



Sommario

Economia mondiale

- ▶ Aumentano i timori di recessione; Stati Uniti e Cina tra *escalation* tariffaria e segnali di distensione.

Economia italiana

- ▶ Dati non brillanti. Approvata all'ultimo momento la Legge di bilancio con *deficit* al 2%.

Materie prime

- ▶ Si stabilizzano i mercati internazionali di materie prime. L'accordo tra paesi OPEC e Russia frena la caduta del petrolio.

Valute

- ▶ Previsioni 2019: euro, yen e valute emergenti in rialzo; dollaro, sterlina e yuan in difficoltà.

Credito

- ▶ Si è ufficialmente nel post QE. Il governo salva la banca CARIGE. In ribasso i rendimenti dei BTP.

Inflazione

- ▶ I beni energetici, pur in rallentamento, sostengono ancora l'inflazione di novembre. Previsto un ulteriore calo per il dato di dicembre.





ECONOMIA MONDIALE

STATI UNITI			EUROLANDIA		
Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni	Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni
+3,9%	+3,9%	+4,9%*	+7,9%	+1,2%	+1,8%**
dicembre 2018	nov 2018/2017	ott 2018/2017	novembre 2018	ott 2018/2017	ott 2018/2017

* Construction Spending

** Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ Recessione in vista?
- ▶ Novità nelle trattative tra Stati Uniti e Cina.
- ▶ L'Europa in rallentamento.

In breve...

Recessione sì o recessione no? Il dibattito sullo scenario globale per il 2019 è aperto ma è un fatto che mercati e analisti ritengano sempre più probabile la prima ipotesi, o almeno quella di mercato rallentamento. Trump vede questa prospettiva come il fumo negli occhi e da tempo sta facendo pressioni sulla Federal reserve per rinviare il programmato aumento dei tassi. A dicembre i tassi sono stati alzati di un quarto di punto, ma in seguito il presidente Powell è stato meno categorico, parlando di una strategia flessibile. Gli indicatori più recenti disegnano un quadro globale a luci e ombre: gli Stati Uniti marciano a velocità ancora elevata (anche se Wall street è sempre più convinta che l'età dell'oro non possa durare a lungo...), l'Europa è in affanno, la Cina rallenta così come altre economie asiatiche (India a parte), penalizzati dalle tensioni commerciali. Per ora i dati non sono allarmanti: le previsioni OCSE stimano una crescita mondiale intorno al 3,5% anche nel 2019 e 2020. Nel complesso però è indubbio che siano aumentati incertezza e rischi.

Uno dei principali riguarda l'evoluzione delle guerre commerciali e soprattutto lo scontro tra Stati Uniti e Cina. Dopo il caso Huawei di dicembre, che ha alzato i toni della dialettica, le trattative sono riprese e molti fattori fanno pensare che i due leader possano arrivare a breve a un accordo soddisfacente per entrambi. Due leader che rispetto ai mesi scorsi sono più deboli e vulnerabili dal punto di vista economico e politico e che hanno dunque maggiore interesse a non forzare la mano.

Anche in caso di accordo, in ogni caso, quello che si va delineando è uno scenario ben diverso da quello che sarebbe auspicabile, basato sul rispetto delle regole e sugli accordi multilaterali. Uno scenario di trattative bilaterali in cui vince il più forte o il più spregiudicato. L'Europa rischia di essere il vaso di coccio nello scontro tra Stati Uniti e Cina per la supremazia globale.

In un'Europa che cresce meno, con un'economia più fragile e sempre più divisa politicamente, Brexit e ascesa del populismo (inarrestabile?) restano al centro dell'attenzione. L'accordo raggiunto tra Theresa May e Unione Eu-

ropea è stato visto come male minore ma in Gran Bretagna l'opposizione è forte (anche tra i conservatori): le ipotesi più verosimili sono oggi quelle di un no-deal (uscita a marzo senza accordi) oppure di un nuovo referendum. L'Italia, una volta di più, è il paese più a rischio: la crescita si è pericolosamente avvicinata a zero, produzione e investimenti sono in stallo, le costruzioni sono ferme da anni, il debito pubblico aumenta, lo spread è ostaggio della politica. La manovra appena approvata, se ha evitato lo scontro con Bruxelles, fa poco o nulla per sostenere la crescita e le imprese e rischia anzi di aggravare i problemi strutturali del nostro Paese. Ci aspettano mesi difficili.

Guerre commerciali

A inizio gennaio sono ripresi i negoziati tra Stati Uniti e Cina per arrivare a un accordo commerciale. Si tratta del primo incontro dopo la tregua concordata da Trump e Xi Jinping durante l'incontro G-20 di dicembre. Va ricordato che nel 2018 gli Stati Uniti hanno imposto tariffe del 10% su 250 miliardi di prodotti cinesi; se non si raggiungerà un accordo, il 2 marzo le tariffe saranno portate al 25% e Trump ha minacciato di estenderle a tutti i restanti prodotti cinesi, per un valore di 267 miliardi aggiuntivi. A oggi, non è possibile fare previsioni sugli esiti concreti di trattative che si preannunciano comunque difficili. Tuttavia, gli analisti ritengono che stiano aumentando le pressioni sulle due potenze per arrivare a un accordo che riapra i due mercati. Da ottobre Wall street ha perso quasi il 15%; la borsa cinese è stata la peggiore nel mondo nel 2018 e l'economia sta chiaramente rallentando.

Certamente, non ha contribuito alla distensione la vicenda dell'arresto in Canada, su richiesta americana, della CFO di Huawei, e il successivo arresto in Cina di due cittadini canadesi.

Timori di recessione infondati?

Negli scorsi numeri di Insight avevamo già ripreso i richiami sui rischi di recessione lanciati da vari analisti, da Nouriel Roubini all'Economist, dal Financial times allo stesso Fondo monetario. A questi si aggiunge l'autorevole opinione di Lawrence Summers, ex segretario del Tesoro americano e docente di economia ad Harvard.

Timori che possono sembrare infondati in un contesto globale ancora solido, con un tasso di crescita positivo in tutti i paesi, assenza o quasi di tensioni inflazionistiche, prezzi di petrolio e commodity attestati su livelli storicamente bassi, contenuta volatilità valutaria e finanziaria. Tuttavia, Summers nota come sulla base dell'esperienza del passato l'inversione della curva dei rendimenti dei titoli di Stato (ovvero tassi a breve più elevati di quelli a lungo termine) segnali che i mercati ritengono più probabile una svolta recessiva.

Politica monetaria: la Federal reserve disabilita il pilota automatico

Una delle variabili determinanti per definire lo scenario 2019 è senza dubbio l'evoluzione della politica monetaria negli Stati Uniti e in Europa. Negli Stati Uniti, la rotta sembrava tracciata verso gradual rialzi nei prossimi mesi. A dicembre il tasso di riferimento è stato alzato dal 2,25% al 2,50%. Tuttavia, il presidente della Federal reserve Jerome Powell ha recentemente dichiarato che la FED sarà paziente e flessibile, aprendo così all'ipotesi di una strategia



più permissiva se le condizioni finanziarie dovessero diventare troppo restrittive (ovvero se la borsa dovesse scendere ancora). Una cautela fortemente caldeggiata da Trump, sempre timoroso di soffocare la crescita.

BCE: confermata l'uscita dal QE

Quanto alla BCE, a dicembre Draghi ha confermato la fine del QE (*quantitative easing*), ovvero degli acquisti netti di attività a partire da fine 2018. Tuttavia, l'uscita dal QE sarà molto morbida: le autorità monetarie infatti reinvestiranno il capitale rimborsato sui titoli in scadenza per un "prolungato periodo di tempo" e comunque "finché sarà necessario per mantenere la liquidità". I tassi di interesse saranno mantenuti sui livelli attuali almeno fino all'estate 2019.

Quanto è solida la crescita dell'economia americana?

Stati Uniti ed Europa si trovano oggi in una fase molto diversa del ciclo economico: è questo uno dei rischi dello scenario attuale. Negli Stati Uniti, i dati di novembre e dicembre definiscono una crescita robusta dell'attività produttiva, dei consumi e dell'occupazione, con qualche segnale di raffreddamento del mercato immobiliare e dell'auto. Frenano gli investimenti, mentre alcuni settori iniziano a risentire degli effetti delle guerre tariffarie, a partire dall'agricoltura, tradizionale serbatoio di voti per Trump.

L'Europa rallenta

L'Europa è entrata negli ultimi mesi in una fase di netta decelerazione dell'attività economica, confermata dagli indicatori più recenti. Rallenta in particolare l'industria manifatturiera, soprattutto in Germania ma anche nella maggior parte degli altri paesi. In parte in conseguenza di un contesto internazionale meno positivo, penalizzato dalle difficoltà dei paesi emergenti e dall'aumento dell'incertezza. Le guerre tariffarie, ma anche le crescenti incognite politiche in alcuni paesi, condizionano le decisioni di investimento delle imprese e la propensione al consumo delle famiglie. Le tensioni finanziarie, più acute negli ultimi mesi, certamente non incoraggiano gli *animal spirits* degli investitori.

La domanda estera ha certamente giocato un ruolo non secondario nel raffreddare la *performance* dell'industria europea; tuttavia non sono più incoraggianti le indicazioni dal versante della domanda interna.

Restano dunque piuttosto oscure le prospettive per il 2019.

Cina in decelerazione; il Brasile si aspetta molto da Bolsonaro

Dicembre conferma in pieno i segnali di rallentamento emersi nei mesi scorsi. Inizia a farsi sentire il costo delle guerre commerciali, che inevitabilmente penalizzano un'economia ancora fortemente dipendente dai mercati esteri e in particolare da quello americano. Si rafforzano le spinte a cercare un accordo soddisfacente. D'altra parte, le autorità cinesi hanno un ampio arsenale a disposizione per rilanciare la crescita: alcune misure sono già state attuate a dicembre.

In Brasile, i mercati attendono con ansia le mosse del neo presidente Bolsonaro: tra autoritarismo, liberismo e populismo la mediazione non sarà facile.

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

	2017	2018	2019		2017	2018	2019
Mondo	3,7	3,7	3,5	UK	1,7	1,3	1,4
USA	2,2	2,9	2,7	Russia	1,5	1,6	1,5
Giappone	1,7	0,9	1,0	Cina	6,9	6,6	6,3
Area Euro	2,4	1,9	1,8	India	6,7	7,5	7,3
Germania	2,5	1,6	1,6	Sudafrica	1,3	0,7	1,7
Francia	2,3	1,6	1,6	Brasile	1,0	1,2	2,1
Italia	1,5	1,0	0,9	Messico	2,0	2,2	2,5
Spagna	3,0	2,7	2,2	Turchia		3,3	-0,4

Fonte: OECD, novembre 2018.

Stati Uniti

Accelera la creazione di occupazione

Con 312.000 nuovi posti di lavoro creati nel mese, dicembre fa registrare una crescita record dei posti di lavoro: si tratta della variazione più elevata dallo scorso febbraio. Grazie alla revisione al rialzo dei dati di ottobre e novembre, salgono a 762.000 i nuovi posti generati nell'ultimo trimestre, a conferma del robusto dinamismo dell'economia americana. Il tasso di disoccupazione sale al 3,9% per effetto dell'aumento del tasso di attività. A dicembre incrementi occupazionali significativi si registrano in molti settori, a partire da sanità (+50.000), servizi professionali e tecnici (+43.000), ristorazione (+41.000), manifattura (+32.000), costruzioni (+38.000), commercio al dettaglio (+24.000). La retribuzione media oraria è aumentata del 3,2% rispetto allo scorso anno.

Utility e estrattivo trainano la produzione industriale

Dopo la lieve flessione di ottobre (-0,2% secondo il dato definitivo, che corregge il +0,1% della stima preliminare), a novembre l'indice della produzione industriale segna un buon aumento (+0,6%), mentre la variazione tendenziale è pari al +3,9%. Il positivo andamento di novembre è spiegato dal marcato incremento delle utility (+3,3%) e del settore estrattivo (+1,7%), mentre la produzione manifatturiera segna il passo. Il tasso di utilizzo degli impianti è pari al 78,5%, in ulteriore crescita e poco più di un punto al di sotto della media di lungo periodo (1972-2017).

Si raffredda l'indice ISM

A dicembre l'indice manufacturing ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello na-

zionale, conferma la crescita dell'attività manifatturiera per il 116° mese consecutivo. Gli indicatori tuttavia si raffreddano in misura piuttosto consistente rispetto alla rilevazione di novembre, soprattutto quelli relativi a nuovi ordini e produzione; decelerano anche i prezzi, rallenta l'export. Dei 18 settori censiti, 11 registrano una crescita dell'attività. Segnali di cautela dai settori dei mezzi di trasporto ("la domanda continua a diminuire a causa delle preoccupazioni su economia e tariffe") e macchinari ("preoccupazioni per le implicazioni di lungo periodo della guerra tariffaria sulle strategie di fornitura").

Restano toniche le vendite al dettaglio

Dopo il brillante dato di ottobre (+1,1% rispetto al mese precedente secondo i dati definitivi), a novembre le vendite al dettaglio si confermano in crescita (+0,2%), mentre la crescita tendenziale rimane elevata (+4,2%). Nel trimestre settembre-novembre le vendite sono cresciute del 4,3% rispetto all'analogo periodo 2017. Nei primi undici mesi variazioni particolarmente elevate si registrano per stazioni di rifornimento (+14,4% rispetto al 2017), abbigliamento (+4,9%), mobili e arredamento (+4,1%). Bene anche salute e cura personale (+3,8%), materiali da costruzione e attrezzature da giardino (+3,9%), alimentari (+3,7%), auto e ricambi (2,9%), elettronica e elettrodomestici (+2,9%). In flessione la spesa per articoli sportivi, *hobby*, musica e libri (-4,0%).

Un indicatore, parziale ma significativo, dell'ottimo dinamismo dei consumi è rappresentato dall'andamento delle vendite al dettaglio registrate sul circuito Mastercard, al netto della compravendita di automobili e considerando sia gli acquisti *online* che quelli *offline*: tra il primo novembre e il 24 dicembre le vendite Mastercard sono salite del 5,1% rispetto al 2017, l'incremento più forte degli ultimi sei anni.

Grazie a mezzi di trasporto e difesa ripartono gli ordini di beni durevoli

Dopo la marcata caduta di ottobre (-4,3% rispetto al mese precedente secondo i dati definitivi), a novembre l'indice degli ordini di beni durevoli manifatturieri registra un aumento dello 0,8%, spiegato dall'incremento degli ordini di mezzi di trasporto (+2,9%); al netto dei mezzi di trasporto la variazione è invece negativa (-0,3%). Al netto del comparto della difesa l'indice complessivo segna una contrazione dello 0,1%:



Positivo è anche l'andamento degli ordini di beni capitali, grazie soprattutto al settore della difesa (+15,4%) ma anche agli altri comparti (+0,7%). Il comparto non-difesa rappresenta l'85% degli ordini totali di beni capitali.

Confermati i segnali positivi del mercato immobiliare

La rilevazione di novembre condotta da NAR (National association of realtors) conferma i segnali positivi di ottobre. Le vendite di immobili residenziali salgono a 5,3 milioni in termini annualizzati, un incremento dell'1,9% rispetto al mese precedente. Le vendite restano tuttavia inferiori del 7,0% a quelle dello scorso anno.

Secondo NAR l'aumento dell'offerta di immobili sta rallentando la crescita dei prezzi, ma è ancora presto per brindare a una ripartenza del mercato.

Il prezzo mediano delle case è pari a 257.700 dollari, superiore del 4,2% rispetto allo scorso anno.

Lo stock di immobili in vendita scende a 1,74 milioni dai 1,85 milioni di ottobre ma rimane superiore a quello 2017 (1,67 milioni); lo stock è pari a 3,9 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali. In media le case restano sul mercato per 42 giorni, contro i 40 giorni dello scorso anno. Il 43% delle case viene venduto in meno di un mese.

Secondo le rilevazioni di Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), il tasso medio sui mutui immobiliari a tasso fisso a 30 anni è pari al 4,87 %, in lieve aumento rispetto a ottobre e superiore al tasso medio 2017 (3,99%). La quota di vendite in sofferenza (*distressed sales*) è pari al 2,0% sul totale delle vendite, in calo di due punti rispetto allo scorso anno.

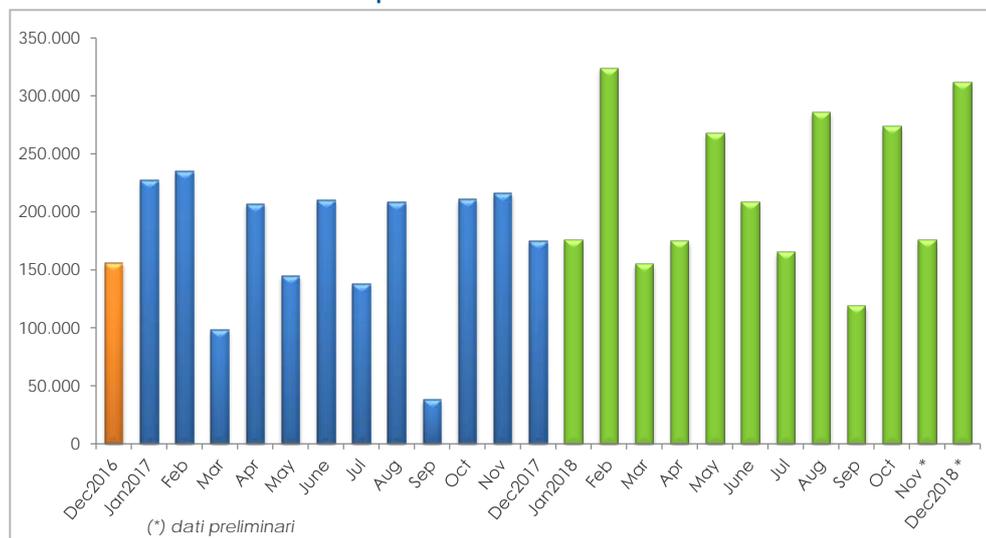
Ancora un mese debole per le costruzioni

A novembre i permessi di costruzione (*building permits*) fanno registrare un aumento del 5,0% rispetto a ottobre e dello 0,4% rispetto allo scorso anno. Il dato corrisponde a un volume annuo di 1,33 milioni di permessi.

In calo rispetto allo scorso anno sono gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing starts*) (-3,6%), pari a 1,26 milioni in termini annualizzati.

Infine, sono state completate 1,10 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completions*): il 3,6% in meno rispetto allo scorso anno.

Stati Uniti: creazione mensile di posti di lavoro dicembre 2016 - dicembre 2018



Fonte: Bureau of Economic analysis, dicembre 2018.

Il mercato *automotive* chiude il 2018 oltre quota 17 milioni

Nonostante i tassi di interesse in aumento e la volatilità della borsa, il mercato *automotive* americano chiude bene il 2018, attestandosi al di sopra di quota 17 milioni per il quarto anno consecutivo (17,19 milioni), con una crescita dello 0,4% rispetto allo scorso anno. Particolarmente vivace la crescita di dicembre (+1,5% rispetto al 2017). Secondo NADA, l'associazione dei rivenditori (National auto dealers association), sono stati determinanti la riduzione delle tasse e le misure a favore delle imprese per l'acquisto di nuovi veicoli. Per il 2019 NADA si attende un rallentamento del mercato intorno a 16,8 milioni, tenendo conto di diversi fattori, tra i quali l'aumento dei tassi di interesse e dell'offerta di veicoli usati recenti.

Tra gennaio e dicembre le vendite del gruppo FCA sono aumentate dell'8,5%, con 2,23 milioni di autovetture vendute.

Europa

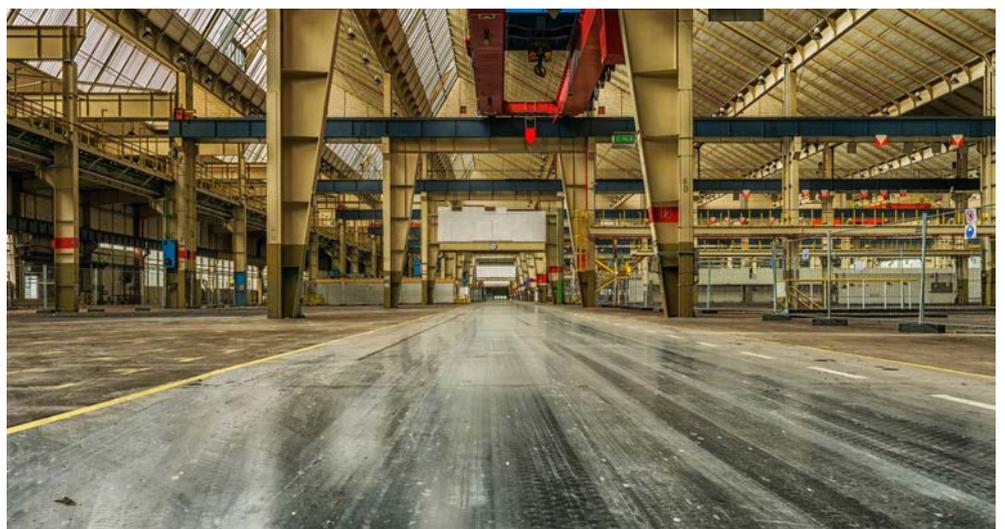
Indice PMI al minimo degli ultimi quattro anni

La rilevazione di dicembre dell'indice PMI (*purchasing managers' Index*) di IHS-Markit conferma e aggrava i segnali negativi emersi nei mesi precedenti. L'indicatore dell'attività produttiva si avvicina al punto che segna la soglia tra espansione e recessione, raggiungendo il livello più basso degli ultimi quattro anni. Il peggioramento è in parte spiegato dalle proteste dei *gilet jaune* in Francia; ma è comunque generalizzato a diversi paesi, come Germania e Italia.

Le aziende sono pessimiste anche per i prossimi mesi e non si attendono un miglioramento delle prospettive di mercato, anzi. Tra i fattori critici vengono citati le incertezze politiche, i timori di guerre commerciali, Brexit, la volatilità dei mercati finanziari e il rallentamento della crescita globale.

Non accelera la produzione industriale

Dopo il dato negativo di settembre (-0,5% secondo i dati definitivi), a ottobre la produzione industriale dell'Area euro fa registrare un rimbalzo (+0,2%), mentre la crescita tendenziale è pari all'1,2%. Nell'ultimo trimestre la variazione tendenziale è stata pari a +0,7%, mentre rispetto al trimestre precedente si registra un incremento dello 0,3%. Dopo aver raggiunto il picco a fine



2017-inizio 2018, la crescita della produzione ha iniziato a decelerare; l'indice è ritornato sui livelli di metà 2017.

In tutte le principali economie europee il profilo dell'attività è cedente o molto debole.

In Germania nell'ultimo trimestre si registra una flessione dello 0,6% rispetto al trimestre precedente, mentre la crescita tendenziale è appena al di sopra di zero (+0,3%). Negativo il dato di ottobre: -0,6% rispetto al mese precedente. La Germania ha recuperato i livelli produttivi precrisi (+7%), unica eccezione tra le principali economie europee.

Anche in Francia la dinamica degli ultimi mesi è ben poco brillante. Nell'ultimo trimestre si registra una variazione praticamente nulla rispetto al trimestre precedente e allo scorso anno. Positivo invece il dato di ottobre (+1,2% mensile). Rispetto alla situazione precrisi resta da recuperare l'8% della capacità produttiva.

Anche in Spagna il settore è in rallentamento dopo un 2017 molto dinamico. Il trimestre agosto-ottobre fa segnare una crescita dello 0,3% rispetto ai tre mesi precedenti e dello 0,5% tendenziale. A ottobre l'indice aumenta dell'1,2% rispetto al mese precedente. La capacità produttiva è inferiore del 21% ai livelli precrisi.

Non molto diversa la situazione della Gran Bretagna. Negli ultimi tre mesi l'indice ha segnato un aumento dello 0,3% rispetto ai tre mesi precedenti e dello 0,2% rispetto al 2017. A ottobre la variazione sul mese precedente è stata negativa (-0,6%).

In Italia, infine, il profilo della produzione rimane molto debole. Considerando gli ultimi tre mesi, la variazione è nulla rispetto ai tre mesi precedenti, mentre la crescita tendenziale è dell'1,1%. A ottobre l'indice rileva una flessione mensile appena positiva (+0,1%). I livelli produttivi restano inferiori del 17% rispetto a quelli precrisi.

Settore delle costruzioni a molte velocità

Come avevamo anticipato, nel settore delle costruzioni dopo il dato anomalo di settembre la rilevazione di ottobre registra il ritorno alla normalità: la flessione dell'1,6% rispetto al mese precedente riporta il dato sul *trend* precedente. La crescita tendenziale rimane comunque positiva (+1,8%). Prendendo in esame la dinamica degli ultimi tre mesi, l'indice ha registrato un incremento dello 0,7% rispetto al trimestre precedente (in termini destagionalizzati e a parità di giornate lavorative), mentre la crescita tendenziale è stata del 2,9%.

La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale.

In Germania prosegue il *trend* di crescita, con variazioni robuste nell'ultimo trimestre: +4,4% tendenziale, +0,7% rispetto al trimestre precedente; i livelli di attività sono superiori del 15% a quelli 2012 e del 22% a quelli precrisi (2007).

Una situazione grosso modo analoga è riferibile alla Gran Bretagna: negli ultimi tre mesi la variazione dei livelli di attività è stata dell'1,3% rispetto al trimestre precedente e del 3,2% tendenziale. I livelli di attività sono superiori del 17% a quelli 2012 e del 32% a quelli 2007.

In Spagna il profilo del ciclo rimane piatto, anche se nell'ultimo trimestre si è rilevato qualche segnale positivo: +0,5% la variazione rispetto ai tre mesi precedenti, +0,1% l'incremento tendenziale. La Spagna è tornata al di sopra dei livelli del 2012 (+28%), ma il crollo dopo la crisi era stato drammatico e resta da recuperare quasi la metà del terreno perduto.

In Francia il settore rimane molto volatile, con ampie oscillazioni mensili e trimestrali degli indicatori. Nel trimestre agosto-ottobre l'indice ha registrato una variazione significativa rispetto al trimestre precedente (+0,9%), mentre la dinamica tendenziale è decisamente più debole (+0,3%). I livelli produttivi si sono riallineati a quelli del 2012, ma restano inferiori a quelli 2007 (-17%). In Italia, infine, a ottobre si registra una variazione del -1,6% rispetto al mese precedente e del -0,5% tendenziale. Il *trend* resta sostanzialmente stazionario. Nel trimestre agosto-ottobre i livelli di attività diminuiscono dello 0,3% rispetto al periodo precedente, mentre la variazione rispetto al 2017 è lievemente positiva (+0,7%). Rimane molto ampio il *gap* da recuperare dopo la crisi: -16% rispetto al 2012, -41% rispetto al 2007. Tra le maggiori economie, solo la Spagna ha subito un ridimensionamento così drammatico di questo settore.

Rallentano le vendite al dettaglio

Dopo il dato positivo di ottobre (+0,6% secondo il dato definitivo), anche a novembre l'indice delle vendite al dettaglio segna una variazione positiva rispetto al mese precedente (+0,6%); la variazione tendenziale è del +1,1%. A novembre la dinamica tendenziale è particolarmente robusta in Gran Bretagna (+3,7%); variazioni positive anche per Spagna (+1,5%), Francia (+1,0%), Germania (+0,8%), mentre per l'Italia l'ISTAT non ha reso disponibili dati aggiornati confrontabili.



In stallo il mercato automotive

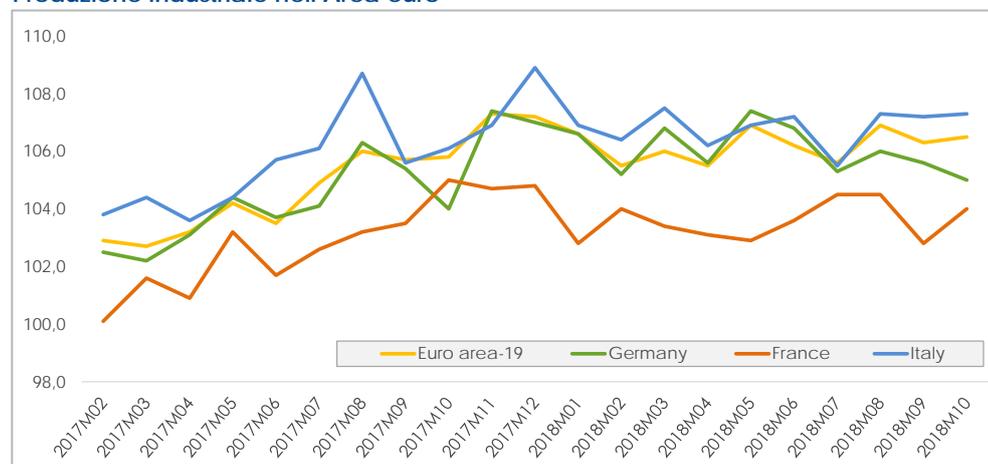
Anche il mese di novembre risente del *boom* estivo legato all'entrata in vigore dal 1° settembre della nuova procedura di omologazione europea WLTP (*worldwide harmonized light vehicles test procedure*) per le automobili. Le vendite infatti segnano nuovamente il passo (-8,0% rispetto allo scorso anno), in tutti i principali mercati. Più significativo guardare al bilancio dei primi 11 mesi, che vedono un lieve aumento delle vendite (+0,8%), salite a 14,16 milioni. La crescita del mercato europeo è trainata dai paesi dell'Europa centrale (+9,6%), mentre tra le principali economie sono ancora in espansione solo Spagna (+8,0%) e Francia (+4,7%); in stallo la Germania (+0,4%), mentre in Italia (-3,5%) e Gran Bretagna (-6,9%) il mercato è in discesa.

Tra gennaio e novembre le vendite del gruppo FCA sono scese a 961.000 unità, il 2,2% in meno rispetto al 2017. La eccellente *performance* di Jeep (+57%) non è stata sufficiente a compensare la caduta degli altri marchi del gruppo e in particolare di FIAT (-8,6%), che rappresenta il 70% delle vendite totale FCA. In calo anche Maserati (-6,6%), che tra gennaio e novembre ha venduto in Europa 8.800 auto.

Peggiora la fiducia dei consumatori

Il clima di fiducia dei consumatori registra a dicembre un nuovo e marcato peggioramento, lungo un *trend* negativo in atto da alcuni mesi. Non sono disponibili per dicembre i sondaggi *economic sentiment* e *business climate* (che raccoglie i giudizi dei *manager* delle imprese).

Produzione industriale nell'Area euro



Fonte: Eurostat, dicembre 2018.

Paesi Emergenti

Brasile: le prime mosse del presidente Bolsonaro

Il primo gennaio il neo eletto presidente Jair Bolsonaro è stato ufficialmente insediato nella massima carica statale. Nel suo discorso, ha promesso di aprire il Brasile ai mercati esteri e di attuare riforme volte a ridurre l'enorme deficit pubblico.

Sul piano politico, Bolsonaro intende riallineare il Brasile all'Occidente, avvicinandosi maggiormente in particolare agli Stati Uniti, che hanno inviato alla cerimonia di insediamento il segretario di stato Mike Pompeo. Ma lo stesso Donald Trump ha immediatamente inviato un messaggio di congratulazioni al neo presidente. Tra le prime mosse politiche, significativo è stato l'incontro con il *leader* israeliano Netanyahu, accolto con grande calore.

Nel governo Bolsonaro siedono molti ex-ufficiali dell'esercito (un terzo della compagine governativa), ma anche un nutrito gruppo di tecnici non politici, capeggiati dall'economista liberale Paulo Guedes, educato alla scuola di Chicago di Milton Friedman. Guedes ha in programma di privatizzare molte imprese pubbliche, prevedendo di realizzare fino a 220 miliardi dollari; ha anche promesso di eliminare il cosiddetto "costo Brasile", che rende costoso e complicato fare *business* a causa dell'eccessiva burocrazia.

I mercati hanno salutato positivamente l'avvio della presidenza Bolsonaro. La borsa è salita, il real si è rivalutato.

Tuttavia, in una delle prime dichiarazioni il presidente ha frenato l'entusiasmo dei mercati sulla riforma delle pensioni, precisando che l'età minima di pensionamento sarà di 62 anni per gli uomini e 57 per le donne, significativamente più bassa di quella proposta dal suo predecessore (65 e 62) e di quella voluta dal ministro Guedes. Anche sul terreno delle privatizzazioni, Bolsonaro è stato molto cauto, esprimendo la sua "preoccupazione" sulla vendita a Boeing dell'80% di Embraer (*leader del settore aeronautico*); uno degli ultimi decreti di Temer prevedeva appunto la possibilità da parte di imprese estere di acquisire il controllo di imprese aeronautiche brasiliane.

Viceversa, il governatore della banca centrale ha dichiarato che la nuova amministrazione approverà l'ingresso di banche estere in Brasile, con l'obiettivo di aumentare la concorrenza in un settore fortemente concentrato (l'85% dei depositi è in mano a 5 banche).

Chi non ha celebrato l'avvento di Bolsonaro è il crimine organizzato, che ha apertamente sfidato la nuova amministrazione con una serie di operazioni spettacolari come il furto di massa a danno dei turisti in visita al Cristo redentore e una serie di attacchi a militari nel nord est del paese.

Cina: indicatori concordi, l'economia sta rallentando

I due principali indicatori dell'attività economica sono per una volta perfettamente concordi. A dicembre infatti sia l'indice ufficiale PMI (*purchasing managers' index*) che l'indice *Caixin general manufacturing* segnalano un netto rallentamento dell'attività produttiva.

L'indice PMI, calcolato sulla base di un sondaggio su oltre 3.000 imprese manifatturiere, scende al di sotto della soglia tra contrazione e espansione: si tratta della rilevazione peggiore da febbraio 2016. Peggiorano in particolare le aspettative sui nuovi ordini, mentre prosegue per il settimo mese consecutivo il rallentamento dell'export.

Anche l'indice Caixin rilevato da IHS-Markit, che attribuisce un peso maggiore alle imprese di minori dimensioni, scende a dicembre sotto la soglia espansione-contrazione, per la prima volta dal maggio 2017. Si indebolisce la domanda interna, mentre si accentua il rallentamento dell'export. Migliora invece il *cash flow* grazie alle recenti misure varate dal governo per agevolare le necessità finanziarie delle PMI e alla direttiva che impone ad amministrazioni locali e imprese pubbliche di accelerare i pagamenti alle PMI.



I due indicatori sono d'accordo anche nell'evidenziare che "il peggio deve ancora venire". Dobbiamo quindi attenderci un più marcato rallentamento dell'economia cinese nei prossimi mesi. Alcuni operatori finanziari tuttavia vedono in questi segnali aspetti positivi: gli analisti di ING, ad esempio, ritengono che il fatto che l'economia sia debole indurrà il governo ad avviare politiche più energiche a favore della crescita. Un governo che possiede molte ed efficaci armi nel suo arsenale.

La banca centrale ha recentemente ridotto i requisiti di riserva obbligatoria delle banche, liberando circa 116 miliardi di liquidità; gli analisti ritengono ora più probabile una riduzione dei tassi di riferimento, fermi dal 2015 al 4,35% per i prestiti a un anno e all'1,5% per i depositi.

Determinante sarà in ogni caso l'evoluzione dei negoziati tra Stati Uniti e Cina.

Russia: economia solida a fine 2018

L'economia russa chiude il 2018 in buona salute, anche se a dicembre l'indice PMI segnala un lieve arretramento rispetto alla rilevazione, molto positiva, di novembre. Il quarto trimestre sarà il migliore degli ultimi due anni.

Il buon risultato è spiegato dall'aumento dei nuovi ordini sia interni che esteri; in lieve crescita è anche l'occupazione, mentre si sono attenuate le pressioni inflazionistiche. Migliora l'indice di fiducia delle imprese.

A metà dicembre la Banca centrale ha ritoccato i tassi di riferimento dal 7,50 al 7,75%, sulla base dei crescenti rischi di inflazione. Va ricordato che il previsto aumento della tassa sul valore aggiunto (VAT) a gennaio aumenterà la pressione sui prezzi, esacerbata anche dalla debolezza del rublo. I deflussi di capitale a seguito di una maggiore volatilità dei mercati o di nuove sanzioni potrebbero mettere in tensione la valuta russa. Le autorità hanno confermato un orientamento cauto della politica monetaria e annunciato la ripresa dei normali acquisti di valuta estera (interrotti lo scorso agosto) a partire da metà gennaio.

Nel definire lo scenario per il 2019 le sanzioni americane hanno un certo peso, accanto all'andamento del prezzo del petrolio, che per l'economia russa rappresenta la variabile più importante. Le sanzioni condizionano le esportazioni e i mercati finanziari: anche se il loro impatto è stato e sarà molto meno rilevante di quanto gli Stati Uniti vorrebbero.

Le sanzioni radicali annunciate per il 2018 sono state rinviate al 2019, ma i dettagli sulla loro natura non sono ancora determinati. Nel 2018 gli Stati Uniti hanno implementato quattro *round* di sanzioni, nessuno dei quali particolarmente dannoso; il caso Rusal (l'azienda russa leader mondiale dell'alluminio) si è rivelato un clamoroso autogol, costringendo gli Stati Uniti a una umiliante cancellazione a dicembre. Nel frattempo, la Russia ha adottato una serie di misure di vario tipo per limitare l'effetto di sanzioni: ad esempio ha aumentato le riserve di valuta a 470 miliardi, pari a 23 mesi di importazioni. Il debito estero russo, pari al 15% del PIL, è tra i più bassi al mondo. La Russia ha inoltre venduto gran parte dei titoli americani. D'altra parte, quattro anni di embargo sulle importazioni agricole dall'Europa e i forti investimenti nell'industria nazionale hanno reso l'economia russa meno dipendente dall'estero.

Sanzioni più incisive potrebbero colpire il debito sovrano russo e i titoli americani denominati in rubli (OFZ bonds), ma è improbabile che vengano effettivamente attuate.

ECONOMIA ITALIANA

 <p>-2,6% novembre 2018/2017</p>	 <p>-0,5% ottobre 2018/2017</p>	 <p>1,6% novembre 2018/2017</p>	 <p>-3,1% 2018/2017</p>	 <p>-5,5% ottobre 2018/2017</p>
 <p>↓ dicembre 2018</p>	 <p>↓ dicembre 2018</p>	 <p>9,6% ottobre 2018/2017</p>	 <p>10,5% novembre 2018</p>	 <p>31,6% novembre 2018</p>

- ▶ Continua il rallentamento dell'attività economica italiana.
- ▶ Il Parlamento corregge la finanziaria e, secondo le indicazioni della Commissione europea, il deficit scende al 2%.
- ▶ Previsioni negative per i prossimi mesi.

In breve...

La fase di decelerazione dell'attività economica in Italia è in parte il riflesso di un contesto internazionale meno positivo rispetto ai mesi scorsi, penalizzato dalle difficoltà dei paesi emergenti e dall'aumento dell'incertezza globale. Se la domanda estera ha giocato un ruolo non secondario nel raffreddare la performance dell'industria, le indicazioni dal versante della domanda interna non sono più incoraggianti. Per i prossimi mesi gli indicatori congiunturali puntano tutti in una direzione non positiva.

Negli ultimi giorni dell'anno il Parlamento ha ratificato una manovra finanziaria molto diversa rispetto all'impianto di base annunciato nei mesi scorsi, modificata negli equilibri interni, a partire dai rapporti fra spesa corrente e investimenti e fra misure espansive e recessive.

Tra le novità per le imprese, segnaliamo:

- ▶ Deficit nominale della manovra sceso dal 2,4 al 2%, con una correzione da 10,2 miliardi (9 miliardi di riduzioni di spesa rispetto ai programmi e 1,2 miliardi di maggiori entrate).
- ▶ Abrogato il regime fiscale in materia di aiuto alla crescita economica (ACE).
- ▶ Prorogata di un anno l'applicazione del credito d'imposta Formazione 4.0, in base alla dimensione dell'azienda: 50% per le piccole imprese, 40% per le medie imprese e 30% per le grandi imprese.
- ▶ Rifiinata con circa 400 milioni di euro in 4 anni la legge Sabatini, che sostiene gli investimenti per acquistare o acquisire in leasing macchinari, attrezzature, impianti, beni strumentali ad uso produttivo e hardware, software e tecnologie digitali.
- ▶ Aumento a € 65.000 delle soglie di accesso al regime forfettario per l'applicazione della imposta sostitutiva proporzionale del 15% (ridotta al 5% per i primi cinque anni di attività).
- ▶ Ritocco per l'iperammortamento e abolizione del superammortamento.
- ▶ Nuova mini IRES per le imprese che investono in nuovi impianti o in beni strumentali.
- ▶ Riduzione a 4 miliardi (rispetto ai 6,7 iniziali) della dote per il prossimo anno destinata all'attuazione dei pensionamenti anticipati con "quota 100".

Crolla la produzione industriale

A novembre 2018 l'indice destagionalizzato della produzione industriale diminuisce dell'1,6% rispetto a ottobre. Nella media del trimestre settembre-novembre 2018 il livello della produzione registra una flessione dello 0,1% rispetto ai tre mesi precedenti. L'indice destagionalizzato mensile mostra un aumento congiunturale solo nel comparto dell'energia (+1,0%); variazioni negative registrano, invece, i beni intermedi (-2,4%), i beni strumentali (-1,7%) e i beni di consumo (-0,9%). Corretto per gli effetti di calendario, a novembre 2018 l'indice è diminuito in termini tendenziali del 2,6% (i giorni lavorativi sono stati 21 come a novembre 2017). Nella media dei primi undici mesi dell'anno la produzione è cresciuta dell'1,2% rispetto all'anno precedente.

Si indebolisce l'industria, gelata su energia e beni intermedi

Gli indici corretti per gli effetti di calendario registrano a novembre 2018 una moderata crescita tendenziale solo per i beni di consumo (+0,7%); diminuzioni rilevanti si osservano, invece, per i beni intermedi (-5,3%), per l'energia (-4,2%) e, in misura più contenuta, per i beni strumentali (-2,0%). I settori di attività economica con variazioni tendenziali positive sono le industrie alimentari, bevande e tabacco (+2,7%), la produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (+1,3%) e le altre industrie manifatturiere, riparazione e installazione di macchine ed apparecchiature (+1,1%). Le maggiori flessioni si rilevano, viceversa, nell'industria del legno, della carta e stampa (-10,4%), nell'attività estrattiva (-9,7%) e nella fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (-6,7%).

Il maltempo frena la produzione nelle costruzioni

Dopo la crescita registrata a settembre, a ottobre 2018 si stima che l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni diminuisca dell'1,6% rispetto al mese precedente. Il calo congiunturale registrato su base mensile, probabilmente imputabile anche alle condizioni meteorologiche avverse che hanno caratterizzato il mese di ottobre, segna una battuta d'arresto nella moderata crescita che si era manifestata nei mesi precedenti in termini trimestrali. Nel trimestre agosto-ottobre la produzione nelle costruzioni mostra una flessione dello 0,3% rispetto al trimestre maggio-luglio. Su base annua, a ottobre 2018 l'indice della produzione nelle costruzioni corretto per gli effetti di calendario (i giorni lavorativi sono stati 23 contro i 22 di ottobre 2017) diminuisce dello 0,5%, mentre l'indice grezzo aumenta del 3,0%. Nella media dei primi dieci mesi del 2018, si osserva rispetto all'anno precedente un incremento tendenziale dell'1,2% per l'indice corretto per gli effetti di calendario e del 1,8% per l'indice grezzo.

Auto: il bilancio annuale è negativo (-3,5%)

A dicembre il mercato italiano dell'auto totalizza 124.078 immatricolazioni, in aumento del 2% rispetto allo stesso mese del 2017. I volumi immatricolati



nell'intero 2018 ammontano, così, a 1.910.025 unità, il 3,1% (circa 60.000 vetture) in meno rispetto al 2017. Difficile fare previsioni per l'anno appena iniziato, che si apre all'insegna della preoccupazione per le ripercussioni negative del *bonus-malus*. Infatti, ad essere colpite non saranno solo le autovetture di lusso e di grossa cilindrata, ma anche moltissimi modelli ampiamente diffusi sul mercato. Un passo importante per la transizione verso una mobilità a impatto zero è invece stato fatto con lo stanziamento a supporto delle infrastrutture di ricarica previsto dalla stessa legge di bilancio.

In aumento le vendite al dettaglio

A novembre 2018 le vendite al dettaglio aumentano rispetto al mese precedente dello 0,7% sia in valore sia in volume. La variazione positiva riguarda sia i beni alimentari (+0,3% in valore e +0,2 in volume) sia, in misura più ampia, i beni non alimentari (+0,8% in valore e +1,0% in volume). Nel trimestre settembre-novembre 2018, rispetto al trimestre precedente, le vendite al dettaglio restano stazionarie in valore e aumentano dello 0,2% in volume. Sia i beni alimentari, sia i non alimentari registrano una variazione nulla in valore e aumentano, rispettivamente, dello 0,1% e dello 0,3% in volume.

Su base annua, le vendite al dettaglio aumentano dell'1,6% in valore e dell'1,8% in volume. Risultano in crescita sia le vendite di beni alimentari (+1,0% in valore e +0,2% in volume), sia, soprattutto, quelle di beni non alimentari (+2,1% in valore e +3,0% in volume).

Il black friday fa impennare le vendite di elettrodomestici

Per quanto riguarda le vendite di beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali positive nella maggior parte dei gruppi di prodotti. Gli aumenti maggiori riguardano elettrodomestici, radio, tv e registratori (+11,7%), calzature e articoli in cuoio e da viaggio (+4,3%) e dotazioni per informatica, telecomunicazioni, telefonia (+4,2%). Le flessioni più marcate si registrano per cartoleria, libri, giornali e riviste (-2,5%) e giochi, giocattoli, sport e campeggio (-0,8%). Sempre a livello tendenziale, il valore delle vendite al dettaglio registra un aumento per la grande distribuzione (+1,8%) e una lieve flessione per le imprese operanti su piccole superfici (-0,1%). In forte crescita il commercio elettronico (+22,4%).

In calo le sofferenze bancarie

A ottobre 2018 i finanziamenti alle imprese sono calati dello 0,4% rispetto al mese di settembre e del 5,5% rispetto a ottobre 2017. Le sofferenze sono diminuite del 2,0% su base mensile e del 32,8% su base annuale.

Ulteriore, preoccupante calo di fiducia

L'indice composito del clima di fiducia delle imprese registra una dinamica negativa, peraltro in atto già dallo scorso luglio. In calo manifatturiero, costruzioni e servizi. Fa eccezione il commercio al dettaglio dove l'indice aumenta. Con riferimento alle imprese, nel comparto manifatturiero, si registra una flessione più contenuta rispetto al settore dei servizi e a quello delle costruzioni; si rileva un peggioramento dei giudizi sul livello degli ordini e della domanda unitamente a un aumento del saldo relativo alle scorte di magazzino. Le aspettative sul livello della produzione sono in aumento rispetto al mese scorso. Nel settore delle costruzioni si registra, per il secondo mese consecutivo,

un peggioramento sia dei giudizi sugli ordini sia delle aspettative sull'occupazione. Per quanto riguarda il settore dei servizi, si segnala il deterioramento dei giudizi sull'andamento degli affari e sul livello della domanda; le attese sugli ordini sono invece in aumento. Nel commercio al dettaglio migliorano tutte le componenti dell'indice (giudizi e attese sulle vendite, giudizi sul livello delle giacenze).

Terzo mese negativo per le attese dei consumatori

A dicembre 2018 si rileva una ulteriore flessione dell'indice del clima di fiducia dei consumatori, già in atto da tre mesi. Tutte le valutazioni sulla situazione economica del paese sono in peggioramento: dal clima economico a quello personale, dal clima corrente a quello futuro.

L'indice PMI resta sotto la soglia critica

L'indice PMI Markit (*purchasing managers' index*) redatto da IHS Markit, per il settore manifatturiero italiano, che illustra in modo sintetico la dinamica dello stato di salute del settore, a dicembre si è attestato al di sotto del punto di non cambiamento di 50,0 per il terzo mese consecutivo. Con 49,2 è risultato maggiore del 48,6 di novembre ma ha comunque segnalato un lieve peggioramento dello stato di salute del settore.

Lieve calo della disoccupazione giovanile

A novembre 2018 gli occupati risultano sostanzialmente stabili rispetto a ottobre; anche il tasso di occupazione rimane invariato al 58,6%. Come già accaduto in ottobre, l'andamento degli occupati è sintesi di un lieve aumento dei dipendenti permanenti (+15.000) e una diminuzione di quelli a termine (-22.000). Cresce l'occupazione maschile, mentre cala quella femminile. Tornano a diminuire, dopo due mesi di crescita, le persone in cerca di occupazione (-0,9%, pari a -25.000). Il calo si concentra prevalentemente tra le donne e le persone da 15 a 34 anni. Il tasso di disoccupazione si attesta al 10,5% (-0,1 punti percentuali), quello giovanile scende al 31,6% (-0,6 punti). Aumentano gli inattivi tra i 15 e i 64 anni (+0,2%, pari a +26.000). L'aumento si concentra tra le donne e le classi di età estreme dei 15-24enni e degli over50. Il tasso di inattività sale al 34,3% (+0,1 punti percentuali).

PMI Index, Italian Manufacturing



Fonte: Markit Economics.

MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
nov/ott 2018	nov/ott 2018	nov/ott 2018	nov/ott 2018
 -3,6% \$/Mt	 -13,4% \$/Bbl	 -0,9% \$/Mt	 -5,6% \$/Dmtu
RAME	GOMMA NATURALE TSR20	CACAO	ZUCCHERO
nov/ott 2018	nov/ott 2018	nov/ott 2018	nov/ott 2018
 -1,9% \$/Mt	 +2,2% \$/Mt	 +1,1% \$/Kg	 -1,9% \$/Kg

- ▶ I tagli alla produzione decisi dall'OPEC a dicembre frenano la caduta dei prezzi petroliferi.
- ▶ Cina e USA rinviando l'entrata in vigore dei dazi, ma questo non basta a far ripartire i prezzi dei metalli.
- ▶ Dopo i rincari del 2018, per il 2019 ci si attende un andamento più stabile dei costi di approvvigionamento per le imprese manifatturiere italiane.

The Economist commodity - price Index

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
Dollar Index			Sterling Index		
All Items	-2,2%	-9,9%	All Items	-2,2%	-3,9%
Food	-0,3%	-3,6%	Euro Index		
Industrials			All Items	-2,9%	-5,1%
All	-4,3%	-16,3%	Gold		
Non food agriculturals	-2,0%	-13,6%	\$ per oz	3,5%	-2,4%
Metals	-5,2%	-17,3%	West Texas Intermediate		
			\$ per barrel	-14,7%	-24,8%

Fonte: The Economist, 24-31 dicembre 2018.

Aumentano i prezzi dell'oro, bene rifugio per eccellenza

A livello di singole materie prime, i maggiori apprezzamenti hanno interessato, tra le altre, roccia di fosfato (+7,2%), olio di palma kernel (+4,3%), argento (+2,9%), oro (+2,4%), cacao (+1,1%), stagno (+1,0%). Relativamente stabili le quotazioni di orzo, cellulosa, olio di arachidi e di girasole, alluminio. I deprezzamenti più consistenti hanno toccato petrolio (in media -13,4%), platino (-6,5%), minerale di ferro (-5,6%), nickel (-4,5%), rame e zucchero (entrambi -1,9%).

Acciai piani ancora in calo, lunghi in leggero aumento

Il declino dei costi di produzione (minerali di ferro, nickel e carbone metallurgico hanno messo in luce un andamento cedente in dicembre) ha continuato a tenere sotto pressione i prezzi degli acciai anche se, come già osservato un mese fa, questi ultimi hanno mostrato andamenti differenziati a seconda delle tipologie monitorate. Nel dettaglio, i prezzi dei laminati a caldo e a freddo sul mercato dell'Europa meridionale hanno ceduto il 3% in dicembre, rispetto

a novembre, e attualmente vengono scambiati ai minimi da un anno e mezzo. Ciò è una conseguenza sia della condizione di debolezza dei mercati siderurgici globali, sia dei dati poco incoraggianti relativi al manifatturiero europeo, tedesco (e italiano) in primis, dove gli indici PMI si attestano ai minimi da 4 anni. Di altro tenore l'andamento dei prodotti lunghi (rebar) che in dicembre hanno mostrato un ulteriore, anche se modesto apprezzamento su base mensile (+1% circa in euro). Nel complesso, la maggiore stabilità dei "lunghi" è riconducibile alle attese sullo scenario UE delle costruzioni, decisamente più favorevoli se confrontate a quelle del manifatturiero.

L'industria, pur in un periodo dell'anno caratterizzato da un basso livello di attività sui mercati, ha contribuito ad allargare ulteriormente la forbice di prezzo tra le due tipologie di acciaio.

Andamenti opposti per zinco e nickel, stabili gli altri non ferrosi

Non molto da segnalare per quanto riguarda i prezzi dei metalli non ferrosi che, dopo il ripiegamento del terzo trimestre e di gran parte di ottobre, in novembre hanno messo in mostra un andamento stabile o lievemente rialzista, tendenza confermata anche nelle prime due settimane di dicembre. Le uniche eccezioni sono rappresentate dal nickel (-3%, a riflesso della debolezza della domanda siderurgica globale) e dallo zinco che, sostenuto dal calo delle scorte registrato nei magazzini del London metal exchange (LME), ha evidenziato un andamento di entità opposta (+3%, sempre in euro). Molto più contenute, comprese tra il +1 e il -1% le variazioni dei prezzi in euro degli altri metalli monitorati. In generale, il rinvio dell'entrata in vigore dei dazi al 25% sulle merci importate negli USA dalla Cina ha contribuito ad allontanare lo spettro di una caduta della domanda dal primo importatore mondiale di non ferrosi, arrestando il percorso di ripiegamento delle quotazioni in atto dai mesi estivi.

Il petrolio nel IV trimestre perde il 30% del suo valore

Dopo aver perso quasi il 30% del suo valore nel corso del quarto trimestre, attualmente il Brent viene scambiato sotto i 60 US\$/barile, in calo dell'8% rispetto a novembre.

Le ragioni alla base del crollo delle quotazioni petrolifere sono molteplici; la principale è forse la recente esenzione di alcuni paesi (tra cui l'Italia) dal regime sanzionatorio statunitense diretto all'Iran, la cui imposizione aveva giocato un ruolo determinante nell'alimentare il recupero estivo delle quotazioni. Inoltre pesano il continuo aumento nella produzione di *shale oil* statunitense, la revisione verso il basso delle prospettive di crescita dell'economia e dei consumi petroliferi mondiali e il graduale percorso di rafforzamento della valuta statunitense.

Russia e OPEC si accordano per ridurre la produzione

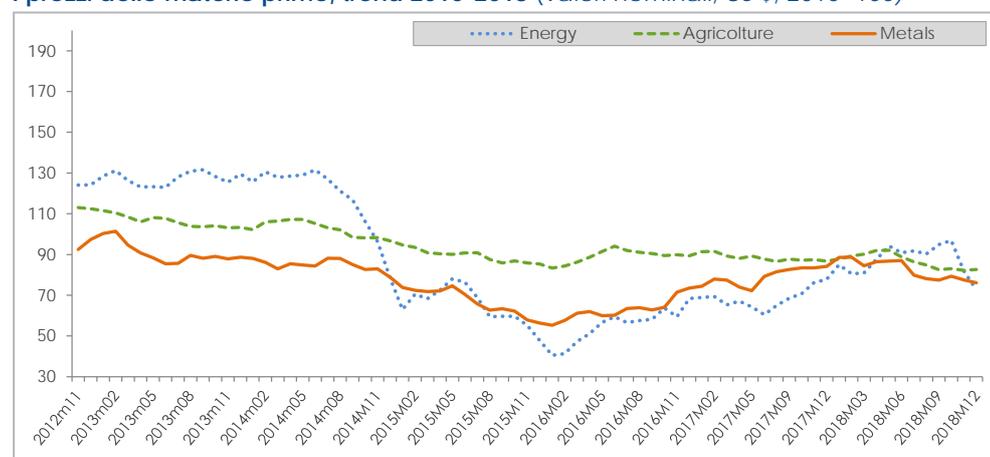
Anche se non esistono certezze sulla sua effettiva applicazione, l'accordo raggiunto dai paesi OPEC e dalla Russia in dicembre, per limitare la produzione di petrolio, ha avuto come effetto di rallentare la caduta dei prezzi. In prospettiva, è improbabile che il Brent continui a fluttuare sui livelli attuali ancora a lungo. Come largamente atteso, al *meeting* del 6 dicembre i maggiori paesi produttori si sono infatti accordati per un nuovo taglio produttivo, di entità pari a 1,2 milioni di barili al giorno, sufficiente sulla carta a erodere

l'attuale eccesso di offerta globale. In prospettiva e pur con tutti i dubbi del caso (in primis quelli riguardanti i rapporti sempre più tesi tra i due *leader* del cartello, Arabia Saudita e Russia) la minore offerta dovrebbe condurre a un recupero delle quotazioni, visibile già dal primo trimestre dell'anno prossimo.

Arretramenti diffusi per i raffinati

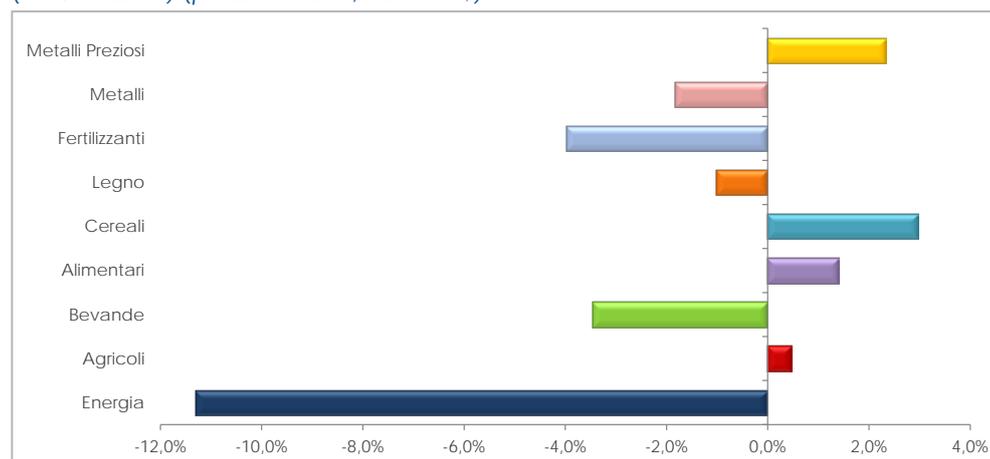
Per quanto riguarda i principali prodotti petroliferi, la nafta ha mostrato un andamento simile a quello del petrolio in dicembre (-7,5%). Generalmente più intensi gli arretramenti degli altri prodotti monitorati, di entità compresa tra il -10% dell'olio combustibile e il -12% della benzina.

I prezzi delle materie prime, trend 2010-2018 (valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazione dati World Bank.

Variaz. % dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente (nov/ott 2018) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World Bank.

Nuova, moderata correzione nei prezzi delle plastiche

I corsi dei principali polimeri monitorati sulle piazze europee hanno mantenuto un andamento solo lievemente cedente in dicembre, nonostante la brusca flessione registrata dal prezzo di petrolio, nafta e gas naturale (principali *input* delle fasi a monte della filiera chimica), etilene e propilene (*input* delle fasi intermedie). Verosimilmente, la maggior tenuta dei corsi delle plastiche è da attribuire alla scarsa marginalità, imposta dai bassi livelli di prezzo cui i polime-

ri (polietilene soprattutto) erano scivolati già prima del crollo del petrolio. In prospettiva, le plastiche potrebbero nuovamente cedere terreno in gennaio, sia a causa de prezzi contratto degli *input* che, verosimilmente, risulteranno più contenuti rispetto a quelli di novembre, sia l'impatto dei nuovi carichi di polietilene previsti in arrivo dagli Stati Uniti nella prima metà del 2019.

Gomma naturale in flessione in novembre

Il crollo del prezzo del petrolio si è trasmesso in misura attenuata ai costi del principale *input* utilizzato nel processo di produzione della gomma sintetica, il butadiene, che in dicembre ha messo in luce un andamento solo lievemente cedente (-2% circa in euro). Decisamente più intenso il calo registrato nello stesso periodo dallo stirene (-7%) il cui impatto complessivo sui prezzi della gomma sintetica (SBR) risultato, in ogni caso, di modesta entità: gli elastomeri hanno infatti mantenuto livelli simili a quelli osservati, in media, in novembre. Lieve rincaro invece per la gomma naturale (+1%) che si conferma comunque su medie molto contenute, inferiori rispetto a quelle registrate nell'ultimo biennio.

Stabili le quotazioni del legname

Si arresta in dicembre il percorso di ripiegamento dei prezzi del legname in atto da un trimestre. Il *benchmark*, che approssima le quotazioni dei segati di origine svedese, si è attestato su livelli sostanzialmente simili rispetto a quelli osservati in novembre. Da valutare ancora in pieno gli effetti dei recenti abbattimenti di patrimonio boschivo italiano, dovuti al vento, sulle quotazioni del legname di conifera.

Andamenti differenziati nella filiera tessile

I costi di approvvigionamento delle imprese che operano nel settore della moda hanno tenuto un profilo complessivamente stabile nelle prime settimane di dicembre, in un contesto caratterizzato da rincari dei prezzi della lana (+2% in euro, dopo 2 mesi consecutivi di ripiegamento) e del cotone (+1,5% circa, sempre in euro rispetto a novembre), compensati tuttavia dall'andamento opposto seguito da pelli e fibre sintetiche. Le prime hanno registrato una flessione del 3% circa su base mensile sempre in euro, mentre, complice il contestuale crollo del petrolio e di alcuni *input* chimici destinati al processo di produzione di fibre chimiche (benzene in primis), le quotazioni del poliesterre hanno sperimentato un declino di entità compresa tra il 4 e il 7%, a seconda della varietà monitorata.



Nuovi rincari per le principali materie prime alimentari

L'allentamento delle tensioni tra Stati Uniti e Cina ha contribuito a prolungare ulteriormente il percorso di recupero delle quotazioni di mais e grano, cresciute di un ulteriore 4% (in euro) nelle prime due settimane di dicembre, mentre è risultata relativamente più stabile la soia (+1,6% nello stesso periodo). Da notare come tali aumenti siano maturati in un contesto che, in contemporanea, ha visto lo United States department of agriculture (USDA), rivedere verso l'alto le stime sui raccolti per la prossima stagione.

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

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

Commodity	IV trim 2018	I trim 2019	II trim 2019	III trim 2019
PETROLIO	-4,6	-10,9	+5,8	+2,7
CARBONE	-6,5	-7,4	-3,3	-3,4
GAS NATURALE	+6,8	+1,6	+0,2	-1,6
OLIO COMBUSTIBILE	-3,2	-17,4	+6,1	+3,7
VIRGIN NAFTA	-13,9	-8,5	+11,1	+4,6
ENERGIA ELETTRICA	+7,6	+3,6	-0,7	-1,4
MINERALI DI FERRO	-1,2	-0,4	-3,9	-2,5
ROTTAMI DI FERRO	+1,3	-8,6	-0,7	+1,2
ACCIAI PIANI	+0,5	+0,7	-3,3	-3,7
ACCIAI LUNGHI	+0,7	-2,0	-3,0	-3,3
RAME	+2,9	-3,0	+5,2	+2,5
ALLUMINIO	-2,7	-3,9	+1,6	+0,9
PIOMBO	-4,8	-1,8	+1,9	+1,1
ZINCO	+5,6	-6,4	+1,6	+0,6
STAGNO	+0,9	-1,7	+3,1	+0,6
NICKEL	-11,5	-3,5	+7,0	+1,9
PREZIOSI	+1,2	+4,3	+2,3	-0,6
CEREALI USA	+3,4	+4,1	+0,6	+0,0
CEREALI	+3,2	+5,5	+2,7	+1,1
COLONIALI	+7,9	-0,4	+2,0	+1,1
GOMMA	-3,2	+1,3	+9,5	+2,3
LEGNAME TROPICALE	+4,9	+0,4	-1,5	-1,6
LEGNAME CONIFERE	-32,8	-8,0	+1,2	+1,3
PASTA PER CARTA	+2,5	-5,8	-5,7	-3,0
LANA	-6,6	-3,0	+0,6	0,0
COTONE	-6,9	+0,8	+2,4	+1,5
PELLI	-3,9	+9,5	+5,7	+2,6
ORGANICI DI BASE	-10,1	-2,0	+11,3	+4,1
AROMATICI ED ALTRI ORGANICI	-15,2	-5,8	+7,6	+5,4
MATERIE PLASTICHE	-6,2	-5,8	+8,5	+5,6
ELASTOMERI	-3,0	-5,0	-4,7	-2,3
FIBRE CHIMICHE	+1,0	-0,3	+0,9	+1,8
SOIA	+5,5	+2,7	+1,1	+0,3

Fonte: elaborazioni su dati Prometeia Commodity, dicembre 2018.



I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in \$ nov 2018	Prezzo in \$ dic 2018	var. %
Aluminum	(\$/mt)	1938,51	1920,38	-0,9%
Barley	(\$/mt)	119,42	119,42	0,0%
Beef	(\$/kg)	3,95	4,19	6,0%
Coal, Australian	(\$/mt)	100,73	101,37	0,6%
Coal, South African	(\$/mt)	91,58	95,41	4,2%
Cocoa	(\$/kg)	2,19	2,21	1,1%
Coconut oil	(\$/mt)	786,60	796,27	1,2%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	3,02	2,80	-7,3%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	1,84	1,71	-7,1%
Copper	(\$/mt)	6195,92	6075,32	-1,9%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,91	1,90	-0,9%
Crude oil, average	(\$/bbl)	62,32	53,96	-13,4%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	65,17	56,46	-13,4%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	65,11	56,47	-13,3%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	56,67	48,95	-13,6%
DAP	(\$/mt)	410,20	389,67	-5,0%
Fish meal	(\$/mt)	1479,22	1480,06	0,1%
Gold	(\$/troy oz)	1220,65	1250,40	2,4%
Groundnut oil	(\$/mt)	1438,26	1434,58	-0,3%
Groundnuts	(\$/mt)	1223,86	1212,63	-0,9%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	73,26	69,15	-5,6%
Lead	(\$/mt)	1937,11	1972,32	1,8%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	11,70	11,70	0,0%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	397,67	398,55	0,2%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	262,71	265,43	1,0%
Maize	(\$/mt)	160,69	167,44	4,2%
Meat, chicken	(\$/kg)	2,03	2,09	2,9%
Natural gas index	(2010=100)	97,43	94,18	-3,3%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	8,27	7,98	-3,5%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	4,14	3,98	-3,7%
Nickel	(\$/mt)	11239,72	10835,08	-3,6%
Orange	(\$/kg)	0,73	0,72	-1,8%
Palm kernel oil	(\$/mt)	707,62	738,36	4,3%
Palm oil	(\$/mt)	539,10	535,02	-0,8%
Phosphate rock	(\$/mt)	92,50	99,17	7,2%
Platinum	(\$/troy oz)	846,19	791,16	-6,5%
Plywood	(cents/sheet)	481,87	486,85	1,0%
Potassium chloride	(\$/mt)	215,50	215,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	840,39	827,02	-1,6%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	391,00	395,00	1,0%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	401,00	404,00	0,7%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	378,81	379,33	0,1%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	395,73	399,52	1,0%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,35	1,44	6,2%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,23	1,26	2,2%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	617,87	607,47	-1,7%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	702,78	690,95	-1,7%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	11,66	11,79	1,2%
Silver	(\$/troy oz)	14,35	14,77	2,9%
Sorghum	(\$/mt)	157,52	163,80	4,0%
Soybean meal	(\$/mt)	366,20	361,02	-1,4%
Soybean oil	(\$/mt)	729,22	727,88	-0,2%
Soybeans	(\$/mt)	374,04	380,53	1,7%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,37	0,37	0,2%
Sugar, US	(\$/kg)	0,55	0,56	0,8%
Sugar, world	(\$/kg)	0,28	0,28	-1,9%
Sunflower oil	(\$/mt)	706,09	703,00	-0,4%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,70	2,64	-2,4%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,36	3,22	-4,1%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	2,39	2,39	0,3%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,36	2,30	-2,6%
Tin	(\$/mt)	19064,86	19259,58	1,0%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4935,91	4942,65	0,1%
TSP	(\$/mt)	379,00	368,00	-2,9%
Urea	(\$/mt)	305,60	276,67	-9,5%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	203,56	211,28	3,8%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	210,85	217,81	3,3%
Woodpulp	(\$/mt)	875,00	875,00	0,0%
Zinc	(\$/mt)	2595,69	2616,29	0,8%

Fonte: World Bank.

VALUTE



- ▶ Il 2019 si apre come un anno pieno di incertezze sui mercati valutari.
- ▶ Euro, yen e valute emergenti sono le divise con le migliori aspettative.
- ▶ Dollaro e sterlina invece soffrono di un *outlook* più negativo.

Euro

Il 2019 si prospetta come un ottimo anno per l'euro

Essendo in vista la fine del QE europeo, sarebbe lecito aspettarsi che il 2019 sia un anno positivo per la moneta unica, anche se la Banca centrale europea ha confermato di voler ritoccare il livello dei tassi di interesse solamente dopo l'estate. Tuttavia la scelta del successore di Mario Draghi, che si insedierà questo novembre, avrà dei forti impatti nei mesi che ci attendono. Al momento non sono stati fatti ancora nomi, ma non appena usciranno si vedranno inevitabilmente delle conseguenze sul corso dell'euro.

Al momento per l'Area euro le previsioni sono per un PIL all'1,7% con un'inflazione stabile. Salvo crisi particolari, dunque, è lecito aspettarsi che il *trend* di medio periodo sia positivo.

L'euro a dicembre ha guadagnato mensilmente l'1,3% nei confronti delle valute dei suoi principali 38 *partner* commerciali. Si evidenzia una variazione positiva pari allo 0,1% rispetto al dato di dicembre 2017.

Dollaro

Dollaro soffre di una percezione della FED più accomodante del previsto

Il dollaro americano ha sofferto delle rassicurazioni della Federal reserve riguardo all'atteggiamento sui tassi di interesse. Il numero uno della banca centrale americana, Jerome Powell, nel giorno in cui è stata annunciata la creazione di oltre 300.000 posti di lavoro negli Stati Uniti, ha fatto sapere che adotterà un approccio flessibile nelle proprie decisioni di politica monetaria monitorando attentamente l'andamento dell'economia e dei mercati finanziari. Toni più morbidi che hanno alimentato le ipotesi che la FED non operi alcun rialzo dei tassi di interesse quest'anno. Di conseguenza il biglietto verde si è indebolito nei confronti delle valute principali.

Le previsioni per 2019 degli analisti sul cambio euro/dollaro

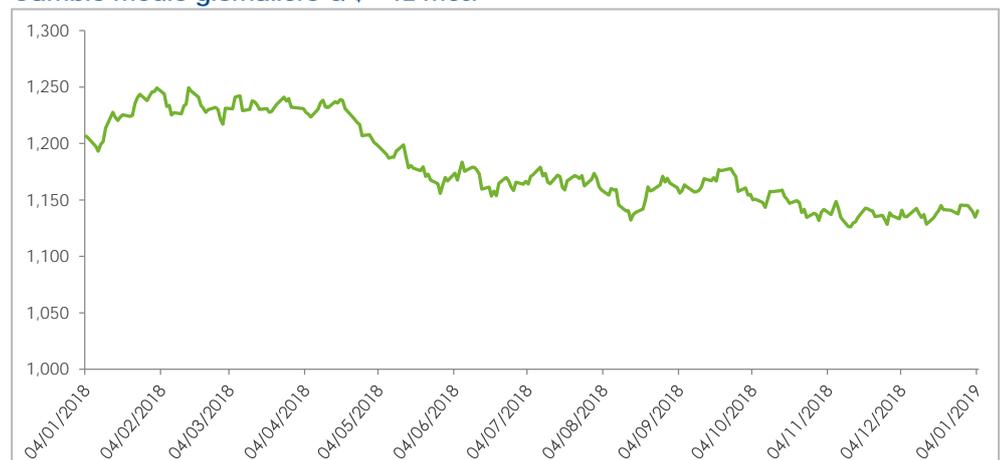
Il giudizio di JP Morgan vede un cambio euro/dollaro a quota 1,11 nel primo trimestre 2019. Solo dopo la seconda metà dell'anno, invece, arriverà un rimbalzo che porterà l'asticella a 1,18. Il concretizzarsi della nuova politica FED, unita ai primi segni tangibili del rallentamento economico statunitense saranno le cause principali. A queste si unirà anche il progressivo esaurimento della spinta arrivata dagli stimoli fiscali. Dalla Canadian imperial bank si arriva a parlare addirittura di un cambio a quota 1,23. Goldman Sachs invece vede un 2019 in calo per la valuta americana. Non solo per una crescita della nazione inferiore alle previsioni, ma anche per un rafforzamento di molte economie straniere.

Yen

L'incertezza sui mercati rafforza lo yen

Visto l'ulteriore incremento della volatilità sui mercati finanziari e dal momento di rallentamento globale, non stupisce che il 2019 si sia aperto in maniera molto positiva per lo yen giapponese, che assieme all'oro è considerato un bene rifugio. Le aspettative degli investitori sono state particolarmente scosse dalla Apple, che ha recentemente annunciato che le sue vendite nel primo trimestre saranno decisamente più basse di quanto previsto in precedenza. Il prezzo delle azioni del colosso ha iniziato a scendere e alla fine della seduta di mercoledì 2 gennaio l'azienda ha perso 75 miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato. Ci sono voluti pochissimi minuti dall'annuncio prima che lo yen superasse livelli che hanno resistito per quasi un decennio. A complicare il quadro c'è inoltre il rallentamento della Cina: Pechino ha appena vissuto la sua prima contrazione dell'attività industriale in oltre due anni, che se si dovesse ripetere in futuro causerebbe parecchie preoccupazioni circa la crescita globale.

Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

Sterlina

2019: la scadenza della Brexit è alle porte

Il nuovo anno non sta fornendo alcun sollievo alle preoccupazioni ribassiste della sterlina. Nella prima settimana di gennaio si è infatti osservata una nuova flessione, che ha intaccato il breve rialzo guadagnato lo scorso mese. Come negli ultimi mesi, a dominare il mercato sono i nervosismi derivanti dall'incombente uscita del Regno Unito dall'Unione Europea. Nemmeno il rapporto inaspettatamente ottimista sulla produzione industriale è riuscito a dissipare questo *outlook* negativo, andandolo invece a rafforzare. Gli analisti infatti sostengono che il miglioramento sia stato conseguenza delle





I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media dicembre 2018	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
+	 ARGENTINE PESO	43,11	4,3%	106,9%
	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,58	1,1%	2,3%
	 BRAZILIAN REAL	4,42	2,9%	13,5%
	 CANADIAN DOLLAR	1,53	1,9%	1,1%
	 UK POUND STERLING	0,90	1,9%	1,7%
	 ROUBLE	76,68	1,5%	10,5%
	 SOUTH AFRICAN RAND	16,19	1,1%	3,9%
	=	 MEXICAN PESO	22,89	-0,5%
 MALAYSIAN RINGGIT		4,75	-0,2%	-1,6%
 TURKISH LIRA		6,06	-0,4%	33,2%
 US DOLLAR		1,14	0,1%	-3,8%
-	 SWISS FRANC	1,13	-0,7%	-3,4%
	 CHINESE YUAN	7,84	-0,6%	0,4%
	 INDONESIAN RUPIAH	16512,15	-0,8%	2,9%
	 INDIAN RUPEE	80,62	-1,2%	6,0%
	 JAPANESE YEN	127,88	-0,7%	-4,3%

Fonte: elaborazione dati BCE, dicembre 2018.

preoccupazioni *post hard Brexit*: per evitare gli enormi ritardi nella catena di fornitura che saranno generati a marzo se le trattative non avranno buon esito, le aziende stanno oggi incrementando il loro *stock* iniziale di materie prime. Theresa May non sta avendo gioco facile: lo scorso mese ha dovuto ritirare il voto parlamentare perché sapeva non avrebbe ottenuto sufficiente sostegno per farlo passare. Altri colloqui inizieranno presto, con un altro voto a metà gennaio. La scadenza del 28 marzo 2019 è tuttavia imminente e diventa sempre più condivisa l'impressione che il Primo ministro non sarà in grado di negoziare con successo un cuscinetto al periodo di transizione, soprattutto in quanto è il suo stesso partito a bloccare i suoi sforzi.

Yuan

Lo yuan quest'anno sarà termometro delle tensioni USA-Cina

Il 2018 si è chiuso in maniera non certo esaltante per lo yuan, con la valuta cinese in affaticamento contro dollaro ed euro. A condurre il cambio nei primi mesi del 2019 sembra essere l'azione sinergica di due variabili: da una parte la guerra commerciale con gli Stati Uniti, dall'altra parte le aspettative sullo scenario domestico. Le tensioni commerciali tra USA e Cina sembrano

esser state messe in *standby* dopo il tiepido accordo al G20 di Buenos Aires, in attesa di sviluppi dai negoziati bilaterali. La Cina ha così ridotto i dazi sulle auto dal 40% al 15%, e ha promesso maggiori acquisti di prodotti agricoli americani. Gli Stati Uniti perseguono obiettivi strategici più ampi rispetto all'apertura del mercato cinese alle importazioni, come ad esempio la difesa della *leadership* tecnologica. Il confronto tra le due parti potrebbe essere dunque solo all'inizio. Stando alle stime del Fondo monetario internazionale, l'effetto delle misure già attuate dovrebbe essere globalmente modesto, ma comunque sufficiente per ridurre la crescita economica della Cina dello 0,6% nel 2019. Se tuttavia i dazi dovessero trovare estensione al 25%, allora l'impatto negativo sul PIL sarebbe di oltre l'1,1%. In questo contesto non aiutano certamente il rallentamento interno dell'economia e della produzione cinese. Tali valutazioni hanno quindi indotto gli analisti a ritenere che lo yuan rimarrà sotto pressione anche nei prossimi mesi, proprio in vista di un possibile peggioramento dei rapporti tra Stati Uniti e Cina.

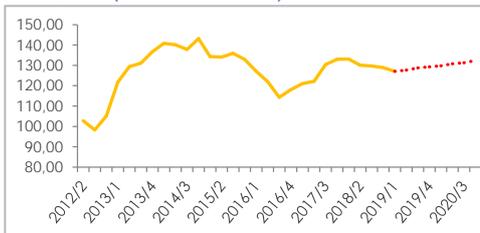
Paesi emergenti

Le previsioni per i paesi emergenti

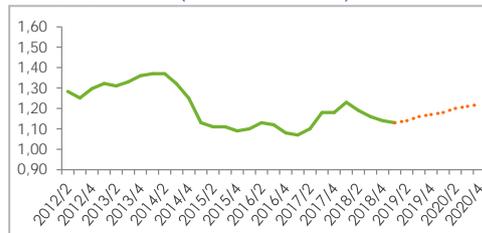
Chi uscirà vincente da questa fase di incertezza sono le valute dei paesi emergenti. Dopo un 2018 di stress, anche a causa di un biglietto verde particolarmente pesante, Goldman Sachs prevede un generale miglioramento delle condizioni economiche nei mercati emergenti nei prossimi mesi. A tutto vantaggio di azioni e valute locali. Secondo alcuni analisti il 2019 sarà l'anno dell'Argentina, il cui peso è, da svariati mesi, tra le valute con *performance* peggiori. Bisognerà tuttavia prestare attenzione alla volatilità che potrebbe sorgere questo autunno, in concomitanza con le elezioni presidenziali. I sondaggi danno già per vincitore Mauricio Macri, il candidato preferito dai mercati. Il Paese, con il programma di Macri, dovrebbe riuscire a ridurre l'inflazione e togliere terreno al debito pubblico, stabilizzando così l'economia nazionale. Buone opportunità di investimento verranno anche dal Brasile e dall'India. In particolare, la crescita di entrambi i paesi sarà determinata dalle politiche dei presidenti Bolsonaro e Modi. Da evitare sarebbero invece azioni, obbligazioni e valute di Turchia e Venezuela, la cui crisi finanziaria ha raggiunto ormai livelli emergenziali.

Previsioni di medio periodo

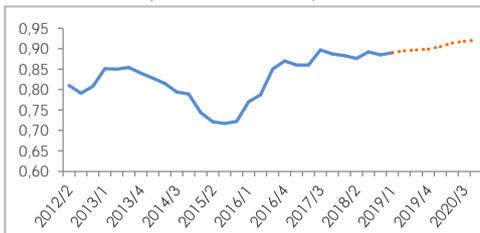
Euro/Yen (valori trimestrali)



Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.

CREDITO

Credito alle imprese	Sofferenze	Sofferenze/Crediti	Rendimento Titoli di Stato	SPREAD BTP BUND
ott/set 2018	ott/set 2018	ottobre 2018	Asta dicembre 2018	Punti base
-0,4%	-2,0%	11,8%	↓	268

- ▶ La BCE continuerà a sostenere i titoli di stato, anche senza il QE, fino a novembre 2019.
- ▶ In Europa si irrigidiscono le condizioni di finanziamento, mentre in Italia il mercato creditizio rimane zoppicante.
- ▶ I rendimenti dei titoli di stato tornano ai livelli antecedenti questo autunno.

La fine del QE europeo non equivale ad un disinteressamento della BCE

Con la fine del 2018 il QE è definitivamente tramontato e la BCE non acquisterà più titoli di stato dei paesi dell'Eurozona, lasciando scoperte Italia, Francia e Spagna per un massimo di 64 miliardi di euro di obbligazioni. Tuttavia l'istituto centrale non sparirà completamente dallo scenario: i titoli governativi già detenuti a Francoforte che arriveranno a scadenza saranno sostituiti con altre obbligazioni di pari importo. La BCE continuerà dunque a reinvestire per tutto il tempo necessario, con lo scopo di mantenere condizioni di liquidità favorevoli. Questo per lo meno fino alla fine del mandato di Mario Draghi che scadrà nell'ottobre di quest'anno.

Fino ad ora l'Eurotower è stata la protagonista principale alle aste dei titoli governativi. La mancanza di un compratore affidabile e certo, rappresenta un elemento di preoccupazione per gli investitori, specie sul fronte obbligazionario, dove si stima un rialzo dei rendimenti. Draghi continuerà a monitorare attentamente la situazione macroeconomica dell'Area euro, specialmente i dati riguardanti l'inflazione. Infatti, non è da escludere una riattivazione del QE o una rinuncia del rialzo dei tassi di interesse, previsto al momento per la seconda metà del 2019, nel caso in cui l'inflazione dovesse rivelarsi inferiore ai *target* prefissati. L'istituto centrale punta ad una inflazione tendente al 2%. Al momento tutti gli occhi sono puntati verso Francoforte, che il 24 gennaio avrà la sua prima riunione dalla fine del piano di acquisti, nella speranza di avere ulteriori indicazioni su cosa il futuro riserverà all'unione monetaria. Secondo l'agenzia di *rating* Moody's, Spagna e Portogallo sono meglio posizionate rispetto l'Italia per gestire la transizione all'era *post QE*. L'Italia al contrario è quella vista peggio e questo nuovo scenario potrebbe incidere con rimborsi crescenti sui titoli di stato per via dell'aumento dei tassi di interesse.

Il Governo salva Banca Carige

Il 7 gennaio Banca Carige è stata ufficialmente salvata dallo stato italiano con un consiglio dei ministri straordinario durato appena mezz'ora, il quale ha garantito all'istituto ligure la copertura delle emissioni obbligazionarie e di ogni altro prestito eventualmente erogato discrezionalmente dalla Banca d'Italia. Inoltre, nel caso in cui i commissari ne facessero richiesta, lo stato

provvederà a una ricapitalizzazione precauzionale, di fatto diventandone azionista come con MPS. Si tratterebbe, però, di un'ipotesi estrema e volta solo a assicurare il mercato e si concretizzerebbe, semmai, nel caso in cui Carige non fosse in grado né di ricapitalizzarsi per conto proprio, né di trovare un pretendente in Italia e all'estero con cui fondersi. A tale riguardo, le voci riguardano perlopiù Unicredit, UBI, ma anche MPS stessa e Crédit Agricole.

Mercato creditizio europeo in sviluppo

L'aumento nella crescita dei prestiti al settore privato che si osserva dagli inizi del 2014 si è fermato a ottobre. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato a ottobre è sceso al 3,3%, rispetto al 3,4% di settembre. In un'ottica settoriale, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF (società non finanziarie) è sceso al 3,9% a ottobre, dal 4,3% di settembre. Ciò è coerente con l'evoluzione storica del ritardo dei movimenti comuni con l'attività economica e si è mantenuto eterogeneo fra i vari paesi. A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile al 3,2%, in un contesto caratterizzato da una marcata eterogeneità fra paesi. Il credito al settore privato è agevolato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, da una solida crescita degli investimenti delle imprese, da miglioramenti nei mercati del lavoro, dalla maturità dei mercati degli immobili residenziali e dalla crescita sia degli investimenti in edilizia residenziale sia dei consumi privati. Inoltre, le banche hanno compiuto progressi sul piano del risanamento dei propri bilanci, nel miglioramento della redditività e nella riduzione dei crediti deteriorati, per quanto il livello di questi ultimi sia rimasto elevato in alcuni paesi.

Le condizioni di finanziamento delle banche hanno registrato un moderato irrigidimento, ma sono rimaste favorevoli. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'Area euro è lievemente aumentato in ottobre, confermando l'andamento osservato dall'inizio del 2018. Tale andamento è un riflesso dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, che sono divenuti più eterogenei fra i vari paesi, in presenza di maggiore incertezza politica. Al tempo stesso, i costi della raccolta tramite i depositi sono rimasti sostanzialmente invariati. Le ripercussioni dell'aumento del costo della raccolta tramite l'emissione di titoli di debito sul costo complessivo del finanziamento per le banche sono state piuttosto contenu-

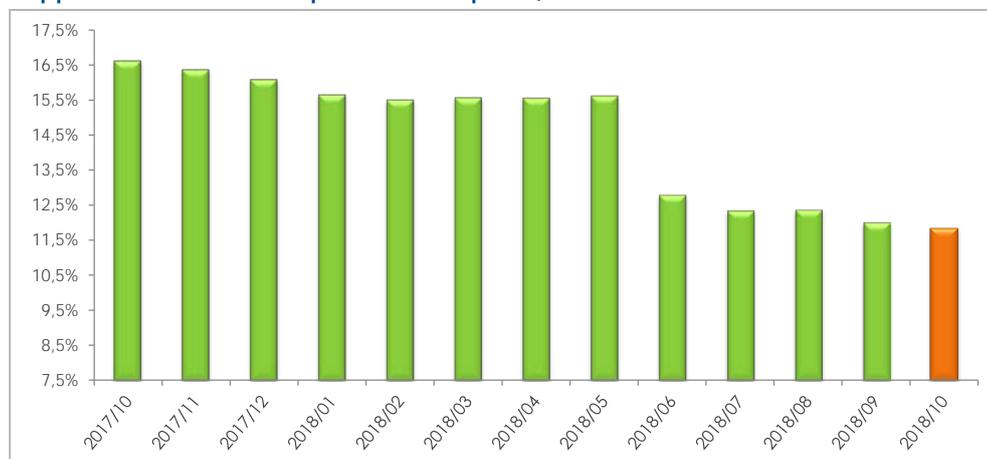


te, a causa della quota limitata costituita da questo tipo di finanziamento nell'ambito delle strutture della provvista bancaria. Nel complesso, quindi, le condizioni di provvista delle banche si sono mantenute favorevoli, riflettendo l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e il rafforzamento dei bilanci bancari.

Continua il calo dei prestiti alle imprese italiane

Nel nostro Paese, a ottobre, i finanziamenti alle imprese hanno continuato il loro *trend* calante: la diminuzione si attesta essere dello 0,4% rispetto al mese di settembre; nei confronti del dato di ottobre 2017 si osserva una flessione del 5,5%. Le sofferenze continuano a diminuire, con una variazione mensile negativa del 2,0%; la riduzione annuale si rafforza: nell'ultima rilevazione è pari al 32,8%. È grazie all'andamento delle sofferenze che il rapporto sofferenze/prestiti è riuscito a contrarsi, raggiungendo quota 11,80. Si osserva una piccola variazione mensile positiva per l'indicatore dei prestiti alle famiglie (+0,4%), che su base annuale risulta essere leggermente in rialzo (+0,2%). Il costo dei fondi erogati a settembre è diminuito di qualche decimo di punto percentuale per le erogazioni al di sopra del milione di euro, aumentando invece per le somme al di sotto di tale soglia.

Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €
2016	1,54%	2,27%	1,12%	2018/04	1,47%	1,96%	1,00%
2017/10	1,50%	2,02%	1,06%	2018/05	1,43%	1,97%	0,91%
2017/11	1,49%	2,00%	1,03%	2018/06	1,48%	1,93%	1,12%
2017/12	1,50%	2,00%	1,16%	2018/07	1,48%	1,95%	1,13%
2018/01	1,42%	1,90%	1,08%	2018/08	1,55%	1,98%	1,19%
2018/02	1,54%	1,99%	1,08%	2018/09	1,45%	1,98%	1,01%
2018/03	1,54%	1,99%	1,07%	2018/10	1,52%	1,96%	1,12%

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, novembre 2018.

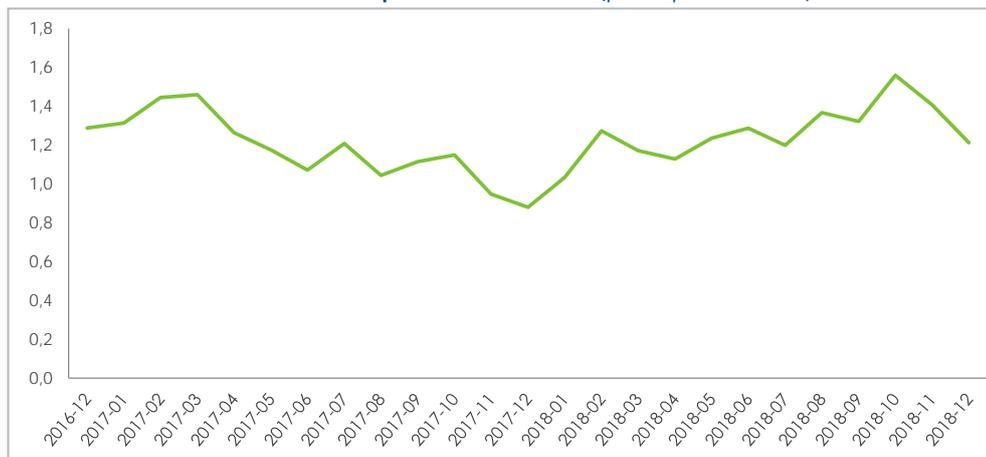
I rendimenti dei titoli di stato europei ritornano ai livelli di inizio autunno

A livello aggregato i rendimenti dei titoli di stato europei nel mese di dicembre sono diminuiti, con una remunerazione dell'1,21%, ossia 20 punti base in meno rispetto al mese scorso. Il calo è comune a quasi tutti i paesi europei, con il Regno Unito che si staglia come sola eccezione in controtendenza. Si è dunque tornati ai livelli considerati normali prima di questo autunno, periodo nel quale si sono osservati importanti aumenti. A livello mondiale è interessante notare come il Giappone veda scivolare nuovamente i propri rendimenti in territorio negativo. Con il periodo natalizio lo *spread*, ovvero il differenziale tra il BTP italiano ed il suo corrispettivo tedesco, ha avuto qualche settimana di tregua. In questi ultimi giorni si è infatti ridotto fino a raggiungere quota 268.

BTP chiudono il 2018 con un ulteriore ribasso

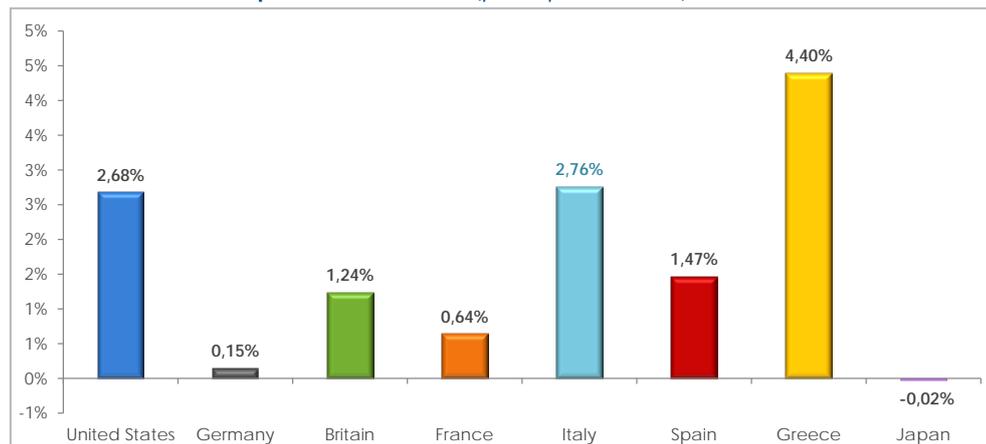
Il 28 dicembre il Ministero del tesoro ha assegnato tutti i 4,25 miliardi di euro di BTP a 5 e 10 anni con rendimenti in calo. Il tasso sul titolo a cinque anni è sceso all'1,79% dal 2,35% del collocamento di novembre. Il rendimento sul BTP decennale con scadenza dicembre 2028 è calato al 2,7% dal 3,24% di un mese fa e quello sul BTP febbraio 2028 al 2,5% dal 2,7% precedente. La domanda per i titoli a 5 anni è stabile a 1,34 e quella per i titoli a 10 anni è aumentata a 1,53 da 1,41. Venduti anche CCTEU per 750 milioni di euro al tasso dell'1,81.

Area euro: rendimento dei titoli pubblici a 10 anni (punti percentuali)



Fonte: Elaborazione su dati BCE.

Rendimento dei titoli pubblici a 10 anni (punti percentuali)



Fonte: Elaborazione dati Bloomberg, gennaio 2019.

Nei primi giorni dell'anno il Ministero ha poi diffuso le linee guida del programma di emissione dei titoli di stato per il 2019. Nel dettaglio il Tesoro ha precisato che le emissioni a medio lungo termine (quindi escludendo i BOT) saranno finalizzate alla copertura dei titoli a medio lungo termine in scadenza, che saranno pari a circa 201 miliardi di euro (quasi 17 miliardi in più di quelli 2018) e del fabbisogno del settore statale, che alla luce degli ultimi sviluppi attinenti alla sessione di bilancio in Parlamento, dovrebbe attestarsi intorno ai 50 miliardi di euro (quindi solo in lieve risalita rispetto al presumibile valore di consuntivo del 2018). In particolare, con riferimento al BTP decennale il Tesoro continuerà a offrire questa scadenza nell'ambito delle emissioni nel comparto BTP nominale, attraverso aste regolari su base mensile. Nel 2019 vi saranno scadenze nel comparto per oltre 48 miliardi di euro e, nonostante tale consistente volume in scadenza, le emissioni nette potrebbero risultare marginalmente negative.

INFLAZIONE



- ▶ A novembre l'inflazione risulta stabile e ancora sostenuta dai prezzi dei beni energetici, che tuttavia mostrano segnali di rallentamento.
- ▶ Quasi metà dell'inflazione del 2018 è dovuta ai beni energetici nel loro complesso.
- ▶ Per i prossimi mesi si prevede un rallentamento dell'inflazione diffuso a tutta l'Area euro.

Gli energetici sostengono ancora l'inflazione

A novembre l'inflazione risulta stabile e ancora sostenuta dai prezzi dei beni energetici, che tuttavia mostrano segnali di rallentamento. L'inflazione di fondo rimane debole e al di sotto dell'uno per cento, mentre i prezzi dei beni di largo consumo crescono meno di quelli del paniere nel suo complesso. Il dato provvisorio di dicembre 2018, in netto rallentamento, conferma un quadro di oscillazioni dell'inflazione largamente condizionato dall'andamento dei prezzi dei beni energetici. Analogamente, in media annua, quasi metà dell'inflazione del 2018 è dovuta ai beni energetici nel loro complesso, al netto dei quali i prezzi al consumo sono aumentati dell'1,0% nel 2017 e dello 0,7% nel 2018.

In calo i prezzi nell'Area euro

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer prices*) di novembre registra una variazione tendenziale del +1,9%, in aumento rispetto al +2,2% di ottobre. A novembre 2018 la variazione era pari a +1,5%. Nell'UE-28 l'inflazio-

ne tendenziale è +2,0%, in aumento rispetto al 2,2% del mese precedente. A novembre 2017 la variazione era pari a +1,8%.

Le variazioni positive più alte si sono registrate in Estonia, Romania e Ungheria (tutte +3,2%), mentre le più basse in Danimarca (+0,7%), Irlanda (+0,8%) e Portogallo (0,9%).

Frenata congiunturale di IPCA e FOI

In Italia, l'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) diminuisce dello 0,3% su base mensile e aumenta dell'1,6% su base annua (in decelerazione da +1,7% di ottobre).

L'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra un calo dello 0,2% su base mensile e cresce dell'1,4% rispetto a novembre 2017.

Dinamiche contrapposte bilanciano il NIC

Nel mese di novembre 2018, l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, diminuisce dello 0,2% rispetto al mese precedente e aumenta dell'1,6% su base annua (stabile rispetto al mese di ottobre).

La stabilità dell'inflazione è dovuta a dinamiche contrapposte che si compensano: da una parte le lievi accelerazioni dei prezzi di alcune tipologie di prodotto (tra cui beni alimentari lavorati da +1,0% di ottobre a +1,1%, beni alimentari non lavorati da +0,8% a +1,1%, servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona da +1,0% a +1,1%, servizi relativi ai trasporti da +1,8% a +2,0%), dall'altra il rallentamento dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (da +9,5% a +7,8%), la cui crescita rimane però molto ampia e, insieme a quella dei regolamentati (stabili a +10,7%), contribuisce per circa la metà dell'ampiezza al tasso di inflazione e l'accentuarsi della flessione dei beni durevoli (da -1,4% a -1,9%). Alla luce di questo quadro l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, è pari a +0,7% (stabile rispetto a ottobre) e quella al netto dei soli beni energetici è in lieve decelerazione da +0,8% a +0,7%.



Servizi ricreativi e trasporti in calo stagionale

La diminuzione su base congiunturale dell'indice generale dei prezzi al consumo è dovuta per lo più al calo dei prezzi dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (-1,3%) e dei servizi relativi ai trasporti (-0,9%), imputabile prevalentemente a fattori stagionali, solo in parte compensato dall'aumento dei prezzi dei beni alimentari non lavorati (+1,1%).

L'inflazione decelera lievemente per i beni (da +1,8% a +1,7%), così come lievemente accelera per i servizi (da +1,3% a +1,4%); rispetto al mese di ottobre il differenziale inflazionistico tra servizi e beni rimane negativo, ma più contenuto (da -0,5 punti percentuali a -0,3).

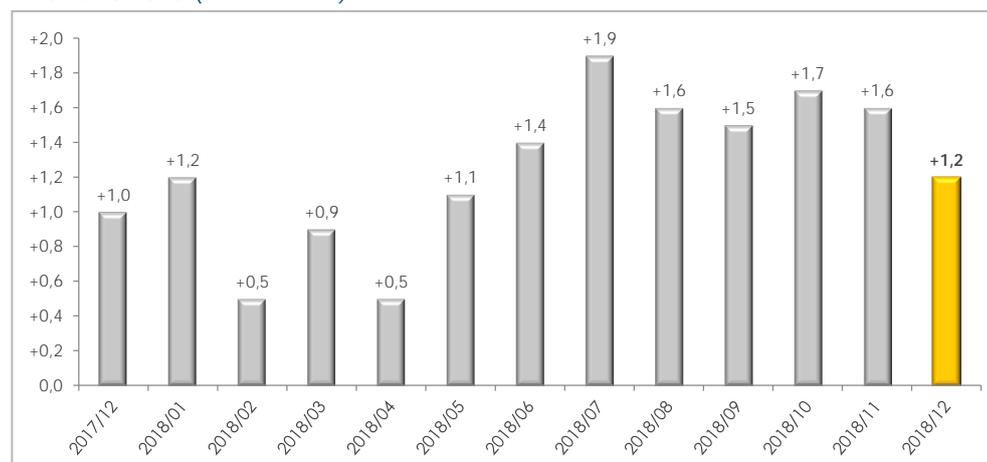
L'inflazione acquisita per il 2018 è +1,2% per l'indice generale e +0,6% per la componente di fondo. Per i prodotti di largo consumo, la crescita dei prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona passa da +0,7% di ottobre a +0,9%, mentre i prezzi dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto decelerano da +2,0% a +1,9%: la crescita dei prezzi dei primi e dei secondi rimane rispettivamente al di sotto e al di sopra dell'inflazione generale.

Frenata dei prezzi a novembre

Nel mese di dicembre 2018, secondo le stime preliminari dell'EUROSTAT, la variazione annuale dell'inflazione nell'Area euro sarà pari a +1,6%, in calo rispetto al +1,9% di ottobre 2018.

In Italia, secondo le stime preliminari, nel mese di dicembre 2018 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) diminuirà dello 0,1% su base mensile e aumenterà dell'1,2% su base annua. La variazione media annua del 2018 è pari a +1,2% (era +1,3% nel 2017). Per il NIC si stima una diminuzione dello 0,1% su base mensile e un aumento dell'1,1% su base annua (in rallentamento da +1,6% registrato nel mese precedente).

Inflazione Italia (indice IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.