



Sommario

Economia mondiale

- ▶ Crescenti preoccupazioni per la crescita europea; la BCE inverte la rotta.

Economia italiana

- ▶ Italia fanalino di coda dell'UE, l'OCSE prevede una crescita negativa nel 2019. Il governo è alle prese con l'aumento del deficit e col nuovo DEF.

Materie prime

- ▶ Inversione di tendenza per le principali materie prime, che tornano a salire dopo il calo dei mesi scorsi. In rialzo anche il petrolio.

Valute

- ▶ L'euro scende per le nuove mosse BCE. Dollaro e yuan si muovono seguendo le novità dei negoziati USA-Cina.

Credito

- ▶ La BCE lancia il terzo piano di finanziamento a lungo termine. In Italia calano fortemente le sofferenze.

Inflazione

- ▶ Prezzi in calo in tutta Europa. Tengono i servizi, trallentano i beni di consumo.





ECONOMIA MONDIALE

STATI UNITI			EUROLANDIA		
Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni	Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni
+3,8%	+3,8%	+1,6%*	+7,8%	-4,2%	+0,7%**
febbraio 2019	gen 2019/gen 2018	dic 2018/2017	gennaio 2019	dic 2018/2017	dic 2018/2017

* Construction Spending

** Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ Gelata sulla crescita europea.
- ▶ La BCE cambia rotta.
- ▶ L'OCSE vede al ribasso le previsioni.

In breve...

Il repentino cambio di rotta da parte della BCE all'inizio di marzo riflette in modo esemplare la crescente preoccupazione per la brusca svolta dell'economia europea verso uno scenario di crescita molto debole, se non recessivo. A soli tre mesi dalla fine del programma di quantitative easing la Banca centrale vara infatti una nuova fase del programma TLTRO, volto a aumentare la liquidità a disposizione delle banche per finanziare il sistema produttivo: uno strumento che negli ultimi tre anni non era più stato utilizzato. Alla radice del rallentamento europeo vi sono soprattutto Germania e Italia. La Germania colpita dal rallentamento dell'export (a causa delle guerre commerciali ma non solo) e dalle difficoltà del comparto automotive. Il nostro paese è precipitato in una vera e propria crisi di fiducia in un clima politico che sarebbe eufemistico definire difficile. Le misure varate dalla coalizione populista non sono certamente favorevoli alla crescita, ma preoccupa soprattutto la mancanza di direzione e strategia; il caso della TAV è emblematico ma ve ne sono innumerevoli altri.

Sul piano internazionale, è difficile interpretare come un vero passo in avanti la conclusione positiva dell'ennesimo round di negoziati tra Stati Uniti e Cina. È molto probabile che a fine marzo, nel corso di un incontro al vertice tra Trump e Xi Jinping, si arriverà a siglare un accordo formale con reciproche concessioni soprattutto sui prodotti agricoli – un tema che interessa molto il Presidente americano in quanto interessa la sua più fedele base elettorale. Ma i temi di conflitto restano numerosi: sullo sfondo, la lotta senza esclusione di colpi per un primato tecnologico globale che sta sfuggendo di mano agli Stati Uniti a favore della Cina.

Un settore chiave è quello delle tecnologie delle telecomunicazioni. Al centro dello scontro, non del tutto colpevolmente, c'è il colosso Huawei, leader mondiale nel 5G. Dopo l'arresto in Canada del CFO Huawei ha avviato una procedura legale contro il governo americano opponendosi al bando all'importazione dei suoi prodotti. L'esito potrà dire molto sull'evolversi delle guerre commerciali.

Sul piano economico, gli Stati Uniti continuano a procedere a velocità sostenuta. Se è vero che l'eccellente performance degli ultimi mesi deve molto allo stimolo fiscale introdotto lo scorso anno, che dovrebbe esaurire i suoi effetti già nei prossimi mesi, è altrettanto vero che a oggi non si vedono segnali di quel raffreddamento che molti analisti giudicano inevitabile e imminente. Quanto alle economie emergenti, la Cina potrebbe superare presto la fase più acuta di rallentamento. Il congresso del partito, appena concluso, ha varato misure di stimolo ai consumi, che dopo gli interventi fiscali e creditizi introdotti nei mesi scorsi contribuirà certamente a rilanciare la crescita. In Brasile, il governo Bolsonaro è partito bene e gode finora di un ampio consenso popolare. La riforma delle pensioni sarà però il primo, vero banco di prova del supporto parlamentare: si prospetta un cammino non facile.

Cina e Stati Uniti più vicini a un accordo sulle tariffe?

Dopo il *round* di negoziati concluso a inizio marzo, Cina e Stati Uniti sembrano essere prossimi a un accordo che potrebbe essere siglato durante un incontro tra Trump e Xi Jinping, previsto a fine marzo in Florida. In una mossa conciliatoria, gli Stati Uniti hanno rinviato sine die l'aumento delle tariffe dal 10 al 25% (previsto per il 1 marzo) che avrebbe dovuto colpire 200 miliardi di esportazioni cinesi. La Cina da parte sua ha dato il via all'aumento delle importazioni di prodotti agricoli americani.

A proposito di contenziosi tra i due paesi, va segnalato che Huawei (una delle società maggiormente sotto accusa da parte degli Stati Uniti) ha avviato una causa legale contro il governo americano dopo il bando all'importazione dei suoi prodotti.

Restano molti punti controversi

Anche se il raggiungimento di un accordo commerciale è molto probabile (è questa anche l'opinione dei mercati, che hanno accolto positivamente la conclusione dei negoziati), i punti di controversia rimangono numerosi e importanti. Il riequilibrio degli scambi tra i due paesi; la tutela della proprietà intellettuale; gli aiuti pubblici distorsivi del mercato da parte del governo cinese; i *cyber* attacchi da parte di *hacker* più o meno legati al governo cinese (accuse peraltro sempre negate dalla Cina); i trasferimenti tecnologici forzati da imprese americane a imprese cinesi.

Di questi punti, solo sui primi due sarà relativamente facile arrivare a un compromesso. D'altra parte, il rallentamento della crescita in entrambe le economie e l'inizio della campagna elettorale americana dovrebbero agevolare il raggiungimento di un accordo soddisfacente per entrambe le parti. Per Trump, è di particolare importanza elettorale la rimozione delle tariffe all'importazione di prodotti agricoli americani (carni, soia, ecc.).

Le previsioni dell'OCSE

All'inizio di marzo l'OCSE ha presentato l'aggiornamento dell'Economic outlook. Un rapporto all'insegna del pessimismo: rallentamento e rischi sono le parole chiave, molto diverse da quelle di appena un anno fa. Le nuove previsioni prendono atto del marcato peggioramento delle prospettive in quasi tutte le economie G20. La maggiore vulnerabilità della Cina; l'indebolimento



della crescita europea; il rallentamento del commercio e della produzione a livello globale; le crescenti incertezze politiche; i rischi finanziari, sono tra fattori che nel medio termine possono compromettere la crescita globale.

L'OCSE stima una crescita mondiale del 3,3% nel 2019 e del 3,4% nel 2020. La revisione al ribasso delle stime di crescita è particolarmente marcata per l'Europa (1,0% di crescita stimata nel 2019) e soprattutto per Germania (0,7%), Italia (-0,2%) e Gran Bretagna (0,8%). Reggono Stati Uniti (2,6%) e la maggior parte delle economie emergenti (incluse Russia, Cina, Brasile e India), mentre per la Turchia si prospetta una recessione (-1,8%).

Stati Uniti: la crescita rimane robusta

La crescita dell'economia americana rallenta ma rimane solida. Gli analisti interpretano i dati più recenti, pur favorevoli (e talvolta superiori alle attese) come le prime avvisaglie di un prossimo, più marcato rallentamento dell'economia americana nei primi mesi del 2019. Significativa la brusca frenata dell'occupazione a febbraio, con un incremento molto inferiore alla media degli ultimi mesi. Determinante dovrebbe essere il graduale indebolirsi degli effetti dello stimolo fiscale varato a fine 2017-inizio 2018.

Segnali di raffreddamento vengono dal mercato immobiliare, certamente più debole rispetto allo scorso anno ma comunque ancora tonico; e dall'*automotive*, con vendite in lieve calo rispetto allo scorso anno.

Tengono produzione industriale (automotive a parte), ordini di beni durevoli e indice PMI, sempre saldamente in territorio espansivo. Partenza poco brillante per il mercato *automotive* ma le previsioni rimangono buone, con vendite appena al di sotto dei livelli (elevati) del 2018.

L'Europa sull'orlo della recessione

Il peggioramento della situazione economica europea è molto rapido e preoccupante. I dati più recenti (produzione industriale costruzioni, indice PMI, fiducia,) hanno segno negativo, ad eccezione delle vendite al dettaglio, in lieve recupero. Male il mercato *automotive*. Come abbiamo detto, l'OCSE ha rivisto sensibilmente al ribasso le previsioni, che pongono l'Europa tra le aree a minore crescita; molto è dovuto alla secca frenata della Germania e soprattutto alla probabile recessione del nostro paese, dove giocano un ruolo determinante le decisioni prese in questi mesi dalla coalizione populista, sfavorevole alla crescita. L'OCSE avverte che per l'Europa i venti contrari sono forti: il rischio di recessione non è ipotetico.

La BCE inverte la rotta

Le decisioni prese dalla BCE il 7 marzo riflettono pienamente le preoccupazioni per la tenuta dell'economia europea. La Banca centrale ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il 2019, abbassandole all'1,1% dall'1,7% stimato soltanto tre mesi fa. L'inversione di rotta della politica monetaria è stata di 180 gradi. Draghi ha rilanciato infatti il programma di stimolo attraverso la concessione di nuovi prestiti alle banche (*Targeted longer-term refinancing operations-TLTRO*): una leva che negli ultimi tre anni non era più stata utilizzata. Inoltre, la BCE ha indicato che i tassi di riferimento (attestati ai minimi storici) non verranno aumentati almeno fino al prossimo anno.

Significativo della rapidità con cui lo stato di salute dell'economia europea è peggiorato è il fatto che la svolta arrivi a soli tre mesi dalla fine del programma di *quantitative easing* attraverso l'acquisto di titoli.

I mercati non hanno accolto bene le decisioni della BCE, interpretate come un riconoscimento della gravità della crisi dell'Europa e della limitata possibilità di manovra della autorità monetarie. Particolarmente penalizzate, immediatamente dopo le decisioni della BCE, le quotazioni delle grandi banche.

Brexit: il tempo incalza

Sull'Europa aleggia anche lo spettro di Brexit, che contribuisce ad alimentare incertezze e paure. Il 29 marzo è la data ufficiale dell'uscita dalla Gran Bretagna dall'Unione Europea.

Diverse opzioni sono ancora aperte. Allo stato attuale, nel Parlamento inglese sembrerebbe esserci una maggioranza a favore del *no-deal* (uscita senza accordi). Lo stesso partito conservatore è però diviso tra i favorevoli al *no-deal*, i contrari ad ogni costo e i contrari con riserva. Se il *no-deal* venisse definitivamente escluso, il passo successivo dovrebbe essere quello di chiedere all'Unione Europea una proroga dell'articolo 50. A questo proposito, alcuni *leader* europei hanno di recente dichiarato di non essere per principio contrari a una riapertura dei negoziati ma soltanto se ci saranno vere novità, ovvero proposte concrete da parte della Gran Bretagna. Un'opzione successiva potrebbe essere quella di indire un nuovo referendum.

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

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

Fonte: OECD, marzo 2019.



Stati Uniti

La crescita rallenta ma rimane robusta

Secondo le stime preliminari, nel quarto trimestre il PIL americano è cresciuto del 2,6% rispetto al trimestre precedente: un tasso inferiore ai ritmi *record* del terzo trimestre (3,4%), ma comunque elevato. L'aumento del PIL riflette il contributo positivo di consumi, investimenti fissi non residenziali, export, scorte e spesa del governo federale; negativo il contributo di investimenti residenziali e spesa pubblica degli stati e amministrazioni locali. In aumento le importazioni. La decelerazione rispetto al terzo trimestre è spiegata dal rallentamento dei consumi e della spesa federale e dalla flessione della spesa statale e locale. Al contrario, accelerano gli investimenti non residenziali, mentre l'export riprende a crescere.

Rallenta bruscamente la creazione di nuovi posti di lavoro

Il dato di febbraio sul mercato del lavoro ha gelato i mercati e le attese degli analisti, che si aspettavano un rallentamento ma non certo di questa entità. Sono stati creati soltanto 20.000 nuovi posti di lavoro, una frazione rispetto al *trend* degli ultimi mesi se si pensa che tra novembre e gennaio la media mensile aveva sfiorato i 250.000 posti. Solo i settori della sanità, dei servizi professionali e del commercio all'ingrosso hanno continuato ad aumentare i posti di lavoro; in flessione il comparto delle costruzioni, nessuna variazione negli altri settori (incluso il manifatturiero).

I commentatori hanno sottolineato come alla brusca frenata dell'occupazione abbia contribuito l'accelerazione delle retribuzioni (+3,4% annuo), in un mercato del lavoro ormai vicino alla saturazione. Il tasso di disoccupazione è sceso al 3,8%. Difficile dire se il dato di febbraio sia un primo segnale di raffreddamento di un'economia che sta viaggiando da mesi a velocità molto elevata. La prossima rilevazione potrà fare chiarezza.

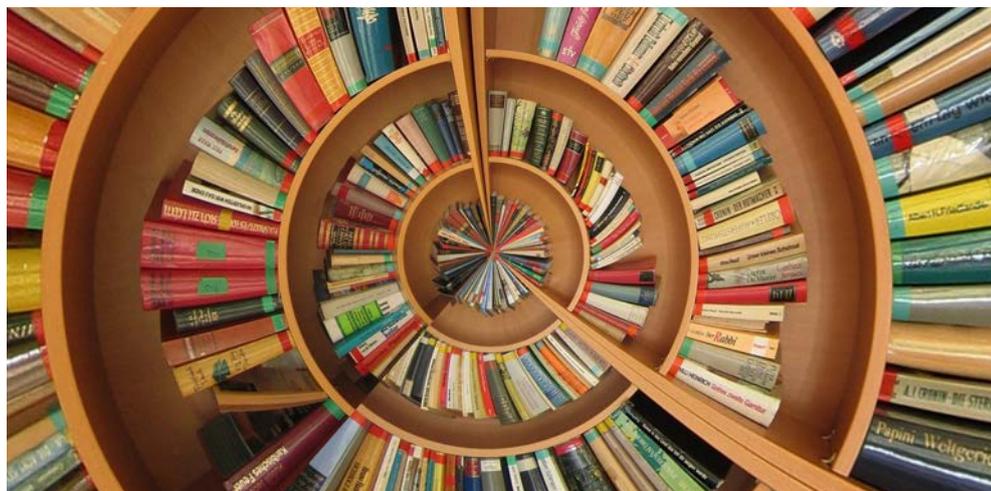
L'automotive frena la produzione industriale

Dopo il dato appena positivo di dicembre (+0,1% secondo il dato definitivo, che corregge al ribasso la stima preliminare), a gennaio l'indice della produzione industriale segna una flessione consistente (-0,6%), mentre la variazione tendenziale rimane elevata (+3,8%).

Il dato di gennaio è spiegato dalla caduta della produzione manifatturiera (-0,9%), a causa principalmente del crollo del settore *automotive*. Al netto di tale comparto il calo si riduce al -0,2%. Variazioni positive invece nel settore estrattivo (+0,1%) e nelle *utility* (+0,4%). Il tasso di utilizzo degli impianti è pari al 78,2%, circa mezzo punto in meno rispetto a dicembre e un punto e mezzo al di sotto della media di lungo periodo (1972-2017).

Indice ISM: prosegue la fase espansiva

A febbraio l'indice *manufacturing ISM*, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, registra la crescita dell'attività manifatturiera per il 118° mese consecutivo. Gli indicatori perdono lievemente terreno rispetto a gennaio ma la crescita della produzione rimane solida, sostenuta dal buon andamento della domanda. Bene anche l'export. Dei 18 settori censiti, 16 registrano una crescita dell'attività. Giudizi positivi anche da mezzi di trasporto e macchinari; note di cautela dal settore computer e elettronica a causa dei timori per i possibili effetti del protezionismo su prezzi e *supply chain*.



Gelo invernale sulle vendite al dettaglio

Il lungo *shutdown* governativo ha condizionato anche la rilevazione delle vendite al dettaglio, ferme al mese di dicembre. Dopo il dato positivo di novembre (+0,1% secondo il dato definitivo), a dicembre le vendite al dettaglio fanno registrare una contrazione marcata (-1,2% sul mese precedente); la crescita tendenziale scende al +2,3%. Nel trimestre ottobre-novembre le vendite sono cresciute del 3,7% rispetto all'analogo periodo 2017, mentre per l'intero 2018 la crescita è stata del 5,0%. Nel 2018 variazioni particolarmente elevate si registrano per stazioni di rifornimento (+13,1% rispetto al 2017) e abbigliamento (+4,8%). Bene anche salute e cura personale (+3,6%), mobili e arredamento (+3,5%), materiali da costruzione e attrezzature da giardino (+3,5%), alimentari (+3,4%), auto e ricambi (3,0%), elettronica e elettrodomestici (+1,9%). In flessione la spesa per articoli sportivi, *hobby*, musica e libri (-5,8%).

Grazie ai mezzi di trasporto crescono gli ordini di beni durevoli

Anche questa rilevazione ha risentito dello *shutdown*, con dati fermi a dicembre.

Dopo il buon incremento di novembre (+1,0% rispetto al mese precedente secondo i dati definitivi), a dicembre l'indice degli ordini di beni durevoli manifatturati registra un aumento dell'1,2%, spiegato dal forte aumento degli ordini di mezzi di trasporto (+3,3%); al netto dei mezzi di trasporto la variazione è appena positiva (+0,1%). Al netto del comparto della difesa l'indice complessivo segna un aumento dell'1,8%.

Gli ordini di beni capitali si riducono nel settore della difesa (-7,0%) e aumentano negli altri comparti (+3,7%). Il comparto non-difesa rappresenta l'85% degli ordini totali di beni capitali.

Debole a inizio 2019 il mercato immobiliare

Il nuovo anno si apre con un dato negativo per il mercato immobiliare americano. A gennaio la rilevazione condotta da NAR (National association of realtors) registra infatti una flessione dell'1,2% (rispetto al mese precedente) delle vendite di immobili residenziali, dopo quella ben più consistente di dicembre (-6,4%). Le vendite sono scese a 4,94 milioni (in termini annualizzati), l'8,5% in meno rispetto al 2018.

Secondo NAR il ciclo dovrebbe aver raggiunto il punto più basso e nei prossimi mesi le vendite dovrebbero ripartire grazie a prezzi più moderati e al miglioramento del reddito delle famiglie; nuovi acquirenti dovrebbero entrare sul mercato.

Il prezzo mediano delle case è pari a 247.500 dollari, superiore del 2,8% rispetto allo scorso anno.

Lo stock di immobili in vendita sale a 1,59 milioni da 1,53 milioni di dicembre e rimane superiore a quello dello scorso anno (1,52 milioni); lo stock è pari a 3,9 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali. In media le case restano sul mercato per 49 giorni, contro i 42 giorni dello scorso anno. Il 38% delle case viene venduto in meno di un mese. NAR valuta che il mercato sia tuttora condizionato da una scarsità di stock di case in vendita.

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 a gennaio al 4,46 %, in lieve discesa rispetto al mese precedente e al tasso medio 2018 (4,54%). La quota di vendite in sofferenza (*distressed sales*) è pari al 4,0% sul totale delle vendite, in calo di un punto rispetto allo scorso anno.

Secondo la rilevazione e del Census bureau e del Department of housing and urban development, a dicembre le vendite di abitazioni unifamiliari sono pari a 621.000 unità, in aumento del 3,7% rispetto a novembre.

Ancora un mese poco dinamico per le costruzioni

Anche la rilevazione sul mercato immobiliare è stata condizionata dallo *shutdown*, con dati fermi a dicembre.

A dicembre i permessi di costruzione (*building permits*) fanno registrare un aumento dello 0,3% rispetto a novembre e dello 0,5% rispetto allo scorso anno. Il dato corrisponde a un volume annuo di 1,33 milioni di permessi. Il 2018 si chiude con un aumento del 2,2% dei permessi, saliti a 1,31 milioni di unità.

In calo rispetto allo scorso anno sono gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing starts*) (-10,9%), pari a 1,08 milioni in termini annualizzati.

Infine, sono state completate 1,10 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completions*): l'8,4% in meno rispetto allo scorso anno. Nell'intero 2018 sono state completate 1,18 milioni di unità abitative, il 3,4% in più rispetto al 2017.

Spesa per costruzioni debole a fine anno

A dicembre la spesa per costruzioni registra un lieve calo rispetto a novembre (-0,6%), mentre la crescita tendenziale rimane positiva (+1,6%). La crescita cumulata dei primi 12 mesi è pari al 4,1%. Il dato riflette un andamento negativo sia della spesa privata che di quella pubblica (per entrambe le componenti -0,6% rispetto al mese precedente). A dicembre la spesa totale per costruzioni sfiora un valore annualizzato di 1.300 miliardi di dollari, di cui oltre il 75% per edilizia privata e il restante 25% per opere pubbliche.

Segna il passo il mercato *automotive*

Nei primi due mesi del 2019, il mercato *automotive* americano segna il passo. Le vendite diminuiscono del 2,5% rispetto al 2018, scendendo a 16,53 milioni su base annua. Sono stati determinanti fattori eccezionali quali le tempeste invernali, il lungo *shutdown* (per oltre un mese circa 2 milioni di lavoratori non hanno ricevuto lo stipendio) e le incertezze sui rimborsi fiscali. Secon-

do NADA, l'associazione dei rivenditori (National auto dealers association), il 2019 dovrebbe far registrare un volume di vendite intorno a 16,8 milioni di *light vehicle*.

Andamento del PIL americano 2016-2018 (variazione sul trimestre precedente a tassi annualizzati)



Fonte: US Bureau of labor statistics.

Europa

Frena nel quarto trimestre la crescita europea

Secondo i dati definitivi pubblicati da EUROSTAT, nel quarto trimestre 2018 il PIL dell'Area euro è cresciuto dello 0,2% rispetto al trimestre precedente, mentre la crescita tendenziale è scesa all'1,1%. La variazione trimestrale è identica a quella registrata nel terzo trimestre. Si conferma dunque la frenata dell'economia europea nella seconda parte dell'anno, dopo un primo semestre decisamente più brillante, con una crescita trimestrale dello 0,4% e tendenziale superiore al 2%. Sulla base del dato relativo agli ultimi tre mesi, nell'intero 2018 la crescita del PIL europeo è stata pari all'1,8%.

La crescita del PIL è spiegata dalla crescita più sostenuta di export (+0,9% rispetto al trimestre precedente) e della formazione di capitale (+0,6%); più debole la variazione dei consumi (+0,2%).

Tra le maggiori economie, l'Italia (unico caso tra i paesi membri insieme alla Grecia) segna una variazione negativa rispetto al trimestre precedente (-0,1%), la Germania è in stallo (variazione nulla), Francia e Gran Bretagna fanno registrare una crescita modesta (rispettivamente +0,3% e +0,2%); più brillante la *performance* della Spagna (+0,7%). Bene alcune economie del Nord Europa (Svezia, Finlandia, Danimarca) e dell'Est (Polonia, Ungheria, Slovenia, Slovacchia, Romania, Rep. Ceca, Bulgaria, paesi baltici).

Indice PMI in zona recessiva per la prima volta dopo oltre cinque anni

Dopo i segnali premonitori dei mesi scorsi la rilevazione di febbraio dell'indice PMI (*purchasing managers' index*) di IHS-Markit certifica che l'industria europea è entrata in una fase recessiva, dopo cinque anni e mezzo di crescita. L'indice scende sotto la soglia tra espansione e contrazione dell'attività per la prima volta da giugno 2013. La debolezza è più marcata nei settori dei beni di investimento e intermedi. Secondo IHS Markit, anche gli indicatori anticipatori peggiorano in misura molto sensibile: la riduzione dei nuovi ordinativi supera quella della produzione, le scorte aumentano e si riduce l'utilizzo

della capacità produttiva. La svolta recessiva è più accentuata in Germania e Italia, ma anche in Spagna l'indice ha segno negativo mentre la Francia rallenta. Alla radice della svolta stanno i soliti fattori. I timori di protezionismo e le crescenti incertezze politiche (inclusa Brexit) aumentano l'avversione al rischio e frenano le decisioni di investimento.

Produzione industriale in caduta libera in tutta Europa

Dopo la secca frenata di novembre (-1,7% rispetto al mese precedente secondo i dati definitivi), a dicembre la produzione industriale dell'Area euro fa registrare una nuova, consistente flessione (-0,9%), portando il calo tendenziale a un preoccupante -4,2%. Nell'ultimo trimestre (ottobre-dicembre) la variazione tendenziale è stata pari a -2,0% (a parità di giornate lavorative), mentre rispetto al trimestre precedente si registra una flessione dell'1,2%. Si accentua così la fase di rallentamento iniziata in estate; 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.

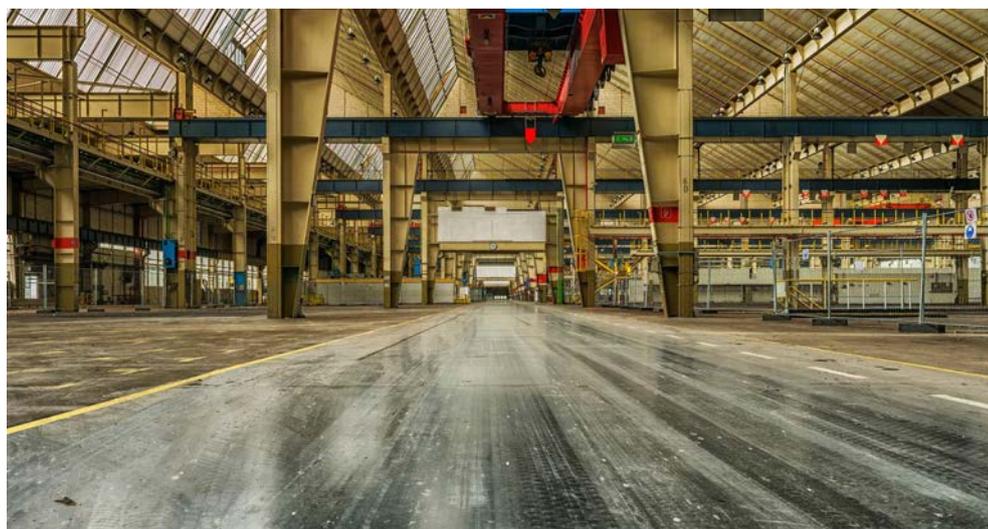
Preoccupa il fatto che sia proprio il motore manifatturiero d'Europa, la Germania, a essere più colpita. Nell'ultimo trimestre si registra un calo dell'1,6% rispetto al trimestre precedente e del 2,5% rispetto allo scorso anno: un chiaro segnale di una inversione di tendenza di natura non transitoria.

Anche in Francia la dinamica degli ultimi mesi è recessiva. Nell'ultimo trimestre si registra una variazione del -0,5% rispetto al trimestre precedente e del -1,4% rispetto allo scorso anno.

Non molto diversa la situazione della Gran Bretagna. Negli ultimi tre mesi l'indice ha segnato una contrazione dell'1,1% rispetto ai tre mesi precedenti e dell'1,0% rispetto allo scorso anno.

La Spagna era il paese che negli ultimi mesi aveva registrato la migliore *performance* ma i dati negativi di novembre e dicembre segnalano una inversione di tendenza: -1,2% rispetto ai tre mesi precedenti e -2,8% tendenziale.

L'Italia non fa eccezione in questo quadro recessivo. Considerando gli ultimi tre mesi, la caduta dei livelli produttivi è del -1,1% rispetto ai tre mesi precedenti e del 2,1% rispetto allo scorso anno. A dicembre l'indice registra una flessione dello 0,8% rispetto a novembre e del 4,6% rispetto dicembre 2017.



Negli ultimi 12 mesi l'andamento della produzione industriale italiana è allineato o lievemente meno negativo di quello dei nostri concorrenti e della media dell'Area euro. Non va tuttavia dimenticato che i livelli produttivi restano inferiori del 20% circa a quelli pre-crisi,

Costruzioni in frenata in quasi tutti i paesi

Dopo il lieve aumento di novembre (+0,3% secondo i dati definitivi, che correggono sensibilmente al rialzo il dato preliminare), la rilevazione di dicembre registra una contrazione dello 0,4%. La crescita tendenziale decelera sensibilmente ma rimane positiva (+0,7%). Prendendo in esame la dinamica degli ultimi tre mesi, l'indice ha registrato un modesto incremento (0,2%) rispetto al trimestre precedente (in termini destagionalizzati e a parità di giornate lavorative), mentre la crescita tendenziale è stata dello 0,9%.

La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale.

In Germania il settore è in forte rallentamento da metà 2018. L'ultimo trimestre (ottobre-dicembre) fa registrare una variazione del -0,6% rispetto a quello precedente e del -1,8% rispetto all'analogo periodo dello scorso anno.

In Francia il profilo del ciclo è sostanzialmente piatto, con oscillazioni mensili piuttosto ampie. Nel trimestre ottobre-dicembre l'indice ha registrato una variazione del -0,5% rispetto al trimestre precedente, mentre la dinamica tendenziale è più debole (-1,0%).

La Gran Bretagna è l'unico paese europeo in cui il settore abbia registrato una crescita dei livelli di attività nella seconda metà dell'anno; tuttavia a dicembre la flessione è stata significativa e sposta in zona negativa la dinamica degli ultimi tre mesi (-0,1% rispetto al trimestre precedente, +1,5% rispetto allo scorso anno).

In Spagna il settore pare invece in ripresa dopo una prima parte dell'anno debole. Nell'ultimo trimestre la crescita rispetto ai tre mesi precedenti è stata significativa (+2,4%), con una variazione tendenziale brillante (+5,1%).

In Italia il settore è in stagnazione. A dicembre si registra una variazione del +0,2% rispetto al mese precedente e del -1,7% tendenziale. Nel trimestre ottobre-dicembre i livelli di attività diminuiscono dello 0,8% rispetto al periodo precedente; negativa anche la variazione rispetto allo scorso anno (-0,7%). Preoccupante il gap da recuperare dopo la crisi: -17% rispetto al 2012, -42% rispetto al 2007. Tra le maggiori economie, solo la Spagna ha subito un ridimensionamento così drammatico ma sta riprendendo quota molto più in fretta, superando ampiamente i livelli di attività del 2012.

Le vendite al dettaglio tornano a crescere

Dopo la gelata di dicembre (-1,4% secondo il dato definitivo), a gennaio l'indice delle vendite al dettaglio recupera terreno (+1,3%), mentre la variazione tendenziale sale al +2,2%.

Tutti i paesi fanno segnare un andamento positivo dopo il dato di segno opposto registrato a dicembre. Particolarmente favorevole il dato della Germania (+3,3%, dopo il marcato calo di dicembre), ma anche Gran Bretagna (+0,7%) e Francia (+0,9%) fanno registrare un aumento dell'indicatore. Per l'Italia e Spagna non sono disponibili dati aggiornati.

La dinamica tendenziale è più elevata in Gran Bretagna (+3,3%), ma è positiva anche in Francia (+2,3%) e Germania (+2,2%).

Partenza in salita per il mercato *automotive*

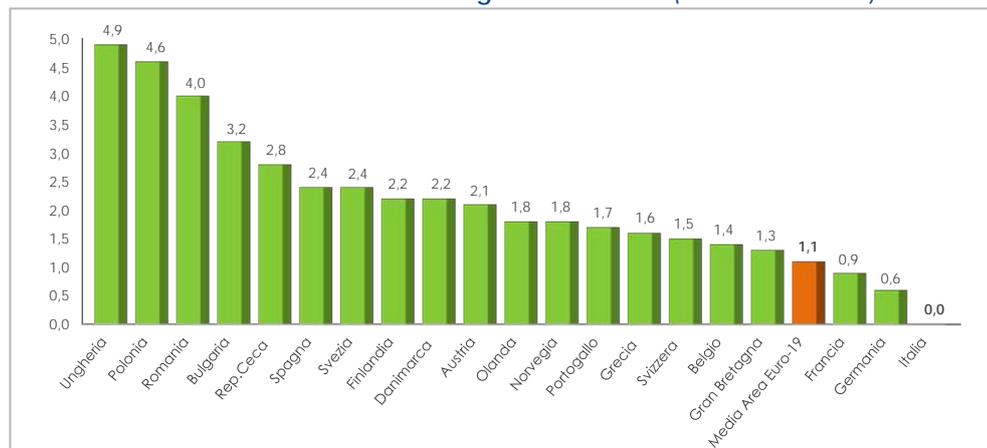
Prosegue la fase negativa del mercato *automotive* europeo, che a gennaio segna una nuova flessione (-4,6%), per il quinto mese consecutivo. Con quasi 1,2 milioni di autovetture registrate (in termini annualizzati), il dato di gennaio rimane comunque il secondo più elevato dal 2009. Vendite in caduta libera in Italia (-7,5%) e Spagna (-8,0%), più contenuto il calo di Gran Bretagna (-1,6%), Germania (-1,4%), e Francia (-1,1%).

Molto marcata la flessione delle vendite del gruppo FCA (-14,9%, con 72.000 autovetture vendute). *Performance* negative per tutti i marchi (salvo Lancia/Chrysler); le vendite di Maserati sono la metà di quelle di gennaio 2018.

Stabili gli indici di fiducia

A febbraio i sondaggi della Commissione europea sul clima di fiducia sono sostanzialmente in linea con la rilevazione di gennaio o lievemente più favorevoli. Stabili gli indici *economic sentiment* (che rileva le attese di manifattura, servizi, commercio e consumatori) e *business climate* (che raccoglie i giudizi dei manager delle imprese), mentre migliora leggermente la fiducia dei consumatori. In un orizzonte più ampio, il *trend* di tutti e tre gli indici evidenzia comunque un progressivo peggioramento a partire dai primi mesi del 2018.

Produzione industriale nell'Area euro negli ultimi 12 mesi (indice 2015=100)



Fonte: Eurostat.

Paesi Emergenti

Brasile: la riforma delle pensioni inizia il cammino parlamentare

I dati più recenti indicano che l'economia brasiliana ha tenuto un buon passo di espansione a fine 2018-inizio 2019, sia pure con qualche oscillazione. Da un sondaggio tra i maggiori operatori finanziari emerge un moderato ottimismo. Secondo i mercati, la crescita dovrebbe rimanere attestata intorno al 2,5% sia nel 2019 che nel 2020; l'inflazione dovrebbe rimanere ampiamente inferiore al *target* fissato dalla banca centrale (4,25%). La stabilità dell'inflazione giustifica il mantenimento dei tassi di riferimento sui livelli attuali (6,5%), i più bassi della storia del Brasile. A proposito di banca centrale va segnalato che l'economista Roberto Campos Neto è stato confermato Governatore: una decisione nel solco dell'ortodossia.

A dicembre l'indice di produzione industriale rilevato dalla banca centrale segna un aumento piuttosto modesto rispetto al mese precedente (+0,2%),

portando la media annuale al +1,1%. Più incoraggiante l'indice PMI di febbraio, salito al livello più elevato degli ultimi 11 mesi, ampiamente in zona di espansione. In particolare, la crescita è trainata dalla domanda interna, mentre l'export rimane piuttosto debole.

Favorevoli anche i dati sulla disoccupazione, scesa a fine anno ai minimi storici; e sulle vendite al dettaglio, in netta accelerazione. Una positiva lettura viene anche dall'indice di *business sentiment* di febbraio, elaborato dalla Fondazione Getulio Vargas (FGV).

Tra i dati positivi resi noti nelle ultime settimane, vi sono anche quelli sulla produzione agricola, uno dei settori portanti dell'economia brasiliana. La produzione di soia si mantiene su livelli elevati nonostante sfavorevoli condizioni meteo; sarà invece da record il raccolto di mais.

Oltre al costo elevatissimo in termini di vite umane e distruzione ambientale, il disastro della diga di Vale avrà certamente ricadute anche sulla produzione mineraria e sulle esportazioni e pesanti conseguenze penali per amministratori e tecnici del gruppo.

Sul fronte politico, a metà febbraio il presidente Bolsonaro ha presentato la riforma delle pensioni. Un progetto ambizioso, che mira a risparmiare 270 miliardi di dollari in dieci anni attraverso una modifica delle aliquote fiscali, un innalzamento dell'età pensionabile e la creazione di piani di risparmio individuali. La proposta è stata accolta molto positivamente dai mercati finanziari ma avrà vita dura per ottenere l'approvazione del Congresso.

Un sondaggio assicura a Bolsonaro un ampio consenso popolare: la grande maggioranza dei brasiliani approva l'operato delle prime settimane della presidenza.

Cina: il governo fa sul serio per rilanciare la crescita

I dati disponibili non offrono particolari novità rispetto al *trend* di moderato raffreddamento iniziato nei mesi scorsi. A febbraio, l'indicatore PMI (*purchasing managers' index*) e *Caixin general manufacturing index* rilevati rispettivamente dall'Istituto di statistica e da IHS Markit danno indicazioni lievemente discordanti. Il primo segnala infatti un lieve raffreddamento dell'attività, il secondo una sostanziale stabilità; entrambi gli indicatori restano tuttavia appena al di sotto della soglia tra espansione e contrazione. Positivo è tuttavia il rafforzamento dei nuovi ordini, a indicare che la fase di rallentamento dovrebbe concludersi a breve o in ogni caso perdere forza.

Come avevamo già osservato a gennaio, parte del rallentamento è spiegato dal pessimo andamento del settore *automotive*: le vendite sono diminuite del 4% nel 2018 e dell'8% nel quarto trimestre. Un calo che ha colpito quasi esclusivamente i segmenti medi del mercato, mentre i segmenti premium (Audi, Mercedes, ecc.) hanno registrato consistenti aumenti delle vendite. Fa eccezione Maserati, in caduta libera nel 2018 anche sul mercato cinese.

Un segnale positivo viene dalle esportazioni, che a gennaio hanno fatto segnare una crescita del 9% rispetto allo scorso anno, dopo la flessione di dicembre. Tuttavia, il dato di gennaio è distorto dagli effetti di calendario legati alle vacanze del nuovo anno lunare (dal 4 al 10 febbraio), che hanno determinato un anticipo a gennaio delle spedizioni. A febbraio dovrebbe quindi registrarsi una caduta di maggiore entità. Gli analisti ritengono che la debolezza dell'export dovrebbe proseguire nei prossimi mesi, anche a seguito non solo delle tariffe americane ma anche dell'apprezzamento del renminbi.

Si è chiuso all'inizio di marzo il congresso del Partito comunista. Sul piano economico, le decisioni più importanti riguardano il varo di un consistente pacchetto di tagli fiscali e l'incremento dell'emissione di obbligazioni governative. L'aliquota massima sul valore aggiunto scenderà di tre punti, al 13%. Le misure porteranno il deficit di bilancio a 411,6 miliardi (2,8% del PIL), in aumento di 0,2 punti rispetto al 2018. La spesa pubblica complessiva è prevista aumentare del 6,5%, a 23.000 miliardi di yuan. Il messaggio è che lo Stato farà "tutto ciò che è necessario" per rilanciare la crescita, prevista nel 2019 in un range tra il 6 e il 6,5%. Tra le componenti di spesa che aumenteranno di più vi è la spesa per la difesa (ufficialmente +7,5%, molto di più secondo gli analisti). Al congresso è stata inoltre annunciata la imminente approvazione di una nuova legge sugli investimenti esteri, che favorirà l'accesso al mercato cinese in molti settori.

Russia: resta debole la produzione manifatturiera

Secondo le stime preliminari, la crescita del PIL dovrebbe avere accelerato nel 2018, toccando il massimo degli ultimi sei anni. Il risultato deve molto al boom del settore delle costruzioni e al rafforzamento dell'export. Meno brillanti altri dati, a partire dalle vendite al dettaglio (in rallentamento a causa del peggioramento del clima di fiducia) e al tasso di disoccupazione; resta debole la produzione industriale. A gennaio la crescita della produzione scende all'1,1% (rispetto al +2,4% dicembre), a causa della contrazione della produzione manifatturiera e del rallentamento dei comparti estrattivo e delle *utility*. A febbraio peggiora anche, per il terzo mese consecutivo, l'indice *purchasing managers' index* (PMI) elaborato da IHS Markit. L'indice è molto vicino alla soglia espansione/contrazione dell'attività. Secondo IHS Markit, il peggioramento è spiegato da una domanda globale più debole e dal recente aumento della tassazione sul valore aggiunto (VAT).

Nel 2018 il surplus delle partite correnti ha raggiunto livelli *record*, superando i 100 miliardi di dollari, mentre il debito esterno è sceso a 454 miliardi, con un calo del 10% rispetto al 2017.

A inizio febbraio la banca centrale ha mantenuto inalterati al 7,75% i tassi di riferimento, come previsto dagli analisti dopo l'aumento del mese precedente. La banca ha dunque adottato un approccio attendista, grazie anche a un'inflazione perfettamente sotto controllo. Secondo le proiezioni della banca, l'inflazione dovrebbe scendere a fine anno al 5-5,5%.

Il Congresso americano ha pubblicato una nuova versione dell'accordo bipartisan sulle nuove sanzioni alla Russia per il 2019, il cosiddetto DASKA (*Defending american security from Kremlin aggression act*). Il DASKA non contiene grandi novità rispetto al pacchetto di sanzioni introdotte nel 2018, il CAATSA (*Countering America's adversaries through sanctions act*).

Le nuove sanzioni prevedono misure contro persone direttamente legate a Putin, contro alcune banche coinvolte nelle ingerenze nelle elezioni americane e soprattutto contro alcuni progetti energetici all'estero di Rosneft e Gazprom, le due maggiori società di *utility* russe.



ECONOMIA ITALIANA

 <p>-0,8% gennaio 2019/2018</p>	 <p>-1,3% dicembre 2018/2017</p>	 <p>1,3% gennaio 2019/2018</p>	 <p>-2,4% febbraio 2019/2018</p>	 <p>-6,6% dicembre 2018/2017</p>
 <p>↓ febbraio 2019</p>	 <p>↓ febbraio 2019</p>	 <p>-2,7% gennaio 2019/2018</p>	 <p>10,5% gennaio 2019</p>	 <p>33,0% gennaio 2019</p>

- ▶ L'Italia è uno dei peggiori paesi dell'UE.
- ▶ Peggiorano le stime. Secondo l'OCSE il PIL 2019 sarà -2,2%.
- ▶ Ad aprile l'Italia dovrà presentare il DEF alla Commissione europea.

In breve...

Altre brutte notizie sul fronte economico per l'Italia.

Secondo le ultime stime pubblicate dall'OCSE nell'Interim economic outlook di marzo, la crescita del PIL nel 2019 sarà pari al -0,2%: un dato che fa dell'Italia un'isolata eccezione tra le economie avanzate, pur nell'ambito di un peggioramento delle condizioni economiche globali. La legge di bilancio, come sappiamo, fissa l'asticella del deficit al 2%. La previsione era coerente con una crescita stimata all'1% nel 2019. Intanto siamo già in recessione: il PIL è diminuito per due trimestri di fila e non ci sono segnali che lascino intravedere un miglioramento. Quasi tutti gli indicatori hanno segno negativo.

In ragione della revisione delle aspettative di crescita, cambiano drasticamente le previsioni di deficit. L'imminenza delle elezioni europee determina i toni della comunicazione politica, ma non va dimenticato che per aprile dev'essere preparato il Documento di economia e finanza, necessario anche per gestire il non facile rapporto con la Commissione europea. Le politiche economiche del governo giallo-verde non hanno certo originato i problemi di eccessivo indebitamento, ma con l'aumento in deficit della spesa pubblica per finanziare quota 100 e reddito di cittadinanza, hanno aggravato la situazione e oggi il nostro paese è uno dei tre peggiori in Europa, insieme a Grecia e Cipro, con squilibri macroeconomici che mettono a rischio tutta l'Unione.

Si attenua la caduta della produzione industriale

A gennaio 2019 torna a crescere la produzione industriale, che registra la prima variazione congiunturale positiva dopo quattro mesi di cali continui. Nonostante questa dinamica espansiva, la variazione su base trimestrale rimane ampiamente negativa, mentre su base annua si attenua la caduta registrata negli ultimi mesi. Il miglioramento, sia tendenziale sia congiunturale, è avvenuto anche grazie al rilevante contributo positivo del settore energetico. Limitandosi al settore manifatturiero, infatti, il segnale congiunturale positivo si ridimensiona e si registra su base annua una flessione molto più ampia.

In crescita energia e beni di consumo

In dettaglio, l'indice destagionalizzato della produzione industriale aumenta dell'1,7% in gennaio rispetto a dicembre. Nella media del trimestre novembre-gennaio, il livello destagionalizzato della produzione diminuisce dell'1,8% rispetto ai tre mesi precedenti. L'indice destagionalizzato mensile mostra aumenti congiunturali diffusi a tutti i comparti; aumenta in misura marcata l'energia (+6,4%) e, con una dinamica meno accentuata, crescono anche i beni di consumo (+2,4%), i beni intermedi (+1,0%) e i beni strumentali (+0,3%). Corretto per gli effetti di calendario, a gennaio 2019 l'indice è diminuito in termini tendenziali dello 0,8% (i giorni lavorativi sono stati 22, come a gennaio 2018).

In forte calo farmaceutici e metallurgia

Gli indici corretti per gli effetti di calendario registrano a gennaio 2019 un accentuato aumento tendenziale per l'energia (+11,7%); diminuiscono invece i beni intermedi (-3,3%), i beni di consumo (-2,7%) e, in misura più contenuta i beni strumentali (-1,7%). I settori di attività economica che registrano le variazioni tendenziali positive più rilevanti sono la fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (+14,8%), la fabbricazione di computer, prodotti di elettronica e ottica, apparecchi elettromedicali, apparecchi di misurazione e orologi (+4,4%) e la fabbricazione di apparecchiature elettriche e apparecchiature per uso domestico non elettriche (+2,2%). Le diminuzioni maggiori si registrano nella produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (-10,5%), nella metallurgia e prodotti in metallo esclusi macchine e impianti (-8,8%) e nell'attività estrattive (-4,6%).

Si moltiplicano i segnali di debolezza

L'indagine rapida CSC (Centro studi Confindustria) rileva un calo della produzione industriale dello 0,5% in febbraio su gennaio, quando è stimato un incremento dello 0,8 su dicembre. Nel primo trimestre 2019 si registra una variazione acquisita di -0,6%, dopo il -1,1% rilevato dall'ISTAT nel quarto 2018. La produzione, al netto del diverso numero di giornate lavorative, arretra in febbraio del 2,6% rispetto allo stesso mese del 2018; in gennaio è diminuita del 2,4% sui dodici mesi. Gli ordini in volume crescono in febbraio dello 0,1% su gennaio (-1,2% su febbraio 2018), quando sono diminuiti dello 0,2% sul mese precedente (-0,7% annuo).

Costruzioni: una crescita media moderata nel 2018

A dicembre 2018 si registra una crescita congiunturale dell'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni (+0,2%), anche se con una intensità inferiore rispetto all'incremento registrato nel mese precedente. Nella media del quarto trimestre del 2018 la produzione nelle costruzioni tuttavia diminuisce dello 0,8% rispetto al terzo trimestre, dopo l'andamento positivo registrato nei due trimestri precedenti. Per l'indice corretto per gli effetti di calendario (i giorni lavorativi sono stati 19 contro i 18 di dicembre 2017) si osserva una flessione in termini tendenziali dell'1,3%, mentre l'indice grezzo aumenta del 2,2%.

Complessivamente nel 2018, rispetto all'anno precedente, si registra un aumento dell'1,6% per l'indice grezzo e dello 0,9% per l'indice corretto per gli effetti di calendario. Si conferma, dunque, una moderata crescita per il secondo anno consecutivo.

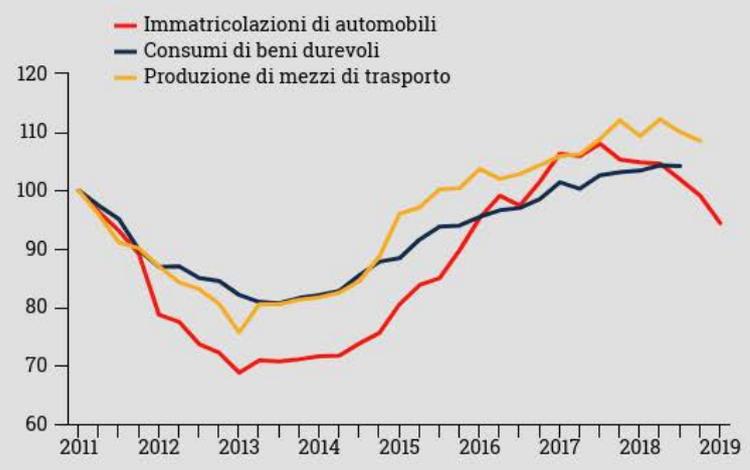
Qualche luce e molte ombre sul mercato dell'auto

Centro Studi
CONFINDUSTRIA
05/03/2019

Congiuntura e previsioni

Cadono le immatricolazioni, tengono consumi e produzione

(Italia, indici 1°trim. 2011=100, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, ANFIA.

Chi ha vinto e chi ha perso nel 2018

(Italia, vendite, variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ANFIA.

Nella seconda metà del 2018 si è avuta una forte flessione delle immatricolazioni di auto in Italia. A gennaio 2019 il calo è continuato. I motivi sono: maggiore incertezza economica; più severe normative sulle emissioni, specie per i diesel; fine degli incentivi (2016-2017).

Le immatricolazioni sono storicamente un buon indicatore dell'andamento di produzione e consumi. Da metà 2017, però, la correlazione si è affievolita. Ciò è spiegato da: produzione di auto alimentata dall'aumento della quota esportata; spesa delle famiglie con più servizi e meno auto.

La previsione per il 2019 è difficile. Varie forze, con impatti incerti, spingono in diverse direzioni: 1) il rischio di dazi sulle vendite di auto; 2) la spinta alla produzione domestica in vari paesi, specie Cina, a scapito dell'import; 3) il "bonus-malus" in Italia pensato per sostenere le vendite di vetture ibride/elettriche, che rischia di frenare gli acquisti di auto tradizionali.

Immatricolazioni auto influenzate dal bonus-malus

A febbraio il mercato italiano dell'auto totalizza 177.825 immatricolazioni, in calo del 2,4% rispetto allo stesso mese del 2018. I volumi immatricolati nei primi due mesi del 2019 ammontano, così, a 343.010 unità, il 4,9% in meno rispetto ai volumi dello stesso periodo del 2018.

Febbraio è stato un mese all'insegna dell'incertezza e dell'attesa per via dell'annunciato bonus-malus entrato in vigore il 1° marzo. L'effetto attesa ha prodotto, dal mese di dicembre, un rallentamento della crescita delle vetture a basse emissioni (comprendenti auto elettriche, ibride *plug-in* ed *extended-range*) interessate dal bonus, contro i rialzi mensili a doppia e tripla cifra registrati nel 2018. L'effetto annuncio, invece, ha probabilmente influito sulla crescita di alcuni segmenti di vetture colpiti dal malus, come SUV medi e grandi (+18% e +43%, rispettivamente, a febbraio), anticipandone gli acquisti.

Leggera ripresa per il commercio al dettaglio

A gennaio 2019 le vendite al dettaglio registrano un aumento congiunturale dello 0,5% in valore e dello 0,6% in volume. La crescita complessiva è dovuta soprattutto all'andamento dei beni alimentari (+1,0% in valore e +1,1% in volume), mentre si registra una dinamica più moderata per quelli non alimentari (+0,1% in valore, +0,2% in volume). Nel trimestre novembre 2018-gennaio 2019 le vendite al dettaglio registrano un contenuto aumento, rispetto ai tre mesi precedenti, dello 0,1% in valore e dello 0,2% in volume. Le vendite di beni alimentari crescono dello 0,1% in valore e dello 0,3% in volume, mentre quelle di beni non alimentari sono stazionarie in valore e aumentano dello 0,3% in volume.

In crescita GDO e commercio elettronico

Su base annua, le vendite al dettaglio aumentano dell'1,3% in valore e dell'1,5% in volume. Risultano in crescita sia i beni alimentari (+2,3% in valore e +1,9% in volume) sia, in misura minore, quelli non alimentari (+0,5% in valore e +1,2% in volume).

Per quanto riguarda le vendite di beni non alimentari, gli aumenti tendenziali maggiori riguardano calzature e articoli in cuoio e da viaggio (+2,3%)



ed elettrodomestici, radio, tv e registratori (+2,2%). Le flessioni più marcate si registrano per cartoleria, libri, giornali e riviste (-1,6%) e prodotti farmaceutici (-1,2%). Sempre a livello tendenziale, il valore delle vendite al dettaglio registra un aumento per la grande distribuzione (+2,8%) e una flessione per le imprese operanti su piccole superfici (-0,8%). In forte crescita il commercio elettronico (+13,3%).

Diminuzione congiunturale delle sofferenze

A dicembre 2018 i finanziamenti alle imprese sono diminuiti del 2,6% rispetto al mese di novembre e del 6,6% rispetto a dicembre 2017. Le sofferenze sono scese del 15,8% su base mensile e diminuite del 42,4% su base annuale.

Scende ancora la fiducia delle imprese

A febbraio 2019 il clima di fiducia delle imprese diminuisce in gran parte dei settori. Oltre alla contenuta flessione registrata per l'industria manifatturiera è da rilevare come l'indice di fiducia delle costruzioni, dopo l'aumento dello scorso mese, torni a diminuire, mantenendosi comunque su livelli storicamente elevati. Molto debole è l'evoluzione della fiducia nei servizi di mercato, con il relativo indice settoriale che è sotto 100 da tre mesi, mentre un segnale in controtendenza sembra provenire dalle vendite al dettaglio.

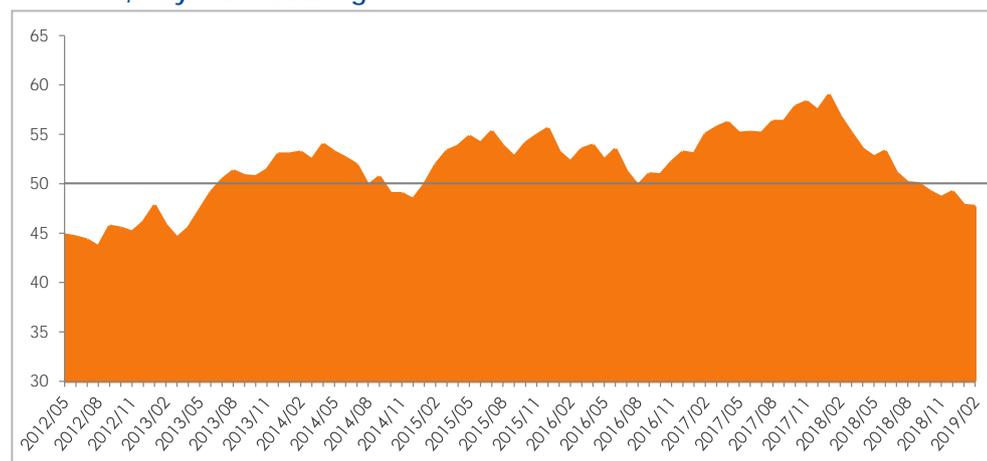
Fiducia dei consumatori mai così bassa da 18 mesi

L'indice che misura la fiducia dei consumatori raggiunge a febbraio il valore più basso degli ultimi 18 mesi e si caratterizza per un peggioramento dei giudizi e delle attese sulla situazione economica generale, mentre le opinioni sul quadro economico personale risultano nel complesso stabili nell'arco degli ultimi cinque mesi.

Continua a scendere l'indice PMI

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, in febbraio è ulteriormente peggiorato, passando da 47,8 a 47,7. È il livello totale minimo da maggio 2013 ed è il quinto mese consecutivo in cui l'indice si è attestato al di sotto della soglia di non cambiamento di 50,0.

PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit Economics.

Leggero aumento degli occupati in gennaio

Dopo la stazionarietà rilevata nel mese precedente, a gennaio si registra un lieve aumento degli occupati rispetto a dicembre (+0,1%, pari a +21.000 unità); il tasso di occupazione rimane stabile al 58,7%. L'andamento degli occupati è determinato da un aumento consistente dei dipendenti permanenti (+56.000), mentre si osserva un calo dei dipendenti a termine (-16.000) e degli indipendenti (-19.000). La crescita coinvolge esclusivamente gli uomini (+27.000) mentre risultano in lieve calo le donne (-6.000).

Sale la disoccupazione sia mensile sia trimestrale. In calo il dato annuale

A gennaio la stima delle persone in cerca di occupazione aumenta dello 0,6% (+15.000). La crescita riguarda quasi esclusivamente gli uomini e le persone oltre i 35 anni. Il tasso di disoccupazione è stabile rispetto al mese precedente, e si attesta al 10,5%. La disoccupazione è in aumento nell'ultimo mese così come nel confronto trimestrale, mentre nei dodici mesi la variazione rimane negativa per tutte le classi di età ad eccezione dei 15-24enni.

Stabile il tasso di inattività

La stima degli inattivi tra i 15 e i 64 anni a gennaio è in calo (-0,2%, pari a -22.000 unità). La diminuzione coinvolge solo gli uomini (-33.000) e si concentra tra i 25-49enni (-48.000). Il tasso di inattività resta stabile al 34,3% per il terzo mese consecutivo.



MATERIE PRIME

NICKEL feb/gen 2019	CRUDE OIL AVERAGE feb/gen 2019	ALLUMINIO feb/gen 2019	MINERALE DI FERRO feb/gen 2019
 +10,1% \$/Mt	 +8,0% \$/Bbl	 +0,5% \$/Mt	 +15,8% \$/Dmtu
RAME feb/gen 2019	GOMMA NATURALE TSR20 feb/gen 2019	CACAO feb/gen 2019	ZUCCHERO feb/gen 2019
 +6,1% \$/Mt	 3,1% \$/Mt	 -0,3% \$/Kg	 -1,5% \$/Kg

- ▶ Riprendono a crescere i prezzi delle principali *commodity*.
- ▶ Corsi petroliferi in ripresa grazie al calo produttivo annunciato dall'Arabia Saudita.
- ▶ Rialzi per i non ferrosi, calano leggermente acciai e plastiche.

The Economist commodity - price Index

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
Dollar Index			Sterling Index		
All Items	-1,5%	-11,1%	All Items	-2,8%	-5,9%
Food	-3,5%	-11,4%	Euro Index		
Industrials			All Items	-0,6%	-2,5%
All	0,8%	-10,8%	Gold		
Non food agriculturals	-1,6%	-14,0%	\$ per oz	-2,2%	-4,0%
Metals	1,8%	-9,5%	West Texas Intermediate		
			\$ per barrel	5,4%	-9,6%

Fonte: The Economist, 26 febbraio - 5 marzo 2019

I prezzi riprendono a salire

A febbraio si registra un generale miglioramento delle prospettive di crescita dei principali paesi emergenti, soprattutto della Cina, con la ripresa dei negoziati con gli Stati Uniti. Ciò ha innescato rialzi diffusi per *commodity* energetiche, acciai, metalli non ferrosi e materie plastiche.

Aumentano petrolio e metalli

A livello di singole materie prime, i maggiori apprezzamenti hanno interessato, tra le altre, minerale di ferro (+15,8%), nickel (+10,1%), petrolio (in media +8,0%), rame (6,1%), zinco (5,4%), stagno (+3,9%), olio di palma (+3,1%), oro (+2,2%), argento (+1,2%). Relativamente stabili le quotazioni di orzo, cellulosa, caffè arabica, e cacao. I deprezzamenti più consistenti hanno toccato gas naturale (-13,0%), olio di cocco (-8,1%), urea (-3,6%).

Acciai in flessione

Il crollo della miniera brasiliana di Minas Gerais ha influenzato i mercati mondiali di minerali di ferro, con un aumento delle quotazioni che non sembra arrestarsi. Tuttavia, nonostante le tensioni rilevate a monte della filiera, le quo-

tazioni degli acciai sul mercato europeo continuano a mantenere un profilo cedente, con un -1,4% in euro per i prodotti piani e -1,0% per i prodotti lunghi. È probabile che la differenza tra costi e prezzi sia dovuta alla debolezza dei consumi europei nei principali settori (edilizia e auto, soprattutto), che continua a ostacolare la trasmissione dei costi lungo tutta la filiera.

Ristagna l'alluminio, vola il nickel

Si impenna il prezzo del nickel, che a febbraio registra un +10%, probabilmente a causa dell'imminente chiusura della miniera di Onca Puma, di proprietà della stessa azienda della diga crollata nel Minas Gerais, in Brasile. Gli altri non ferrosi hanno registrato aumenti compresi tra il +3% di piombo e stagno e il +5% di rame e zinco. Ristagna il prezzo dell'alluminio, per il quale sono rientrate le attese di deficit di produzione, grazie alla sospensione dei dazi su Rusal, principale produttore russo di metalli. In generale, le prospettive per i prossimi mesi dipenderanno in gran parte dall'andamento dei rapporti tra Cina e Stati Uniti.

Il petrolio riprende a salire

Il Brent recupera a febbraio almeno una parte del terreno perduto nell'ultimo trimestre del 2018. Infatti, dopo essere sceso sotto i 55 US\$/barile in dicembre, nei primi mesi del 2019 l'indice ha registrato aumenti del 7% circa su base mensile. Le sanzioni USA sulla produzione iraniana sono una delle ragioni alla base della ripresa delle quotazioni, come anche il recente embargo verso il Venezuela e le politiche produttive dell'Arabia Saudita, che a fine gennaio ha annunciato la volontà di tagliare la produzione più di quanto deciso durante l'ultimo *meeting* OPEC. Su tutto ciò aleggia sempre l'andamento altalenante dei colloqui tra Cina e Stati Uniti.

Nei prossimi mesi la ripresa delle quotazioni petrolifere potrebbe essere frenata dall'atteso rallentamento dell'economia mondiale e dalla ripresa della produzione statunitense di *shale oil*.

Raffinati in crescita

I prodotti raffinati hanno colmato, in febbraio, la distanza rispetto al prezzo del petrolio, registrando apprezzamenti dell'8% del combustibile per aerei (*jet fuel*) e del 12% dell'olio a basso contenuto di zolfo (LSFO).

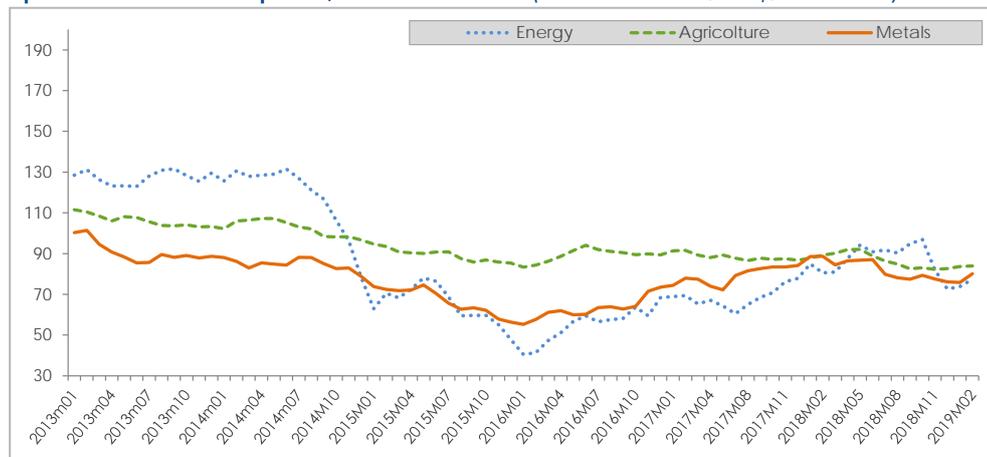
In calo i prezzi delle plastiche

Andamento moderatamente ribassista per i mercati dei polimeri, nonostante i rialzi petroliferi e dei principali *input* di produzione, come la nafta. Febbraio si è chiuso con un arretramento del polietilene e una sostanziale stagnazione di polipropilene e polimeri stirenici. A condizionare le quotazioni UE delle plastiche è una combinazione di domanda debole e ampia disponibilità di materia prima proveniente dagli Stati Uniti, che hanno consentito ai *buyers* a valle della filiera di mantenere sostanzialmente immutate le condizioni di approvvigionamento osservate tra dicembre e gennaio.

Gomme in ripresa

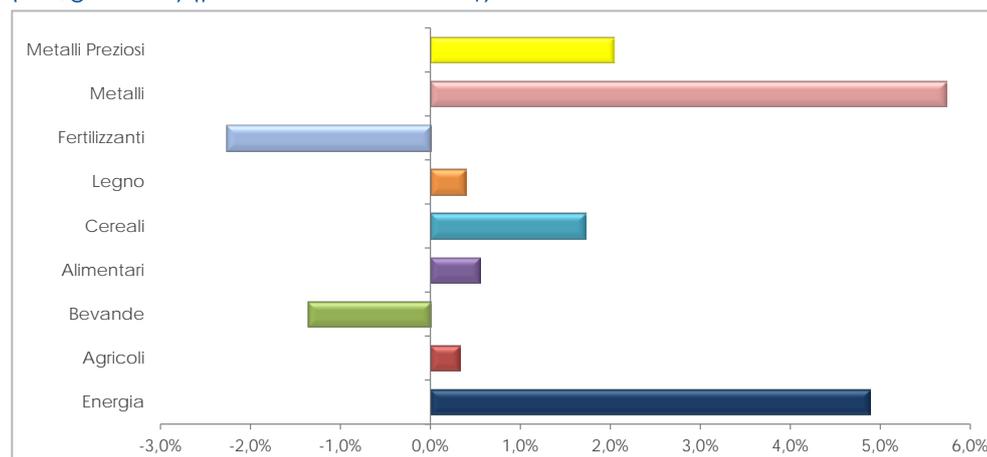
Prosegue, a ritmi moderati, la fase di recupero dei prezzi delle gomme. Il prodotto di origine naturale (caucciù) ha registrato un rincaro in euro del +2% circa, in un mercato che comunque si conferma votato alla tranquillità: nono-

I prezzi delle materie prime, trend 2010-2019 (valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazione dati World Bank.

Variaz. % dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente (feb/gen 2019) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World Bank.

stante il recente recupero, le quotazioni della gomma naturale si attestano infatti su livelli storicamente molto contenuti. Relativamente più intensi i rialzi osservati sul prodotto di origine sintetica (Elastomero SBR), maturati sulla scia del contestuale rimbalzo delle materie prime all'origine del processo produttivo (butadiene e nafta).

Il legname ritrova l'equilibrio, la cellulosa scende ancora

Dopo tre trimestri di rincari, nel 2018 un pesante crollo nel quarto trimestre e un inizio 2019 di prezzi sostanzialmente in calo, febbraio si chiude con una ritrovata stabilità nelle quotazioni del legname da conifera. Non si è invece arrestata la fase di ripiegamento dei prezzi della cellulosa, che hanno chiuso il secondo mese dell'anno con ribassi di entità compresa tra l'1,7 e il 2,0% circa, a seconda delle varietà monitorate.

L'aumento del bestiame USA fa scendere i prezzi delle pelli

Andamenti differenziati dei prezzi nella filiera tessile, in uno scenario caratterizzato da un nuovo ripiegamento delle pelli (conseguenza degli elevati livelli di produzione di bestiame negli Stati Uniti), a fronte di un andamento di segno opposto sui corsi di lana e poliestere. Per la fibra di origine animale, i

rincari sono riconducibili al blocco imposto da Pechino sulle importazioni di lana sudafricana, mirato ad evitare la propagazione della malattia (FMD) che sta colpendo i capi di bestiame del paese africano. Gli apprezzamenti del poliestere (+5%) sono, invece, da ricondurre al contestuale apprezzamento del petrolio e dei principali *input* chimici di produzione.

Sostanziale stabilità per i cerealicoli

Poche novità dalla filiera alimentare. Febbraio si è chiuso con un incremento dell'1% del prezzo in euro di mais e soia e un calo dell'1% del frumento.

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	I trim 2019	II trim 2019	III trim 2019	IV trim 2019
PETROLIO	-7,3	+6,0	+2,7	-3,7
CARBONE	-4,9	-3,4	-3,8	-4,4
GAS NATURALE	+1,9	+1,2	-0,6	-1,7
OLIO COMBUSTIBILE	-5,0	+6,3	+1,4	-5,2
VIRGIN NAFTA	-9,4	+12,5	+5,3	-2,0
ENERGIA ELETTRICA	-0,1	-0,2	-0,3	+0,7
MINERALI DI FERRO	+12,0	-8,0	-5,8	-5,1
ROTTAMI DI FERRO	-11,1	+0,9	+2,0	-1,4
ACCIAI PIANI	-3,0	+6,6	-0,3	-4,7
ACCIAI LUNGH	+0,3	+5,2	-0,8	-4,0
RAME	+0,8	+4,0	+1,6	-2,6
ALLUMINIO	-4,1	+4,9	+1,9	-1,2
PIOMBO	+4,2	+2,3	+1,1	-0,8
ZINCO	+2,6	+3,4	-0,7	-3,4
STAGNO	+9,7	-0,6	-2,1	-4,8
NICKEL	+7,5	+4,0	+0,3	-2,5
PREZIOSI	+6,9	+4,4	+0,1	-1,4
CEREALI USA	+0,8	+0,9	+1,0	+0,4
CEREALI	+5,1	-0,2	+1,4	+1,5
COLONIALI	-0,4	+1,3	+1,3	+0,9
GOMMA	+8,8	+6,2	+1,0	-4,3
LEGNAME TROPICALE	+2,4	-1,8	-2,0	-1,1
LEGNAME CONIFERE	-10,1	+1,4	+1,4	+1,3
PASTA PER CARTA	-6,0	-4,9	-2,8	-1,2
LANA	0,0	+1,1	-0,4	-1,1
COTONE	-3,2	+3,0	+2,0	+0,7
PELLI	+2,8	+9,2	+4,4	+3,2
ORGANICI DI BASE	+0,1	+12,7	+4,4	-4,4
AROMATICI ED ALTRI ORGANICI	-9,3	+11,4	+7,1	+1,1
MATERIE PLASTICHE	-0,8	+6,7	+6,4	-3,8
ELASTOMERI	-1,5	-6,4	-3,4	-1,5
FIBRE CHIMICHE	-0,4	+1,4	+1,8	+0,3
SOIA	+4,3	+0,8	+0,2	-0,4

Fonte: elaborazioni su dati Prometeia Commodity, febbraio 2019.



I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in \$ gen 2019	Prezzo in \$ feb 2019	var. %
Aluminum	(\$/mt)	1853,72	1862,99	0,5%
Barley	(\$/mt)	119,42	119,42	0,0%
Beef	(\$/kg)	4,24	4,28	0,9%
Coal, Australian	(\$/mt)	98,56	95,42	-3,2%
Coal, South African	(\$/mt)	91,29	84,16	-7,8%
Cocoa	(\$/kg)	2,26	2,26	-0,3%
Coconut oil	(\$/mt)	773,07	710,43	-8,1%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	2,83	2,83	0,0%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	1,72	1,73	0,5%
Copper	(\$/mt)	5939,10	6300,49	6,1%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,82	1,79	-1,5%
Crude oil, average	(\$/bbl)	56,58	61,13	8,0%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	59,27	64,13	8,2%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	58,96	64,32	9,1%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	51,52	54,95	6,7%
DAP	(\$/mt)	382,13	357,38	-6,5%
Fish meal	(\$/mt)	1486,35	1472,28	-0,9%
Gold	(\$/troy oz)	1291,75	1320,07	2,2%
Groundnut oil	(\$/mt)	1379,77	1370,06	-0,7%
Groundnuts	(\$/mt)	1235,22	1365,50	10,5%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	76,16	88,22	15,8%
Lead	(\$/mt)	1997,14	2062,79	3,3%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	12,01	12,01	0,0%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	399,74	397,32	-0,6%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	273,25	269,71	-1,3%
Maize	(\$/mt)	166,74	169,52	1,7%
Meat, chicken	(\$/kg)	2,15	2,09	-2,9%
Natural gas index	(2010=100)	80,06	69,68	-13,0%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	7,26	6,01	-17,3%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	3,08	2,72	-11,8%
Nickel	(\$/mt)	11523,09	12685,23	10,1%
Orange	(\$/kg)	0,64	0,63	-1,7%
Palm kernel oil	(\$/mt)	765,00	694,67	-9,2%
Palm oil	(\$/mt)	584,58	602,97	3,1%
Phosphate rock	(\$/mt)	102,50	102,50	0,0%
Platinum	(\$/troy oz)	806,77	818,15	1,4%
Plywood	(cents/sheet)	501,20	494,70	-1,3%
Potassium chloride	(\$/mt)	215,50	215,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	859,73	829,70	-3,5%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	402,00	401,00	-0,2%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	410,00	408,00	-0,5%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	387,35	386,25	-0,3%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	396,31	367,95	-7,2%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,59	1,65	3,8%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,36	1,40	3,1%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	617,24	623,14	1,0%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	702,07	708,77	1,0%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	11,79	11,79	0,0%
Silver	(\$/troy oz)	15,62	15,82	1,2%
Sorghum	(\$/mt)	162,92	170,42	4,6%
Soybean meal	(\$/mt)	362,01	353,34	-2,4%
Soybean oil	(\$/mt)	747,79	772,82	3,3%
Soybeans	(\$/mt)	382,35	380,75	-0,4%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,37	0,37	-0,6%
Sugar, US	(\$/kg)	0,56	0,57	1,3%
Sugar, world	(\$/kg)	0,28	0,29	1,5%
Sunflower oil	(\$/mt)	688,13	700,00	1,7%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,54	2,38	-6,2%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,23	3,27	1,2%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	2,12	1,72	-18,8%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,27	2,16	-5,1%
Tin	(\$/mt)	20457,75	21263,95	3,9%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4951,43	4954,83	0,1%
TSP	(\$/mt)	355,00	344,00	-3,1%
Urea	(\$/mt)	260,00	250,63	-3,6%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	209,81	218,99	4,4%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	220,16	217,25	-1,3%
Woodpulp	(\$/mt)	875,00	875,00	0,0%
Zinc	(\$/mt)	2569,70	2707,19	5,4%

Fonte: World Bank.

VALUTE



- ▶ Le nuove mosse della BCE fanno scendere l'euro.
- ▶ Dollaro e yuan influenzati dai negoziati USA-Cina.
- ▶ La sterlina trae respiro dalla possibilità di un secondo referendum.

Euro

Le nuove mosse della BCE impattano negativamente sull'euro

Come previsto dalla maggior parte degli analisti, la BCE ha aperto alla possibilità di un nuovo TLTRO ed ha lasciato invariato il costo del denaro nell'Eurozona, con i tassi di interesse ai minimi storici ma rivedendo a sorpresa la relativa *guidance*. Il cambio euro/dollaro è solitamente molto elastico alle dichiarazioni della BCE. E così è stato anche negli ultimi giorni. Il 7 marzo si è mosso rapidamente al ribasso, scivolando sotto quota 1,125. Una reazione prevedibile dato che una politica monetaria accomodante tende a svalutare la divisa. Secondo gli addetti ai lavori la discesa dell'euro potrebbe proseguire. Gli analisti di Abn Amro vedono il cambio proiettato in area 1,10. Ovviamente essendo un confronto a due (da una parte ci sono euro e BCE e dall'altra dollaro e Federal reserve) bisognerà anche analizzare in che termini si pronuncerà Jerome Powell il 20 marzo, quando è atteso il prossimo direttivo. L'euro a febbraio ha guadagnato mensilmente l'1,1% nei confronti delle valute dei suoi principali 38 *partner* commerciali. Si evidenzia una variazione negativa pari allo 1,9% rispetto al dato di febbraio 2018.

Dollaro

Le tensioni tra USA e Cina guidano l'andamento del dollaro

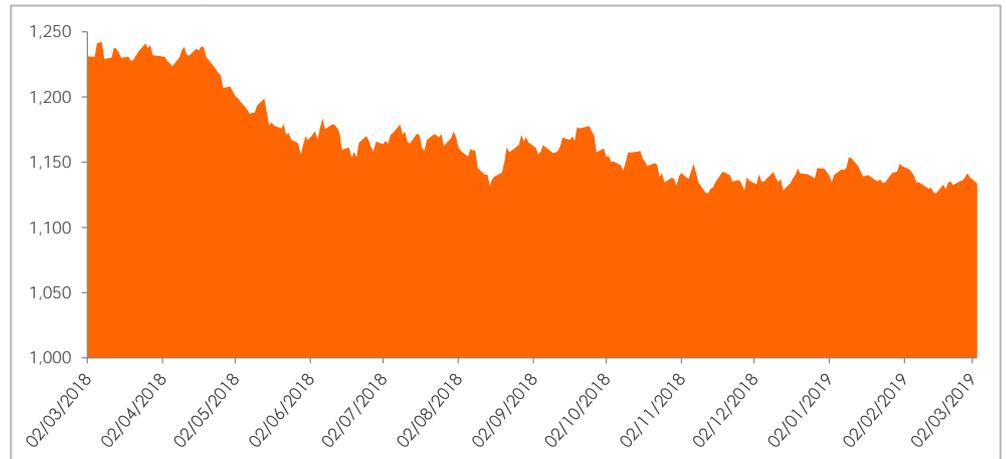
L'andamento del biglietto verde sembra snobbare le parole del presidente statunitense Donald Trump, che recentemente è tornato ad accusare il *chairman* della Federal reserve, Jerome Powell, giudicando come troppo severa la sua politica monetaria. Secondo il presidente, il forte apprezzamento del dollaro statunitense danneggerebbe la competitività americana, frenando le esportazioni. Le quotazioni della moneta statunitense si sono apprezzate grazie al progressivo diminuire delle tensioni commerciali tra USA e Cina. Le due parti sembrerebbero intenzionate a siglare un accordo entro la fine del mese. Tuttavia, visti i recenti cambiamenti di umore tra le due superpotenze, nuovi imprevisti potrebbero spuntare da un momento all'altro, modificando l'orientamento degli investitori verso un *outlook* più negativo. Durante il mese di febbraio infatti il corso della divisa americana è stato alquanto volatile, proprio a causa dell'evolversi dei rapporti tra i due paesi.

Yen

L'ottimismo sui mercati e la politica monetaria portano lo yen verso il basso

Lo yen è in fase di debolezza, mentre si apprezzano le *commodity*. Il rinnovato ottimismo circa una risoluzione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina ha infatti spinto al ribasso la divisa giapponese, *asset* rifugio nei mo-

Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

menti di incertezza. Ma non è tutto: ad influenzare l'andamento dello yen è stato anche l'annuncio fatto dal governatore Haruhiko Kuroda che ha confermato l'intenzione di mantenere la politica monetaria della banca centrale giapponese accomodante fino a quando l'economia lo richiederà. Parlando al comitato di bilancio della Camera alta, Kuroda ha sottolineato la necessità di tenere conto degli effetti collaterali che uno stimolo monetario prolungato potrebbe avere sulla stabilità del sistema finanziario. Rischi, questi, che al momento sarebbero contenuti. Il Giappone è stato il primo paese tra le grandi economie ad attuare un piano di *quantitative easing* nel marzo 2001 per contrastare la forte deflazione all'inizio degli anni duemila.

Sterlina

L'ipotesi di un secondo referendum dà sollievo alla sterlina

Le quotazioni della sterlina sono in grande fermento negli ultimi giorni a causa dell'allontanarsi della minaccia di un'uscita del Regno Unito dalla UE senza accordo (*no-deal exit*). Si sta infatti facendo sempre più verosimile l'ipotesi di un nuovo referendum; inoltre ci sono state aperture da parte del primo ministro inglese, Theresa May, alla possibilità di rimandare il divorzio con l'Unione Europea (previsto per il 29 marzo prossimo), in modo tale da evitare un mancato accordo. La divisa è salita dello 0,70% sia contro il biglietto verde, sia contro l'euro; rispetto alla moneta unica, la sterlina è sui massimi dal maggio del 2017. Il *trend* positivo è poi stato rinforzato dalle parole pronunciate dal governatore della Banca d'Inghilterra, Mark Carney, davanti alla Commissione affari economici della House of lords. In tale occasione ha affermato che le più recenti previsioni economiche della banca centrale mostrano un tasso d'inflazione superiore all'obiettivo della BoE rispetto al suo orizzonte previsionale di tre anni. Il che significa che gli investitori hanno fino a questo punto sottovalutato la possibilità di futuri aumenti dei tassi da parte di Threadneedle Street. Tuttavia le vendite su azioni e titoli del Tesoro suggeriscono un'incertezza profonda, per cui bisogna essere cauti con la sterlina. Anche se si escludesse una *hard* Brexit, non si è risolto ancora nulla, e il supporto per un secondo referendum rimane debole.



I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media febbraio 2019	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
	 ARGENTINE PESO	43,52	1,8%	77,7%
	 SWISS FRANC	1,14	0,6%	-1,5%
	 JAPANESE YEN	125,28	0,8%	-6,0%
	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,59	-0,5%	1,3%
	 INDIAN RUPEE	80,86	0,1%	1,6%
	 BRAZILIAN REAL	4,22	-1,1%	5,3%
	 CANADIAN DOLLAR	1,5	-1,3%	-3,4%
	 CHINESE YUAN	7,65	-1,3%	-2,0%
	 UK POUND STERLING	0,87	-1,5%	-1,3%
	 INDONESIAN RUPIAH	15936,22	-1,4%	-5,1%
	 MEXICAN PESO	21,78	-0,6%	-5,4%
	 MALAYSIAN RINGGIT	4,63	-1,6%	-4,2%
	 ROUBLE	74,72	-2,1%	6,4%
	 TURKISH LIRA	5,99	-2,4%	28,2%
	 US DOLLAR	1,14	-0,6%	-8,1%
	 SOUTH AFRICAN RAND	15,69	-0,8%	7,4%

Fonte: elaborazione dati BCE, febbraio 2019.

Dollaro australiano

L'economia più debole del previsto pesa sul dollaro australiano

Nelle ultime settimane il dollaro australiano ha sofferto del dato del PIL del quarto trimestre del 2018, che non ha centrato le attese del mercato: risulta infatti che sia salito dello 0,2% su base trimestrale, rispetto al +0,3% stimato dai mercati. Su base annua, la *performance* è stata di un'espansione del 2,3%, peggio del +2,6% atteso e in rallentamento rispetto al +2,7% del terzo trimestre, rivisto al ribasso dal +2,8% inizialmente riportato.

Anche le parole del numero uno della banca centrale australiana (RBA) hanno pesato sulla divisa: il governatore, che non ha perso occasione per confermare tutta la sua posizione prudente sulla crescita dell'economia, ha sottolineato che "è difficile immaginare che i tassi di interesse saliranno nel corso del 2019", visto che "è improbabile che l'inflazione, almeno nel breve, rappresenterà un problema".



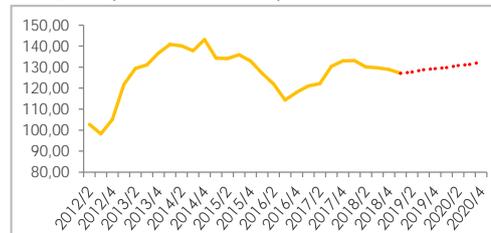
Divisa paesi emergenti

Nuovo fiato per i paesi emergenti

Le valute emergenti si stanno scrollando di dosso la loro fase di torpore sui mercati, uscendo finalmente da una lunga serie di perdite contro il dollaro, per effetto dell'attuale posizione più accomodante della Federal reserve. Nell'ultimo mese il quadro per le valute emergenti è enormemente cambiato rispetto a quello del 2018, quando la Federal reserve era decisamente più aggressiva nella conduzione della sua politica monetaria e le banche centrali dei paesi emergenti si erano affrettate ad aumentare i tassi di interesse per preservare gli investimenti diretti esteri e la loro forza valutaria. La maggior parte delle valute emergenti sta guadagnando terreno nei confronti del dollaro e ha possibilità di apprezzarsi ulteriormente, ora che il panorama dei tassi di interesse negli Stati Uniti è più indulgente nei confronti delle economie in via di sviluppo e della loro capacità di attrarre l'interesse per le *asset class* domestiche. Emblematico il caso della rupia indonesiana. La drammatica caduta verificatasi tra luglio e novembre 2018 aveva costretto la banca centrale indonesiana ad alzare aggressivamente i suoi tassi al 6,0%. Al suo apice, il dollaro è salito a un massimo di 15.265,00. Negli ultimi mesi, la volatilità si è leggermente stabilizzata e la rupia è riuscita a mantenere un andamento più stabile; il governo indonesiano ha cercato di attirare l'interesse degli investitori alla ricerca di rendimenti interessanti.

Previsioni di medio periodo

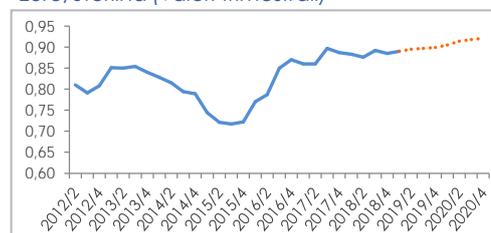
Euro/Yen (valori trimestrali)



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
dic/nov 2018	dic/nov 2018	dicembre 2018	Asta febbraio 2019	Punti base
-2,6%	-15,8%	9,9%		250

- ▶ La BCE rivede al ribasso le stime dell'economia europea e lancia il terzo piano di finanziamenti a lungo termine (TLTRO).
- ▶ In Italia nuova forte flessione delle sofferenze bancarie.
- ▶ Per la prima volta da qualche mese salgono i rendimenti dei BTP.

Rivista l'agenda della BCE in seguito al rallentamento europeo

Tassi fermi fino alla fine del 2019 e non solo fino all'estate. Nuovo piano di finanziamenti a lungo termine alle banche da settembre e fino al marzo del 2021 (TLTRO). Queste sono state le principali novità dell'incontro del *board* della BCE tenutosi il 7 marzo. Il presidente del *board* Mario Draghi ha detto che le nuove misure sono state prese dopo un'ampia valutazione del quadro macroeconomico e "nell'obiettivo della stabilità dei prezzi". La crescita economica dell'Eurozona ha infatti mostrato segni di sensibile rallentamento con prospettive più deboli del previsto nel breve termine. La BCE ha nuovamente rivisto al ribasso le stime di crescita per l'Area euro, portando la crescita 2019 a +1,1% (da +1,7% stimato a dicembre). Limata a +1,6% da +1,7% la stima per il 2020, mentre per il 2021 la BCE conferma una crescita dell'1,5%. Tagliate anche le stime sull'inflazione dell'Eurozona per il 2019 all'1,2%, dall'1,6% atteso in precedenza. Riviste al ribasso anche le previsioni per il 2020 a 1,5% (da 1,7% precedente) e per il 2021 a 1,6% (da 1,8%).

L'annuncio del terzo programma di TLTRO (operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine) era già nell'aria da qualche tempo. Il terzo *round* delle maxi-aste per immettere liquidità inizierà a settembre del 2019 e finirà a marzo del 2021. La prima serie di TLTRO era stata annunciata nel giugno del 2014, la seconda, composta da 4 operazioni, nel marzo 2016. I due precedenti *round* sono tuttavia in via di esaurimento e sono stati particolarmente utili per le nostre banche.

Sul fronte dell'inflazione, la verifica incrociata degli esiti dell'analisi economica con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria ha confermato che un ampio grado di accomodamento monetario è ancora necessario affinché l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine.

Banche italiane oltre i requisiti BCE

La vigilanza della Banca centrale europea ha fissato la soglia minima del CET 1 ratio per le grandi banche italiane. Il CET 1 (acronimo di Common equity tier 1 ratio) è un coefficiente patrimoniale utilizzato per valutare la solidità di una banca, ottenuto dividendo il capitale ordinario versato (Tier 1) per le attività di bilancio ponderate per il rischio. Tanto più il valore richiesto risulta essere alto tanto più l'istituto di riferimento è reputato solido. La decisione della vigilanza BCE è arrivata al termine del procedimento annuale di revisione e



valutazione prudenziale, il Supervisory review and evaluation process (SREP). Il requisito fissato per Unicredit è pari al 10,07% (valore che si raffronta con il 12,13% di fine dicembre); il requisito fissato per Banco BPM è pari al 9,25% (valore che si raffronta con il 12,1%) mentre il requisito fissato per il CET1 *ratio* di UBI Banca è del 9,25% (a fronte dell'11,3% di dicembre). Lo stesso vale per la maggior parte delle banche italiane, che rispettano quindi, nel complesso, i requisiti patrimoniali richiesti dalle autorità monetarie.

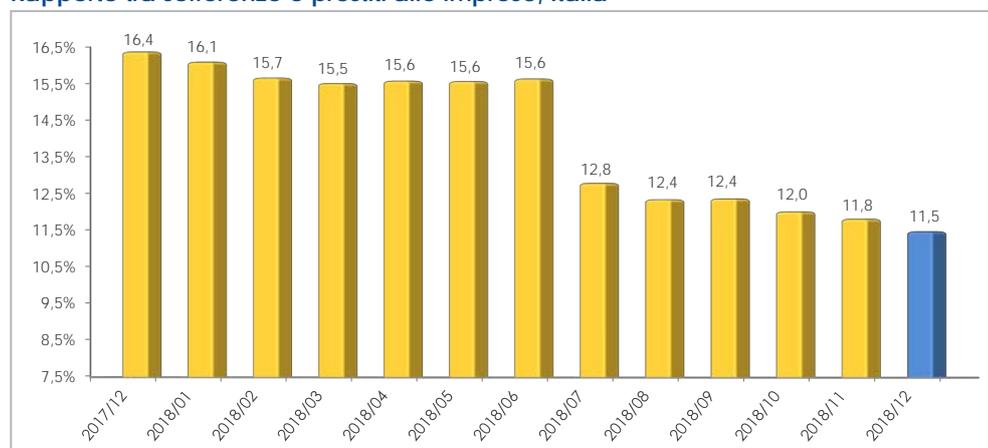
Si riduce la crescita dei prestiti europei

Lo scorso gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie si è ridotto al 3,3%, dal 3,9% di dicembre 2018, riflettendo anche, in alcuni paesi, la tipica reazione ritardata al rallentamento dell'attività economica. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invece invariato al 3,2%. Le condizioni di prestito per famiglie e imprese restano favorevoli, poiché le misure di politica monetaria poste in atto da giugno 2014 seguitano a sostenere l'accesso al finanziamento, soprattutto per le piccole e medie imprese. Le misure di politica monetaria decise la scorsa settimana, in particolare la nuova serie di TLTRO, contribuiranno ad assicurare che le condizioni del credito bancario restino favorevoli in futuro.

In Italia nuovo forte ribasso delle sofferenze

Nel nostro Paese prosegue anche a dicembre il *trend* calante dei finanziamenti alle imprese: la diminuzione si attesta essere del 2,6% rispetto al mese di novembre; nei confronti di dicembre 2017 si osserva una flessione del 6,6%. Si nota un'ulteriore calo sostanziale delle sofferenze, che nell'ultimo mese del 2018 si sono ridotte del 15,8%. La riduzione annuale si rafforza a sua volta: 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 9,90: è la prima volta dal 2013 che tale indicatore ritorna al di sotto del 10%. Si osserva una piccola variazione mensile negativa per l'indicatore dei prestiti alle famiglie (-0,7%), che su base annuale risulta essere leggermente inferiore (-0,4%). Il costo dei fondi erogati a dicembre è aumentato di qualche decimo di punto percentuale per le erogazioni al di sopra del milione di euro, diminuendo 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%	2018/06	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%
2018/04	1,47%	1,96%	1,00%	2018/11	1,50%	1,98%	1,06%
2018/05	1,43%	1,97%	0,91%	2018/12	1,46%	1,94%	1,12%

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, febbraio 2019.

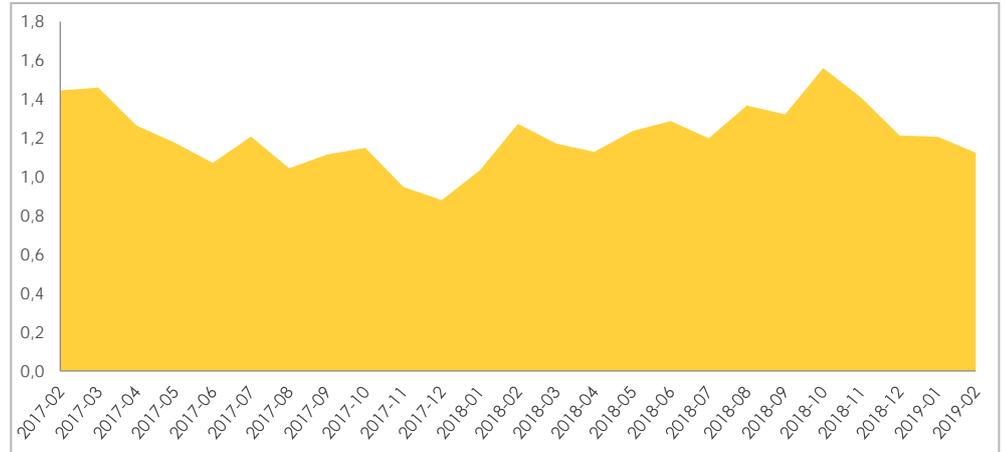
Stabili i rendimenti dei titoli di stato europei

A livello aggregato i rendimenti dei titoli di stato europei nel mese di febbraio sono diminuiti, con una remunerazione dell'1,12%, ossia 9 punti base in meno rispetto al mese scorso. A livello disaggregato nel mese di marzo si nota una sostanziale stabilità dei rendimenti dei vari *bond*, per effetto di un lieve rialzo di quelli nel nord Europa e di un leggero ribasso di quelli dell'Europa meridionale. Il Giappone, dopo aver visto i propri rendimenti tornare in campo negativo, è riuscito di nuovo ad ottenere un segno positivo. Lo *spread*, ovvero il differenziale tra il BTP italiano ed il suo corrispettivo tedesco, continua nel suo *trend* calante: in questi ultimi giorni il differenziale si è infatti ridotto fino a raggiungere quota 250.

In rialzo i rendimenti dei titoli di stato italiani

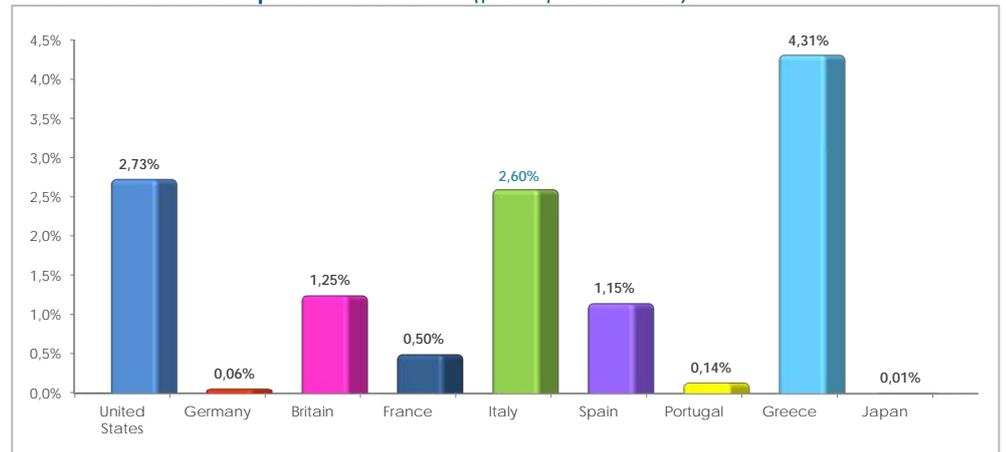
Il 28 dicembre il Ministero del tesoro ha allocato il nuovo BTP a 10 anni con scadenza febbraio 2029. L'accoglienza del mercato è stata calorosa considerando anche l'elevato ammontare dell'emissione. Sono stati infatti collocati 4 miliardi di euro del nuovo BTP con la domanda che ha superato i 5,2 miliardi. Il rapporto di copertura è stato 1,31 e si confronta con l'1,36 di un mese fa, quando però l'ammontare allocato era stato decisamente inferiore (2,5 miliardi).

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, marzo 2019.

Il BTP decennale è stato allocato al rendimento del 2,81%, in aumento di 21 punti base rispetto a quello di assegnazione un mese fa, che rappresentava anche il livello più basso dallo scorso aprile. L'asta ha visto il Tesoro allocare anche il BTP a 5 anni con scadenza ottobre 2023 per 2 miliardi al tasso medio dell'1,59% (in aumento di 10 punti base). Domanda in aumento rispetto a quella dell'asta del 30 gennaio con rapporto di copertura di 1,46 dall'1,33 precedente. Infine, allocato il CCTEU con scadenza gennaio 2025 per 1,25 miliardi (la domanda è stata di 2,026 miliardi) con un rapporto di copertura di 1,62. Il rendimento di assegnazione del CCTEU è stato di 1,83% , dall'1,65% di un mese fa.



INFLAZIONE



- ▶ Si conferma un quadro di incertezza per il 2019.
- ▶ Rallenta in particolare la crescita dei prezzi dei beni rispetto ai servizi.
- ▶ Frenano soprattutto i prezzi dei carburanti.

Il 2019 si apre con un'inflazione in rallentamento e che accentua i segnali di debolezza dell'ultima parte del 2018, scendendo sotto il punto percentuale. In particolare dopo sei mesi nei quali era stata più elevata di quella dei servizi, a gennaio 2019, a causa principalmente della frenata dei prezzi dei carburanti, la crescita dei prezzi dei beni si porta al di sotto di quella dei servizi e del paniere nel suo complesso, così come arretra quella dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto.

Ancora in calo l'inflazione nell'Area euro

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer prices*) di gennaio registra una variazione tendenziale del +1,4%, in calo rispetto al +1,5% di dicembre. A gennaio 2018 la variazione era pari a +1,3%. Nell'UE-28 l'inflazione tendenziale è +1,5%, in calo rispetto al 1,6% del mese precedente. A gennaio 2018 la variazione era pari a +1,6%.

Le variazioni positive più alte si sono registrate in Romania (+3,2%), Lituania (+2,9%), Estonia e Ungheria (entrambe +2,8%), mentre le più basse in Grecia (+0,5%), Croazia e Portogallo (entrambe 0,6%).

I saldi invernali influenzano l'IPCA

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) diminuisce dell'1,7% su base mensile, per effetto dei saldi invernali dell'abbigliamento e calzature, di cui l'indice NIC non tiene conto, e aumenta dello 0,9% su base annua (in rallentamento da +1,2% del mese precedente). L'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra un aumento dello 0,1% su base mensile e dello 0,7% rispetto a gennaio 2018.

Rimane ferma l'inflazione mensile

L'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, aumenta dello 0,1% rispetto al mese precedente e dello 0,9% su base annua (da +1,1% registrato nel mese precedente). Il rallentamento dell'inflazione a gennaio è imputabile prevalentemente alla decelerazione dei prezzi dei beni energetici sia nella componente regolamentata (da +10,7% di dicembre a +7,9%) sia in quella non regolamentata (da +2,6% a +0,3%); tale dinamica è stata in parte mitigata dall'accelerazione dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (che passano da +0,6% a +2,2%) e in misura minore dei beni alimentari non lavorati (da +1,3% a +1,7%).

L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, decelera da +0,6% registrato nel mese precedente a +0,5%, mentre quella al netto dei soli beni energetici rimane stabile a +0,6%.

In calo i trasporti

Il lieve aumento su base congiunturale dell'indice generale (+0,1%) è dovuto principalmente alla crescita dei prezzi dei beni energetici regolamentati (+1,6%) e dei beni alimentari sia lavorati (+0,8%) sia non lavorati (+1,2%), quasi del tutto bilanciata dal calo dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (-1,2%) e dei servizi relativi ai trasporti (-1,5%), quest'ultimo per lo più dovuto a fattori di carattere stagionale. Rispetto a gennaio 2018 l'inflazione rallenta in modo marcato per i beni (da +1,2% a +0,7%), mentre i servizi rimangono stabili a +1,1%; rispetto al mese di dicembre il differenziale inflazionistico tra servizi e beni diventa positivo e pari a +0,4 punti percentuali (era -0,1 punti percentuali nel mese precedente). L'inflazione acquisita per il 2019 è +0,1% per l'indice generale e -0,3% per la componente di fondo. Rallenta la crescita dei prezzi dei prodotti di largo consumo: per i beni alimentari, per la cura della casa e della persona passa da +0,7% a +0,6%, per i prodotti ad alta frequenza d'acquisto da +1,2% a +0,8% (portandosi anch'essa al di sotto dell'inflazione generale).

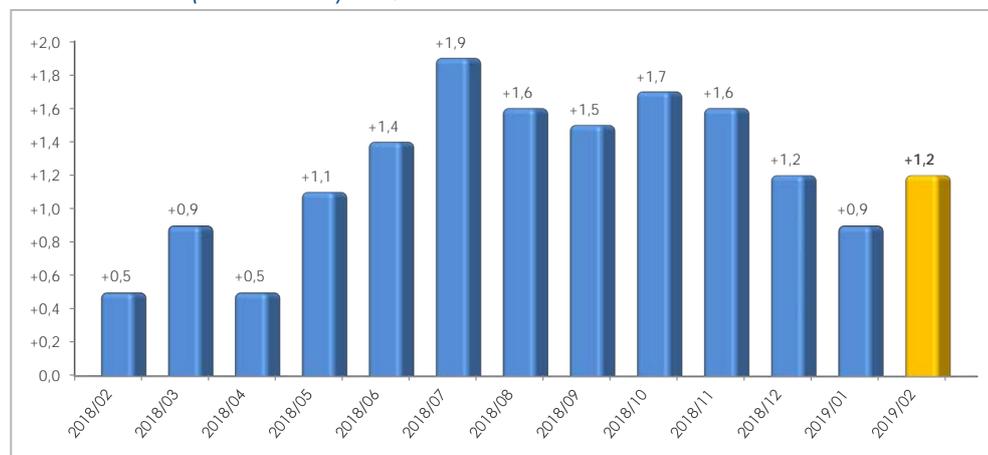
A febbraio la frenata dei prezzi potrebbe arrestarsi

Nel mese di febbraio 2019, secondo le stime preliminari dell'EUROSTAT, la variazione annuale dell'inflazione nell'Area euro sarà pari a +1,5%, in aumento rispetto al +1,4% di gennaio.

In Italia, secondo le stime preliminari, nel mese di gennaio 2019 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra un aumento dello 0,2% su base mensile e dello 1,1% su base annua (da +0,9% registrato nel mese precedente).

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra una diminuzione dello 0,2% su base mensile (a causa principalmente delle ulteriori riduzioni di prezzo registrate per i saldi invernali di abbigliamento e calzature, di cui l'indice NIC non tiene conto) e aumenta dell'1,2% su base annua, in accelerazione da +0,9% del mese precedente.

Inflazione Italia (indice IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.