



## Sommario

### Economia mondiale

- ▶ L'inflazione non rallenta. La BCE aumenta i tassi. Il razionamento del gas russo condiziona le previsioni.

### Economia italiana

- ▶ Peggiorano le prospettive, sistema industriale in difficoltà. Italia fragile agli occhi degli investitori stranieri.

### Materie prime

- ▶ Braccio di ferro UE/Russia sul prezzo del gas. Petrolio in calo, acciai e metalli in aumento.

### Valute

- ▶ La fine dell'estate lascia le valute deboli.

### Credito

- ▶ Nuovi tassi BCE e ombre dello spread sulle elezioni.

### Inflazione

- ▶ Ancora aumenti in Italia e area euro. Accelerano energetici e alimentari, leggero calo per i carburanti.

## ECONOMIA MONDIALE

	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	agosto 2022	luglio 2022/2021	luglio 2022/2021
	3,7%	+3,9%	+8,5%*
	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	luglio 2022	giugno 2022/2021	giugno 2022/2021
	6,6%	+2,4%	+0,1%**

\* Construction spending

\*\* Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ L'inflazione non rallenta.
- ▶ La BCE aumenta i tassi.
- ▶ Il razionamento del gas russo condiziona le previsioni.

### In breve...

A sei mesi dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina è evidente che le conseguenze economiche del conflitto per il mondo occidentale, e l'Europa in particolare, sono state, e saranno, molto più pesanti di quanto si prevedesse.

Le sanzioni imposte alla Russia, alle imprese e agli oligarchi, sono ben lontane dall'aver messo in ginocchio l'undicesima potenza economica mondiale. Le previsioni di inizio anno (il Fondo Monetario stimava un crollo del PIL russo superiore al 10% nel 2022) sono state drasticamente ridimensionate. Le entrate energetiche della Russia sono addirittura aumentate dall'inizio della guerra. Al contrario, il prezzo per i paesi europei è molto alto. Inflazione a due cifre, prezzi del gas (e di conseguenza dell'elettricità) alle stelle, rischio concreto di blocco di alcuni settori manifatturieri, timori per la tenuta occupazionale e sociale, rischio di disgregazione politica dell'Unione Europea. Da abile giocatore di scacchi quale è, Putin aveva calcolato questi effetti? Forse sì, ma forse la volontà di potenza rende ciechi.

L'inflazione è, in questo momento, il problema più urgente in tutto il mondo. In Europa ad agosto ha raggiunto in media il 9,1% (livello più elevato da decenni); la media deriva da situazioni molto diverse tra paese e paese, e in alcuni casi l'inflazione è salita sopra il 15%. Negli Stati Uniti a luglio è scesa all'8,5% dopo essere salita oltre il 9% a giugno; in Gran Bretagna a luglio ha superato il 10%. In molti paesi emergenti l'inflazione è stabilmente al di sopra del 15%, con gravi rischi per la stabilità sociale e politica.

Le banche centrali sono state costrette a intervenire con decisione. Negli Stati Uniti la FED ha agito con particolare decisione e ha ribadito al summit di Jackson Hole, a fine agosto, che la lotta all'inflazione è la prima priorità. In Europa il compito della BCE è particolarmente delicato: al contrario di quanto avviene oltre oceano, le spinte inflazionistiche hanno soprattutto origine esogena, sotto la pressione dei rialzi del gas e dell'energia. Driver sui quali la banca non ha controllo.

Il blocco completo delle forniture di gas è un'opzione in discussione: per volontà europea o della Russia. Le conseguenze sarebbero pesanti, non solo per le economie europee ma anche per l'economia globale. Con ogni probabilità l'Europa entrerebbe in recessione e l'inflazione salirebbe ulteriormente, obbligando la BCE a una manovra più incisiva. Nei prossimi giorni i

ministri europei discuteranno le misure speciali per ridurre i prezzi del gas. Le proposte sul tappeto sono molteplici, più o meno incisive ed efficaci. Non è tuttavia il caso di illudersi. Per sganciare del tutto l'Europa dal gas russo i tempi sono lunghi: saranno necessarie scelte coraggiose e spesso impopolari (ad es. per ridurre i consumi o accelerare lo sfruttamento di nuovi giacimenti), investimenti ingenti (ad es. per finanziare nuovi gasdotti o progetti di estrazione). Dobbiamo mettere in conto che il gas e l'energia elettrica non potranno tornare ai precedenti livelli di prezzo.

La crisi energetica può diventare una catastrofe non solo economica ma anche sociale e finanziaria: si è parlato di una fase di rischio analoga a quella che precedette la crisi Lehman. Non è un esito inevitabile e i margini di azione ci sono ancora. Ma occorre rendersi conto, cittadini e politici in primo luogo, che se non siamo formalmente in guerra siamo di fatto in una economia di guerra.

### Scenari alternativi, ma domina l'incertezza

Gli scenari di previsione neutrali (baseline) scontano un rallentamento dell'economia globale, più o meno accentuato nelle diverse aree; un'inflazione ancora elevata, ma non in ulteriore rialzo rispetto ai picchi toccati in estate. Le politiche monetarie dovrebbero rimanere moderatamente restrittive, dando massima priorità alla lotta all'inflazione; saranno probabili ulteriori aumenti dei tassi di riferimento, anche a costo di rallentare la crescita. Lo scenario neutrale esclude una escalation del conflitto ucraino e si attende un congelamento o stabilizzazione delle operazioni militari, pur senza arrivare a un accordo. Le forniture di gas russo all'Europa, già fortemente ridotte, non dovrebbero azzerarsi; il prezzo del gas e dell'elettricità resterà elevato ma non aumenterà ulteriormente.

### Molteplici incognite

Questo scenario si basa su ipotesi relativamente ottimistiche, sul piano economico e geopolitico. Le incognite tuttavia sono numerose: l'incertezza è massima. I recenti sondaggi sul clima di fiducia colgono molto bene il grande disorientamento e i crescenti timori di consumatori, imprese e investitori. Le decisioni di spesa e di investimento ne sono fortemente condizionate.

### Gli scenari di Oxford Economics

Oxford Economics, nell'assegnare allo scenario di base che abbiamo descritto il 40% di probabilità, definisce altri 4 scenari alternativi per l'economia globale. Un primo scenario è caratterizzato da inflazione elevata e persistente, alimentata dalle aspettative degli operatori economici, disancorate rispetto alle politiche delle banche centrali. In altre parole, a politiche restrittive non corrispondono comportamenti coerenti. Gli effetti sui mercati finanziari e la crescita sarebbero molto negativi, costringendo le banche centrali ad aumentare i tassi più del previsto.

### Il razionamento del gas: una minaccia per l'Europa

Uno scenario più favorevole ipotizza una discesa dell'inflazione più rapida del previsto, con politiche restrittive meno incisive e una ripresa più rapida. Un terzo scenario prevede una recessione più severa ma più breve.

Infine, l'ultima opzione di Oxford Economics, per noi particolarmente interessante, è focalizzata sul razionamento del gas russo, che nel modello di previsione potrebbe portare l'Europa in recessione con inflazione elevata. Quanto è plausibile questa eventualità?

### Poche le alternative

La fornitura di gas russo all'Europa è già diminuita drasticamente. A luglio 2022 il volume di gas fornito da Gazprom all'Europa attraverso i 4 gasdotti operativi è soltanto il 24% rispetto ai volumi del luglio 2021. L'Europa sta cercando di sostituire il gas russo con gas LNG, proveniente soprattutto dagli Usa e dal Medio Oriente. Tuttavia i prezzi LNG sono più elevati e la competizione con l'Asia è accesa, alimentando la pressione sui prezzi. Le misure di contenimento dei consumi che potrebbero essere introdotte nei paesi europei avranno in ogni caso effetti limitati.

### Per la Russia il mercato europeo è vitale

D'altra parte, non sarebbe interesse della Russia azzerare interamente le forniture. Dopo le sanzioni occidentali, Putin ha annunciato un radicale ripensamento delle strategie del paese, con uno spostamento del baricentro verso l'Asia. Tuttavia, gran parte dei gasdotti esistenti sono a servizio dell'Europa e re-indirizzare il gas dalla Siberia alla Cina è un compito colossale.

### Il traffico dei gasdotti

I numeri parlano chiaro. Attualmente, i gasdotti transitanti dall'Ucraina all'Europa trasportano 146 bcm di gas/anno; Nord Stream1 55 bcm; Nord Stream2 55 bcm (potenziali, attualmente NS2 non è operativo); Yamal-Europe (via Polonia) 33 bcm; Turk Stream (via Turchia) 31,5 bcm. A fronte di questo network diretto all'Europa, solo 38 bcm di gas sono diretti verso la Cina attraverso Power of Siberia 1. Ulteriori 50 bcm dovrebbero passare da Power of Siberia 2, ma la costruzione di questa imponente opera, che in teoria si prevede possa essere operativa nel 2030, deve ancora iniziare e non ha finanziamenti certi. Il mercato europeo è attualmente indispensabile alla Russia. Tuttavia, la volontà politica va spesso contro la razionalità economica: una chiusura dei rubinetti non si può quindi escludere anche a costi elevati per la Russia.



## **Gli sviluppi della guerra: l'opinione degli analisti**

L'evoluzione del conflitto tra Russia e Ucraina è uno dei fattori che maggiormente può influenzare le prospettive economiche dei prossimi mesi. Quale scenario è più verosimile? Un compromesso tra i due paesi? Oppure una escalation delle ostilità? Una de-escalation in una interminabile guerra di confine come quella tra India e Pakistan o tra India e Cina? Oppure l'inizio di lunga guerra di trincea come la prima guerra mondiale, con enorme dispendio di vite umane e mezzi, fino a esaurimento delle forze?

## **Stabilizzazione vs. escalation**

Come al tempo della pandemia tutti erano diventati epidemiologi, oggi tutti sono diventati esperti in strategie militari. È opportuno sgombrare il campo da opinionisti improvvisati, con una conoscenza molto parziale delle forze in gioco. Gli analisti più accreditati ritengono che vi siano solo due scenari possibili: una lunga guerra di posizione senza nessun chiaro vincitore sul campo; oppure una escalation del conflitto. L'opzione della pace non è neppure considerata.

## **L'escalation è l'eventualità più probabile**

È quella dell'escalation l'ipotesi ritenuta più probabile. "Congelare" il conflitto non è interesse né della Russia, che non può accettare una sconfitta o un pareggio; ma neppure dell'Ucraina. Per accelerare la campagna militare alla Russia mancano uomini e potrebbe perciò essere decisa la mobilitazione generale; una mossa che obbligherebbe l'Occidente a inviare più armi all'Ucraina. Ma il nesso di causalità potrebbe essere rovesciato: un aumento delle forniture occidentali potrebbe indurre la Russia alla chiamata alle armi. Il risultato sarebbe analogo.

## **...con conseguenze drammatiche**

L'escalation potrebbe condurre a esiti diversi. Secondo RAND Corporation (uno dei massimi think tank nel campo delle strategie e della teoria dei giochi), se l'eventualità di una sconfitta militare o diplomatica fosse percepita come reale, la Russia potrebbe colpire con missili nucleari tattici i depositi di armi entro i confini ucraini o perfino spingersi oltre.

## **Una nuova era di lotta (armata) per la supremazia?**

A maggio l'American Center for Strategic and International Studies ha condotto una serie di simulazioni per determinare gli esiti più probabili della guerra. Secondo il think-tank americano le scelte delle parti in gioco, pur con la dichiarata volontà di impedire un allargamento del conflitto, stanno in realtà aumentando i rischi di escalation. La guerra potrebbe essere l'inizio, e non la fine, di una nuova, aspra fase di scontro tra grandi potenze per la supremazia in Eurasia.

## **A Jackson Hole Powell illustra la politica monetaria americana**

Fin dal 1978 l'incontro di fine agosto a Jackson Hole, nel Wyoming, è uno degli appuntamenti più attesi da banchieri centrali, economisti e dalla comunità finanziaria in generale per approfondire le prospettive della politica monetaria e per capire l'orientamento della banca centrale americana. Il punto focale dell'intervento di quest'anno del presidente Jerome Powell è

che la Federal Reserve dovrà dare la massima priorità alla lotta all'inflazione, continuando ad alzare i tassi "until the job is done" (fino a quando il lavoro non sarà concluso).

### La lotta all'inflazione è la massima priorità

La riduzione della domanda è una conseguenza inevitabile, a costo di portare a una crescita economica inferiore al potenziale. D'altra parte, Powell ha sottolineato come il mercato del lavoro rimanga forte, se non sbilanciato, e che un suo raffreddamento sia necessario. Ad agosto il tasso di disoccupazione è pari al 3,6%, il tasso di crescita dei salari supera il 5% annuo e la creazione di posti di lavoro rimane robusta, tanto che l'occupazione complessiva è ritornata al di sopra dei livelli pre-pandemia (inizio 2020). Infine, Powell ha anticipato che un "ulteriore aumento dei tassi possa essere necessario" nella prossima riunione del 25 settembre.

### Negativa la reazione dei mercati

I mercati finanziari hanno reagito in modo differenziato. Se l'impatto sui titoli di Stato dell'Eurozona è stato molto contenuto, i mercati azionari hanno invece reagito negativamente con i principali indici statunitensi in calo di oltre il 3% ed estesi ribassi sugli altri mercati internazionali. Gli investitori scontano una crescita degli utili più contenuta per i prossimi trimestri. È venuta meno la convinzione che, in caso di forte ribasso dei mercati azionari, la FED possa modificare la propria politica monetaria e iniettare liquidità, come avvenuto negli ultimi anni.

### Le decisioni della BCE

Quanto alla BCE, nella riunione dell'8 settembre è stato deciso di aumentare di 75 punti base i tre tassi di interesse di riferimento, portando il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1,25%, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'1,50% e il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,75%. La decisione è in linea con le attese dei mercati. Si tratta dell'incremento più marcato dal 1999.



### Preoccupazione per l'inflazione

I toni dello statement e le parole della presidente Lagarde sono stati decisi, a mostrare un approccio determinato da parte della BCE nella lotta all'inflazione. Toni relativamente hawkish sono emersi anche in relazione al percorso futuro di rialzi: tuttavia, non sono state fornite indicazioni sull'entità dei prossimi rialzi, che saranno decisi meeting by meeting e seguendo un approccio data dependent.

### Prosegue l'acquisto di asset

La BCE ha confermato che proseguiranno i reinvestimenti delle scadenze in ambito APP (Asset Purchase Programme, il programma di acquisto titoli) per un periodo di tempo prolungato e in ambito PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) almeno sino alla fine del 2024. Confermato anche l'utilizzo del TPI (Transmission Protection Instrument, lo strumento varato a luglio per proteggere i paesi più deboli da eccessivi aumenti dello spread) quale strumento per una più efficace trasmissione della politica monetaria nei Paesi Membri.

### Previsioni riviste al ribasso

Le proiezioni della BCE sull'inflazione sono state riviste significativamente al rialzo. I prezzi dovrebbero crescere in media dell'8,1% nel 2022 e del 5,5% nel 2023. Sono state riviste decisamente al ribasso le previsioni di crescita per l'Eurozona: lo scenario base vede una crescita del PIL al 3,1% nel 2022, allo 0,9% nel 2023 e all'1,9% nel 2024.

### La reazione dei mercati

La decisione sui tassi e l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche hanno determinato, sul mercato obbligazionario, un generalizzato aumento dei rendimenti dei titoli governativi dell'Eurozona, ma lo spread tra paesi

### Gli scenari alternativi di Oxford Economic

#### Scenario di elevata inflazione (10%)

- ▶ Aspettative di inflazione diventano disancorate dai target delle banche centrali e restano elevate per lungo tempo.
- ▶ I mercati finanziari sono travolti, con marcati e persistenti aumenti dei tassi di interesse e calo delle quotazioni.
- ▶ La domanda rallenta per effetto della contrazione del reddito disponibile.
- ▶ La crescita globale è molto più debole nel medio termine.

#### Scenario di razionamento del gas (20%)

- ▶ Il razionamento del gas in inverno colpisce pesantemente l'industria.
- ▶ La ripresa dalla recessione è dapprima lenta date le pressioni sui prezzi, i tassi elevati e la debolezza dei mercati finanziari.
- ▶ La crescita tenderà ad accelerare quando l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche permetterà politiche monetarie meno restrittive.
- ▶ La crescita globale è sensibilmente più debole soprattutto in Europa.

#### Scenario di politiche meno restrittive (10%)

- ▶ Le pressioni sui prezzi si riducono grazie al miglioramento delle supply chain e a turbolenze inferiori al previsto dei mercati delle commodity.
- ▶ La minore inflazione consente un rallentamento della restrizione monetaria o in alcuni casi tagli dei tassi.
- ▶ Il clima di fiducia di consumatori e imprese migliora.
- ▶ La crescita globale si rafforza in misura significativa.

#### Scenario di recessione delle economie avanzate (20%)

- ▶ Inflazione elevata e politiche monetarie restrittive comprimono il reddito reale delle famiglie e indeboliscono il clima di fiducia.
- ▶ I rendimenti dei bond salgono, perdono terreno equity e immobiliare.
- ▶ La crescita è sensibilmente più debole nel breve periodo, ma poi rimbalza non appena l'inflazione rallenta e le politiche monetarie si ammorbidiscono.

NB: il 40% di probabilità residue è attribuito allo scenario di base, descritto nel paragrafo precedente.

core e paesi periferici (tra i quali l'Italia) si è ridotto. Per quanto riguarda i mercati azionari, l'impatto è stato negativo, anche se le buone notizie per il settore bancario hanno guidato un certo recupero.

### **In vista ulteriori aumenti**

Gli analisti si attendono un ulteriore aumento di 50 punti base a ottobre, seguito da due interventi da 25 punti a dicembre e febbraio 2023. La fine della fase restrittiva dovrebbe arrivare non prima del primo trimestre 2023, fatti salvi cambiamenti significativi (in peggio o in meglio) del quadro economico.

## **STATI UNITI**

---

### **Nel secondo trimestre si attenua la caduta del PIL**

Dopo la flessione dell'1,6% registrata nel primo trimestre 2022, secondo i dati preliminari anche nel secondo trimestre la crescita sarà negativa (-0,6% rispetto al trimestre precedente), confermando che l'economia americana è entrata in una fase di recessione.

La contrazione del PIL riflette la riduzione degli investimenti immobiliari, della spesa del governo federale e delle amministrazioni locali, compensate solo in parte dall'aumento dell'export e dei consumi. Aumentano le importazioni (che statisticamente rappresentano una componente negativa del PIL). La riduzione della spesa del governo federale deriva dalla riduzione della spesa esclusa la difesa, in parte bilanciata dall'aumento della componente per la difesa. In particolare, il dato nasce dalla vendita di petrolio della riserva strategica. L'aumento dei consumi si deve soprattutto alla componente dei servizi (ristorazione e alloggio), mentre diminuiscono i consumi di beni materiali.

### **Nel secondo trimestre ottimo bilancio per le imprese non finanziarie**

Secondo i dati preliminari pubblicati dal Bureau of Economic Analysis, nel secondo trimestre i profitti delle imprese sono aumentati di 175,2 miliardi di dollari, in contrasto con la contrazione di 63,8 miliardi registrata nel primo trimestre. Il dato aggregato deriva dalla riduzione dei profitti delle imprese finanziarie (-24,2,1 miliardi), più che bilanciato dal forte aumento dei profitti delle imprese non-finanziarie (+173,9 miliardi) e dall'aumento più contenuto dei trasferimenti delle imprese estere (+25,5 miliardi).



## **Mercato del lavoro: l'occupazione torna ai livelli pre-crisi**

Dopo il robusto incremento di luglio (+536.000 posti di lavoro) è molto positiva anche ad agosto la rilevazione sul mercato del lavoro. L'occupazione è aumentata di 315.000 unità, portando gli occupati totali al di sopra del livello pre-pandemia (febbraio 2020). Negli ultimi 12 mesi l'economia americana ha creato 5,8 milioni di posti di lavoro. Il tasso di disoccupazione è del 3,7%.

Ad agosto gli incrementi occupazionali più rilevanti riguardano servizi professionali e alle imprese (+68.000 posti ad agosto, +1,1 milioni negli ultimi 12 mesi), sanità (+48.000 unità; +412.000 negli ultimi 12 mesi), commercio al dettaglio (+44.000 posti ad agosto e +422.000 nei 12 mesi), manifattura (+22.000 ad agosto, +461.000 posti nell'ultimo anno), attività finanziarie (+17.000), commercio all'ingrosso (+15.000), attività ricettive e tempo libero (+31.000). Variazioni di minore entità sono riferibili agli altri settori, inclusi logistica e pubblico impiego. Tra i settori più importanti, solo sanità (-37.000 unità, pari al -0,2% del livello iniziale) e soprattutto attività ricettive e tempo libero (-1,2 milioni di posti, -7,2%) devono ancora recuperare il terreno perduto a seguito della pandemia. In tutti gli altri settori l'occupazione è oggi superiore a quella pre-pandemia. La retribuzione media oraria dei dipendenti privati è salita a 32,36 dollari/ora, il 5,2% in più rispetto allo scorso anno; la settimana lavorativa media è di 34,5 ore, che sale a 40,3 ore nel manifatturiero (incluse 3,3 ore di straordinari).

## **Riparte la produzione industriale dopo due mesi negativi**

Dopo due mesi negativi (a giugno -0,4% rispetto al mese precedente), a luglio torna a crescere la produzione industriale (+0,6%). Rispetto allo scorso anno la variazione è del +3,9%. Al dato di luglio contribuisce il positivo andamento della manifattura (+0,7%), in ripresa dopo due mesi negativi; in forte recupero il comparto dei mezzi di trasporto. Bene anche il comparto estrattivo (+0,7%), in calo l'output delle utility (-0,8%). Il tasso di utilizzo degli impianti sale all'80,3%, oltre mezzo punto superiore alla media di lungo periodo.

## **Indice ISM: ad agosto crescita debole**

Ad agosto l'indice manufacturing ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of Supply Management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, registra la crescita dell'attività produttiva per il 27° mese consecutivo. Tuttavia, l'indicatore resta attestato al valore più basso da giugno 2020, anche se ancora al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. ISM rileva che alcuni fattori, come le robuste assunzioni da parte delle imprese, sembrano segnalare un trend positivo. Migliora anche la situazione delle supply chain. I produttori automotive segnalano una notevole riduzione della scarsità di microchip; anche i produttori di manufatti di minerali non metallici registrano un forte miglioramento della disponibilità di materie prime. Altri settori, al contrario, continuano a soffrire di strozzature di offerta. Molte aziende sono preoccupate per un calo della domanda nel 2023 o prima della fine dell'anno: è il caso delle imprese della gomma-plastica e del settore dei computer e elettronico. Le scorte stanno crescendo in modo abnorme per il timore di restare senza prodotto, ma la fase espansiva potrebbe finire presto.

### Non rallentano le vendite al dettaglio

A luglio le vendite al dettaglio sono praticamente invariate rispetto al mese precedente, mentre il confronto con lo scorso anno registra un incremento del 10,3%. Nel trimestre maggio-luglio le vendite sono aumentate del 9,2% rispetto allo scorso anno.

Nei primi 7 mesi quasi tutte le voci di spesa registrano una dinamica positiva, con punte massime per abbigliamento (+8,7% rispetto al 2021), alimentari (+7,8%) e materiali da costruzione e giardinaggio (+6,3%); in crescita anche salute e cura personale (+4,0%), auto e accessori (+2,4%), mobili e arredamento (+1,9%), articoli sportivi e per il tempo libero (+1,6%), in calo solo i prodotti elettronici (-4,9%). La spesa per la ristorazione è aumentata del 20,0%.

### Stabili a luglio gli ordini di beni durevoli

Dopo 4 mesi consecutivi di crescita (+2,2% a giugno), a luglio gli ordini di beni durevoli manufatti restano praticamente invariati rispetto a giugno. Al netto degli ordini di mezzi di trasporto gli ordini aumentano dello 0,3%. Al netto del comparto della difesa, l'aumento è del +1,2%. Gli ordini di mezzi di trasporto calano dello 0,7%.

Quanto agli ordini di beni capitali, a luglio sono in crescita sia il comparto extra-difesa (+2,8%), sia il comparto della difesa (+8,7%). L'85% degli ordini di beni capitali proviene dai comparti extra-difesa.

### Mercato immobiliare in sofferenza: vendite in calo, prezzi ancora elevati

Per il sesto mese consecutivo, a luglio la rilevazione condotta da NAR (National Association of Realtors) registra una flessione del mercato immobiliare. Le vendite scendono a un valore annualizzato di 4,81 milioni, il 5,9% in meno rispetto a giugno e il 20,2% in meno rispetto allo scorso anno.

Secondo NAR, il mercato calo delle vendite riflette l'impatto dell'aumento dei tassi sui mutui (saliti a un picco del 6% a inizio giugno). Le vendite dovrebbero stabilizzarsi a seguito del recente calo dei tassi.

Il prezzo mediano rimane attestato al di sopra dei 400.000 dollari (403.800\$): un incremento del 10,8% rispetto a luglio 2021.

Lo stock di immobili in vendita è pari a 1,31 milioni di unità, superiore del 4,8% rispetto a giugno e invariato rispetto allo scorso anno. Lo stock di invenduto è pari a 3,3 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali, in lieve aumento rispetto allo scorso anno (2,6 mesi).

Gli analisti di NAR osservano che mentre il mercato immobiliare è in recessione, con vendite e costruzioni in regresso, i prezzi continuano a salire e lo stock resta scarso.

In media le case restano sul mercato per 14 giorni (dai 17 dello scorso anno); l'82% delle abitazioni viene venduta in meno di un mese.

Secondo le rilevazioni di Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a luglio il tasso medio sui mutui a tasso fisso a 30 anni è pari al 5,41% (era 5,52% a giugno); il tasso medio 2021 era del 2,96%. La quota di vendite in sofferenza (distressed sales) resta al di sotto dell'1% sul totale delle vendite.

L'indicatore sulle vendite di abitazioni unifamiliari (single-family houses) elaborato dal Census Bureau e dal Department of Housing and Urban Development scende a luglio a 511.000 unità (in termini annualizzati), in forte calo rispetto a giugno (-12,6%) e ancor più allo scorso anno (-29,6%). Il prezzo mediano è pari

a 439.400 dollari, quello medio a 546.800. A fine maggio lo stock di case in vendita è di 464.000 unità, pari a un'offerta di 10,9 mesi ai ritmi attuali di vendita.

### Edilizia: calano i permessi di costruzione e i nuovi avviamenti

A luglio i permessi di costruzione (building permits) scendono a 1,67 milioni (annualizzati), il 1,3% in meno rispetto a giugno ma l'1,1% in più rispetto allo scorso anno. In forte calo rispetto al mese scorso (-9,6%) sono anche gli avviamenti di nuove costruzioni (housing starts), scesi a 1,45 milioni, inferiori anche al livello dello scorso anno (-8,1%). Infine a luglio sono state completate 1,42 milioni di unità abitative (in termini annualizzati), in aumento rispetto al mese precedente (+1,1%) e allo scorso anno (+3,5%).

### Stabile la spesa per costruzioni

A luglio la spesa per costruzioni è pari a 1.777 miliardi in termini annualizzati, in linea con il valore rilevato a giugno e in buona crescita rispetto allo scorso anno (+8,5%). Nei primi sette mesi 2022 la spesa per costruzioni è stata pari a 1.014 miliardi, il 10,8% in più rispetto al 2021. Il dato di luglio deriva dal lieve calo della componente privata (-0,8% rispetto a giugno), bilanciata dall'aumento della componente pubblica (+1,5%).

### Automotive: stock al minimo

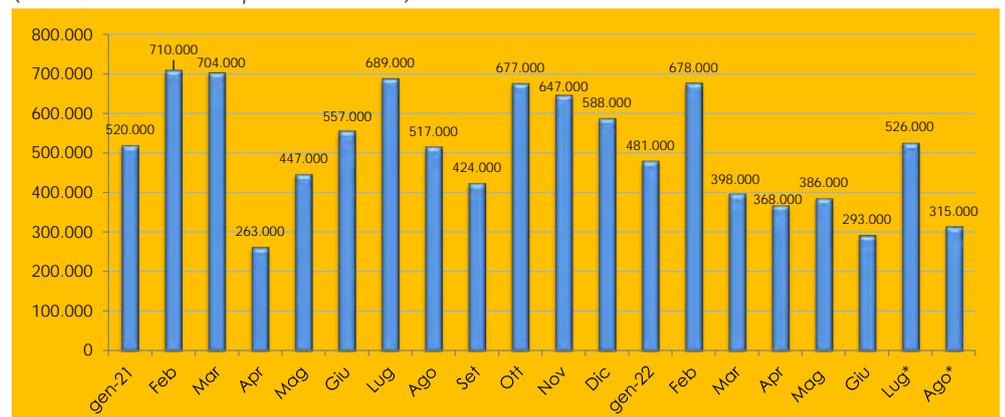
A luglio i dati pubblicati da NADA (l'associazione dei rivenditori di auto) registrano un volume di vendite annualizzate pari a 13,4 milioni di autoveicoli, in aumento del 2,5% rispetto allo scorso anno ma ben al di sotto del livello dello scorso anno (-8,9%).

Il mercato continua a essere condizionato dalla scarsità di offerta; all'inizio di luglio, lo stock di auto era pari a 1,2 milioni, un livello molto basso.

La quota dei veicoli elettrici (BEV) ha raggiunto il 5% delle vendite totali: il livello in assoluto più elevato. Il prezzo medio è salito a oltre 45.000 dollari, vicino al record assoluto; è sceso ai minimi il livello degli incentivi (appena 894 dollari per veicolo, il 55% in meno rispetto allo scorso anno).

NADA prevede che la situazione del mercato resterà immutata nei prossimi mesi; d'altra parte, l'aumento dei tassi non dovrebbe condizionare le vendite in misura significativa. NADA prevede che il 2022 si chiuderà con vendite intorno a 14,2 milioni.

### La rincorsa del mercato del lavoro americano 2021-2022 (variazione mensile posti di lavoro)



(\*) dati preliminari.  
Fonte: Bureau of labour statistics

## EUROPA

### Nel secondo trimestre crescita dell'area euro allo 0,6%

Secondo i dati preliminari, nel secondo trimestre 2022 il PIL dell'area euro registra una crescita dello 0,6% rispetto al trimestre precedente, mentre la crescita tendenziale è del 3,9%. Nel primo trimestre 2022 la crescita era stata dello 0,5%, la variazione rispetto al 2021 era risultata del +5,4%.

I dati preliminari non riportano la dinamica delle diverse componenti di spesa. Tra le maggiori economie europee, Spagna (+1,1% sul trimestre precedente) e Italia (+1,0%) fanno registrare la crescita più elevata. Anche per la Francia la crescita è positiva (+0,5%), mentre la Germania è in stallo (crescita nulla). Tra gli altri paesi, bene Olanda (+2,6%), Romania (+2,1%), Svezia (+1,4%), Ungheria (+1,1%), Danimarca (+0,7%); crescita negativa per Polonia (-2,3%) e Portogallo (-0,2%).

### Indice PMI: ad agosto una nuova flessione dell'attività

Ad agosto, per il secondo mese consecutivo, l'indice PMI composito (composite purchasing managers' index) rilevato S&P registra una flessione dell'attività produttiva sia nella manifattura che nei servizi, un settore che nei mesi precedenti aveva sempre registrato una crescita. Il declino è particolarmente marcato in Germania e rispecchia la contrazione della domanda e la sensibile flessione dei nuovi ordini. Una nota positiva viene dal raffreddamento dei costi degli input di produzione. Secondo S&P, il dato di agosto rende più probabile una contrazione del PIL europeo nel terzo trimestre. A settembre la frenata dovrebbe aggravarsi, interessando anche l'occupazione. Dovrebbero invece stemperarsi ulteriormente le pressioni su costi e prezzi alla produzione.

### A giugno torna a crescere la produzione industriale

A giugno la produzione industriale dell'area euro segna un incremento dello 0,7% rispetto al mese precedente e del 2,8% rispetto allo scorso anno. Considerando l'andamento del trimestre aprile-giugno 2022, la produzione è in crescita rispetto al trimestre precedente (+1,1%) e al 2021 (+1,6%). A giugno l'indice della produzione è superiore del 3,7% al livello pre-pandemia (febbraio 2020).

### Italia in controtendenza

In Germania il dato di giugno è positivo (+0,6% rispetto a maggio), ma la dinamica trimestrale resta cedente (-0,9% nel trimestre aprile-giugno rispetto al periodo precedente). Rispetto al 2021 la variazione mensile è del +1,5%, mentre considerando l'andamento dell'ultimo trimestre i livelli produttivi sono in lieve recupero (+0,6%). La Germania deve ancora recuperare il 5,5% per tornare ai livelli pre-pandemia. In Francia il dato di giugno è positivo (+1,3%), così come la variazione tendenziale (+1,2%). Negli ultimi tre mesi la produzione è scesa dello 0,5% rispetto al trimestre precedente, mentre nel confronto con il 2021 la variazione è appena positiva (+0,4%). Anche la Francia il recupero rispetto alla situazione pre-pandemia è incompleto (-4,0%).

La Spagna registra un aumento rispetto al maggio (+1,0%), mentre la variazione tendenziale è robusta (+6,4%). Il trimestre aprile-giugno registra un andamento lievemente crescente sia nel confronto con il periodo precedente

(+1,8%) sia soprattutto rispetto allo scorso anno (+4,8%). L'indice di produzione è superiore del 3,9% al livello di febbraio 2020.

Per il nostro paese il dato di giugno è in controtendenza rispetto al resto d'Europa, con una flessione del 2,1% su maggio e dello 0,2% rispetto al 2021. Rimane invece positivo il trend del trimestre aprile-giugno: la produzione è aumentata dell'1,2% rispetto al trimestre precedente e dell'1,9% rispetto allo scorso anno. Anche l'Italia è ritornata ai livelli produttivi pre-crisi: a giugno l'indice della produzione è superiore di 0,8 punti a quello del febbraio 2020.

### **Costruzioni: si accentua il rallentamento**

A giugno l'indice della produzione nelle costruzioni nell'area euro segna una flessione dell'1,3% rispetto a maggio, mentre rimane positivo il confronto con lo scorso anno (+2,4% a parità di giorni lavorativi). Nel trimestre aprile-giugno la produzione registra una flessione dell'1,2% rispetto ai tre mesi precedenti; rispetto allo scorso anno la variazione è del +0,9%. L'indice di giugno è superiore dello 0,2% al valore pre-crisi (febbraio 2020).

### **Solo in Italia boom dell'edilizia**

Le principali economie europee stanno attraversando fasi diverse del ciclo economico. Nel confronto con il dato di maggio l'indicatore rileva una flessione in Germania (-0,8%) e Francia (-1,9%); in Italia e Spagna la variazione è praticamente nulla.

Rispetto allo scorso anno, la crescita rimane a due cifre per l'Italia (+17,2%), ma anche per la Francia il confronto è positivo (+1,0%). Il trend è invece cedente per Germania (-1,0%) e Spagna (-3,1%). Prendendo in considerazione l'andamento degli ultimi tre mesi rispetto al periodo precedente, solo l'Italia segna un andamento positivo (+4,7%). Arretrano Francia (-0,4%), Germania (-3,2%) e Spagna (-1,6%).

A giugno solo l'Italia ha recuperato i livelli produttivi pre-crisi (+29,3%). Per le altre economie resta invece un gap più o meno ampio: Spagna -17,8%, Francia -4,3%, Germania (-5,2%).

### **A luglio vendite al dettaglio in lieve recupero**

Dopo la frenata di giugno (-1,0%), a luglio le vendite al dettaglio dell'area euro registrano un lieve incremento (+0,3%). L'indicatore segna invece una contrazione rispetto al 2021 (-0,9%, a parità di giornate lavorative). Se consideriamo la dinamica congiunturale (variazione rispetto al mese precedente), tra le principali economie solo la Germania registra una crescita (+1,9%), mentre in Francia (-0,9) e Spagna (-1,0%) le vendite sono in calo.

Diversa la dinamica rispetto allo scorso anno. La Francia segna una variazione positiva (+1,9%), mentre Germania (-2,7%) e Spagna (-1,3%) registrano una dinamica opposta.

Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati.

### **Automotive: la crisi non si attenua**

A giugno prosegue il trend negativo delle vendite di autovetture sul mercato europeo. Le immatricolazioni sono scese del 15,4% rispetto al 2021, con 886.510 veicoli registrati. Si tratta del livello più basso dal 1996. Crolli a due cifre riguardano quasi tutti i principali mercati: Germania (-18,1%), Italia (-15,0%), Francia (-14,2%), Spagna (-7,8%).



Nei primi sei mesi 2022 sul mercato europeo il calo rispetto allo scorso anno è del 14,0%, con 4,6 milioni di vetture immatricolate. Italia (-22,7%) e Francia (-16,3%) segnano le cadute più consistenti, ma vanno male anche Germania (-11,0%) e Spagna (-10,7%).

La performance del gruppo Stellantis è stata inferiore alla media, con una flessione del 22,5% tra gennaio e giugno sul mercato dell'Unione Europea (più Efta e UK). Stellantis ha venduto 958.688 autovetture, con una quota di mercato del 20,8% (due punti e mezzo in meno rispetto al 2021). Più in dettaglio, sono state vendute 295.342 vetture con marchio Peugeot (-22,4% rispetto allo scorso anno), 194.133 Fiat (-27,2%), 179.323 Citroen (-25,9%), 177.129 Opel (-18,6%) e 54.627 Jeep (-19,7%); in flessione anche Maserati (-5,0%), che nei primi sei mesi ha venduto 1.925 autoveicoli sui mercati europei.

Tra le altre case automobilistiche, prosegue l'ottimo momento di Hyundai (+9,0%), che assesta al 9,6% la sua quota di mercato. Sostanzialmente stabile Toyota (-1,6%), che in Europa ha una quota di mercato del 7,2%. Perde terreno anche il principale player europeo, Volkswagen (-18,5%): il gruppo tedesco ha una quota di mercato del 24,7%, di gran lunga superiore a quella dei concorrenti. Risultati negativi anche per il gruppo Renault (-8,1%), BMW (-13,7%), Mercedes (-8,8%), Ford (-14,0%).

### **Le vetture ad alimentazione alternativa sfiorano il 50% del mercato**

Nel secondo trimestre 2022 i dati pubblicati da ACEA (l'associazione europea delle case automobilistiche) registrano un ulteriore aumento delle vendite e della quota di mercato delle vetture ad alimentazione alternativa (APV). Più in dettaglio, la quota di mercato delle vetture elettriche "pure" (BEV) è salita al 9,9%, con 233.413 vetture di questo tipo vendute nei primi sei mesi, in crescita dell'11,1% rispetto allo scorso anno. Le vendite BEV sono salite soprattutto in Spagna e Francia, mentre l'Italia fa eccezione con un trend negativo. Nonostante il calo delle vendite, nel secondo trimestre è aumentata anche la quota di veicoli HEV (hybrid electric vehicles), salita al 22,6%. Aumenta anche (8,7%) la quota delle vetture ibride Plug-in (PHEV). Considerando anche le vetture alimentate a gas naturale (metano) o a GPL, la quota di mercato delle vetture APV è salita al 44,2%, mentre il 55,8% delle auto vendute è alimentata in modo tradizionale: benzina (38,5%) o diesel (17,3%).

In Italia le vetture APV hanno superato quelle ad alimentazione tradizionale. Nei primi 6 mesi del 2022, su un totale di 684.000 vetture vendute, il 52% sono APV. In dettaglio, il 33% sono HEV (vetture ibride), mentre la quota dei

veicoli elettrici puri (BEV) è del 3,6%. In Italia, a differenza della maggior parte dei paesi europei, è rilevante anche la quota di veicoli alimentati a GPL o metano (9,8% in totale).

### Ad agosto peggiora ulteriormente il clima di fiducia

Continuano a peggiorare ad agosto gli indicatori sul clima di fiducia rilevati dalla Commissione Europea.

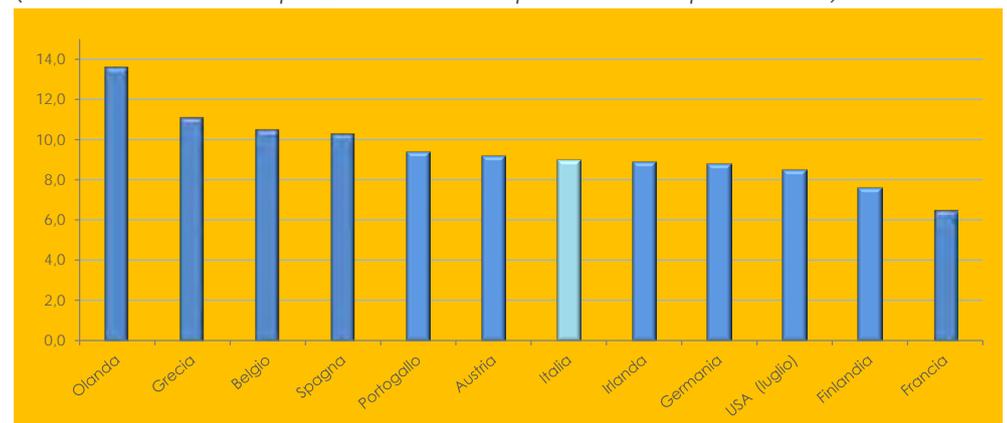
L'indice Economic Sentiment (ESI), un indicatore composito calcolato sui settori produttivi e consumatori, si indebolisce ulteriormente rispetto a luglio, accentuando un trend di declino in atto da fine 2021. Il calo dell'indice aggregato si deve soprattutto alla manifattura, ma peggiorano anche le attese del comparto dei servizi. Sostanzialmente stabili le aspettative degli operatori delle costruzioni e del commercio al dettaglio, mentre migliorano lievemente le prospettive dei consumatori. Il trend negativo coinvolge tutte le maggiori economie europee, a partire da Germania, Francia e Italia; fa eccezione solo la Spagna.

Il sondaggio condotto su un diverso campione di consumatori europei (Flash Consumer Confidence), conferma le indicazioni dell'indice ESI, registrando ad agosto un lieve miglioramento della fiducia dei consumatori. L'indicatore rimane comunque su livelli fortemente negativi, al di sotto dei livelli toccati durante la fase più preoccupante della pandemia.

L'indice di incertezza economica, rilevato dalla Commissione Europea, ad agosto segna un lieve miglioramento rispetto al mese precedente, a indicare una modesta attenuazione dell'incertezza, soprattutto nella manifattura. La percezione dell'incertezza resta invece stabile negli altri settori produttivi e tra i consumatori.

### Inflazione in Europa - agosto 2022 - dati preliminari

(variazione dell'indice prezzi al consumo rispetto all'anno precedente)



Fonte: Eurostat.

## PAESI EMERGENTI

### Brasile: frena l'inflazione

Sono relativamente favorevoli i dati più recenti sull'andamento dell'economia brasiliana. A luglio la produzione industriale è salita dello 0,6% rispetto al mese precedente, in netto progresso rispetto al dato negativo di giugno; il confronto con il 2021 rimane invece sfavorevole (-0,5%). Le previsioni di consenso stimano per il 2022 una modesta crescita della produzione (+0,3%). La crescita del PIL 2022 è prevista intorno all'1,5%, un po' meglio rispetto alle proiezioni dei mesi scorsi.

Ad agosto l'indice PMI S&P global si mantiene al di sopra della soglia tra espansione e contrazione dell'attività, ma perde terreno rispetto alla rilevazione di luglio e giugno. Una buona notizia viene dal mercato raffreddamento delle tensioni sui prezzi degli input e dell'output: quest'ultimo indicatore è sceso al minimo degli ultimi 28 mesi. A luglio è decisamente calata l'inflazione al consumo: 10,07% dall'11,9% di giugno. Alla decelerazione dei prezzi hanno contribuito, oltre al calo delle materie prime importate, anche la riduzione delle accise sui carburanti e la politica monetaria molto aggressiva adottata dalla banca centrale. Le imprese sono ottimiste sulle prospettive per i prossimi mesi. Bene l'occupazione: le imprese continuano ad assumere e nel secondo trimestre il tasso di disoccupazione è sceso al 9,3% dall'11% del primo trimestre.

Buone notizie arrivano anche dai dati sui raccolti agricoli di soia e grano, tutti molto positivi.

È entrata nel vivo la campagna elettorale in vista delle elezioni presidenziali del 2 ottobre. I due principali candidati, l'ex-presidente Lula (che ha appena finito di scontare 580 giorni di carcere per corruzione) e l'attuale presidente Bolsonaro si sono affrontati a fine agosto in un confronto televisivo all'americana. Lo scontro (verbale) è stato senza esclusione di colpi e accuse reciproche: nessuna stretta di mano. Tra il pubblico, si è sfiorato lo scontro fisico. Nei sondaggi, Lula è dato in netto vantaggio: 47% contro 32% per Bolsonaro, che pare però in netto recupero. In una dichiarazione piuttosto preoccupante per un capo di governo, il presidente Bolsonaro ha detto che accetterà il verdetto delle urne "se le elezioni saranno trasparenti". Agli elettori non sarà consentito di portare armi dentro i seggi.

### Cina: il prezzo delle politiche zero-rischi

Gli indicatori più recenti confermano il rallentamento dell'economia cinese, anche se le autorità di governo restano ottimiste. A luglio, l'indice di produzione industriale registra una crescita tendenziale del 3,8%, inferiore alle attese; la variazione è spiegata dalla decelerazione di manifattura e estrattivo, mentre accelera la produzione di energia (triplicata rispetto a giugno) per effetto della straordinaria ondata di caldo che ha fatto impennare la domanda di condizionamento.

Ad agosto, l'indice Caixin Manufacturing PMI segna un peggioramento rispetto a luglio; l'indicatore scende al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Determinante, oltre alle temperature sopra la media, anche la recrudescenza dell'epidemia in alcune parti del paese, che ha indotto le autorità ad adottare nuovi, estesi lockdown. D'altro canto, si sono notevolmente raffreddate le pressioni sui prezzi degli input, specie

metalli e prodotti chimici. Le imprese restano comunque ottimiste sulle prospettive di mercato.

Le previsioni di crescita per il 2022 sono state ripetutamente abbassate: si stima oggi che la crescita possa risultare più vicina al 3% che al 4%.

Secondo gli analisti la Cina sta pagando il prezzo della strategia di "riduzione del rischio": la strategia Zero-Covid attraverso drastici lockdown ma anche le politiche restrittive rivolte al credito, al settore immobiliare e alle imprese tecnologiche.

Quanto a Zero-Covid, non sembra in vista un cambio di rotta. Al contrario, si pensa che le misure vengano rafforzate in vista del congresso di ottobre del partito comunista.

Il mercato immobiliare è stato messo in ginocchio dalle dure misure introdotte nei mesi scorsi per stroncare la speculazione e ridurre i rischi di credito. Si ipotizza che il governo introdurrà misure di sostegno per limitare le crisi aziendali, ma si tratta soltanto di ipotesi e la possibilità di una recessione generalizzata del settore è tutt'altro che remota.

La pressione sulle banche per aumentare il credito alle imprese non ha avuto gli effetti sperati, anzi ha peggiorato i margini e le entrate dei maggiori istituti di credito, con limitatissimo impatto sull'economia reale.

Infine, la volontà di ridurre il potere dei cosiddetti "giganti tecnologici" (Alibaba, Tencent, Xiaomi, ecc.) ha avuto l'effetto di peggiorare le prospettive occupazionali delle migliori menti del paese: le imprese tecnologiche hanno iniziato a licenziare migliaia di persone. Oltre 11 milioni di laureati entreranno sul mercato del lavoro quest'anno e con il cambiamento delle opportunità di occupazione in molti andranno ad ingrossare le fila dei disoccupati.

A metà agosto la banca centrale ha tagliato di 10 punti base due tra i principali tassi di riferimento. Nonostante questo limitato intervento l'orientamento delle autorità monetarie resta molto prudente: uno stimolo monetario più consistente è stato escluso nella convinzione che un maggiore leverage avrebbe costi superiori ai benefici.

Alcuni analisti ritengono comunque probabile un taglio dei tassi nell'ordine di 30-50 punti base entro giugno 2023.

Se la leva monetaria viene usata con molta parsimonia, non è così con un classico strumento di stimolo alla crescita: gli investimenti in opere pubbliche. A fine agosto sono stati stanziati circa 1.000 miliardi di dollari per nuovi progetti infrastrutturali (strade, ferrovie, acquedotti, dighe ecc.). Considerando le risorse di banche e imprese, la spesa sarà almeno triplicata. Già oggi la Cina ha oltre 40.000 km di ferrovie ad alta velocità: il doppio rispetto al totale del resto del mondo.

### **Russia: le sanzioni non bastano**

Secondo i dati preliminari, nel secondo trimestre il PIL russo si è ridotto del 4,0% rispetto all'anno precedente; il dato si confronta con il +3,5% registrato nel primo trimestre di quest'anno, e segna il peggior risultato dal picco della pandemia.

La disaggregazione dei componenti del PIL non è ancora disponibile. Tuttavia, la contrazione è spiegata dal calo della domanda interna e in particolare degli investimenti, colpiti dal deflusso di capitale e dal peggioramento della fiducia; i consumi delle famiglie sono frenati dall'aumento dei prezzi, dall'aumento dei tassi di interesse e dalla mancanza di molti beni importati.

Nelle previsioni della banca centrale, il terzo trimestre dovrebbe essere peggiore. Secondo gli analisti di JP Morgan, l'economia russa dovrebbe stabilizzarsi piuttosto rapidamente grazie al supporto della politica fiscale e alla capacità di adattamento al nuovo contesto; la crescita dovrebbe assestarsi intorno a zero nel quarto trimestre. Nella media annua, JP Morgan prevede un calo del PIL del 3,5% nel 2022 e -1,0% nel 2023. Il successivo rimbalzo sarà tuttavia a "L", non a "V": la fase recessiva sarà dunque piuttosto lunga.

È comunque opinione condivisa, fatta propria anche da un recente editoriale dell'Economist, che le sanzioni non stanno funzionando come sperato: l'economia russa non è affatto in ginocchio e il consenso per Putin non è crollato. Per quanto riguarda le entrate derivanti dall'esportazione di energia, nei primi 6 mesi di guerra (24 febbraio - 24 agosto), la Russia ha incassato 158 miliardi di euro, dei quali il 54% (85 miliardi) dall'Europa. Circa 35 miliardi sono arrivati dalla Cina, 10,7 miliardi dalla Turchia, 6,6 miliardi dall'India, circa 7 miliardi da Giappone, Egitto e Corea insieme. Le esportazioni di combustibili fossili hanno fornito al bilancio del governo russo 43 miliardi di euro: essenziali per finanziare la guerra. Grazie all'aumento dei prezzi, le entrate russe sono molto superiori a quelle dello scorso anno, nonostante la riduzione dei volumi.

La inefficacia delle sanzioni è certamente riferibile al breve periodo. Allungando l'orizzonte temporale, gli effetti delle sanzioni potrebbero invece indebolire in misura molto significativa il potenziale di crescita della Russia, in quanto verrà meno l'accesso alle tecnologie occidentali; l'esodo di scienziati, tecnici e manager è importante, l'accesso ai mercati finanziari mondiali è di fatto precluso.

Tuttavia non bisogna fare l'errore di considerare la situazione attuale come immutabile: altri paesi, primo tra tutti la Cina ma anche l'India, possono sostituire l'Occidente quale mercato, fornitore di personale, tecnologie e capitali. In sostanza è ipotizzabile che anche nel lungo periodo le sanzioni occidentali possano non colpire al cuore la Russia. Certamente accentueranno ulteriormente la spaccatura tra "Occidente" e resto del mondo. Un esito che non può che destare molte preoccupazioni anche per le nostre imprese.

## ECONOMIA ITALIANA

PIL		PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI		VENDITE AL DETTAGLIO		NUOVE VETTURE	
-1,1%	II/I trim 2022	-1,4%	lug/giu 2022/2021	-0,1%	mag/apr 2022/2021	4,2%	luglio 2022	9,9%	agosto 2022/2021
FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE		FIDUCIA CONSUMATORI		FIDUCIA IMPRESE		ESPORTAZIONI		TASSO DI DISOCCUPAZIONE	
-0,9%	aprile 2022/2021	↑	agosto 2022	↓	agosto 2022	21,2%	giugno 2022/2021	7,9%	luglio 2022

- ▶ Peggiorano le prospettive, sistema industriale in difficoltà.
- ▶ Italia fragile agli occhi degli investitori stranieri.
- ▶ PNRR: si corre per approvare gli ultimi provvedimenti dell'anno.

### In breve...

Nonostante la buona tenuta dell'economia nei primi sei mesi del 2022, per la seconda parte dell'anno le prospettive sono peggiorate drasticamente. Il quadro tracciato dai dati sino al secondo trimestre, infatti, fornisce solo una rappresentazione parziale delle difficoltà, acuitesi ulteriormente dopo il rally delle quotazioni del gas di luglio ed agosto.

Secondo le stime Istat, il prodotto interno lordo italiano è cresciuto dell'1% nel secondo trimestre, contro una media dell'area euro dello 0,6%. Nell'aggiornamento di luglio del World Economic Outlook, il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita dell'Italia nel 2022 (+3%), mentre per il 2023 le proiezioni sono state corrette al ribasso sia per il Belpaese (+0,3%) sia per l'Eurozona (+2,6% nel 2022 e +1,2% nel 2023).

Oggi, tuttavia, sotto l'incalzare della crisi energetica, il sistema industriale italiano è in grave difficoltà, cresce il numero delle imprese che rallentano o cessano la produzione perché i costi sono fuori controllo ed aumenta nuovamente il ricorso alla cassa integrazione. L'inflazione resta su livelli che non si registravano da quasi quarant'anni. Frenano produzione industriale occupazione e fiducia delle imprese.

La caduta del governo Draghi e la probabile vittoria elettorale della Destra, inoltre, rendono il nostro Paese più fragile agli occhi degli investitori stranieri che, secondo il Financial Times, hanno iniziato a scommettere su un calo dei prezzi delle obbligazioni italiane. Secondo i dati di S&P Global Market Intelligence, il valore totale delle obbligazioni prese in prestito per scommettere contro l'Italia supererebbe i 39 miliardi di euro.

L'entità rilevante del debito pubblico italiano, detenuto per circa il 30% da soggetti non residenti, rende impossibile ignorare il sentimento dei mercati internazionali: lo spread è salito intorno ai 230 punti, in aumento di oltre il 60% dall'inizio dell'anno.

Le strategie di uscita dalla crisi dovranno anche puntare a rafforzare l'indipendenza energetica europea in un orizzonte a uno-due anni, riducendo i consumi di energia, attraverso un cambiamento degli stili di vita, una riduzione dell'intensità energetica del nostro PIL e allargando l'utilizzo di altre fonti. Il governo uscente ha allo studio un decreto sostegni, che dovrebbe stanziare circa 17 miliardi di euro per calmierare i costi energetici e sostenere

famiglie e imprese. Accanto agli interventi più prettamente energetici, si è iniziato a ragionare anche sulle misure per sostenere lavoro e occupazione alla luce dei rallentamenti della produzione in molte aziende, in primis quelle manifatturiere: tra le ipotesi allo studio, si guarda con attenzione a una replica della "CIG scontata" fatta lo scorso marzo con il primo decreto Aiuti, e terminata a fine maggio. È stato pubblicato anche il piano del Ministero della Transizione Ecologica per il risparmio di gas, che prevede la diminuzione di un grado della temperatura negli edifici e la riduzione di 15 giorni del periodo di accensione: l'obiettivo è arrivare a tagliare i consumi per 5,3 miliardi di metri cubi di gas.

Le Confindustrie del Nord Italia quantificano in 40 miliardi gli extra costi per le imprese dovuti alla crisi energetica.

Intanto prosegue la corsa per mantenere gli impegni presi con l'Europa: Mario Draghi non dà tregua ai ministeri e pretende da tutte le amministrazioni un rush finale che metta il più possibile in sicurezza i target del PNRR di fine dicembre e più in generale chiede il massimo sforzo sull'attuazione del programma di governo, con 423 provvedimenti da varare in due mesi.

### **Buon andamento del PIL italiano nel secondo trimestre**

Nel secondo trimestre del 2022 il prodotto interno lordo (PIL), espresso in valori concatenati con anno di riferimento 2015, corretto per gli effetti di calendario e stagionalizzato, è aumentato dell'1,1% rispetto al trimestre precedente e del 4,7% nei confronti del secondo trimestre del 2021.

### **Soffre la produzione industriale**

La produzione industriale cresce lievemente a luglio in termini congiunturali dopo la flessione osservata nei due mesi precedenti. È, tuttavia, negativa la dinamica congiunturale nella media degli ultimi tre mesi. In dettaglio, a luglio 2022 l'indice stagionalizzato della produzione industriale aumenta dello 0,4% rispetto a giugno. Nella media del periodo maggio-luglio il livello della produzione diminuisce dell'1,6% rispetto ai tre mesi precedenti. L'indice stagionalizzato mensile cresce su base congiunturale solo per i beni strumentali (+2,0%), mentre diminuisce per i beni di consumo (-0,7%), i beni intermedi (-0,6%) e l'energia (-0,5%).

### **Settori energivori in difficoltà**

Corretto per gli effetti di calendario, a luglio 2022 l'indice complessivo diminuisce in termini tendenziali dell'1,4% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 21 contro i 22 di luglio 2021). Crescono l'energia (+3,2%) e i beni di consumo (+1,0%); diminuiscono, invece, i beni strumentali (-2,0%) e, in misura più marcata, i beni intermedi (-4,4%). Tra i settori di attività economica che registrano variazioni tendenziali positive si segnalano la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+15,0%), la produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (+3,3%) e la fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (+2,8%). Le flessioni più ampie si registrano nella metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo (-8,1%), nella fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (-6,8%) e nella fabbricazione di prodotti chimici (-3,8%).

## Un'estate difficile per gli scambi commerciali, dopo un periodo di crescita

Dopo cinque mesi di crescita, a giugno 2022 si registra una flessione congiunturale delle esportazioni (-2,1%), dovuta al calo delle vendite verso entrambe le aree, più intensa per l'area UE (-2,6%) rispetto ai mercati extra UE (-1,4%). Nel secondo trimestre del 2022, rispetto al precedente, l'export cresce del 6,2%, l'import dell'11,3%. A giugno 2022, l'export aumenta su base annua del 21,2%, con una crescita sostenuta di analoga intensità verso entrambe le aree, UE (+21,2%) ed extra UE (+21,1%). Tra i settori che contribuiscono maggiormente all'aumento tendenziale dell'export si segnalano: prodotti petroliferi raffinati (+100,9%), articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+47,8%), sostanze e prodotti chimici (+30,0%), macchinari e apparecchi n.c.a. (+10,1%) e prodotti alimentari, bevande e tabacco (+19,6%). Su base annua, i paesi che forniscono i contributi maggiori all'incremento dell'export nazionale sono Stati Uniti (+25,3%), Germania (+15,6%), Francia (+16,7%), Belgio (+54,0%) e Turchia (+87,4%). L'export verso la Russia (-19,1%) si conferma in forte flessione; in lieve calo anche le vendite verso la Svizzera (-2,2%). Nei primi sei mesi del 2022, la crescita tendenziale delle esportazioni (+22,4%) è dovuta in particolare all'aumento delle vendite di metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+25,7%), articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+36,7%), prodotti petroliferi raffinati (+99,7%), sostanze e prodotti chimici (+28,8%) e prodotti alimentari, bevande e tabacco (+20,6%). A giugno 2022 il disavanzo commerciale è pari a 2.166 milioni di euro, a fronte di un avanzo di 5.673 milioni di giugno 2021. Il deficit energetico raggiunge i 9.257 milioni (era 2.637 milioni un anno prima). L'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici si riduce a 7.091 milioni, da 8.310 milioni di giugno 2021.

## Secondo calo congiunturale per l'edilizia, ma l'attività è ancora elevata

A maggio 2022 l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni registra una lieve flessione rispetto al mese precedente, la seconda consecutiva. I livelli della produzione rimangono, comunque, assai elevati. In dettaglio, l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni diminuisce dello 0,1% rispetto ad aprile 2022, mentre nella media del trimestre marzo – maggio 2022 aumenta del 4,7% nel confronto con il trimestre precedente e su base tendenziale, cresce del 16,9%. Nella media dei primi cinque mesi del 2022, infine, l'indice aumenta del 18,7% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

## Buon andamento per il commercio al dettaglio

A luglio 2022 si registra una crescita congiunturale per le vendite al dettaglio (+1,3% in valore e +1,0% in volume). Aumentano sia le vendite dei beni non alimentari (+1,3% in valore e +1,4% in volume) sia quelle dei beni alimentari (+1,2% in valore e +0,5% in volume). Nel trimestre maggio-luglio 2022, in termini congiunturali, le vendite al dettaglio crescono in valore (+1,9%) e in volume (+0,3%). Sono in aumento le vendite dei beni non alimentari (rispettivamente +1,1% in valore e +0,5% in volume) mentre quelle dei beni alimentari crescono in valore (+2,7%) e sono stazionarie in volume.

## In espansione commercio elettronico e GDO

Su base tendenziale, a luglio 2022, le vendite al dettaglio aumentano del 4,2% in valore e diminuiscono dello 0,9% in volume. Sono in crescita le vendite dei beni non alimentari (+2,7% in valore e +1,0% in volume) mentre quelle dei

beni alimentari registrano un aumento in valore (+6,1%) e una diminuzione in volume (-3,6%). Per quanto riguarda i beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali positive per quasi tutti i gruppi di prodotti ad eccezione di Foto-ottica e pellicole (-1,3%) e Cartoleria, libri, giornali e riviste (-1,2%). Gli aumenti maggiori riguardano Dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (+8,2%) ed Elettrodomestici, radio, tv e registratori (+6,9%). Rispetto a luglio 2021, il valore delle vendite al dettaglio cresce per la grande distribuzione (+7,3%) e il commercio elettronico (+20,6%) mentre non subisce variazioni per le imprese operanti su piccole superfici e diminuisce per le vendite al di fuori dei negozi (-1,5%).

### **Comparto automotive ancora decisamente sottotono**

Ad agosto 2022 il mercato italiano dell'auto totalizza 71.190 immatricolazioni (+9,9%) contro le 64.767 unità registrate ad agosto 2021. I volumi registrati nel mese sono ancora inferiori del 20% a quelli di agosto 2020. Nei primi otto mesi del 2022 i volumi complessivi si attestano a 865.044 unità, contro 1.060.373 registrate a gennaio-agosto 2021, con una flessione del 18,4%. Per provare a ripartire il comparto attende la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale di due importanti novità: la possibilità anche per le società di leasing e noleggio di accedere ai bonus ed il sostegno alla diffusione di punti di ricarica nei condomini, così da accelerare lo sviluppo delle infrastrutture private, elemento portante per la diffusione della mobilità elettrica in Italia.

### **In calo il rapporto tra sofferenze e prestiti**

A giugno 2022 i finanziamenti alle imprese diminuiscono dello 0,1% rispetto al mese di maggio 2021 e aumentano dello 0,4% rispetto a giugno 2021. Il rapporto tra sofferenze e prestiti è pari al 2,98%. Infine, i depositi totali diminuiscono dello 0,8% su base mensile e aumentano del 5,3% su base annuale.

### **Torna a salire la fiducia dei consumatori**

Ad agosto, l'indice di fiducia dei consumatori torna a salire dopo due mesi consecutivi di calo e si assesta sullo stesso livello dello scorso giugno. Guardando alle singole serie componenti l'indice di fiducia dei consumatori, si rileva un aumento di tutte le variabili ad eccezione dei giudizi sulla situazione economica familiare e di quelli relativi alla possibilità di risparmiare in futuro che rimangono stabili rispetto al mese scorso. Coerentemente, anche i quattro indicatori calcolati mensilmente a partire dalle stesse componenti presentano un'evoluzione positiva: il clima economico, corrente e futuro registrano gli incrementi più marcati, il clima personale sale in misura più contenuta.

### **Più prudenti le attese delle imprese**

L'indice di fiducia delle imprese diminuisce per il secondo mese consecutivo collocandosi su un livello prossimo a quello medio del primo quadrimestre dell'anno. In particolare peggiora nell'industria (l'indice è in diminuzione sia nel settore manifatturiero sia nelle costruzioni) e nei servizi di mercato, mentre migliora decisamente nel commercio al dettaglio. Quanto alle componenti degli indici, la fiducia si deteriora sia nella manifattura sia nelle costruzioni. In relazione ai servizi di mercato, migliorano sia i giudizi sugli ordini sia quelli sull'andamento degli affari mentre le attese sugli ordini sono in peggioramento. Infine, nel commercio al dettaglio la dinamica positiva delle aspet-

tative e, soprattutto, dei giudizi sulle vendite si associa ad un aumento delle scorte di magazzino.

### Ulteriore contrazione per l'Indice PMI

L'indice S&P Global PMI (purchasing managers index) del settore manifatturiero italiano, ha registrato un valore di 48.0 ad agosto, in calo rispetto al 48.5 di luglio, segnalando un ulteriore peggioramento della salute del settore manifatturiero. Si tratta della lettura PMI più bassa in oltre due anni. Il deterioramento prolungato delle condizioni economiche di agosto è stato determinato da un ulteriore calo della produzione e dei nuovi ordini. Rallenta anche l'analogo indice del settore edilizio italiano, che segna la riduzione più rapida da aprile 2020.

Infine, resta positivo, ma rallenta anche l'indice PMI sull'attività terziaria, a causa del più lento rialzo dei nuovi ordini.

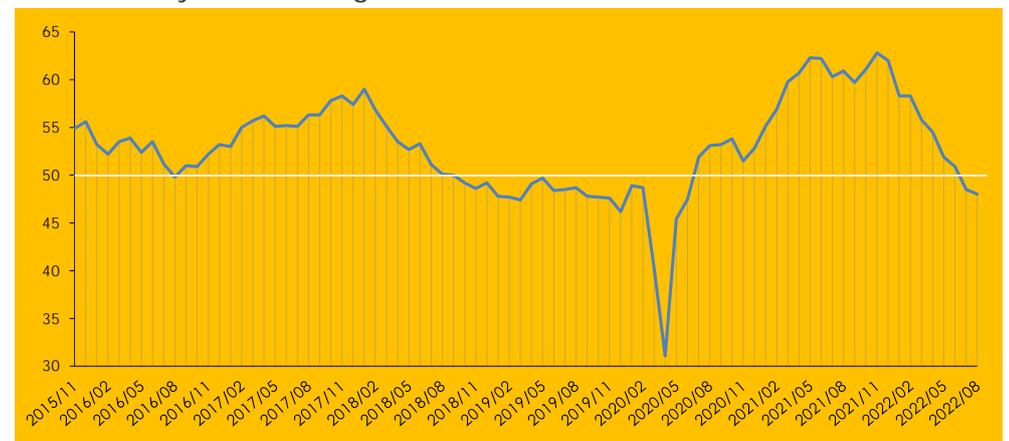
### Occupati: primo calo in un anno

A luglio 2022, rispetto al mese precedente, diminuiscono sia gli occupati che i disoccupati, crescono invece gli inattivi. L'occupazione cala (-0,1%, pari a -22.000 persone) tra le femmine, i dipendenti permanenti, gli autonomi e tutte le classi d'età, con l'eccezione dei maggiori di 50 anni tra i quali cresce; crescita che si registra anche tra i maschi e i dipendenti a termine. Il tasso di occupazione scende al 60,3% (-0,1 punti).

### Nuovo, significativo aumento degli inattivi

Il calo del numero di persone in cerca di lavoro (-1,6%, pari a -32.000 unità rispetto a giugno) si osserva per entrambi i sessi e principalmente tra i 35-49enni. Il tasso di disoccupazione cala al 7,9% (-0,1 punti) e sale al 24,0% tra i giovani (+0,1 punti). La crescita del numero di inattivi tra i 15 e i 64 anni (+0,4%, pari a +54.000 unità) coinvolge uomini e donne e le classi d'età al di sotto dei 50 anni. Il tasso di inattività sale al 34,4% (+0,2 punti).

PMI Index, Italy Manufacturing



Fonte: Markit Economics

## MATERIE PRIME

NICKEL		CRUDE OIL AVERAGE		ALLUMINIO		MINERALE DI FERRO	
ago/lug 2022		ago/lug 2022		ago/lug 2022		ago/lug 2022	
2,7%	\$/Mt	-8,7%	\$/Bbl	0,9%	\$/Mt	3,4%	\$/Dmtu
RAME		GOMMA NATUR. TSR20		CACAO		ZUCCHERO	
ago/lug 2022		ago/lug 2022		ago/lug 2022		ago/lug 2022	
5,8%	\$/Mt	-6,0%	\$/Mt	3,3%	\$/Kg	-2,3%	\$/Kg

- ▶ Braccio di ferro UE/Russia sul prezzo del gas.
- ▶ Petrolio in calo, almeno fino all'annuncio di nuovi tagli produttivi.
- ▶ Acciai e metalli in aumento.

### In breve...

Le materie prime energetiche continuano a farla da padrone sui mercati internazionali di commodity, in un mese di agosto caratterizzato da continui aumenti delle quotazioni al TFF (borsa di Amsterdam). Le tensioni sono poi culminate nei giorni scorsi, con l'annuncio di un possibile tetto al prezzo del gas da parte dell'Unione Europea e la conseguente ritorsione da parte della Russia che ha chiuso il gasdotto Nord Stream 1 a tempo indefinito, per presunti problemi a una turbina. Inevitabilmente, le tensioni sui prezzi del metano impattano sulle quotazioni dell'elettricità, anche esse in aumento ad agosto. I mercati petroliferi chiudono il mese in ribasso, salvo poi risalire all'annuncio di un nuovo taglio della produzione OPEC in ottobre. Acciai e metalli sono nuovamente in aumento, con la sola eccezione di stagno e zinco.

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

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
<b>Dollar Index</b>			<b>Sterling Index</b>		
All Items	-5,0	-5,9	All Items	-0,4	12,5
Food	-2,1	12,7	<b>Euro Index</b>		
Industrials			All Items	-1,9	12,5
All	-7,3	-17,7	<b>Gold</b>		
Non food griculturalis	-1,8	-6,7	\$ per oz	-4,9	-4,9
Metals	-8,8	-22,7	<b>West Texas Intermediate</b>		
			\$ per barrel	-3,5	29,4

Fonte: The Economist, 30 agosto - 6 settembre 2022.

### Il rischio di recessione fa volare i prezzi

A livello di singole materie prime, molti sono i rialzi registrati nel mese di agosto, tra cui: gas naturale di provenienza Europa (+36,5%), zinco (+15,5%), gas naturale liquido provenienza Giappone (+6,7%), platino (4,5%), piombo (+4,4%), minerale di ferro (+3,4%), cacao (3,3%), nickel (+2,7%), alluminio (+0,9%). Stabili olio di arachidi, cloruro di potassio, tabacco. I maggiori deprezzamenti registrati in agosto hanno interessato: grano tenero USA (-13,3%), olio di cocco (-10,1%), olio di palma (-9,8%), olio l'olio di colza (-5,7%), zucchero (-2,3%).



### Senza limite, per ora, il prezzo del gas

Non si arresta la corsa del gas naturale che, in agosto, aumenta ancora (+31,4% l'indice medio, +36,5% quello di provenienza europea, +21,1% quello americano, prezzi in dollari). Aumenta anche il gas naturale liquido giapponese (+6,7% in dollari). Sui mercati domina comunque l'incertezza, dopo che l'Europa ha annunciato l'intenzione di stabilire un tetto comune al prezzo del gas e la Russia, come ritorsione ha bloccato il gasdotto Nord Stream 1.

### Petrolio in calo, ma non per molto

Dopo il calo registrato in agosto (-8,7% il prezzo medio in dollari), verosimilmente le quotazioni risaleranno dopo che l'OPEC+, l'organizzazione che raccoglie i principali produttori di petrolio al mondo, ha deciso di tagliare la produzione del greggio per il mese di ottobre. Dopo l'annuncio, il prezzo del petrolio è tornato a salire. Intanto l'India ha preso una posizione attendista sull'eventuale introduzione di un tetto del prezzo del petrolio russo imposto dal G7. Un ulteriore rischio ribassista è rappresentato dall'andamento dei colloqui sul nucleare iraniano che, in caso di evoluzione positiva, potrebbero arrivare a sbloccare oltre un milione di barili al giorno di capacità, attualmente sotto sanzioni.

### Petrolchimica in assestamento

In calo, ad agosto, i prezzi della nafta (-13,6% in euro rispetto a luglio) e conseguente flessione degli organici di base (-23,5%); profilo simile per gli aromatici, che perdono il 12,7%. Di conseguenza si registra un assestamento anche nei prezzi delle plastiche, con flessioni più consistenti per polistirene (tra -10,5% e -8,5% a seconda della qualità), PET (-5,2%) e polietilene (tra -7,4% e -6,1% a seconda del tipo). In rientro anche il polipropilene (-3,5%).

### La filiera siderurgica, energivora, soffre

Primi segnali di stabilizzazione per i prezzi degli acciai, che risentono dell'incertezza sull'andamento della domanda finale e, al tempo stesso, soffrono in modo particolarmente severo gli aumenti di prezzo del gas e dell'elettricità.

Gli acciai lunghi, infatti, registrano, in agosto, un aumento del 4,8%. Per contro, i piani subiscono un assestamento (-2%), anche per effetto di una forte contrazione della domanda dei comparti "automotive" e "bianco".

Il comparto siderurgico è verosimilmente destinato a registrare aumenti nei prossimi mesi, quando non addirittura a subire la chiusura di alcuni impianti. Molte acciaierie non si sono ancora pronunciate in modo chiaro se continueranno a tenere aperti i battenti dei loro stabilimenti o se faranno ricorso alla cassa integrazione a seguito delle sospensioni produttive.

### **Tornano a salire i non ferrosi, con l'eccezione dello zinco**

Il rallentamento dell'economia mondiale, a causa della guerra in Ucraina, con tutto ciò che ne consegue, mette a dura prova la sopravvivenza del comparto manifatturiero e provoca molta instabilità sui mercati delle commodity industriali e in particolare dei non ferrosi che, in agosto, hanno registrato diversi apprezzamenti. In particolare, lo zinco ha registrato un aumento del 16,3% in euro, il rame del 6,5%, il nickel del 3,2%. Fa eccezione lo stagno, che chiude il mese in negativo, con un -3,2%, sempre in dollari. Preoccupa lo scenario sul mercato dell'alluminio, visto che, a causa degli alti costi energetici, molti impianti sono stati costretti a chiudere e le conseguenze non tarderanno a ripercuotersi sui prezzi finali.

### **L'aumento dell'incertezza fa salire i beni rifugio**

L'incertezza congiunturale fa riaffiorare in molti soggetti la necessità di salvaguardare i propri capitali non tanto nella diversificazione degli investimenti, ma nella protezione degli stessi a favore di "asset" tangibili, come i metalli preziosi. Ciò contribuisce a mantenere alte le quotazioni di platino (che aumenta del 5,1%, in euro), argento (che registra un +4,0%) e oro (che chiude a +2,1%).

### **Cala il legno, aumenta il cotone**

Prosegue il trend di rientro dei prezzi del legname, con la conifera che perde il 4,1% in euro in agosto, il legname per pallet che registra -6,9% e quello per packaging -6,4%. Stabile la cellulosa (+0,6%). Andamenti differenziati

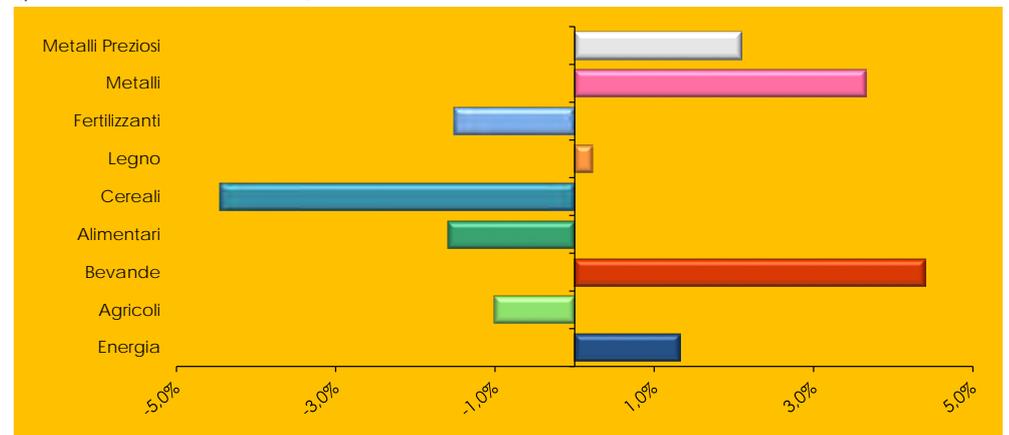


nella filiera tessile, con il cotone che, dopo gli assestamenti di giugno e luglio, ad agosto guadagna oltre l'11%. In calo lana e pelli (-3,7% e -4,7% rispettivamente).

### Comparto agricolo stabile, con l'eccezione di mais e caffè che aumentano

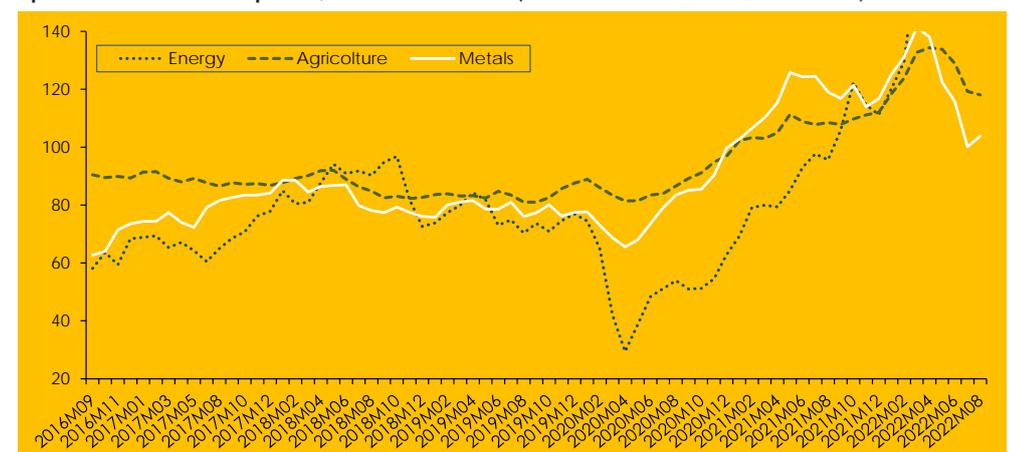
Gli unici movimenti significativi sui mercati agricoli hanno interessato le quotazioni del mais e caffè. Il mais ha archiviato il mese di agosto con un rialzo del 5,4% in euro, sulla scia delle consistenti revisioni operate dallo United States Department of Agriculture (USDA) all'outlook per il 2022-2023. Il prezzo del caffè registra un aumento mensile del 5,3% in euro, a causa delle difficoltà di approvvigionamento in Sudamerica (Brasile e Colombia). Sostanzialmente stabili zucchero, soia e cacao.

### Variazioni dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente ago/lug 2022 (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World Bank.

### I prezzi delle materie prime, trend 2016-2022 (Valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati World Bank.

Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la newsletter settimanale MetalWeek. Per i prezzi di prodotti specifici è inoltre possibile contattare direttamente l'Ufficio Studi Economici.

Contatti:  
studi.economici@ui.torino.it



### Previsioni prezzi in € delle materie prime (var. % rispetto al trimestre precedente)

Commodity	apr 2022	lug 2022	ott 2022	gen 2023
ABS	3,8	-11,5	-5,6	-2,0
Acciai Lunghi (indice)	15,0	-20,5	4,2	-8,3
Acciai Piani (indice)	3,9	-30,3	4,6	-6,9
Alluminio	-11,1	-15,1	5,7	-5,8
Argento	-5,2	-13,4	3,5	2,4
Aromatici	21,1	-12,5	-5,5	2,0
Baltic Dry Index	24,0	-24,0	4,0	4,7
Benzina	38,2	-18,6	-4,5	1,4
Brent	15,5	-12,3	-0,8	1,6
Carbone	41,5	13,4	-6,7	-5,7
Cellulosa BEKP	11,1	6,1	-3,3	-15,1
Cellulosa NBSK	7,4	5,0	-3,5	-13,9
Cereali (indice)	18,1	-23,4	1,0	-4,1
Cobalto	4,1	-22,3	25,2	-1,2
Coloniali	-0,8	-4,3	-2,6	-2,2
Compensato	5,4	-8,5	-6,9	-3,5
Cotone	12,0	-18,9	1,8	-0,2
Dir. Emissione	-5,2	-3,4	6,2	5,5
Energia Elettrica (PUN)	-4,6	86,5	-6,4	-15,8
Energia Elettrica (tariffa)	-14,8	-3,1	25,1	-3,9
Etilene	9,0	-22,7	6,9	13,5
Fertilizzanti (Urea)	-5,7	-22,7	-3,6	-4,8
Fibre sintetiche	1,0	-5,1	-13,8	-3,1
Gas (contratto Take Or Pay)	9,9	7,3	1,8	7,9
Gas PSV	-3,7	95,7	-1,0	-15,9
Gas TTF	-4,3	99,3	0,3	-16,0
Gasolio	33,7	-8,6	-5,8	-3,3
Gomma naturale	-6,4	-6,8	2,0	11,7
Gomma sintetica	-6,0	1,5	2,1	9,6
Grano	20,2	-25,5	-1,0	2,7
Grano (Italia)	4,9	-10,1	-9,4	-3,0
Hot Dip Galvanized	1,9	-30,5	4,6	-5,9
Inox 304	1,3	-25,0	-4,3	-2,0
Lana	-0,9	-1,0	0,8	3,6
Legname di conifere (Italia)	-1,7	-20,9	-4,7	-0,6
Legname per packaging	16,0	-16,2	-8,0	-2,4
Legname per pallet	22,8	-17,9	-7,0	-5,4
Legname tropicale	-9,1	-3,7	5,3	2,7
Mais	4,9	-10,1	-9,4	-3,0
Minerali di Ferro	-1,4	-23,7	2,2	10,0
Nickel	3,9	-23,7	-4,4	-13,8
Nylon 6.6	1,1	-10,2	-15,1	-6,3
Olio Comb.	5,5	-9,1	1,2	1,4
Organici di base	6,3	-31,9	2,8	22,3
Oro	0,0	-6,3	0,8	-0,3
OSB	-1,9	-20,4	-5,0	-0,8
Pallet (nuovi, EUR grade)	37,2	-18,3	-12,4	-2,7
Pelli	-0,6	0,8	3,0	2,8
PET	1,0	-5,4	-6,3	-6,7
Piani CRC	0,1	-30,1	2,7	-7,0
Piani HRC	7,7	-30,5	6,4	-6,8
Piombo	-5,2	-5,6	-3,2	11,0
Platino	-6,8	-2,0	20,8	8,9
poliestere 1.5 dtex 38 mm	1,6	-5,4	-13,8	-3,1
poliestere 6.7 dtex 60 mm	0,3	-4,9	-13,9	-3,0
Polietilene (HDPE)	4,8	-21,9	-1,8	2,2
Polietilene (LDPE)	4,2	-23,3	-3,2	0,7
Polietilene (LLDPE)	4,1	-20,2	-2,9	3,0
Polipropilene Copolimero	1,3	-20,7	-5,8	-1,5
Polipropilene Omop.	1,7	-21,3	-5,7	-1,3
Polistirene GPPS	12,5	-8,2	0,7	-6,6
Polistirene HIPS	11,7	-11,6	-3,5	-1,3
Propilene	4,4	-39,1	-1,1	31,7
PVC	5,4	-13,5	-5,4	-2,2
Rame	-4,4	-18,5	3,4	10,2
Rebar	16,3	-20,3	5,1	-7,2
Rottami di ferro	-10,1	-22,1	7,8	-5,5
Soia	7,9	-13,3	-7,8	-3,7
Stagno	-14,4	-31,7	2,4	3,4
Virgin Nafta	-2,1	-20,8	9,3	7,1
Virgin Nafta	-2,1	-20,8	9,3	7,1
Wire Rod	13,8	-20,8	3,4	-9,3
Zinco	5,5	-16,1	-4,8	1,5

Fonte: elaborazioni su Pometeia Commodity, settembre 2022.

Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la newsletter settimanale MetalWeek. 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 \$ lug 2022	Prezzo in \$ ago 2022	var. %
Aluminum	(\$/mt)	2408,42	2430,79	0,9%
Banana, Europe	(\$/kg)	0,89	0,88	-1,7%
Banana, US	(\$/kg)	1,53	1,67	9,5%
Beef	(\$/kg)	5,84	5,71	-2,3%
Cocoa	(\$/kg)	2,24	2,31	3,3%
Coconut oil	(\$/mt)	1540,53	1384,57	-10,1%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	5,64	5,92	4,9%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	2,21	2,42	9,3%
Copper	(\$/mt)	7544,81	7981,84	5,8%
Cotton, A Index	(\$/kg)	2,89	2,74	-5,0%
Crude oil, average	(\$/bbl)	105,08	95,97	-8,7%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	108,92	98,60	-9,5%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	106,48	97,75	-8,2%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	99,85	91,57	-8,3%
DAP	(\$/mt)	784,00	749,38	-4,4%
Fish meal	(\$/mt)	1581,28	1623,30	2,7%
Gold	(\$/troy oz)	1732,74	1764,56	1,8%
Groundnut oil	(\$/mt)	2146,19	2146,11	0,0%
Groundnuts	(\$/mt)	1621,09	1625,00	0,2%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	108,57	108,85	3,4%
Lead	(\$/mt)	1985,20	2072,72	4,4%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	18,88	20,15	6,7%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	356,48	354,52	-0,5%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	217,76	220,19	1,1%
Maize	(\$/mt)	322,97	289,84	-10,3%
Meat, chicken	(\$/kg)	3,54	3,32	-6,4%
Natural gas index	(2010=100)	344,93	453,32	31,4%
Natural gas, Europe **	(\$/mmbtu)	51,33	70,04	36,5%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	7,26	8,79	21,1%
Nickel	(\$/mt)	21481,89	22057,39	2,7%
Orange	(\$/kg)	0,84	0,93	10,8%
Palm kernel oil	(\$/mt)	1301,05	1173,04	-9,8%
Palm oil	(\$/mt)	1056,64	1025,95	-2,9%
Phosphate rock	(\$/mt)	320,00	320,00	0,0%
Platinum	(\$/troy oz)	869,25	908,65	4,5%
Plywood	(cents/sheet)	399,42	403,88	1,1%
Potassium chloride	(\$/mt)	562,50	562,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	1737,34	1638,85	-5,7%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	412,00	421,00	2,2%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	418,00	431,00	3,1%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	405,67	412,55	1,7%
Rice, Viet Namese 5%	(\$/mt)	411,09	395,80	-3,7%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,78	1,61	-9,5%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,56	1,46	-6,0%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	574,60	574,46	0,0%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	653,56	653,40	0,0%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	14,04	12,63	-10,1%
Silver	(\$/troy oz)	19,08	19,72	3,4%
Soybean meal	(\$/mt)	535,54	535,42	0,0%
Soybean oil	(\$/mt)	1533,40	1598,78	4,3%
Soybeans	(\$/mt)	678,20	671,11	-1,0%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,33	0,33	-0,5%
Sugar, US	(\$/kg)	0,77	0,78	1,9%
Sugar, world	(\$/kg)	0,40	0,39	-2,3%
Sunflower oil	(\$/mt)	1556,87	1496,22	-3,9%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	3,31	3,36	1,5%
Tea, Colombo	(\$/kg)	4,01	4,18	4,2%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	3,55	3,54	-0,4%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,37	2,36	-0,2%
Tin	(\$/mt)	25395,77	24647,48	-2,9%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4152,95	4143,00	-0,2%
TSP	(\$/mt)	736,00	703,75	-4,4%
Urea	(\$/mt)	601,00	591,25	-1,6%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	382,50	382,86	0,1%
Zinc	(\$/mt)	3105,36	3587,57	15,5%
Wheat, US SRW **	(\$/mt)	438,38	379,89	-13,3%
Zinc	(\$/mt)	3751,48	3629,73	-3,2%

Fonte: World bank.

## *Focus energia*

### PRESENTE, PASSATO E FUTURO DEL GAS RUSSO IN EUROPA

La compravendita di energia e gas tra Europa e Russia affonda le sue radici nella guerra fredda. I primi gasdotti risalgono al 1984 (West-Siberian Pipeline, in parte di proprietà ucraina) e al 1992 (Yamal-Europa, che passa per la Polonia). I più recenti sono il Nord Stream 1 (NS1) del 2011, il Turkstream del 2016 e il Bluestream del 2005. Il progetto per il Nord Stream 2 è stato accantonato a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina il 22 febbraio.

Ad oggi i flussi del NS1 sono chiusi, nell'ambito di una guerra geopolitica che si muove sui terreni di minacce e ritorsioni ma evita lo scontro aperto, almeno apparentemente. I flussi attraverso lo Yamal erano già stati bloccati a maggio, dopo che la Polonia ha imposto pesanti sanzioni alla Gazprom. La Russia chiede la rimozione delle sanzioni che bloccano la manutenzione dei gasdotti per riaprire i rubinetti, ma l'Unione Europea non è incline a scendere a compromessi, per lo meno per il breve periodo.

Intanto l'Europa è diventata sempre più dipendente dal costoso LNG: se per il gas si possono trovare altri fornitori e altre alternative nel breve periodo, la stessa cosa non si può dire per l'LNG. Sotto questo profilo, l'Europa potrebbe diventare indipendente dalla Russia solamente tra il 2024 e il 2025. I contratti LNG sono prezzati fuori dall'europeo TTF e risultano quindi più cari e competitivi, soprattutto con i paesi asiatici, dipendenti anche loro dall'LNG.

Nonostante la Russia continui ad annunciare di voler commerciare gas con l'Asia (e la Cina in particolare) e di voler costruire entro il 2030 il gasdotto Power of Siberia 2 (che passerà dalla Mongolia diretto alla Cina), il paese di Putin è legato a un sistema di gasdotti costruiti per sopperire alle necessità dell'Europa. Anche con i gasdotti Power of Siberia 1 e 2 costruiti, in funzione e al massimo delle loro capacità, le esportazioni di gas russo sarebbero nettamente inferiori a quelle del Nord Stream 1 (e 2 anche se mai entrato in funzione), senza tenere in conto tutti gli altri gasdotti che passano per l'Ucraina e la Polonia. È nell'interesse russo continuare a vendere gas all'Europa mentre vengono ultimati i gasdotti verso l'Asia. La costruzione del Power of Siberia 2 ha comunque diversi ostacoli di fronte: primo tra tutti il finanziamento del progetto, estremamente costoso perché la tratta studiata attraversa un terreno impervio, che non facilita nessun tipo di scavo.

#### **IL CASO GAZPROM**

Nel 2021 la Gazprom ha estratto 515 bcm di gas naturale, esportandone 205 bcm, di cui 170 bcm all'Europa. Secondo Bloomberg, la produzione di gas di Gazprom è calata del 12% nel periodo gennaio-luglio 2022 rispetto agli stessi mesi del 2021.

### Russian pipeline routes to China



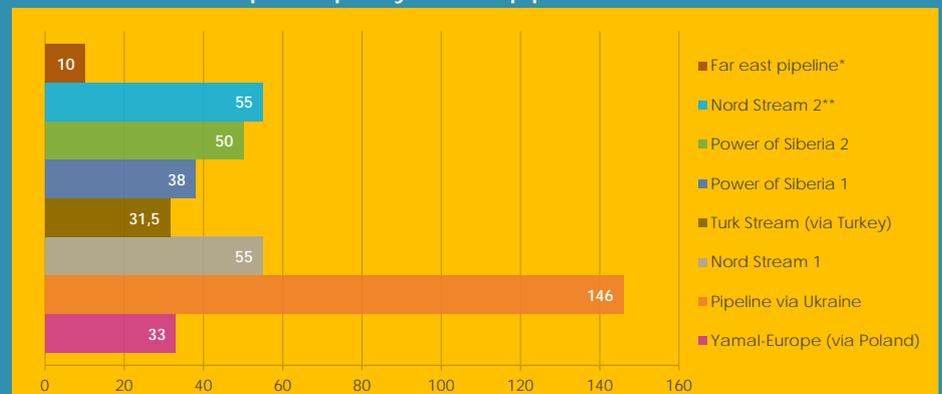
Fonte: Gazprom

Oxford Economics calcola che per il 2023, se Gazprom non esporta più gas tramite Ucraina, Bielorussia e il NS1 e pompa alla massima capacità il gas via Turkstream, Bluestream e PS1, l'export russo di gas subirà un crollo del 47%.

A luglio è stato raggiunto un memorandum of agreement tra Russia e Ucraina con le Nazioni Unite e la Turchia per sbloccare il transito di navi contenenti il grano ucraino. Gli USA e l'Europa hanno discusso sull'allentare le misure imposte contro le banche russe e le aziende coinvolte nell'export agricolo. Potrebbe essere una traccia da seguire per un accordo futuro sul gas?

Quello che è certo al momento è che l'Europa deve diversificare le fonti di approvvigionamento gas e diventare il più possibile indipendente, anche tramite l'incremento delle energie rinnovabili e il nucleare.

### Russia: maximum export capacity of main pipelines



Fonte: Oxford Economics; \*projected; \*\*shelved

The most important gas pipelines in Europe



Fonte: European network of transmission system operators for gas.

VALUTE



- ▶ Euro fisso sotto la parità col dollaro.
- ▶ Lo yen annaspa, la sterlina attende il "Truss effect".
- ▶ Yuan debole e rischio a catena per i mercati.

**Euro-dollaro: ancora sotto la parità, ma è un bene per l'export**

Finisce l'estate ma l'euro rimane sotto il dollaro, anche se con gli annunci della BCE riguadagna una precaria parità. Il cambio si attesta a 1€ per 1\$ nella giornata dell'8 settembre. L'euro risente dei blocchi di Gazprom sui flussi del gas russo, già numerosi durante l'estate e ora definitivi: Putin minaccia di tenere i rubinetti chiusi se non verranno tolte le sanzioni occidentali. La moneta unica debole favorisce le esportazioni verso gli USA (ma anche verso quei paesi che usano il dollaro) e avvantaggia il settore del turismo, ma presenta anche diversi rischi, soprattutto per il nostro Paese, già fragile e in attesa di un nuovo governo. L'economia italiana, in particolar modo, risen-

te della debolezza dell'euro: il costo dell'energia importata aumenta, così come aumentano le materie prime, che vengono pagate in dollari. Per le imprese, un euro debole significa maggiori costi di produzione, soprattutto per quelle energivore, ma anche più facilità nell'esportare i propri prodotti all'estero, con un incremento della domanda. L'euro debole, oltre a favorire l'export, favorisce chi ha investito in attività finanziarie denominate in dollari. La moneta unica reggerà gli scossoni.

### Yen: il tracollo dell'economia giapponese

Lo yen è ai minimi storici da 24 anni: il 1 settembre la moneta nipponica ha toccato quota 140 yen per 1 dollaro, un livello che non si vedeva dall'agosto del 1998. Mentre la Federal Reserve alza i tassi, la Banca del Giappone (BOJ) rimane salda nella sua politica monetaria espansiva, nonostante l'inflazione sia in continua crescita. Continua il sell-off dello yen: secondo gli investitori il divario dei tassi di interesse tra il Giappone e gli Stati Uniti è destinato ad aumentare. La moneta del Sol Levante paga un quadro di incertezza economica: la BOJ è convinta che gli aumenti dei prezzi siano solo temporanei, nonostante circa il 42% delle grandi imprese del Paese preveda un rallentamento dell'economia nazionale nei prossimi 12 mesi per effetto dell'inflazione. Il rapporto debito pubblico/PIL è in rialzo costante da 18 anni, con livelli da record nei paesi sviluppati: ha superato il 266% del PIL.

### Rublo: +40% sul dollaro, ma per la Russia non è una buona notizia

Dall'invasione dell'Ucraina, il rublo si è apprezzato sul dollaro del 40%: ad inizio settembre 1 dollaro valeva 60,28 rubli. Una moneta così forte non è però segno di un'economia altrettanto forte, anzi. Ad affermarlo involontariamente è la stessa Mosca, che a 6 mesi dall'inizio del conflitto minaccia col gas l'Europa per forzarla a rimuovere le sanzioni, segno evidente che i contraccolpi sull'economia reale russa ci sono eccome. Subito dopo l'inizio della guerra il rublo ha perso completamente il suo valore, per effetto delle sanzioni occidentali e del congelamento delle riserve in valute estere. Le misure messe in campo da Mosca hanno successivamente risollevato la moneta russa ma l'economia ne risente, come spiegato nel precedente numero di Insight. Con una moneta così forte è estremamente dispendioso fare acquisti all'estero, soprattutto per le merci basate sul dollaro. Mosca starebbe

Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

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

		media agosto 2022	variaz. % dal mese preced.	variazione % ultimi 12 mesi
+	CHINESE YUAN RENMINBI	6,89	0,5%	-9,6%
	TURKISH LIRA	18,27	2,7%	83,1%
=	MALAYSIAN RINGGIT	4,52	0,1%	-8,9%
-	AUSTRALIAN DOLLAR	1,46	-2,1%	-9,7%
	BRAZILIAN REAL	5,21	-4,8%	-15,8%
	CANADIAN DOLLAR	1,31	-0,8%	-11,8%
	SWISS FRANC	0,97	-1,9%	-10,0%
	UK POUND STERLING	0,84	-0,5%	-0,9%
	INDONESIAN RUPIAH	15024,16	-1,5%	-11,2%
	INDIAN RUPEE	80,56	-0,6%	-7,7%
	JAPANESE YEN	136,85	-1,7%	5,9%
	MEXICAN PESO	20,39	-2,4%	-13,7%
	US DOLLAR	1,01	-0,5%	-14,0%
	SOUTH AFRICAN RAND	16,92	-1,4%	-2,7%

Fonte: elaborazione dati BCE, agosto 2022.

cercando di acquistare yuan per un valore di 70 miliardi di dollari, insieme ad altre valute considerate "amiche", nella speranza di mitigare la crescita del rublo. Le sanzioni hanno bloccato la metà delle riserve monetarie russe, circa 640 miliardi di dollari. La maggior parte delle banche russe è stata esclusa dal sistema finanziario SWIFT, rendendo di fatto impossibile i trasferimenti monetari, inclusi quelli commerciali. Il capitale russo rimane quindi bloccato, non permettendo acquisto di valuta straniera o movimenti sui conti. La rapida crescita del rublo è dunque un segnale di come le sanzioni occidentali stiano distruggendo l'economia russa dall'interno: una visione nettamente in contrasto con la linea ufficiale del Cremlino.

#### Sterlina: troppo presto per un "Truss effect"

Il Regno Unito ha un nuovo primo ministro, il terzo donna nella sua storia. Liz Truss si è insediata al 10 di Downing Street invocando uno scostamento di bilancio per 80 miliardi di euro: vuole abbattere i costi delle bollette e fermare l'inflazione, che rischia di arrivare al 22% se il governo non interviene. La vittoria quasi scontata della leader conservatrice (ma con un passato da democratica) non ha destabilizzato i mercati e la sterlina, che rimane sotto il dollaro e guadagna qualche briciola di punto percentuale sull'euro. Per gli effetti sulla valuta inglese e sui mercati bisognerà attendere le prime mosse del neo governo, che dovrebbero arrivare, secondo le promesse, entro 100 giorni.

#### Cripto? Sì, ma solo se CBDC

Le CBDC (Central Bank Digital Currencies) sono valute digitali emesse e regolate dalle banche centrali. Per questo motivo sono più stabili e sicure del-

le criptovalute. I paesi interessati alle CBDC sono sempre più numerosi: ad oggi si contano circa 100 CBDC in stato di ricerca e sviluppo da parte delle banche centrali, BCE inclusa. Già attive sul mercato sono le CBDC eNaira in Nigeria, sul mercato da ottobre 2021, e la Bahamian sand dollar delle Bahamas, attiva da ottobre 2020 e prima CBDC al mondo. La BCE sta attivamente lavorando all'euro virtuale: il nostro modo di pagare sta diventando sempre più digitale, tra contacless e app. Per assicurare stabilità economica è quindi cruciale che anche le valute evolvano. La fase di ricerca e sviluppo per l'euro digitale dovrebbe concludersi nell'autunno 2023.

### Yuan: salvarsi prima del crollo

Per la seconda volta quest'anno la Cina ridurrà il totale dei depositi di valute estere che le banche cinesi hanno come riserve. È il tentativo di dare vigore allo yuan dopo le cadute della valuta, che hanno toccato i minimi storici da due anni. A partire dal 15 settembre le banche potranno tenere il 6% dei loro attuali depositi di valute estere. La Banca Centrale Cinese abbassa quindi di 2 punti percentuali i depositi: qualche mese fa era concesso l'8%. La mossa è voluta per rafforzare lo yuan rendendolo più attraente agli occhi degli investitori. Tuttavia Goldman Sachs si aspetta che lo yuan continui a crollare rispetto al dollaro, a causa dei continui lockdown nelle principali città cinesi imposti dalla politica di zero Covid e dal peso che il fragile settore immobiliare ha nell'economia cinese.

### Reazione a catena: le valute che tremano se crolla lo yuan

Uno yuan più debole potrebbe avere un effetto a cascata su molte economie di paesi dell'Africa e dell'America Latina. I mercati emergenti che competono con la Cina sull'export si troverebbero a dover abbassare i prezzi o il valore delle loro monete per restare competitive sul mercato. La debolezza dello yuan avrebbe conseguenze dirette su: won sudcoreano, dollaro taiwanese, bath thailandese, ringgit malese e rand sudafricano. Vulnerabili allo yuan sono anche il peso messicano, il forint ungherese, il leu rumeno e la lira turca. Il commercio e le connessioni finanziarie hanno stretto in maniera significativa il legame tra la Cina e gli altri mercati emergenti nell'ultimo decennio: per le valute dei mercati emergenti è quindi ora molto difficile staccarsi dal gigante asiatico ed evitare una reazione a catena.

### Previsioni di medio periodo

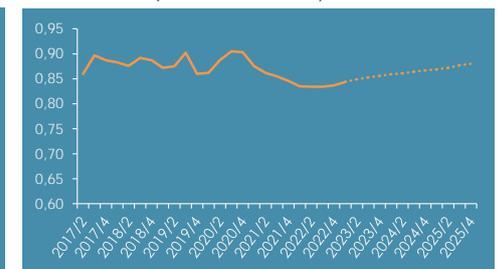
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



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
giu/mag 2022	giu/mag 2022	giugno 2022	giu/mag 2022	asta settembre	punti base
-0,1%	-6,3%	2,98%	-0,8%	↓	234

- ▶ BCE: l'inflazione non accenna a diminuire.
- ▶ Banche contro il caro energia.
- ▶ Spread ed elezioni: autunno incerto.

### BCE: l'inflazione alta per un lungo periodo

La BCE annuncia di aver alzato i tassi di 75 punti base, mossa che è diventata effettiva dal 14 settembre. Con l'incremento più alto dal 1999, i tassi di interessi sulle operazioni di rifinanziamento principali salgono a 1,25%, i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'1,50% e il tasso sui depositi presso la banca centrale a 0,75%. Un aumento già vociferato in estate: si preannuncia un lungo inverno, perché la BCE non esclude di continuare ad aumentare i tassi, ma sarà una decisione che verrà presa a seconda dell'andamento della situazione economica. L'inflazione rimarrà alta per un lungo periodo: ad agosto ha raggiunto il 9,1% e non è destinata a diminuire nei prossimi mesi. L'obiettivo ultimo della BCE è di contenere l'inflazione attorno al 2% e gli eventuali rialzi dei tassi in futuro andranno letti con questa chiave. Le prospettive non sono le più rosee: crescono le stime per l'inflazione (5,5% nel 2023, 2,3% nel 2024) e si abbassano le stime per la crescita economica dell'eurozona (0,9% nel 2023, 1,9% nel 2024). Pesa sull'economia la geopolitica odierna: nella peggiore delle ipotesi (la definitiva sospensione delle forniture di gas dalla Russia, razionamenti, incapacità di provvedere nel breve a sostituire il gas russo con altre fonti di approvvigionamento) la prospettiva è quella di una recessione nel 2023. Il rialzo dei tassi ha avuto in un primo momento un impatto negativo sui mercati azionari europei, soprattutto durante la conferenza stampa di Christine Lagarde. Tuttavia la decisione della BCE



di interrompere il two tier system a seguito della crescita del tasso sui deposit facility sopra zero ha avuto un impatto positivo sul settore bancario, che ha poi trascinato al rialzo i listini.

### **Il Banking Summit di fine settembre da tenere d'occhio**

Il primo semestre del 2022 si chiude in positivo per le banche italiane, con una media di un aumento dell'utile netto aggregato del 7%. Non mancano però le sfide di mercato, che verranno discusse al Banking Summit del 22 e 23 settembre, organizzato da The Innovation Group a Baveno (in Piemonte, nel VCO). Tanti i temi in discussione, di cui sarà interessante sentire le proposte: tra i principali si segnala l'uso crescente della tecnologia e la maggiore dimestichezza dei clienti con i canali online, con la conseguente diminuzione delle filiali fisiche (-11.000 sportelli in 10 anni). Si parlerà anche di tematiche già attuali ma volte al futuro, come le criptovalute e le monete digitali (anche la BCE è interessata, ne abbiamo parlato nella sezione Valute). Ampio spazio sarà poi dato ai valori ESG, per una trasformazione digitale e ambientale, a cui le banche non possono sottrarsi.

### **Banche e bollette: le mosse contro il caro energia**

Dalle banche inizia la lotta al caro energia. Unicredit mette sul tavolo un piano da 8 miliardi di euro per aiutare imprese e famiglie: di questi, 5 miliardi di euro saranno a disposizione delle imprese di ogni settore per esigenze di liquidità, sostenendo i rincari dei costi delle materie prime e dell'energia. A queste misure Unicredit aggiunge la sospensione dei pagamenti delle rate sui finanziamenti a imprese e famiglie e la dilazione delle spese per i clienti privati. Intesa Sanpaolo lancia invece un piano di 2 miliardi per le PMI di tutti i settori produttivi, compreso l'agribusiness. Una misura straordinaria a supporto dei cicli di produttività che più risentono delle crisi in corso, da quella energetica a quella economica e geopolitica. La misura rientra nel quadro delle iniziative a supporto del PNRR. Anche Banco BPM si muove in questa direzione, ampliando il proprio plafond da 3 a 5 miliardi.

### **Famiglie e imprese: la fiducia sale e scende**

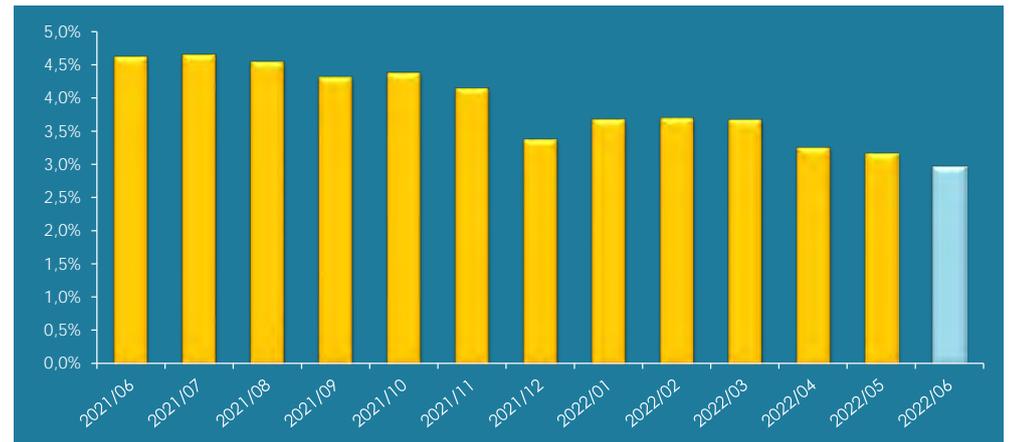
Ad agosto sale l'indice della fiducia di famiglie e consumatori ma scende quello delle imprese. I consumatori sono più fiduciosi sul futuro in quasi tutti gli aspetti, tranne sulla situazione economica familiare e la possibilità di risparmiare in futuro, che rimangono stabili ai livelli precedenti. La fiducia sul clima economico passa da 84,9 a 92,9; la fiducia sul clima futuro passa da 92,9 a 96,4. Le imprese, invece, vedono incertezza davanti a loro: unico settore che registra un aumento sull'indice della fiducia è quello del commercio al dettaglio (da 108,5 a 113,5).

### **La crescita italiana: bene ad inizio estate**

A giugno lieve calo dei prestiti alle imprese rispetto a maggio (-0,1%) ma lieve aumento rispetto a giugno 2021 (+0,4%). Per le famiglie segnali in positivo: +0,4% su base mensile (giugno/maggio) e +2,6% su base annuale (giugno 22/giugno 21). Il rapporto tra sofferenze e prestiti scende al 2,98%, mai così basso da 10 anni. In calo le sofferenze: -6,3% tra maggio e giugno e -35,3% su base annua. L'inizio estate positivo per l'Italia è in parte legato al governo Draghi ancora in carica e alla fiducia dei mercati. Gli scossoni di fine luglio e

la crisi energetica sempre più intensa avranno delle ampie ricadute sui dati autunnali. In aumento i tassi di interesse sui prestiti: +1,44% sui prestiti totali, +1,97% sui prestiti fino a 1 milione di euro e +1,15% sui prestiti oltre 1 milione di euro. Per i prestiti oltre 1 milione di euro si torna sui livelli del 2020, dopo quasi 2 anni di tassi di interesse sotto l'1%.

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione
2020	1,38	1,85	1,12	2021/12	1,18	1,75	0,89
2021/06	1,17	1,81	0,78	2022/01	1,12	1,74	0,76
2021/07	1,05	1,83	0,69	2022/02	1,09	1,77	0,76
2021/08	1,07	1,78	0,64	2022/03	1,23	1,78	0,87
2021/09	1,16	1,73	0,80	2022/04	1,23	1,85	0,87
2021/10	1,14	1,74	0,77	2022/05	1,19	1,84	0,78
2021/11	1,09	1,67	0,70	2022/06	1,44	1,97	1,15

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

#### Depositi di famiglie e imprese

Calano i depositi di famiglie e imprese su base mensile (-0,8% sia per famiglie che per imprese, -3,1% totale). Rispetto a giugno 2021 i dati sono invece al rialzo: +5,3% per le imprese e +3,3% per le famiglie. Dopo l'impennata tra marzo e aprile, siamo ora in fase calante. Nei dati di giugno si legge comunque una tendenza alla spesa estiva, fermo restando che i depositi medi rimangono molto più alti rispetto ai livelli pre guerra.

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

#### Spread e elezioni

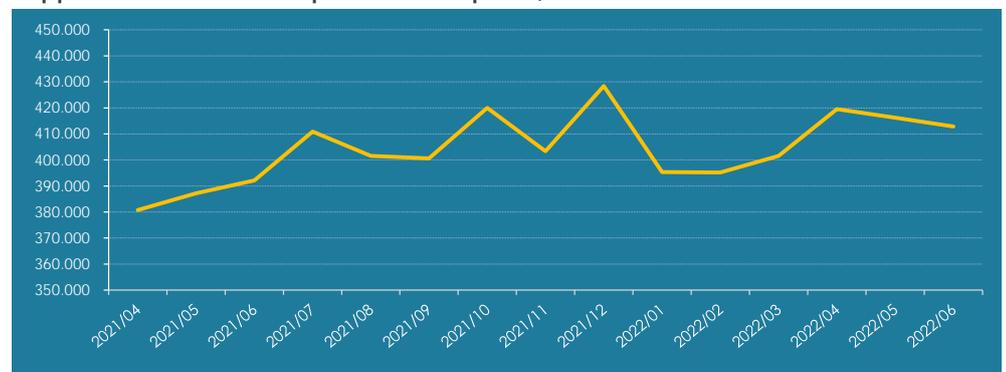
La decisione della BCE sui tassi e il conseguente aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche hanno determinato sul mercato obbligazionario un generalizzato aumento dei rendimenti dei titoli governativi dell'Eurozona più marcato nel breve periodo (2 anni) rispetto al lungo (10 anni). L'impatto sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi core è stato maggiore rispetto a quello registrato sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dei

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

	Depositi totali	Società non finanziarie	Famiglie consumatrici		Depositi totali	Società non finanziarie	Famiglie consumatrici
2020	2.635.812	384.589	1.109.607	2021/12	2.842.616	428.419	1.163.425
2021/06	2.773.952	392.164	1.131.601	2022/01	2.837.412	395.320	1.169.476
2021/07	2.804.404	410.872	1.137.231	2022/02	2.833.542	395.151	1.172.366
2021/08	2.785.767	401.572	1.142.727	2022/03	2.947.798	401.538	1.174.800
2021/09	2.777.577	400.630	1.143.702	2022/04	3.004.029	419.566	1.178.975
2021/10	2.818.811	419.989	1.149.120	2022/05	3.003.083	416.261	1.178.697
2021/11	2.791.623	403.342	1.143.840	2022/06	2.911.452	412.822	1.169.223

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

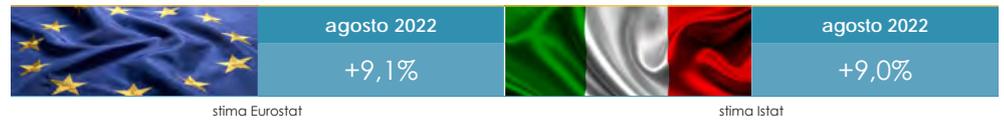
### Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

paesi periferici, con un conseguente restringimento degli spread. Lo spread italiano comunque vola alto ed oscilla ogni volta che, nella corsa alle elezioni, un candidato rilascia una dichiarazione. Dall'Europa sono arrivate direttive chiare: lo scudo anti spread messo in moto dalla BCE non verrà usato per qualunque cosa accada. Il nuovo governo italiano deve essere in grado di reggere i mercati, vale a dire mantenere solida l'economia, evitando scostamenti di bilancio, e mantenendo la rotta per il PNRR. Lo scudo anti spread, avverte Bruxelles, verrà usato solo se il Paese che lo richiede rientra nelle quattro categorie previste: non deve essere sottoposto a una procedura per disavanzo eccessivo; non deve essere sottoposto ad una procedura per squilibri macroeconomici eccessivi; il debito pubblico deve collocarsi su un percorso sostenibile, secondo una valutazione di sostenibilità fatta dalla BCE stessa, insieme alla Commissione europea, al Meccanismo Europeo di Stabilità (Mes) e al FMI e infine deve rispettare gli impegni presi con il PNRR e con la Commissione Europea nell'ambito del semestre europeo. Ormai manca poco e tutte le carte sono state messe sul tavolo: manchiamo solo noi con la nostra scelta.

## INFLAZIONE



- ▶ Ancora aumenti in Italia e area euro.
- ▶ Accelerano energetici e alimentari, leggero calo per i carburanti.
- ▶ Aumenta il differenziale tra beni e servizi.

Sono l'energia elettrica e il gas mercato libero che producono l'accelerazione dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (in parte mitigata dal rallentamento di quelli dei carburanti) e che, insieme con gli alimentari lavorati e i beni durevoli, spingono l'inflazione a un livello che non si registrava da dicembre 1985. Accelerano, così, l'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi, al netto dei soli beni energetici e la crescita dei prezzi del cosiddetto "carrello della spesa"; un aumento che non si osservava da giugno 1984.

### In attesa delle mosse della BCE, prezzi ancora in aumento

Nel mese di agosto 2022, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'area euro è stata pari a +9,1%, in aumento rispetto a +8,9% di luglio. 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 9,0% su base annua (da +8,4% nel mese precedente).

### Energetici e alimentari lavorati fanno volare l'inflazione

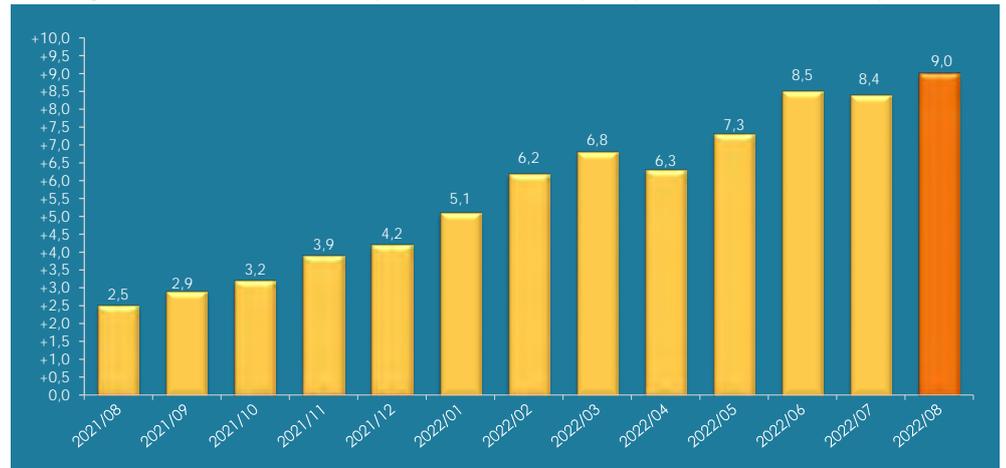
Secondo le stime preliminari, nel mese di agosto 2022 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra un aumento dello 0,8% su base mensile e dell'8,4% su base annua (da +7,9% del mese precedente). L'accelerazione dell'inflazione su base tendenziale è dovuta, in parte ai prezzi dei beni energetici (la cui crescita passa da +42,9% di luglio a +44,9%) e in particolare degli energetici non regolamentati (da +39,8% a +41,6%; i prezzi dei beni energetici regolamentati continuano a registrare una crescita molto elevata ma stabile a +47,9%). Per il resto l'aumento è dovuto ai prezzi dei beni alimentari lavorati (da +9,5% a +10,5%) e dei beni durevoli (da +3,3% a +3,9%). Registrano, invece, un rallentamento i prezzi dei servizi relativi ai trasporti (da +8,9% a +8,4%). L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, accelera da +4,1% a +4,4% e quella al netto dei soli beni energetici da +4,7% a +4,9%.

### Si amplia il differenziale tra beni e servizi

Su base annua accelerano i prezzi dei beni (da +11,1% a +11,8%) mentre è sostanzialmente stabile la crescita di quelli dei servizi (da +3,6% a +3,7%); si amplia, quindi, il differenziale inflazionistico negativo tra questi ultimi e i prezzi dei beni (da -7,5 di luglio a -8,1 punti percentuali). Accelerano i prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona (da +9,1% a +9,7%), mentre rallentano quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto (da +8,7%

a +7,8%). L'aumento congiunturale dell'indice generale è dovuto prevalentemente ai prezzi dei beni energetici non regolamentati (+3,0%), dei servizi relativi ai trasporti (+2,4%, anche a causa di fattori stagionali), degli alimentari lavorati (+1,2%), dei beni durevoli (+0,8%) e dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (+0,7%, anche a causa di fattori stagionali). L'inflazione acquisita per il 2022 è pari a +7,0% per l'indice generale e a +3,5% per la componente di fondo.

**Indice generale armonizzato dei prezzi al consumo per i paesi dell'Unione Europea (IPCA)**



Fonte: Istat.