

# Italia penalizzata da tassi sovrani troppo alti, si addensano nubi sullo scenario internazionale



**Commercio bloccato...** L'elevata incertezza geoeconomica, cresciuta di nuovo a maggio a livello internazionale, frena gli scambi mondiali: dopo il calo in aprile (-0,7%), le indicazioni sono negative per i mesi successivi, visti gli ordini esteri nel PMI globale (*Purchasing Managers' Index*) sotto la soglia di 50.

... e l'Italia non decolla. Le condizioni dell'economia italiana sono rimaste deboli nel 2° trimestre. Andamento negativo per la produzione industriale, attesa in calo di 0,7%, nonostante un modesto recupero in maggio-giugno (stime CSC). Le imprese vedono la domanda in affievolimento, sia quella interna, sia quella estera. Il PMI continua il recupero nella manifattura, ma resta in zona contrazione (49,7 a maggio); viceversa, nei servizi è scivolato in area stagnazione (50,0).

**Export poco positivo...** Le vendite italiane di beni sono cresciute in aprile (+0,2%) e quelle extra-UE in maggio (+0,8% in valore), anche grazie all'euro debole fino a tale mese. Robusta la dinamica verso USA, Svizzera, Giappone e, un po' meno, Cina. Invece, rallentano le vendite nella UE, specie per la debolezza dell'*hub* produttivo tedesco, cui l'Italia è legata. In prospettiva, pesa l'incertezza su un'*escalation* dei dazi USA, specie nel settore auto, e gli ordini esteri manifatturieri si riducono, sebbene a ritmo minore.



... investimenti in flessione... I dati disponibili preannunciano una dinamica debole degli investimenti nel 2° trimestre, dopo il positivo inizio anno grazie a quelli in costruzioni. Tra le imprese la fiducia è diminuita in giugno, anche nel manifatturiero, dopo il mini-recupero di maggio. In peggioramento marcato gli ordini industriali, in particolare quelli interni per i produttori di beni strumentali. La produzione nelle costruzioni, in calo anche in aprile, ha già acquisito un -2,2% nel trimestre.

... i consumi non accelerano. Gli indicatori per il 2° trimestre segnalano consumi privati ancora fiacchi. La fiducia delle famiglie ha ripreso a scendere a giugno, per le valutazioni sull'economia e per quelle sul bilancio familiare: ciò indica il persistere di una gestione prudente, con ulteriore crescita del risparmio. Gli ordini interni dei produttori di beni di consumo sono diminuiti nel trimestre. L'ICC mostra un -0,3% a maggio, specie negli acquisti di servizi. Un piccolo sostegno viene dall'occupazione (+0,3% a maggio).



**Tassi sovrani alti solo in Italia.** A giugno il tasso sul BTP decennale italiano è calato, in media, di due decimi, al 2,29%. Ma negli altri paesi dell'Eurozona i rendimenti stanno scendendo molto di più e sono ai minimi storici, non lontano da zero: in Irlanda, per la prima volta, è in territorio negativo (-0,08%), privilegio finora solo della Germania (-0,27%); in Spagna è a 0,51%, in Portogallo a 0,60%. Tale deviazione dell'Italia dal trend dei tassi riflette le carenze nella programmazione di una politica economica credibile, in grado di dare fiducia a investitori, lavoratori e imprese. La competitività delle aziende italiane ne soffre. A causa della stretta nell'offerta di credito da metà 2018, infatti, prosegue il calo dei prestiti (-0,6% annuo in aprile), anche se il costo è ancorato ai minimi (1,5%).



**Eurozona: preoccupa la fiducia...** Nell'area il calo della produzione (-0,5% in aprile) e i dati qualitativi negativi (PMI manifatturiero a 47,7 a maggio) confermano nel 2° trimestre la debolezza dell'industria, che dovrebbe protrarsi ai mesi estivi. La fiducia delle imprese, infatti, continua a peggiorare a giugno, quella delle famiglie arranca. Fanno da contrappeso il buon andamento delle vendite al dettaglio, la vivacità delle costruzioni, la resilienza dei servizi alle imprese, l'occupazione salita al massimo storico.

... anche l'industria UK scivola... A luglio il Regno Unito dovrebbe scegliere il nuovo Primo Ministro e cominciare a dissipare l'incertezza sulla Brexit. Intanto, i PMI di maggio segnalano che manifatturiero e costruzioni sono entrati in fase di contrazione e i servizi, in recupero, restano vicini alla stagnazione.

... i mercati non aiutano. L'euro ha preso ad apprezzarsi da metà giugno (1,14 dollari a fine mese, da 1,11) e ciò rischia di penalizzare l'export europeo. In parallelo, il petrolio mostra un rincaro (67 dollari al barile, da 61), pur calando in media rispetto a maggio; le Borse hanno recuperato dopo i ribassi di maggio, +7% negli USA e in Italia, dove però i valori restano ridotti, tenendo alto il costo del capitale.

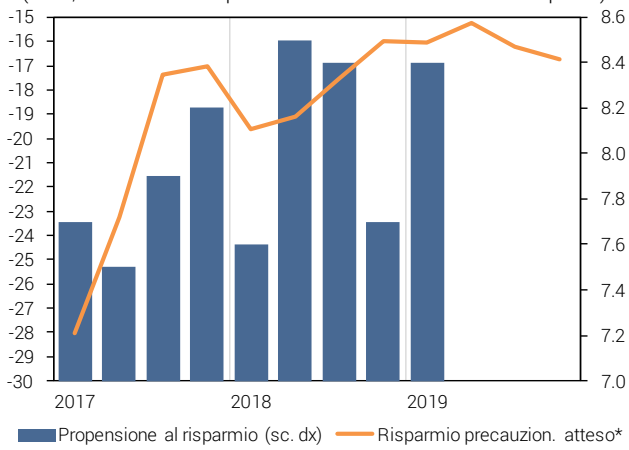


**USA in frenata...** Indizi di rallentamento USA, per la forte incertezza: fiducia dei consumatori in ribasso, PMI manifatturiero appena sopra la soglia neutrale (50,1). La produzione industriale è rimbalzata a maggio ma dopo vari mesi negativi, gli ordini di beni durevoli calano, le vendite di nuove case segnano un -8%. Tuttavia, il mercato del lavoro resta solido e l'inflazione è solo poco sotto l'obiettivo (+1,8%).

... la Cina tiene. La Cina continua la lunga fase di crescita, provando ad archiviare i timori di frenata: per il 39esimo mese gli indici PMI fanno registrare espansione dell'attività. A trainare sono i servizi, ma anche la manifattura resta in zona positiva. Tra i paesi emergenti sveltano l'India, dove il PMI manifatturiero segnala ulteriore accelerazione (52,7 a maggio), e la Turchia che si va stabilizzando.

## Consumi frenati: le famiglie si aspettano di tenere alto il risparmio

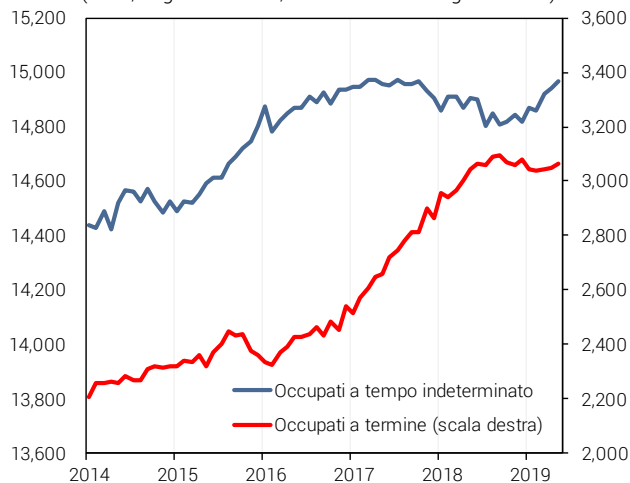
(Italia, % del reddito disponibile e differenza di saldi delle risposte)



\* Differenza tra giudizi e attese su situazione economica della famiglia. I saldi sono spostati avanti di due trimestri.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

## Lavoro: durerà la ricomposizione verso quello permanente?

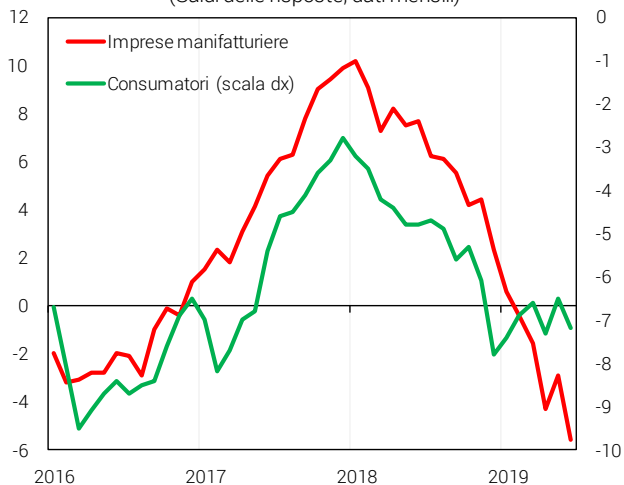
(Italia, migliaia di unità, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

## Eurozona: imprese e consumatori più pessimisti

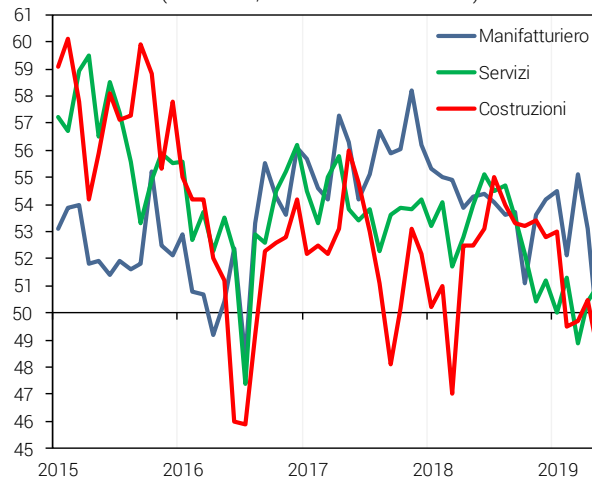
(Saldi delle risposte, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

## Regno Unito: segnali di rallentamento, specie nell'industria

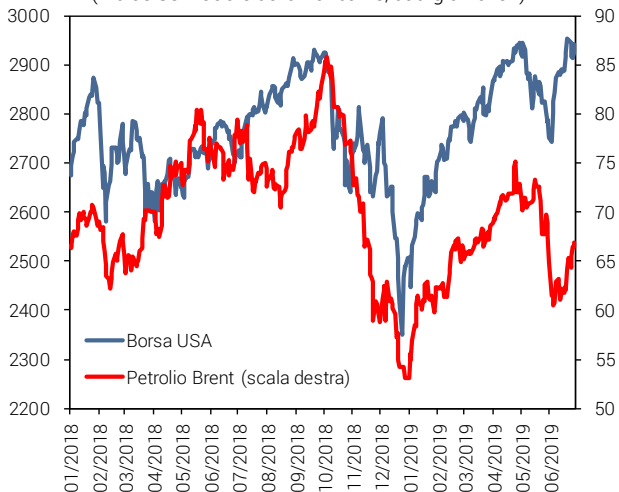
(Indici PMI; 50=nessuna variazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati IHS-Markit.

## Un ottimo mese per la Borsa USA e il Brent rincara poco

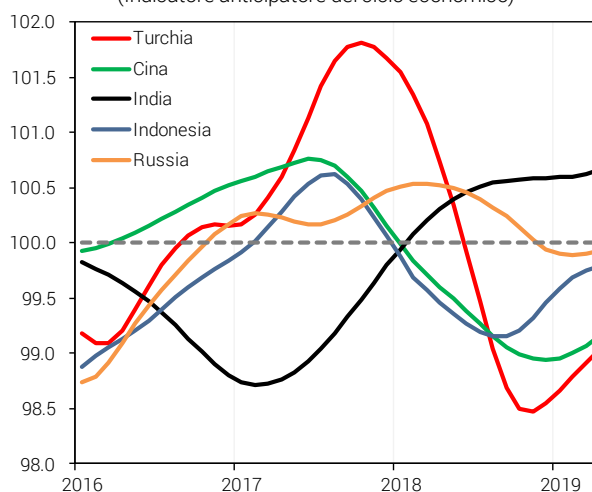
(Indice S&P-500 e dollari al barile, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

## Emergenti in miglioramento, dall'India i segnali più positivi

(Indicatore anticipatore del ciclo economico)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

## La BCE cambia rotta? FED verso un taglio dei tassi.

**Normalizzazione almeno rinviata.** Il mese di giugno 2019 ha portato due novità importanti nella politica monetaria dell'Eurozona, dopo che da inizio 2018 la BCE - molto più timidamente della FED - aveva intrapreso la strada della normalizzazione rispetto alle misure ultra-espansive post-crisi.

La prima novità (6 giugno) è la decisione della BCE di allungare di 6 mesi il periodo di tasso ufficiale di interesse fermo a zero, fino a metà del 2020 (-0,40 sui depositi delle banche). Francoforte aveva già deciso a marzo 2019 un prolungamento di sei mesi. La direzione, nel comunicato ufficiale, resta che dopo tale periodo si potrebbe avere un primo rialzo.

La seconda novità (18 giugno), potenzialmente di portata più ampia, è in un discorso del Presidente BCE, Mario Draghi, che ha giudicato necessarie nuove misure di stimolo se l'outlook per l'economia

non migliorerà. In particolare, ha parlato di eventuali tagli dei tassi. Dunque, un possibile cambio di rotta. Peralto, il 2012 (con il *whatever it takes*) ha dimostrato che le parole del vertice BCE possono abbassare i tassi anche più delle misure effettive. E i rendimenti sovrani sono scesi negli ultimi giorni, pure in Italia.

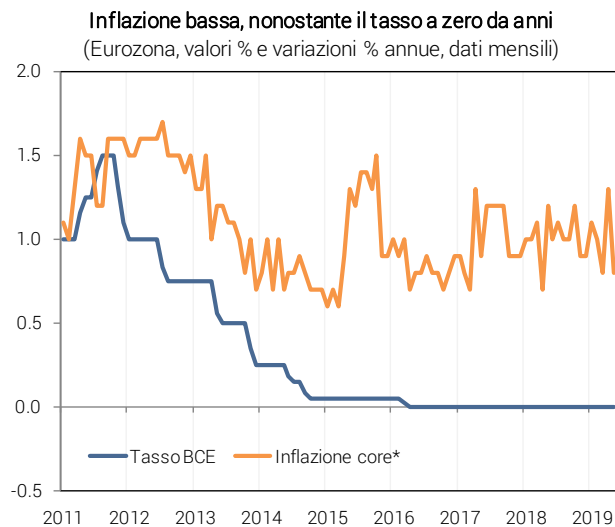
**Perché? L'inflazione è bassa...** La dinamica dei prezzi al consumo nell'Eurozona è scesa al +1,2% annuo a maggio, dopo che da fine 2018 si aggirava intorno al +1,5. La misura *core* (escluse energia e alimentari) è al +0,8. Dunque, gli ultimi dati dicono che siamo ancora più lontano dall'obiettivo di prezzi della BCE (+2,0%). Ma il dato di inflazione bassa è ormai un fenomeno strutturale, dopo anni di iper-stimolo monetario. Potrebbe essere spiegato, almeno in parte, da due fattori: innovazione tecnologica, globalizzazione di produzione e scambi. A giugno gli economisti di Francoforte hanno stimato che i prezzi chiudano il 2019 al +1,3% annuo e che nel 2020 arrivino appena al +1,4%, con una revisione al ribasso di 0,1.

**...e l'economia rischia di rallentare.** La BCE non ha un obiettivo ufficiale sulla crescita, ma l'espansione dell'attività economica ha l'effetto di saturare gradualmente i fattori produttivi disponibili (lavoro, capitale) creando pressioni al rialzo sul loro costo e, quindi, sui prezzi dei beni e servizi realizzati. Perciò, Francoforte è preoccupata anche dell'attesa frenata della crescita nell'Eurozona (ribassata di 0,2, al +1,4% nel 2020), che peggiora lo scenario per i prezzi al consumo.

**Novità BCE sui titoli?** La BCE ha in portafoglio un enorme stock di titoli pubblici e privati, emessi nell'Eurozona: 2.558 miliardi di euro acquisiti con il *Quantitative Easing* (QE) tra 2015 e 2018 (e altri 67 miliardi con programmi precedenti). Francoforte da dicembre 2018 ha stoppato gli acquisti "netti". Ma sta tenendo lo stock invariato, comprando titoli con le somme incassate da quelli in scadenza, per evitare di ridurre lo stimolo monetario all'economia. Sottolineando che tali acquisti "lordi" dureranno a lungo, almeno per tutto il 2020. La novità nel discorso di Draghi di giugno è che ci sarebbe ancora spazio per accrescere tale stock di titoli: sarebbe un QE-2, per tenere giù i tassi a lungo termine, che rafforzerebbe una svolta su quelli a breve.

**Sui prestiti alle banche (T-LTRO) mossa già decisa.** Le nuove operazioni T-LTRO-3, varate già a marzo e con inizio a settembre 2019, eviteranno scenari peggiori per il credito. Le banche infatti, da metà 2020, avrebbero potuto avere problemi di raccolta, dovendo iniziare a rimborsare le T-LTRO-2 (243 miliardi per gli istituti italiani). A giugno la BCE ha stabilito il tasso su tali prestiti: sarà dello 0,1 maggiore rispetto ai tassi ufficiali.

**In America svolta più veloce sui tassi.** Negli USA si prospetta a breve un taglio dei tassi FED, dopo i graduali rialzi tra 2015 e 2018. La riunione del 19 giugno ha portato tale novità: il comunicato fa capire chiaramente che all'orizzonte ora c'è un possibile ribasso e uno dei 10 membri ha già votato per tale opzione; a maggio, invece, si presagiva un periodo di tassi fermi. I mercati ci credono e danno per certo il taglio, già a fine luglio: attribuiscono una probabilità del 56% a un -0,25 e del 44% a un -0,50 (stime CME). Il cambio di rotta è stato drastico: tre mesi fa, a marzo, si ragionava ancora su se e quando la FED avrebbe deciso gli ultimi rialzi; un taglio nel 2019 cominciava ad essere considerato dai mercati, ma era ritenuto poco probabile.



\*Al netto di energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, Eurostat.