

Si assottiglia la crescita in Italia e nell'Eurozona, resta forte la dinamica USA. Elevati i rischi.



Crescita fragile degli scambi mondiali... I dati di commercio mondiale segnalano debole crescita in agosto (+0,2%), ma il PMI globale ordini esteri è sceso sotto la soglia di espansione in settembre e ottobre. Le tensioni commerciali internazionali restano un freno agli scambi e tengono alta l'incertezza.

... e **Italia debole nel 4° trimestre.** Dopo la stagnazione del PIL nel 3° trimestre, è attesa crescita debole nel 4°. Gli indicatori non mostrano un'inversione di tendenza. La produzione industriale recupera appena (+0,1% in ottobre, stima CSC; -0,1% nel 3° trimestre); la fiducia delle imprese peggiora, specie nel manifatturiero, con il calo degli ordini interni; associato all'accumulo di scorte, ciò annuncia domanda debole; giudizi più negativi anche nel PMI. Tra le famiglie, invece, la fiducia è quasi stabile.

Piatto il canale estero... Nuovo calo dell'export italiano in settembre, che annulla il rimbalzo di agosto (-2,2% in volume, dopo +2,4%). Nel 3° trimestre, quindi, le vendite sono rimaste invariate, come nel 2°. Ciò risulta da un calo nei mercati extra-UE e un aumento nelle vendite intra-UE. Per fine anno, segnali negativi vengono dagli indicatori qualitativi, con gli ordini esteri del PMI manifatturiero sotto la soglia di 50 in ottobre, per la prima volta in quasi 6 anni. Deboli anche l'export tedesco e quello francese.



... **crece poco la domanda interna...** Prosegue, moderata, la crescita degli investimenti. Per il 4° trimestre, gli ordini interni di beni strumentali sono piatti e peggiorano le condizioni operative per le imprese, sebbene l'impatto delle tensioni internazionali, a giudizio delle imprese, sia stato limitato (indagine Banca d'Italia). La dinamica dei consumi appare fiacca nel 4° trimestre, come nei mesi estivi: le vendite al dettaglio sono calate a settembre; le immatricolazioni ristagnano, nonostante un rimbalzo in ottobre; gli ordini interni di beni di consumo sono fermi sui livelli estivi; peggiorano le aspettative sui bilanci familiari precludendo a prudenza nella spesa. Inoltre, l'occupazione nel 3° trimestre è rimasta piatta, di pari passo con il PIL. La disoccupazione è scesa al 10,0% (da 10,6%), ma per la contrazione della forza lavoro; ciò può riflettere la crescente sfiducia nelle prospettive di trovare un impiego.

... e **mercati finanziari in attesa.** A novembre il rendimento del BTP decennale si è attestato al 3,42% medio, poco sotto il 3,50% di ottobre. Lo spread sul Bund è a 301 punti. Le quotazioni di Borsa hanno recuperato l'1,8% dal minimo di ottobre (+1,4% i titoli bancari). Dopo il *downgrade* di Moody's, a fine ottobre S&P ha abbassato l'*outlook* a negativo, senza toccare il *rating*. Il trend negativo dei tassi è correlato al definirsi delle misure di politica economica del Governo: il persistere di un'ampia deviazione dalle regole UE su deficit strutturale e debito tiene alto il rischio di una procedura di infrazione.



L'Eurozona corre meno... L'espansione dell'area euro ha rallentato nei mesi estivi (0,2%). Hanno inciso fattori temporanei, come nuove normative anti-inquinamento che hanno frenato il settore auto, specie in Germania. Per il 4° trimestre si attende un rimbalzo della crescita, poco sotto i ritmi della prima metà del 2018. La domanda interna è ancora solida, ma il contesto esterno meno favorevole e più incerto.

... e **QE al capolinea.** Il prossimo mese dovrebbero terminare gli acquisti di titoli BCE, che per anni hanno frenato i tassi. Dal 2019, perciò, potrebbe crescere il costo del credito. In Italia un più difficile accesso ai prestiti per le imprese, a causa della salita del BTP, si è già visto nel 3° trimestre (indagine ISTAT) e il credito continua a crescere poco (+1,9% annuo). Il tasso, per ora, è ai minimi (1,5%).



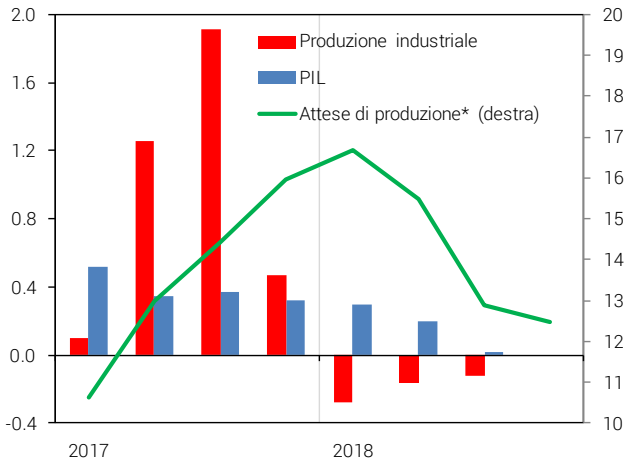
Crescita americana sostenuta... Negli USA, nel 3° trimestre si conferma l'attesa di forte espansione del PIL (+3,5% annualizzato). Le elezioni di *mid-term* hanno assegnato una delle due camere del Congresso ai Democratici, cambiando gli equilibri politici interni: l'attesa degli analisti è di un possibile ammorbidimento delle posizioni sulla politica commerciale e di un grande piano infrastrutturale entro fine legislatura. La FED è attesa alzare i tassi al 2,5% a dicembre (78% la probabilità secondo i mercati).

... **ma frena la Cina...** Le sanzioni USA contribuiscono a rallentare l'economia cinese, nonostante le politiche di stimolo domestiche. In Brasile la fiducia degli imprenditori risale dopo l'elezione del presidente Bolsonaro, ma restano dubbi sulla capacità di realizzare riforme *pro-business*. L'economia russa accelera, trainata da domanda interna ed export, l'occupazione sale a ritmi elevati. L'India nel 2018 chiuderà a un ritmo sopra l'atteso, per il futuro pesano i crescenti deficit pubblico e commerciale.

... e **petrolio in altalena.** Il prezzo del Brent è caduto a 70 dollari in novembre, dopo il rialzo a 81 in ottobre, nonostante le preoccupazioni per l'estrazione di greggio in Iran. Il rientro favorisce i paesi importatori come l'Italia, dove l'inflazione è salita all'1,6% in ottobre spinta proprio dall'energia (+10,1%).

La produzione industriale in calo frena il PIL

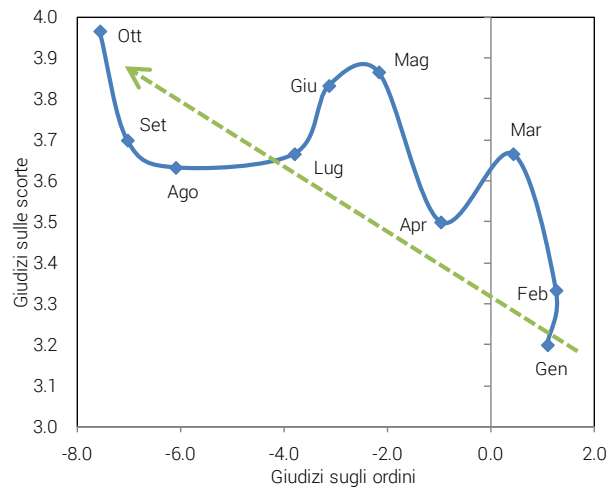
(Italia, var. % congiunturali, dati trimestrali, destagionalizzati)



* Attese a 3 mesi, spostate avanti di un trimestre.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Segnali di bassa domanda: calano gli ordini, aumentano le scorte

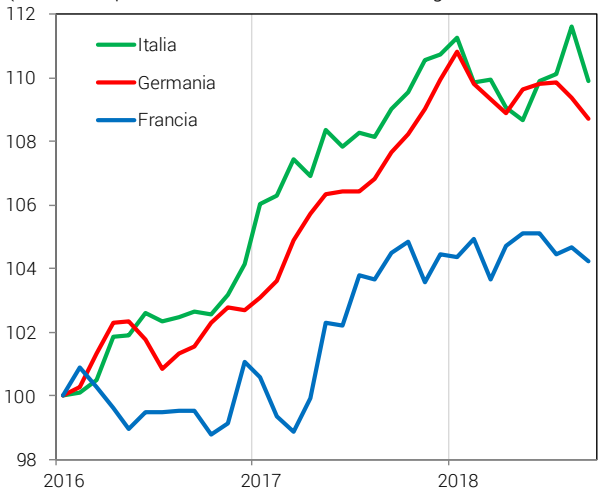
(Italia, 2018, manifatturiero, saldi delle risposte, destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Debole l'export dei principali paesi europei

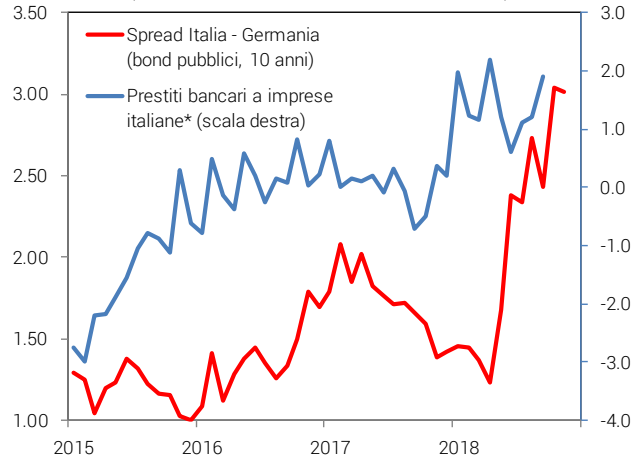
(Beni, dati a prezzi costanti, medie mobili, indici gennaio 2016=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Destatis e INSEE.

Lo spread sovrano mette a rischio il credito

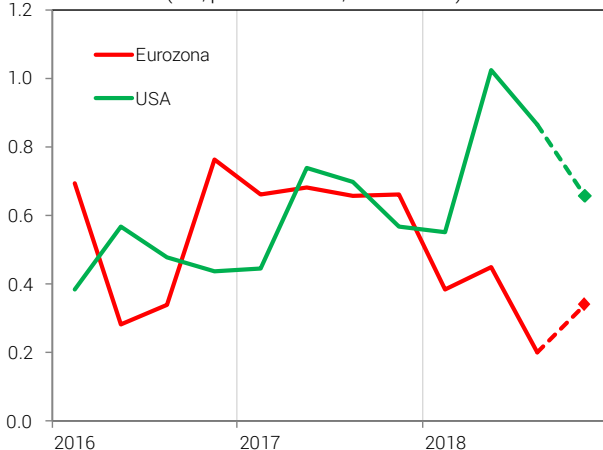
(Valori % e variazioni % annue, dati mensili)



* Var. corretta per l'effetto di cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, Banca d'Italia.

Gli USA continuano a crescere più dell'Eurozona

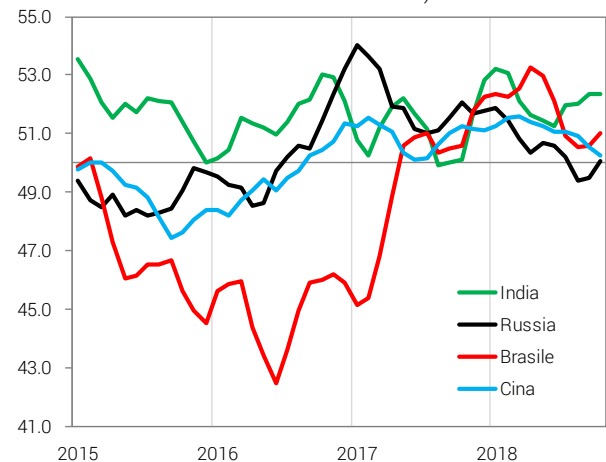
(PIL, prezzi costanti, variazioni %)



4° trimestre 2018: Eurozona, stime CSC; USA, stime FED.
Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

BRIC: la Russia torna in fase espansiva, perde colpi la Cina

(Indici PMI manifatturieri; medie mobili a tre termini, 50=nessuna variazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati IHS-Markit.

Manovra: quali misure per le imprese?

Imprese non finanziarie, banche e assicurazioni sono contributrici nette della manovra: per il 2019 il totale degli interventi previsti toglierà risorse alle aziende per oltre 6 miliardi di euro. Ciò penalizza la competitività e rischia di frenare la crescita, già in evidente rallentamento, rendendo ancor più complesso raggiungere l'ambizioso obiettivo di espansione del PIL nel 2019 indicato dal Governo.

I principali interventi sulle imprese sono: l'abolizione dell'Aiuto alla crescita economica (ACE) e dell'imposta sul reddito imprenditoriale (IRI), a favore del nuovo regime impositivo IRES, che prevede la riduzione dell'aliquota al 15 per cento per la quota di utili reinvestita in beni strumentali e in nuove assunzioni. Il combinato di questi interventi porterà a un aumento della tassazione sulle imprese per 2,2 miliardi nel 2019 e 1,7 miliardi nel

2020. Inoltre, la nuova misura ha obiettivi diversi rispetto a quelle abrogate. L'ACE, infatti, era diretta a sostenere la patrimonializzazione delle imprese e stava registrando buoni risultati. La mini-IRES suscita perplessità in quanto, oltre ad agevolare solo le imprese che hanno maggiori margini di profitto, presenta anche numerose criticità operative che rischiano di aumentare l'incertezza del già complesso sistema fiscale italiano.

Alcune delle misure per Industria 4.0 sono prorogate, ma con importanti limitazioni: le risorse destinate a queste misure sono inferiori rispetto al passato. Non sono oggetto di proroga il super ammortamento e il credito d'imposta formazione 4.0, mentre per l'iper-ammortamento vengono stanziati circa 1,1 miliardi per il biennio 2020-2021, laddove la manovra dell'anno scorso aveva previsto, per il 2019-2020, circa 2,6 miliardi per la proroga di iper e super-ammortamento. In particolare, cambia il valore delle aliquote per l'iper-ammortamento e si introduce una differenziazione dell'agevolazione inversamente proporzionale al volume degli investimenti effettuati. Si apportano consistenti modifiche in senso peggiorativo alla disciplina del credito d'imposta per ricerca e sviluppo, dimezzando l'aliquota (dal 50 per cento degli investimenti incrementali rispetto al triennio 2012-2014, al 25 per cento). Resta al 50 per cento per gli investimenti relativi a personale dipendente, a lavoratori autonomi contrattualizzati dall'impresa e a contratti con università ed enti di ricerca. Manca, inoltre, la stabilizzazione del credito d'imposta per gli investimenti nel Mezzogiorno che aveva registrato ottimi risultati, con quasi 6,5 miliardi di investimenti prenotati.

Positiva la proroga degli eco-bonus: saranno valide anche per il 2019 le detrazioni fiscali per le famiglie per gli interventi di efficientamento energetico, ristrutturazione edilizia e acquisto di mobili (cruciali per sostenere il settore dell'edilizia), oltre a quelle per interventi di "sistemazione a verde" e per la realizzazione di coperture e giardini pensili. Positiva è anche l'introduzione di un *voucher*, rivolto alle PMI, per l'assunzione di *temporary manager* per l'innovazione dei processi tecnologici e organizzativi. Inoltre, è da considerarsi favorevole l'ampliamento delle risorse destinate alla Nuova Sabatini (48 milioni di euro per il 2019 e 96 milioni di euro per ciascuno degli anni dal 2020 al 2023) e al Piano straordinario per la promozione del *Made in Italy* e l'attrazione degli investimenti (90 milioni di euro per il 2019 e 20 milioni di euro per il 2020).

Da valutare gli interventi sulle banche: una parte considerevole delle coperture previste nella manovra viene da misure sulle banche (3,5 miliardi). In particolare, la modifica dell'iscrizione delle perdite e delle svalutazioni crediti, l'applicazione dei nuovi principi contabili IFRS9 e il differimento della deducibilità delle quote di ammortamento del valore dell'avviamento e di altri beni immateriali. Se si considera anche la modifica agli account dell'imposta sulle assicurazioni, il Governo prevede maggiori entrate per circa 4,3 miliardi. Tali interventi, insieme ai tassi di rendimento sui titoli di Stato in aumento, che si trasformano in un aumento del costo della raccolta bancaria, e al rischio di ulteriori *downgrade* per l'Italia, potrebbero far crescere il costo e ridurre l'offerta di credito, con effetti negativi sulla crescita del PIL.

Meno risorse per le imprese nel DDL di bilancio 2019 (Miliardi di euro)

		2019
Imprese non finanziarie	Maggiori risorse	0.0
	Mini-IRES	0.0
	Proroga ecobonus	0.0
	Proroga iper ammortamento	0.0
	Minori risorse	-2.2
	Abolizione ACE	-0.2
Banche e assicurazioni	Abrogazione IRI	-2.0
	Risorse nette	-2.2
	Minori risorse	-4.3
	Applicazione nuovi principi contabili	-1.3
	Rideterminazione acconto imposta assicurazioni	-0.8
Differimento deduzione svalutazioni/perdite su crediti	-1.0	
Differimento deducibilità costi d'avviamento	-1.2	
Risorse nette per imprese, banche e assicurazioni		-6.5

Fonte: elaborazioni CSC su DDL bilancio 2019.