divenendo più arduo.

### La Lagarde ammette che l'inflazione sarà più duratura del previsto

Christine Lagarde ammette che l'inflazione potrebbe restare alta più a lungo del previsto, anche se i prezzi energetici dovrebbero raffreddarsi già nei primi sei mesi del 2022. "Vediamo ancora che l'inflazione si modererà il prossimo anno", ha detto la presidentessa della BCE in un'audizione al Parlamento europeo, "ma ci vorrà più tempo di quanto inizialmente previsto". Nel medio termine, ha assicurato, i prezzi resteranno al di sotto del nostro nuovo obiettivo simmetrico del 2%. Il commento è stata una specie di svolta, in quanto fino a ottobre Lagarde aveva sempre parlato di una fiammata dei prezzi solo temporanea. La presidentessa della BCE ha anche ribadito che i problemi che si registrano da mesi nelle catene di forniture potrebbero protrarsi fino all'anno prossimo: per la fine del collo di bottiglia globale bisognerà aspettare più a lungo di quanto originariamente pensato. Oltretutto la carenza di materie prime, attrezzatura e manodopera sta chiaramente pesando sulla produzione manifatturiera, indebolendo le prospettive a breve termine. Davanti ai parlamentari europei Lagarde ha tuttavia escluso misure di politica monetaria più restrittive: "Se dovessimo tornare a una stretta, ciò causerebbe più danni che benefici". Persino il solo accenno a una eventuale fine della fase emergenziale potrebbe rivelarsi deleterio, per la ripresa in corso nell'eurozona, resa fragile dalle impennate di contagi che si registrano ovunque, ha aggiunto. Riguardo in particolare ai tassi di interesse, Lagarde ha ricordato le condizioni per tornare a una stretta, e ha puntualizzato che con una ripresa così precaria è molto improbabile che nel 2022 vengano soddisfatte.

### Meno occupati e più produttività per le banche italiane

Nonostante la pandemia, le banche italiane si avviano a chiudere un 2021 col segno più ma all'insegna del calo di lavoratori e di sportelli, come del resto sta avvenendo sempre da qualche anno a questa parte. A dirlo è First CISL, il sindacato del settore del credito, che ha presentato un'analisi dei dati aggregati dei primi cinque gruppi nazionali (Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banco BPM, Montepaschi e BPER) relativa ai primi nove mesi dell'anno in corso. A trainare i bilanci delle big five italiani sono le commissioni nette (+11,3%) che spingono in alto i ricavi operativi (+4,7%). In crescita il risultato di gestione (+11%) e il risultato netto di gestione (+76,4%). Dall'analisi emerge chiaramente che nelle banche continuano a diminuire sia il numero di



dipendenti (-4,3% rispetto ai primi nove mesi del 2020 e -2,6% rispetto al 31 dicembre 2020) sia il numero di sportelli (-8,3% su anno). A far da contraltare l'aumento della produttività dei bancari: a livello tendenziale, infatti, crescono le commissioni nette per dipendente (+16,2%), il margine primario per dipendente (+6,8%) e il risultato di gestione per dipendente (+15,9%). Inoltre, nei primi nove mesi del 2021 si registra una crescita del prodotto bancario (+3,7%) e del prodotto bancario rispetto ai dipendenti (+6,5%). E ci sono anche altri numeri positivi: il valore del margine primario pro capite segna un aumento del 6,8% e il risultato di gestione pro capite cresce in doppia cifra (+15,9%). Senza dimenticare che l'indicatore di efficienza cost/income scende al 54,1% dal 56,7% registrato nei primi nove mesi dello scorso anno. Si tratta di un dato di assoluto rilievo nel panorama europeo. La dinamica della produttività viene confermata pure dai dati patrimoniali con il prodotto bancario che aumenta del 3,7% rispetto al dato di chiusura del 2020, e ciò nonostante i finanziamenti alla clientela si siano ridotti dell'1,2%, presumibilmente a causa delle scorte di liquidità predisposte dalle imprese nel 2020 per effetto anche dei finanziamenti garantiti.

#### **A settembre 2021 la crescita dei prestiti al settore privato è aumentata**

Il credito alle imprese e alle famiglie ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e della ripresa economica in atto. La crescita dei prestiti al settore privato è salita al 3,2% a settembre, dal 3,0% di agosto, riflettendo l'andamento dei prestiti alle imprese, nonché un effetto base positivo. A settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è aumentato, raggiungendo il 2,1%, dall'1,5% di agosto, sostenuto da un incremento dei prestiti a più lungo termine. Nonostante tale rialzo, la disponibilità di elevate consistenze di liquidità totali e di altre fonti di finanziamento non bancario potrebbero continuare a rallentare la domanda da parte delle imprese di prestiti concessi dal settore bancario. Nel contempo, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie si è ridotto lievemente a settembre, al 4,1%. La crescita dell'indebitamento delle famiglie è stata determinata principalmente da un aumento della dinamica dei mutui ipotecari, a fronte di una crescita ancora debole del credito al consumo. Ciò è ascrivibile al fatto che con la ripresa il ricorso al credito è diminuito, perché le famiglie hanno preferito finanziare i propri consumi con il reddito disponibile e

i risparmi accumulati durante la pandemia. Nel complesso, l'andamento dei prestiti presenta notevoli differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro, riflettendo, tra l'altro, l'impatto disomogeneo della pandemia e una ripresa economica eterogenea tra i vari paesi.

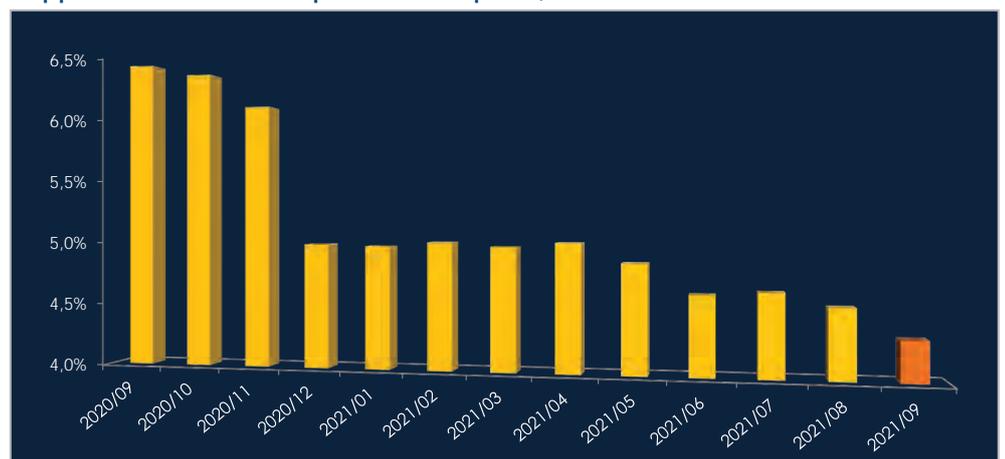
### Si irrigidiscono i criteri di concessioni per i mutui per l'acquisto di case

Secondo l'edizione di ottobre 2021 dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nel terzo trimestre del 2021 i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e ai consumatori sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli per i mutui per l'acquisto di abitazioni sono diventati lievemente più restrittivi. Dopo un forte irrigidimento nelle prime fasi della pandemia, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati per il secondo trimestre consecutivo. Ciò riflette un generale miglioramento dell'economia dell'area dell'euro con la graduale revoca delle misure di contenimento e il perdurare del sostegno offerto dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza. Le banche hanno segnalato che la percezione del rischio e la concorrenza da parte di altre banche hanno avuto un lieve effetto di allentamento netto sui criteri per la concessione del credito, mentre i costi di provvista e i vincoli di bilancio delle banche hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro, grazie ai solidi coefficienti patrimoniali delle banche e ai costi favorevoli della provvista. Per quanto concerne i mutui per l'acquisto di abitazioni, l'irrigidimento dei criteri per la loro concessione è stato connesso alla tolleranza al rischio delle banche, nonché al costo della provvista e ai vincoli di bilancio delle stesse; tali fattori hanno invece avuto un impatto sostanzialmente neutro sul credito al consumo. Per il quarto trimestre del 2021 le banche dell'area dell'euro si attendono un lieve irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e un ulteriore irrigidimento di quelli per i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

### Stabili i prestiti italiani alle imprese

Rimane stabile a settembre l'indicatore mensile dei prestiti italiani alle imprese, nonostante la variazione tendenziale continui ad essere negativa (-2,8%). Perdura invece l'andamento discendente delle sofferenze bancarie, che nel nono mese dell'anno si riducono del 5,1% rispetto a luglio e del

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

35,0% su base tendenziale. Queste evoluzioni, nel loro complesso, fanno sì che il rapporto tra sofferenze e prestiti scenda ulteriormente, arrivando a quota 4,3%. I prestiti alle famiglie risultano essere in crescita sia su base mensile (+0,2%), che su scala annuale (+3,1%). Guardando invece il costo dei fondi erogati, si osserva come per i prestiti al di sotto del milione di euro il tasso di finanziamento sia sceso, mentre c'è un aumento per le erogazioni al di sopra di tale soglia.

#### 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 |
|---------|-----------------|---------------------------|--------------------------|---------|-----------------|---------------------------|--------------------------|
| 2019    | 1,37            | 1,85                      | 1,06                     | 2021/03 | 1,25            | 1,83                      | 0,84                     |
| 2020/09 | 1,29            | 1,71                      | 0,96                     | 2021/04 | 1,19            | 1,80                      | 0,77                     |
| 2020/10 | 1,29            | 1,78                      | 0,99                     | 2021/05 | 1,13            | 1,81                      | 0,70                     |
| 2020/11 | 1,33            | 1,86                      | 0,86                     | 2021/06 | 1,17            | 1,81                      | 0,78                     |
| 2020/11 | 1,38            | 1,85                      | 1,12                     | 2021/07 | 1,05            | 1,83                      | 0,69                     |
| 2021/01 | 1,17            | 1,84                      | 0,77                     | 2021/08 | 1,07            | 1,78                      | 0,64                     |
| 2021/02 | 1,14            | 1,83                      | 0,69                     | 2021/09 | 1,15            | 1,73                      | 0,80                     |

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

#### In calo sia i prestiti totali che quelli alle imprese

Nel mese di settembre si registra una nuova flessione per depositi totali dei residenti in Italia: su base mensile il calo è del -0,3%. Ciò nonostante il confronto con il dato 2020 rimane positivo (+8,0%). Andando a guardare le singole componenti, si nota che i depositi delle imprese (indicate nella tabella come "società non finanziarie") si sono indeboliti a settembre, divenendo lo 0,2% in meno rispetto a agosto. Il confronto tendenziale mostra un buon incremento (+9,8%). È molto ridotta la crescita dei depositi delle famiglie consumatrici, che mensilmente guadagnano lo 0,1%; a livello annuale il rialzo è del 6,0%.

#### Depositi dei residenti in Italia (consistenze di fine periodo in milioni di euro)

|         | Depositi totali | Società non finanziarie | Famiglie consumatrici |         | Depositi totali | Società non finanziarie | Famiglie consumatrici |
|---------|-----------------|-------------------------|-----------------------|---------|-----------------|-------------------------|-----------------------|
| 2019    | 2.455.794       | 301.661                 | 1.043.631             | 2021/03 | 2.731.633       | 375.944                 | 1.124.925             |
| 2020/09 | 2.571.195       | 364.885                 | 1.079.097             | 2021/04 | 2.746.862       | 380.727                 | 1.129.190             |
| 2020/10 | 2.622.103       | 386.253                 | 1.089.004             | 2021/05 | 2.753.181       | 387.145                 | 1.130.348             |
| 2020/11 | 2.626.357       | 370.787                 | 1.090.541             | 2021/06 | 2.773.952       | 392.164                 | 1.131.601             |
| 2020/12 | 2.635.812       | 384.589                 | 1.109.607             | 2021/07 | 2.804.404       | 410.872                 | 1.137.231             |
| 2021/01 | 2.652.384       | 377.429                 | 1.116.995             | 2021/08 | 2.785.767       | 401.572                 | 1.142.727             |
| 2021/02 | 2.672.868       | 379.941                 | 1.122.221             | 2021/09 | 2.777.830       | 400.630                 | 1.143.702             |

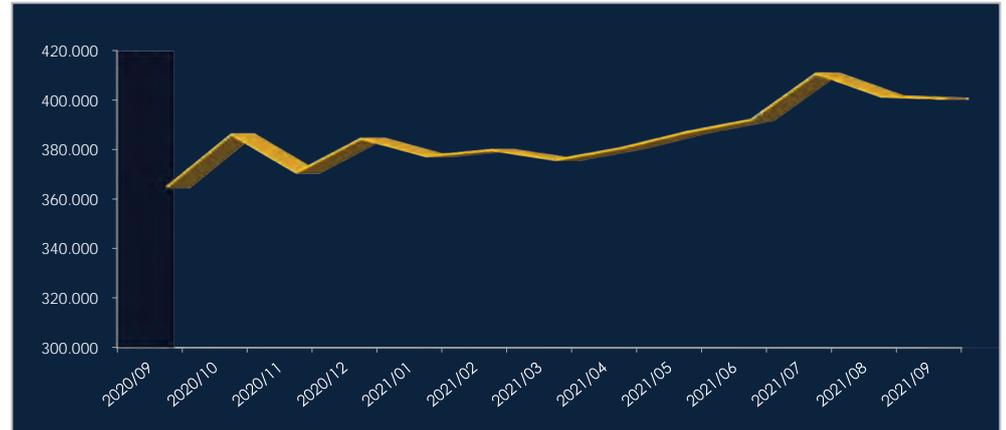
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

#### Rendimenti dei titoli di stato europei: si conferma la flessione di novembre

Come i dati preliminari avevano accennato, l'andamento del rendimento medio dei titoli di stato europei ha subito a novembre una battuta d'arresto: perdendo rispetto ad ottobre 4 punti base, ha raggiunto la soglia dello 0,31%. Il trend è comune a tutte le principali economie mondiali, con le uniche eccezioni di Italia (stabile rispetto al mese scorso) e Grecia (il cui

costo del debito pubblico è aumentato). Lo spread, ovvero il differenziale tra il rendimento del titolo di stato decennale italiano e il suo corrispettivo tedesco, è lievemente aumentato rispetto al dato di agosto, arrivando a quota 125.

### Depositi delle imprese non finanziarie residenti in Italia (milioni di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Rimane discreta la domanda di BOT

Nella giornata del 26 novembre 2021 il ministero dell'Economia e delle Finanze ha collocato un BOT con termine a 6 mesi. Nel dettaglio, la Banca d'Italia ha comunicato che nell'asta dei BOT con scadenza il 31 maggio 2022 sono stati piazzati tutti i titoli offerti dal MEF (5 miliardi di euro l'ammontare complessivo). La domanda è stata discreta, sulla base di richieste per 7,17 miliardi di euro; di conseguenza, il rapporto di copertura (rapporto tra ammontare richiesto e quantitativo offerto) è stato di 1,43, in aumento rispetto all'1,27 dell'asta del BOT semestrale di fine ottobre 2021. Il rendimento lordo di aggiudicazione è ancora negativo ed è stato fissato a -0,563%, che equivale a un prezzo di aggiudicazione di 100,285. Si tratta del nuovo minimo storico per il BOT semestrale. La data di regolamento del BOT semestrale è il 30 novembre 2021. Nella precedente asta dei BOT semestrali di ottobre 2021 il rendimento dei titoli era stato fissato a -0,55%. In quell'occasione le richieste erano state pari a 7,63 miliardi di euro, su un ammontare offerto di 6 miliardi.

### I BTP continuano ad essere richiesti dai mercati

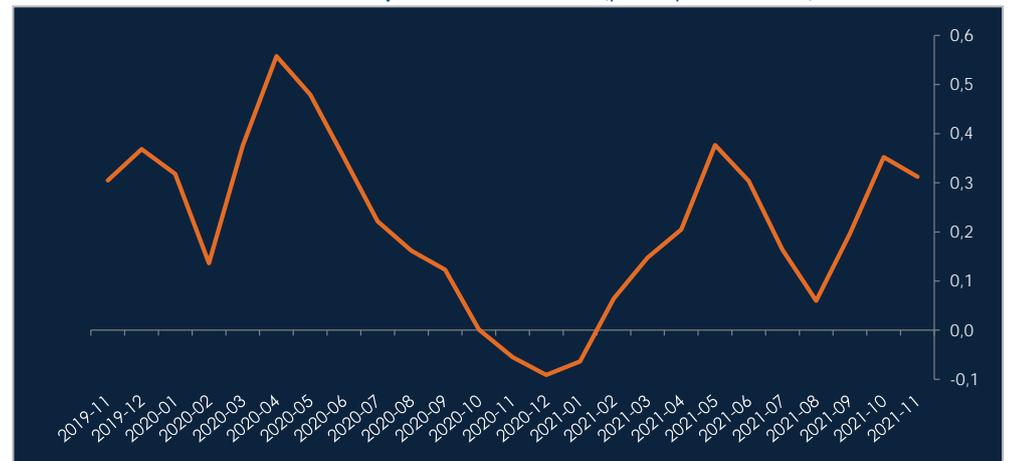
Il 30 novembre 2021 il Ministero dell'economia e delle finanze ha collocato la terza tranche del BTP con scadenza 1° giugno 2032 (cedola dello 0,95%).



Il MEF ha emesso titoli con scadenza a 10 anni per un ammontare pari a 2,25 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra 1,75 e 2,25 miliardi di euro) che era stata prevista dal ministero. Il BTP in questione ha ottenuto richieste per oltre 3,3 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,47. Il rendimento lordo complessivo del BTP decennale è stato fissato all'1,023%, sulla base di un prezzo di aggiudicazione di 99,29. Il rendimento netto del BTP in esame è pari allo 0,893%. Il regolamento del titolo decennale è in programma per il 2 dicembre 2021. Del bond in questione sono in circolazione titoli per un controvalore pari a 6 miliardi di euro.

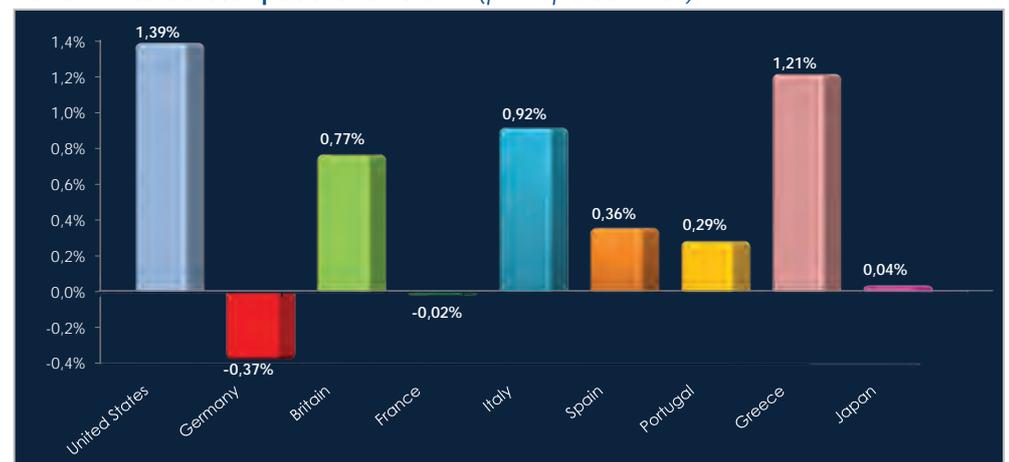
Lo stesso giorno c'è poi stata la collocazione dell'ottava tranche del CCTEU con scadenza 15 aprile 2029 (spread dello 0,65%). Il MEF ha emesso titoli con scadenza a 8 anni per un ammontare pari a 1,5 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra un miliardo e 1,5 miliardi di euro) che era stata prevista dal ministero. Il CCTEU in questione ha ottenuto richieste per 2,23 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,49. Il rendimento lordo complessivo dello strumento è stato fissato allo 0,008%, sulla base di un prezzo di aggiudicazione di 100,8. Del CCTEU in questione sono in circolazione titoli per un ammontare di 12,02 miliardi di euro. Il regolamento del CCTEU quinquennale è in programma per il 2 dicembre 2021.

#### 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 2021.

## INFLAZIONE



- ▶ Prosegue la corsa dell'inflazione, a causa dei continui aumenti degli energetici.
- ▶ A fine anno si capirà il reale impatto sul potere d'acquisto dei consumatori.
- ▶ Decisamente più contenuta l'inflazione di fondo.

Nel terzo trimestre l'andamento dei prezzi delle importazioni registra un aumento significativo; le ragioni di scambio peggiorano e si riportano sui livelli pre-pandemia avendo perso quanto guadagnato nei trimestri del lockdown. Secondo la contabilità nazionale l'aumento dei costi degli input produttivi osservato da inizio pandemia non è comunque eccezionale ed è stato già pienamente traslato sui prezzi finali. Tuttavia, questi dati non possono ancora tenere conto dello shock legato all'accelerazione dei prezzi del gas nelle ultime settimane. È quindi solo con le statistiche di fine anno che si inizierà a vedere l'impatto pieno della maggiore inflazione sul potere d'acquisto dei consumatori. Molto dipenderà dalla durata del recente shock sui prezzi dell'energia, anche in considerazione dei ribassi del prezzo del greggio degli ultimi giorni.

### L'inflazione europea preoccupa più di quella italiana

Nel mese di novembre 2021, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'area euro è stata pari a +4,9%, in aumento rispetto a +4,1% di ottobre. A livello italiano la stima dell'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra un aumento dello 0,8% su base mensile e del 4,0% su base annua (da +3,2% del mese precedente).

### Ulteriore pesante accelerazione dei beni energetici

Nel mese di novembre 2021 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra un aumento dello 0,7% su base mensile e del 3,8% su base annua (da +3,0% del mese precedente). L'ulteriore accelerazione, su base tendenziale, dell'inflazione è ancora una volta in larga parte dovuta ai prezzi dei beni energetici (da +24,9% di ottobre a +30,7%) e, in particolare, a quelli della componente non regolamentata (da +15,0% a +24,3%), mentre la componente regolamentata, pur mantenendo una crescita molto sostenuta, registra un lieve rallentamento (da +42,3% a +41,8%). Accelerano rispetto al mese di ottobre, ma in misura minore, anche i prezzi dei beni alimentari sia lavorati (da +1,0% a +1,7%) sia non lavorati (da +0,8% a +1,5%) e quelli dei servizi relativi ai trasporti (da +2,4% a +3,6%).

### Più contenuta l'inflazione di fondo

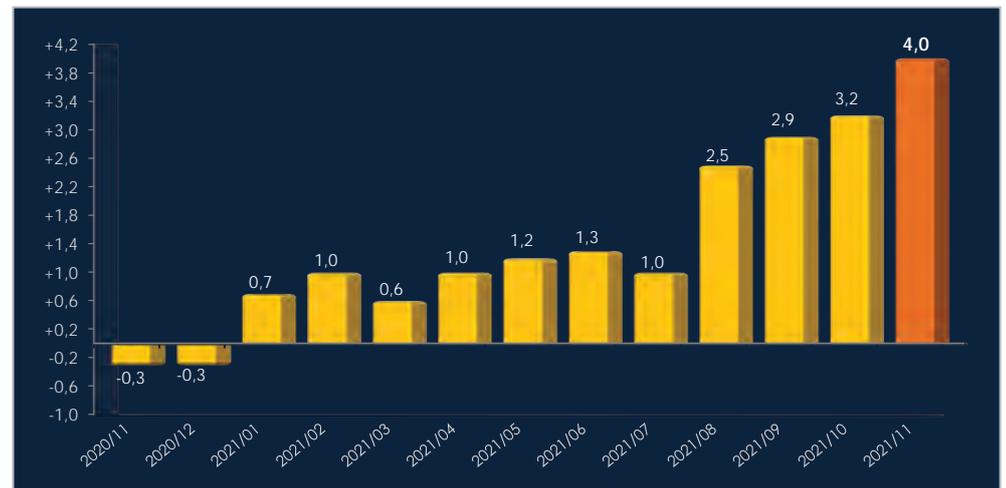
L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, e quella al netto dei soli beni energetici accelerano entrambe da +1,1% di ottobre a +1,4%. L'aumento congiunturale dell'indice generale è dovuto pre-

valentemente alla crescita dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (+7,9%) e, in misura minore, degli alimentari lavorati (+0,9%) e non lavorati (+1,4%). Diminuiscono, invece, per ragioni ascrivibili per lo più a fattori stagionali, i prezzi dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (-0,7%).

### Rispetto a novembre 2020 accelerano sia beni, sia servizi

Su base annua accelerano sia i prezzi dei beni (da +4,2% a +5,3%) sia quelli dei servizi (da +1,3% a +1,7%); il differenziale inflazionistico tra questi ultimi e i prezzi dei beni rimane negativo (-3,6 punti percentuali), ampliandosi rispetto a quello registrato a ottobre (-2,9%). L'inflazione acquisita per il 2021 è pari a +1,9% per l'indice generale e a +0,8% per la componente di fondo. Accelerano i prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona (da +1,0% a +1,4%) e quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto (da +3,1% a +3,8%).

### Stima dell'indice generale armonizzato dei prezzi al consumo per i paesi UE (IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.