

## Scende l'inflazione, ma tassi alti e meno credito. Servizi e industria deboli anche nel 4° trimestre.



**Crescita ferma.** Il PIL italiano è rimasto fermo nel 3° trimestre e gli indicatori dicono che all'inizio del 4° l'attività nei servizi è in lieve calo, come nell'industria. Anche se l'inflazione in Italia è finalmente tornata sotto il 2,0%, i tassi sono ai massimi e bloccano il canale del credito, frenando consumi e investimenti, mentre l'export aiuta poco. Con le guerre in corso sale l'incertezza ma non il costo dell'energia (finora) che è però ben più alto del pre-crisi energetica: a novembre, gas e petrolio a 41€/mwh e 85 \$/barile.

**Inflazione in rientro.** L'inflazione italiana si è ridotta bruscamente a ottobre a +1,7% annuo (da +5,3% a settembre), grazie a un "effetto base" molto favorevole sui prezzi energetici, crollati al -19,7% annuo (+26,8% nello stesso mese del 2022 a causa del picco del gas). I prezzi core di beni e servizi continuano a frenare ma solo lentamente (+3,7%), come quelli alimentari (+6,3%), grazie alla parziale moderazione delle commodity. Sono valori non ancora pienamente in linea con la soglia del +2,0%.



**Tassi fermi?** A inizio novembre la FED ha tenuto, per la seconda volta, fermo il tasso USA (a 5,50%), come pure la BCE a fine ottobre (4,50%). Lo scenario base è che i tassi sono giunti ai massimi, come indicano i *future*, che scontano i primi tagli nel 2024. Tuttavia, Powell ha sottolineato il rischio di nuovi rialzi, se la crescita USA non frena e l'inflazione resta alta (+3,2%); e Lagarde ha ribadito che altri rialzi potrebbero esserci anche nell'Eurozona, in caso di nuovi "shock" che modifichino lo scenario.

**Credito troppo caro.** Peggiora la situazione del credito per le imprese italiane: il costo è salito al 5,35% a settembre, la caduta dei prestiti è arrivata al -6,7% annuo. Nel 3° trimestre, infatti, la domanda ha continuato a ridursi per i tassi troppo alti e i criteri di offerta sono divenuti più rigidi: sempre più imprese restano senza credito. Buone notizie vengono dai prestiti in sofferenza, stabili a 19,3 miliardi.



**Servizi in flessione.** In agosto si è attenuata l'espansione del turismo: +9,5% sul 2022 la spesa degli stranieri in Italia, ma -1,7% dal picco di luglio. A settembre l'RTT index (CSC-TeamSystem) segnala flessione moderata dei servizi per il 3° mese di seguito, e in ottobre il PMI è caduto in misura marcata (47,7, da 49,9) indicando una contrazione, mentre la fiducia delle imprese continua a calare.

**Industria ancora debole.** A settembre la produzione è rimasta ferma. Il 3° trimestre registra una variazione appena positiva (+0,2%) ma dopo quattro trimestri negativi: da inizio anno è scesa di -1,8%. Nell'ultimo mese, in flessione i beni di consumo (-2,2%), mentre cresce la produzione di beni strumentali (+1,5%) e intermedi (+0,8%). RTT misura un fatturato in flessione e in ottobre il PMI si è ulteriormente ridotto (44,9 da 46,8), la fiducia delle imprese ha proseguito la caduta (96,0 da 96,4).



**Investimenti giù.** I dati qualitativi segnalano una dinamica degli investimenti in peggioramento, dopo il calo nel 2° trimestre: l'indagine Banca d'Italia nel 3° suggerisce una significativa frenata della spesa in beni di capitale (saldo a 11,6, da 20,4 nel 2°); tra i fattori di ostacolo più sentiti dalle imprese rimane la domanda debole; e in ottobre si registra un nuovo calo della fiducia delle imprese di beni strumentali.

**Consumi quasi fermi.** La fiducia delle famiglie in ottobre ha registrato un calo marcato (101,6 da 104,5) e i consumi già deboli nel 2° trimestre, specie quelli di beni, sembrano aver frenato ulteriormente: le vendite al dettaglio sono scese nel 3° (-1,3% in volume). L'occupazione è cresciuta anche a settembre (+42mila unità, interamente a tempo indeterminato), dopo agosto (+0,4% nel 3° trimestre); tuttavia, già nel 2° si registrava una flessione delle ore lavorate, attesa accentuarsi nei mesi successivi.

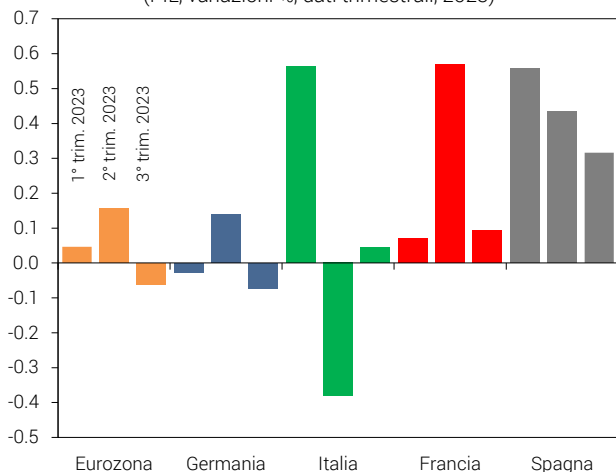
**Meglio l'export.** Nel 3° trimestre è tornata positiva la dinamica dell'export italiano di beni (+0,8% a prezzi costanti) ed è andata meglio del commercio mondiale. Le prospettive per il 4° trimestre però sono negative, secondo gli ordini manifatturieri esteri in ottobre, a causa di accresciute tensioni geopolitiche e debole domanda estera. Fiacche le attese anche sul commercio mondiale: il PMI globale sugli ordini è in area di restrizione in ottobre (47,5) ed è scarsa l'attività nei porti europei.



**Eurozona vicina allo zero.** Nei mesi estivi l'Area ha registrato un calo (-0,1%), dopo il modesto aumento nel 2° (+0,2%). Continua a crescere la Spagna (+0,3%) e, meno, la Francia (+0,1%), mentre flette la Germania (-0,1%). Negative le attese sul 4° trimestre: a ottobre, il sentiment economico è sceso a 93,3 da 93,4, zavorrato dall'industria, e il PMI peggiora molto (46,5 da 47,2), in zona contrazione da 5 mesi.

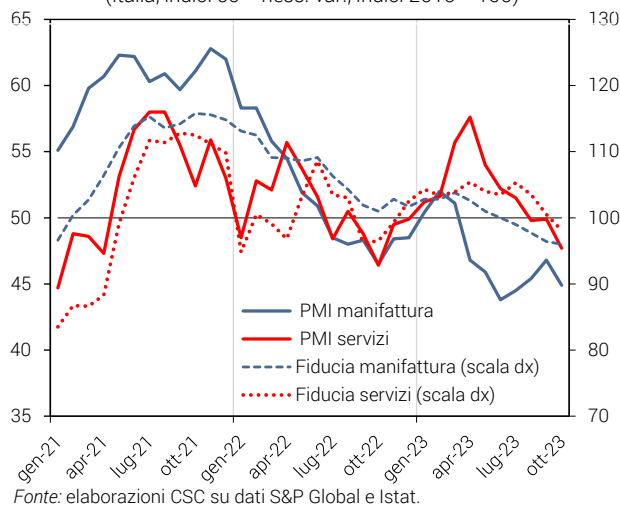
**La Cina reagisce alla frenata.** La Cina ha stanziato 137 miliardi di dollari di stimolo all'economia, dando un segnale di forte reazione alle spinte recessive nel settore delle costruzioni; in contrazione la manifattura a causa del calo delle vendite estere. Il raffreddamento della domanda globale rallenta anche la corsa della manifattura indiana e tiene in recessione per il 2° mese quella brasiliana. In Russia l'industria continua a crescere trainata dalla domanda domestica.

### Italia ferma nei mesi estivi, mentre è in calo l'Eurozona (PIL, variazioni %, dati trimestrali, 2023)



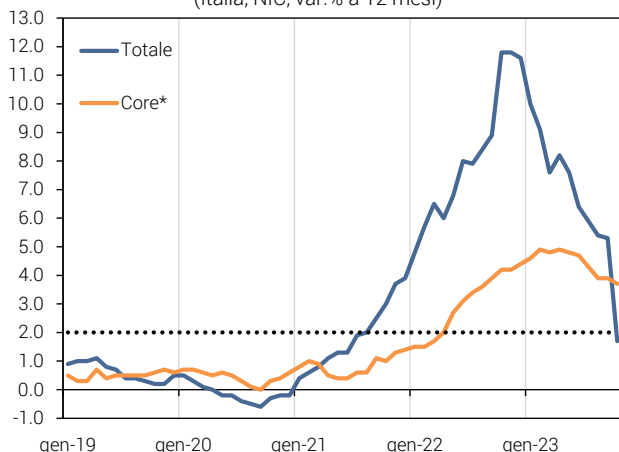
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

### Fiducia in discesa, in calo sia la manifattura che i servizi (Italia, indici 50 = ness. var., indici 2010 = 100)



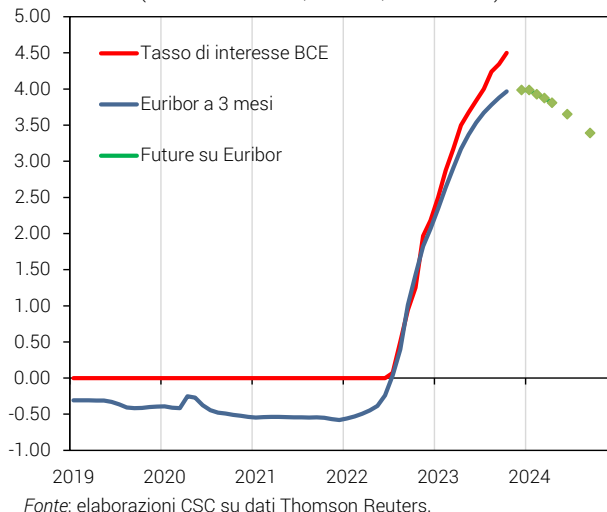
Fonte: elaborazioni CSC su dati S&P Global e Istat.

### Inflazione: brusco calo in ottobre, ma resta alta la dinamica core (Italia, NIC, var.% a 12 mesi)



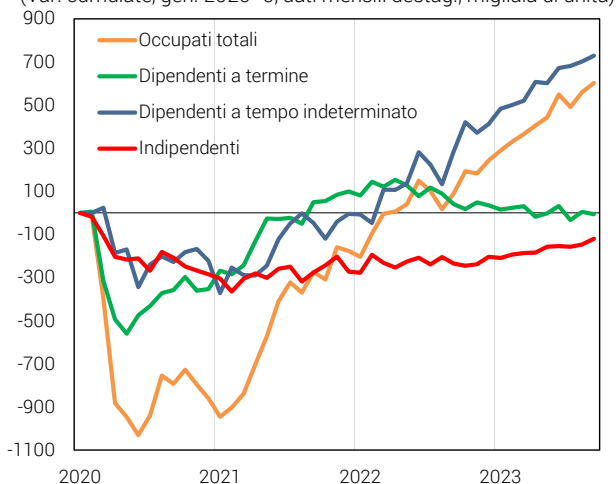
\* Indice al netto di energia e alimentari.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat.

### Tassi BCE: secondo i mercati a settembre c'è stato l'ultimo rialzo (Tassi di interesse, valori %, dati mensili)



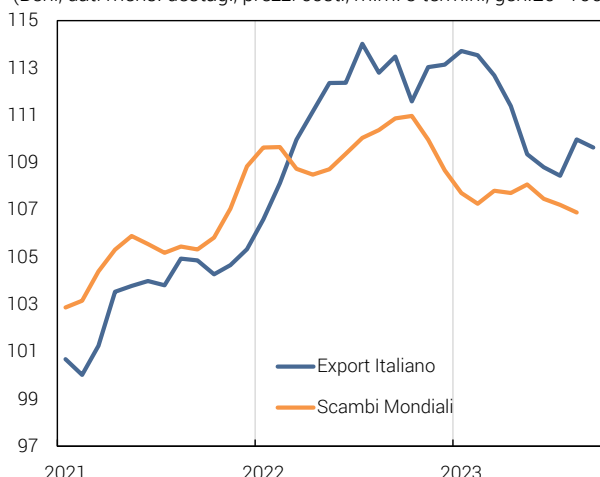
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

### Italia: occupazione ancora su, trainata dal tempo indeterminato (Var. cumulate, gen. 2020=0, dati mensili destag., migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat, Rilevazione sulle Forze Lavoro.

### L'export italiano fa meglio del commercio mondiale in calo (Beni, dati mens. destag., prezzi cost., m.m. 3 termini, gen.20=100)



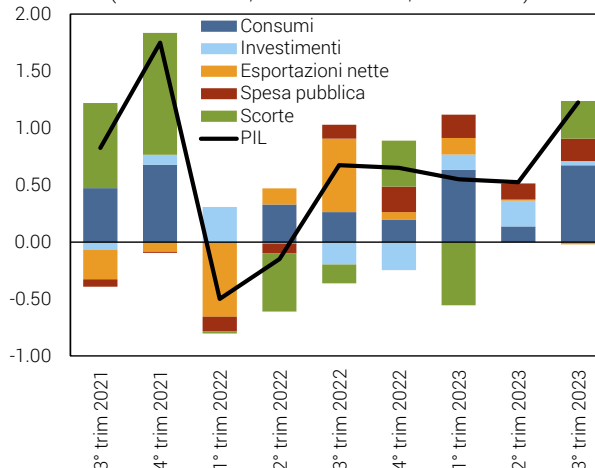
Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB e Istat.

## USA: sorprende in positivo la crescita nel 2023. E poi?

**Continua a sorprendere la crescita USA.** Il PIL USA nel 3° trimestre 2023 è cresciuto per il quinto trimestre consecutivo (+1,2%, dopo il +0,5% nel 2°), al di sopra delle attese e in forte accelerazione rispetto alla media dei quattro trimestri precedenti (+0,6%).

**Consumi, ma non solo.** Rispetto al 3° trimestre 2022, la crescita americana è stata del +2,9%. Trainata in particolare dai consumi, che hanno contribuito per l'1,6% a tale variazione tendenziale (+0,6% i consumi di beni, +1,0% quelli di servizi) e per lo 0,7% a quella del 3° trimestre 2023. D'altra parte, gli investimenti sembrano aver invertito il trend negativo osservato nella seconda metà del 2022 (+0,3% il contributo alla variazione tendenziale del PIL), dovuto esclusivamente al contributo negativo di quelli in costruzioni (-1,4% nell'ultimo anno, a fronte di +2,0% degli altri investimenti); che sono tornati a crescere nel 3° trimestre, per la prima volta da marzo 2021. Le esportazioni nette (+0,2% il contributo alla variazione tendenziale del PIL, nullo quello al 3° trimestre), le scorte (+0,2% e +0,3%) e la spesa pubblica (+0,8% e +0,2%) hanno a loro volta contribuito positivamente.

Il PIL negli USA corre grazie al contributo di varie componenti  
(Dati trimestrali, var. % trimestrali, contributi %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Census Bureau.

**Perché sono andati così bene i consumi?** La performance americana, quindi, è dovuta soprattutto ad una tenuta inattesa delle decisioni di consumo delle famiglie. Le quali hanno goduto di una crescita dei salari orari (+0,33% la media delle variazioni mensili tra luglio e settembre, +0,37% nel 2° trimestre) maggiore dell'inflazione *core* (+0,25% e +0,33%) e di un consolidamento del mercato del lavoro nel 2023: il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al di sotto del 4,0% (3,7% nel 3° trimestre, da 3,6% nel 2°), i posti di lavoro creati tra gennaio e ottobre 2023 nei settori non agricoli sono stati complessivamente 2,4 milioni (erano stati 4,8 nel 2022, di cui 4,3 nei primi 10 mesi), in accelerazione nel 3° trimestre (+799mila) rispetto al 2° (+603mila). Inoltre, le famiglie hanno sostenuto gli acquisti erodendo le riserve di liquidità accumulate nel periodo della pandemia: la propensione al risparmio è diminuita più che in altri paesi.

**E gli investimenti?** Le imprese USA hanno potuto usufruire delle agevolazioni fiscali introdotte con l'*Inflation Reduction Act* (IRA), un imponente piano da 386 miliardi di dollari (se si esclude la parte sanitaria) e non sembrano avere ancora sofferto pienamente gli effetti dei tassi elevati di politica monetaria, ad eccezione di quelle operanti nel settore delle costruzioni.

**Prospettive industriali deboli.** L'analisi congiunturale rivela qualche elemento di debolezza nel 4° trimestre del 2023. Nel 3°, la produzione industriale ha avuto una buona dinamica, grazie soprattutto all'incremento a luglio (+1,0%), con una variazione trimestrale di +0,6%, che segue il +0,2% nel 2° trimestre. La variazione acquisita per il 2023 è di +0,5%. Tuttavia, gli indicatori, che erano tornati vicini alla soglia di espansione nel corso del 3° trimestre, ad ottobre hanno fatto un passo indietro: il PMI manifattura si è fermato proprio a 50 punti (da 49,8), ma l'ISM e l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago sono crollati (a 46,7 da 49,0 e a 44,0 da 48,7) e gli indici di attività manifatturiera locale della FED sono attestati su valori recessivi.

**Rischio ulteriore rialzo dei tassi.** C'è tutt'ora la possibilità che, contando proprio sulla resilienza dell'economia USA, la FED decida di proseguire nel rialzo dei tassi di interesse, per assestare un altro colpo all'inflazione, ancora sopra il +3,0% (con la *core* al +4,0%). A quel punto, il rischio è che la BCE decida di seguire la strada di "ulteriori rialzi", per evitare ripercussioni sul cambio dollaro/euro che alimenterebbero l'inflazione importata. Sarebbe un altro colpo per l'economia italiana e europea, già fiaccate.

**Previsioni di frenata.** Rispetto al 4° trimestre 2019, livello pre-pandemia, la crescita cumulata degli USA fino al 3° trimestre 2023 è stata di +9,6%, molto superiore a quella nell'Eurozona (+3,0%). I principali previsori prospettano il proseguire dell'espansione nel prossimo anno, ma con un chiaro rallentamento, già da fine 2023: la FED a settembre ha previsto una dinamica del PIL al +2,1% nel 2023 e al +1,5% nel 2024, scenario confermato dall'FMI in ottobre (con i dati aggiornati, la crescita annua già acquisita per il 2023 è di +2,4%).