

Inizio 2024 con tassi alti più a lungo e petrolio più caro, ma maggior fiducia e servizi in espansione.



Luci e ombre. Il PIL italiano, cresciuto a fine 2023 (+0,2%) grazie a servizi e costruzioni, nel 1° trimestre 2024 è sostenuto da fiducia in aumento e inflazione poco sopra i minimi. L'industria sembra vicina ad archiviare la fase di flessione, ma i tassi rimarranno alti più a lungo dell'atteso. Resta il freno ai flussi commerciali dovuto alla riduzione dei transiti nel canale di Suez: le acque sono quiete per il prezzo del gas, pur alto (a febbraio 28 €/mwh), mentre il petrolio sta risalendo (82 \$/barile).



Inflazione: ampio il divario Italia-Eurozona. L'inflazione italiana è risalita di poco a gennaio (+0,8% annuo, da +0,6%), per un "effetto base" avverso sui prezzi energetici. È cresciuta anche in Spagna (+3,5% da 3,3%), diminuita in Germania (+3,1% da 3,8%) e Francia (+3,4% da 4,1%): nella media Eurozona è scesa appena a +2,8% da 2,9% a dicembre. Il divario Italia-Eurozona è ampio, spiegato da: prezzi energetici che calano di più in Italia (-21,2%) dove erano saliti di più, rispetto all'Europa (-6,3%); prezzi core di beni e servizi, che in Italia hanno già frenato al +2,5%, mentre nell'Area restano al +3,3%.

Si allungano i tempi per il taglio dei tassi. Le attese dei mercati sui tassi di interesse restano al ribasso, ma segnalano che la lenta decelerazione dei prezzi potrebbe indurre un ritardo: i *future* avevano previsto i tassi FED e BCE fermi a gennaio (5,50% e 4,50%), ma ora il primo taglio è atteso per maggio, non più per marzo-aprile. I tassi sovrani ne hanno risentito poco: il BTP italiano a febbraio è salito a 3,87% (da 3,65%), il Bund a 2,27% (da 2,19), lo spread è a 161 punti (da 146).



Lavoro: indicatori in miglioramento. A dicembre 2023 il tasso di occupazione è salito al 61,9% (dal 59% di fine 2019), quello di attività al 66,8% (dal 65,5%), mentre la disoccupazione è scesa al 7,2% (dal 9,7%). L'espansione dell'occupazione ha perso slancio a novembre-dicembre, ed è ora legata a doppio filo all'andamento dell'attività economica. Il recupero del potere di acquisto dei salari, iniziato dalla primavera 2023, è atteso in rafforzamento nel 2024 e, solo in parte, sosterrà i consumi delle famiglie.

Consumi: finora segnali misti. Le vendite al dettaglio sono scese a dicembre (-0,5%, ma +0,1% sui 3 mesi), ma a gennaio è risalita la fiducia delle famiglie e delle imprese del commercio. Si va esaurendo il finanziamento dei consumi con il risparmio, che anzi verrà ricostituito grazie all'aumento del reddito reale. Negativi i giudizi sull'opportunità di acquisto di beni durevoli, a causa dei tassi alti.



I servizi trainano. A dicembre RTT (CSC-TeamSystem) ha indicato un netto recupero dell'attività nei servizi (+2,7%) e a gennaio l'HCOB PMI conferma che il settore è tornato a crescere (51,2 da 49,8). Anche la fiducia continua a salire a inizio anno, specie nei trasporti e nei servizi alle imprese.

Industria: fine del calo? La produzione a dicembre ha recuperato in parte (+1,1%, dopo -1,3% a novembre). Nel 4° trimestre è in calo di -0,5% e l'ampio decumulo di scorte in atto spiega l'aumento (altalenante) di fatturato segnalato da RTT. A gennaio, l'HCOB PMI è salito ancora (48,5 da 45,3) segnalando che il calo si attenua, in linea con il recupero della fiducia delle imprese (che resta bassa) e le attese di una produzione in via di stabilizzazione indicate dalle imprese nell'indagine rapida CSC.



Export in ripresa tra nuovi rischi. In risalita l'export di beni a dicembre: +1,3% a prezzi costanti (+1,8% nel 4°, -1,8% nel 2023) sia extra-UE che UE. Migliorano le prospettive a inizio 2024 secondo gli ordini esteri, in un contesto ancora debole. Resta la tensione nel Mar Rosso, che ha provocato un allungamento delle tratte (-66% annuo i volumi per lo stretto di Bab el-Mandeb a febbraio, +73% sotto il Capo di Buona Speranza) e un balzo dei noli (+170% quelli mondiali a metà febbraio su fine novembre, fonte Drewry), che impatterà sui prezzi all'import (+5% per un +100% prolungato, stime Ocse).

Stagnazione nell'Area euro. Nel 4° trimestre l'Eurozona ha registrato un andamento stagnante (PIL +0,03%, dopo -0,1% nel 3°); la dinamica tendenziale è appena positiva (+0,1% da zero). A inizio 2024 si rileva un lieve miglioramento della fiducia (indice ESI a 96,2 a gennaio, da 94,9), sebbene molto sotto i livelli di inizio 2022. Prosegue invece il calo delle aspettative sull'occupazione (EEI a 102,5 da 103,2).

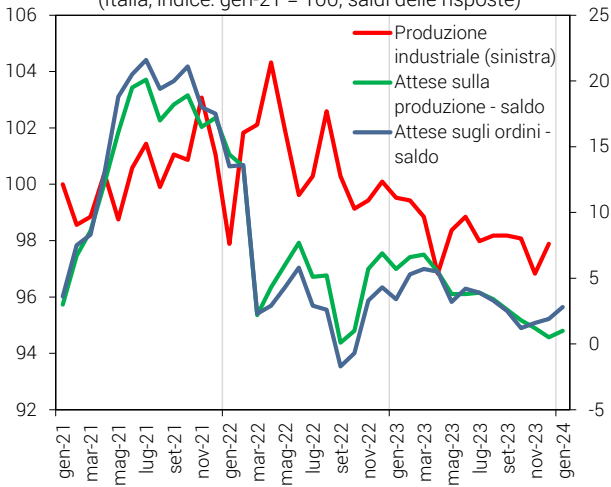


USA: segnali di frenata. La produzione industriale USA a gennaio ha perso terreno (-0,1%), dopo aver chiuso il 2023 con un recupero modesto (+0,3% a novembre-dicembre ma -0,6% nel 4° trimestre). Nella manifattura, il PMI aveva segnalato un miglioramento a inizio anno (a 50,7), mentre l'ISM pur salendo rimane in zona recessiva (a 49,1). Invece, gli investimenti residenziali hanno rallentato nel 4° trimestre: dato il permanere di tassi elevati, anche la domanda di abitazioni sembra essersi infine raffreddata.

Cina in espansione. In Cina la crescita sopra le attese per il 2023 (+5,2%) rende migliori le prospettive per il 2024 (rialzate di 4 decimi dal FMI). Restano i rischi legati alle debolezze del settore immobiliare che, però, potrebbero non costituire un freno alla crescita. La manifattura resta in fase espansiva da tre mesi e prevale l'ottimismo tra gli imprenditori per il 2024.

Primi segnali di risalita per l'attività industriale

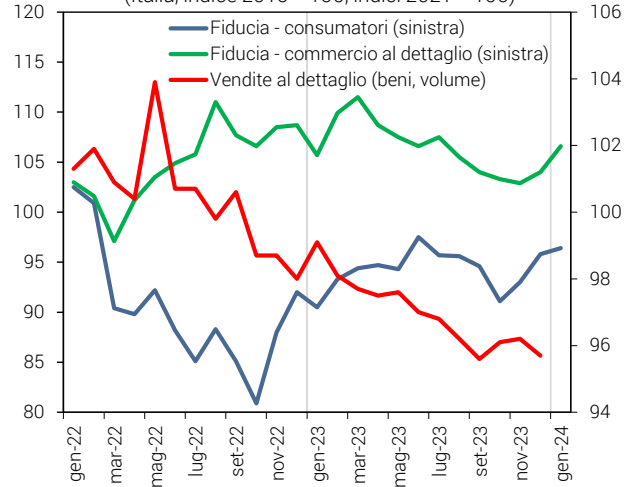
(Italia, indice: gen-21 = 100, saldi delle risposte)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat.

Consumi: fiducia in recupero, ma vendite deboli (finora)

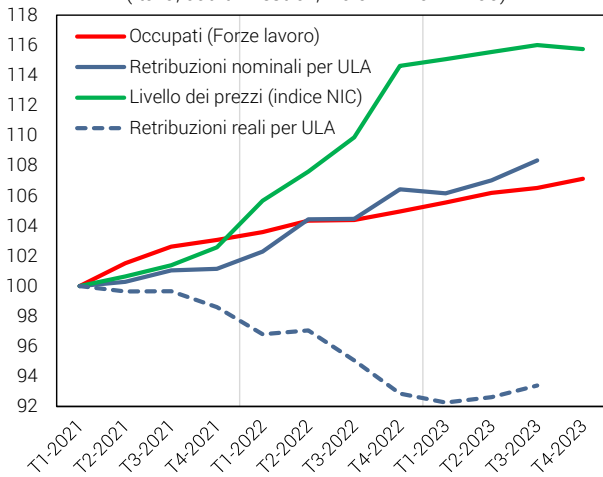
(Italia, indice 2015 = 100, indici 2021 = 100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat.

Iniziato il recupero dei salari reali, cresce ancora l'occupazione

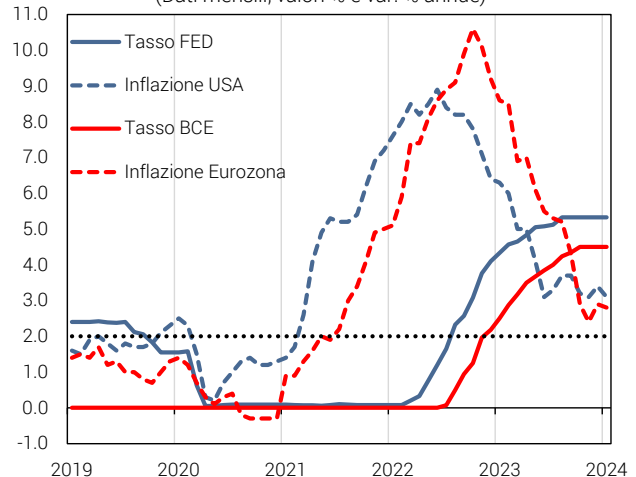
(Italia, dati trimestrali, indici T1-2021=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat.

Il lento calo dell'inflazione terrà i tassi alti più a lungo

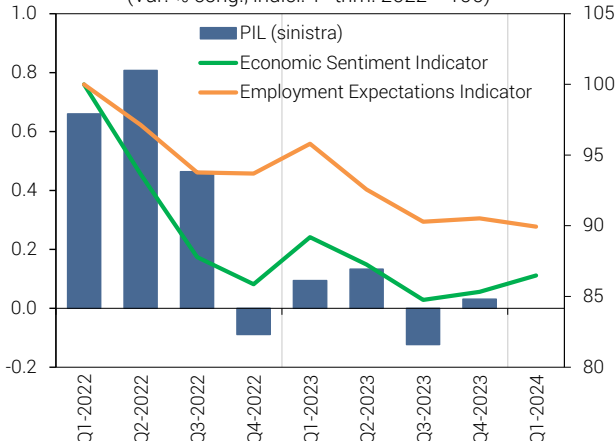
(Dati mensili, valori % e var. % annue)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Refinitiv, Eurostat e BLS.

Inizio 2024 ancora piatto per l'Eurozona, prospettive deboli

(Var. % cong.; indici: 1° trim. 2022 = 100)

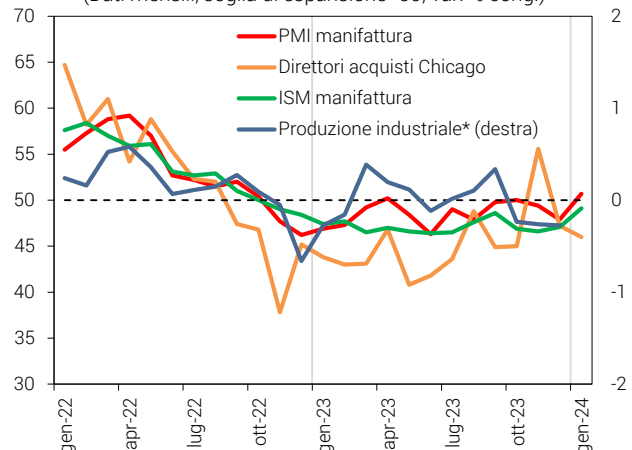


ESI e EEI: 1° trim. 2024 = gennaio.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Commissione europea.

USA: gli indicatori segnalano un recupero della manifattura

(Dati mensili, soglia di espansione=50; var. % cong.)



* Medie mobili a 3 mesi.

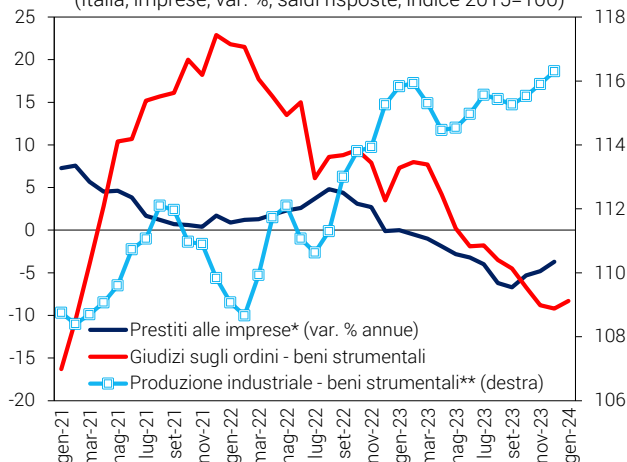
Fonte: elaborazioni CSC su dati FRED e Refinitiv.

Investimenti: urgente accelerare sul PNRR.

Investimenti ancora deboli. La dinamica degli investimenti fissi in Italia si è sostanzialmente bloccata nel 2023 (-0,2% tendenziale nel 3° trimestre), rispetto ai brillanti ritmi del 2021-22. Quelli in costruzioni calano di più, ma la flessione si è estesa a macchine e attrezzature (-0,4% nel 2°, -0,9% nel 3°). Sulla base di indicatori e *driver* di fondo, la loro dinamica potrebbe migliorare quest'anno. Ciò è essenziale per la crescita di breve e lungo periodo.

Indicatori: timido recupero. I segnali degli indicatori che monitorano la dinamica recente, che hanno toccato i minimi verso fine 2023, tracciano un quadro di stabilizzazione degli investimenti, non più calo: nel 4° trimestre sono migliorate le condizioni per investire, pur restando negative (saldo a -20,9%, da -31,0%); l'incertezza, cruciale per le decisioni di spesa delle imprese, si è ridotta nei 3 mesi fino a gennaio 2024 (-4,7% l'indice sui 3 mesi precedenti); gli ordini delle imprese produttrici di beni strumentali sono poco sopra i minimi, col recupero di gennaio; ciò si riflette in una produzione del comparto in lieve recupero a fine 2023; la domanda (misurata dagli ordini manifatturieri) è migliorata poco a inizio 2024. Ultimi dati più rosei per gli investimenti in costruzioni: il balzo a dicembre di RTT indica un forte recupero, forse legato alla scadenza a fine anno del Superbonus.

Investimenti: credito e domanda sopra i minimi, ma ancora deboli
(Italia, imprese, var. %, saldi risposte, indice 2015=100)



* Corretti per le cartolarizzazioni, ** Media mobile a 3 mesi.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat e Banca d'Italia.

Prestiti: calo in attenuazione... Inizia ad allentarsi per le imprese italiane la tensione sul credito bancario, il cui calo si è attenuato per il terzo mese consecutivo: a dicembre 2023 -3,9% annuo (da -6,7% a settembre). Va peggio rispetto agli altri grandi paesi europei: in Spagna il calo annuo è poco minore (-3,6%), mentre in Germania (+1,5%) e Francia (+2,4%) i prestiti sono in espansione. Il minor credito, dovuto ai tassi alti che comprimono la domanda e a una stretta dell'offerta, impatta quindi sulla competitività della manifattura italiana. I dati più a breve, però, mostrano che in Italia la flessione dei prestiti si è quasi annullata (-0,3% a dicembre 2023 da settembre) rispetto ai crolli precedenti (-4,3% negli stessi tre mesi del 2022). E i flussi di credito sono attesi tornare positivi nella seconda metà del 2024, sulla scia della prevista riduzione dei tassi.

...e tassi alti ma attesi in riduzione. Il costo del credito per le imprese in Italia è aumentato rapidamente da maggio 2022, quando era all'1,19%, arrivando al 5,46% a dicembre 2023 (picco a 5,59% a novembre). Si tratta di un tasso più alto rispetto a quello che pagano le imprese in Germania (5,19%), Spagna (5,02%), Francia (4,87%). Questo sta pesando sui costi delle imprese italiane e sulla loro competitività rispetto ai partner UE. Tuttavia, le prospettive di un taglio dei tassi BCE nei prossimi mesi alimentano l'attesa di una moderazione del costo del credito e ciò potrebbe agevolare gli investimenti nella seconda parte dell'anno; a inizio 2024, al contrario, ciò può ritardare le decisioni di investimento proprio in attesa che il taglio si materializzi.

PNRR in attuazione... Finora sono stati spesi quasi 41 miliardi di euro su 194,4 di risorse RRF (21%), di cui solo 13,1 nel 2023. La maggior parte delle spese riguarda misure pre-esistenti e/o incentivi fiscali (Ecobonus, crediti d'imposta Transizione 4.0). Nel 2024-26 la spesa sarà su livelli inediti e sfidanti, con il rischio di non riuscire a realizzarla entro i termini: oltre 42 miliardi nel solo 2024. Tuttavia, un segnale incoraggiante viene dai quasi 100 miliardi di risorse già impegnate dai soggetti attuatori del Piano.

...e ben rimodulato. Positiva la rimodulazione del PNRR, che focalizza maggiori risorse verso gli investimenti per circa 12 su 14 miliardi (6,3 per Transizione 5.0, 2,5 per filiere green e *net zero technologies*). Positivo anche l'utilizzo di strumenti automatici per velocizzare la spesa e la raggiungibilità dei target. Resta però elevata incertezza sulle fonti di finanziamento sostitutive per le misure fuoriuscite dal Piano, che potrebbero indebolire gli investimenti infrastrutturali. Il provvedimento (atteso per gennaio) con le misure necessarie a declinare il Piano rimodulato sarà varato nei prossimi giorni. Molte imprese stanno rinviando investimenti in attesa della definizione delle agevolazioni (Transizione 5.0).

Prospettive 2024. Dunque la prima metà dell'anno potrebbe registrare una dinamica piatta degli investimenti, ma in seguito è attesa una ripartenza, modesta, grazie a miglioramento nel credito e attuazione del PNRR.