



## Sommario

### Economia mondiale

- ▶ L'OCSE rivede le previsioni al ribasso, proiezioni positive per i mercati emergenti. La Cina manterrà una politica monetaria al ribasso?

### Economia italiana

- ▶ L'economia italiana regge nonostante le incognite. Varato un DEF "elettorale", senza quadro programmatico.

### Materie prime

- ▶ La tensione in Medio Oriente influenza i mercati petroliferi. Volatili i metalli industriali. Cala l'acciaio, aumentano plastiche e gomma naturale.

### Valute

- ▶ La coppia EUR/USD registra un calo nel mese di marzo/aprile.

### Credito

- ▶ BCE e FED lasciano i tassi invariati, la Bank of Japan li aumenta e la Banca nazionale Svizzera li ritocca al ribasso.

### Inflazione

- ▶ Moderato rialzo dell'inflazione a marzo. Si attenua la flessione degli energetici. Accelera l'inflazione di fondo.

## ECONOMIA MONDIALE

	TASSO DISOCCUPAZIONE		PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI	
	3,8%	mar 2024	-0,2%	feb 24/23	+10,0%*	feb 24/23
	TASSO DISOCCUPAZIONE		PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI	
	6,5%	feb 2024	-3,2%	gen 24/23	-1,0%**	gen 24/23

\* Construction spending

\*\* Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ BCE e FED non modificano i tassi d'interesse.
- ▶ L'OCSE rivede le previsioni a ribasso.
- ▶ Commodity stabili.

### In breve...

La crescita globale si è dimostrata resiliente nel 2023, con un calo dell'inflazione più rapido del previsto. I risultati sono stati divergenti tra i paesi, con una forte crescita negli Stati Uniti e in molte economie dei mercati emergenti controbilanciata da un rallentamento nella maggior parte dei paesi europei. Gli indicatori recenti segnalano una certa moderazione della crescita, con gli effetti di condizioni finanziarie più restrittive che continuano a manifestarsi nei mercati creditizi e immobiliari e il commercio globale che rimane moderato. Gli attacchi alle navi nel Mar Rosso hanno aumentato notevolmente i costi di spedizione e allungato i tempi di consegna, interrompendo i programmi di produzione e aumentando la pressione sui prezzi. La BCE ha rinviato, probabilmente a giugno, la prima riduzione di tassi, ma si è dichiarata ottimista sull'andamento dei prezzi, che si stanno avvicinando per la prima volta al fatidico obiettivo del 2%. Anche la FED ha deciso di lasciare i tassi invariati. I recenti indicatori suggeriscono che l'attività economica si sta espandendo ad una buona velocità. Tuttavia, l'inflazione negli Stati Uniti è in leggera risalita.

Le commodity sono stabili. Il comparto manifatturiero sembra prossimo a ripartire, almeno a giudicare dalle ultime rilevazioni dell'indice PMI di S&P Global, un importante termometro delle aspettative degli operatori.

Preoccupa il rallentamento della Cina. Dopo un 2023 poco brillante, anche il 2024 si presenta problematico, si prevede che la Cina perderà il 20% della sua forza lavoro nel 2050.

L'eccesso di produzione cinese ha portato a prezzi di esportazione più bassi, rendendo difficile la concorrenza per altri paesi. Tuttavia, ha anche creato un ambiente favorevole per tagliare i tassi di interesse nei mercati emergenti.

Nonostante ciò, le politiche cinesi hanno compensato in parte l'effetto inflazionistico degli Stati Uniti, mantenendo il tasso di inflazione nei mercati emergenti simile alle previsioni dell'anno precedente.

### L'OCSE rivede le previsioni al ribasso

A febbraio l'OCSE ha ritoccato al ribasso le previsioni di novembre. Per l'area euro la crescita del 2024 è prevista dello 0,5%. Valori diversi rispetto a quelli della Commissione Europea. L'inflazione è prevista in calo al 2,6% nel

2024, dal 5,4% del 2023. Le differenze tra i paesi europei sono sostanziali. Sull'orlo della stagnazione rimane la Germania (+0,3% previsto dopo il -0,1% del 2023); bene invece la Spagna (+1,5% dopo il 2,5% del 2023). In Italia la crescita è allineata a quella del 2023 (+0,7%) mentre si prevede che la Francia rallenti un po' rispetto alle previsioni del 2023 (+0,6% previsto dopo lo 0,9% del 2023).

### **Inflazione in calo**

L'inflazione è scesa a livelli bassi nella maggior parte dei paesi, aiutata da calo dei prezzi delle materie energetiche e dal graduale allentamento nella supply chain. In alcuni paesi l'inflazione complessiva annua è già scesa sotto al livello degli obiettivi ufficiali, tuttavia l'inflazione core rimane alta. Si prevede che l'inflazione complessiva nelle economie del G20 scenderà al 6,6% nel 2024 e al 3,8% nel 2025.

### **...tuttavia il ciclo non è ancora finito**

Con l'inflazione core ancora al di sopra dell'obiettivo nella maggior parte dei paesi e la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto che rimane generalmente al di sopra dei livelli compatibili con gli obiettivi di inflazione a medio termine, è troppo presto per affermare con certezza che il ciclo inflazionistico si concluderà nel 2025.

### **Le condizioni finanziarie si allentano, ma il credito resta debole**

Le condizioni finanziarie globali si sono allentate di recente, con gli operatori dei mercati finanziari che ora anticipano riduzioni dei tassi ufficiali prima e più rapidamente di quanto previsto in precedenza. I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono diminuiti, i prezzi azionari si sono rafforzati e la volatilità è diminuita. Ciononostante, le condizioni finanziarie rimangono relativamente restrittive quasi ovunque. L'impatto dell'inasprimento della politica monetaria rimane evidente anche sui mercati immobiliari. Fattori strutturali, tra cui la forte crescita demografica e uno stock limitato di case in vendita, hanno portato alla stabilizzazione dei prezzi immobiliari in diversi paesi in cui il calo dei prezzi ha inizialmente seguito l'aumento delle politiche e dei tassi ipotecari.

### **Rischi e sfide**

Eventuali sorprese al rialzo dell'inflazione potrebbero innescare brusche correzioni nei prezzi delle attività finanziarie, se i mercati scontano tassi ufficiali elevati per un periodo più lungo. Ci sono diverse ragioni per cui i risultati sull'inflazione potrebbero deludere. I rischi geopolitici rimangono elevati, in particolare legati al conflitto in corso in Medio Oriente. Un ampliamento o un'escalation del conflitto potrebbe perturbare il trasporto marittimo più ampiamente di quanto attualmente previsto.

### **La BCE per ora non tocca i tassi**

Nel meeting di inizio aprile la Banca Centrale Europea ha rispettato pienamente le attese, decidendo di lasciare i tassi d'interesse invariati. Il tasso sui rifinanziamenti principali resta fermo al 4,50%, quello sui depositi al 4%, e quello sui prestiti marginali al 4,75%. È la quinta pausa nel ciclo di dieci rialzi consecutivi cominciato a luglio 2022.



### **... e anche la FED li lascia invariati**

Come da attese la Federal Reserve ha annunciato tassi invariati, per la quinta volta consecutiva. La banca centrale americana ha lasciato il costo del denaro nel range fra il 5,25% e il 5,50%.

I recenti indicatori suggeriscono che l'attività economica americana si sta espandendo ad una buona velocità. L'inflazione è rallentata nell'ultimo anno tuttavia rimane comunque elevata.

La FED non ritiene appropriato ridurre i tassi fino a quando non avrà maggiore fiducia sul fatto che l'inflazione si muova in modo sostanziale verso il target del 2%.

### **Secondo Bloomberg gli USA cresceranno del 2,2%**

L'ultimo sondaggio mensile condotto da Bloomberg tra gli economisti mostra che la crescita statunitense è prevista al 2,2% quest'anno, più del doppio di quanto previsto a settembre. Gli economisti prevedono inoltre un aumento del 2,4 % per gli investimenti privati, in aumento rispetto alla crescita dell'1% osservata a settembre.

L'indice dei prezzi PCE core, che misura il cambiamento del prezzo di beni e servizi acquistati dai consumatori per i consumi, escluso cibo ed energia, quest'anno secondo le previsioni sarà in media del 2,5%, diminuito di mezzo punto rispetto al tasso dello scorso anno (2,9%).

È trascorso un anno dal fallimento delle banche regionali e per questo motivo le preoccupazioni per le turbolenze finanziarie sono diminuite. Tuttavia, ciò che gli economisti hanno iniziato a pensare è che una maggiore immigrazione sia una sorta di punto di svolta, almeno per ora.

### **L'immigrazione che genera surplus**

Un sempre maggiore numero di economisti attribuisce all'accelerazione della popolazione nata all'estero il motivo per cui i guadagni occupazionali continuano ad essere storicamente forti. Ciò che ha attirato gli economisti è la mossa da parte del Congressional Budget Office, apartitico, di incorporare nuove stime sull'immigrazione nelle proprie proiezioni economiche. Il CBO ha calcolato che questo fattore, l'immigrazione, genererà una spinta di 7.000 miliardi di dollari al PIL nel prossimo decennio.

## **La spinta riformista di Xi Jinping non è la spinta riformista di Deng**

A fine marzo si è svolto il China Development Forum in Cina, un importante evento economico annuale che ha coinvolto leader aziendali e politici. L'atmosfera era tesa a causa dell'incertezza economica, di un mercato azionario depresso e di restrizioni normative. Quest'anno, il presidente Xi Jinping ha attirato l'attenzione, con l'agenzia statale cinese Xinhua che ha cercato di esaltare le sue capacità riformiste, paragonandolo a Deng Xiaoping. Molti dubitano di queste affermazioni, sottolineando che l'agenda di Xi Jinping potrebbe respingere più imprenditori di quanti ne attragga. Sotto la sua guida la Cina ha rafforzato il ruolo del Partito Comunista nell'economia, concentrandosi sulla sicurezza nazionale a scapito dell'espansione economica. Le prossime riforme potrebbero continuare su questa linea, enfatizzando ulteriormente il ruolo del partito. Gli analisti di Trivium suggeriscono che ciò potrebbe portare a significativi cambiamenti nei diritti di proprietà, nella proprietà statale e nell'allocazione delle risorse nella società.

## **Cina: produzione industriale buona, ma i consumatori sono pessimisti**

In Cina, sebbene la produzione industriale si sia ripresa a marzo, i consumatori sono pessimisti, la deflazione minaccia e molti imprenditori sono delusi. Questi sentimenti nascondono timori più profondi sulle vulnerabilità strutturali della Cina. Si prevede che il Paese perderà il 20% della sua forza lavoro entro il 2050 e la crisi nel settore immobiliare, che costituisce una parte significativa del PIL, richiederà anni per essere risolta.

## **La strategia per superare la stagnazione...**

La risposta della Cina a questa situazione è una strategia basata sulle "nuove forze produttive". Piuttosto che ricorrere a grandi incentivi al consumo per stimolare l'economia, il presidente Xi Jinping punta ad accelerare lo sviluppo delle industrie manifatturiere avanzate tramite il potere statale. Queste industrie dovrebbero generare posti di lavoro ad alta produttività, rendere il Paese autosufficiente e proteggerlo dalle pressioni esterne, soprattutto dagli Stati Uniti.

## **... che mostra, però, alcuni segnali negativi**

Questa strategia presenta alcuni difetti significativi. Innanzitutto, trascura i consumatori, poiché gran parte della produzione sarà destinata all'esportazione a causa della debole domanda interna. Inoltre, paesi come Stati Uniti e Unione Europea potrebbero limitare le importazioni dalla Cina. La visione del presidente Xi Jinping nei confronti degli imprenditori potrebbe ostacolare l'innovazione e lo sviluppo, se non si concede loro maggiore libertà.

## **Previsioni di una politica monetaria accomodante per la Cina**

Le previsioni economiche di Oxford Economics per la Cina indicano che il Paese manterrà politiche monetarie accomodanti e potrebbe permettere una maggiore flessibilità del tasso di cambio nel secondo semestre. Il governo centrale prevede di aumentare la spesa fiscale per sostenere la crescita economica nel 2024, ma raggiungere l'obiettivo di crescita del 5% per quest'anno potrebbe essere difficile a causa della preferenza per una crescita di qualità.

## **Bene anche le previsioni per i mercati emergenti**

Per quanto riguarda i mercati emergenti, le previsioni rimangono stabili, poiché le politiche globali hanno effetti compensativi. Sebbene l'economia statunitense sia migliorata, le economie emergenti hanno risentito solo parzialmente di questo miglioramento a causa delle condizioni finanziarie globali più strette. Le azioni della Cina per evitare un brusco rallentamento economico hanno avuto un impatto limitato sui mercati internazionali. Complessivamente, le previsioni per i mercati emergenti rimangono moderate. Sebbene vi siano alcuni segnali positivi in America Latina, come in Brasile e Colombia, le prospettive complessive restano contenute. Tuttavia, piccoli miglioramenti potrebbero portare a ulteriori revisioni positive delle previsioni.

## **Il commercio mondiale secondo Oxford**

Secondo le previsioni di base, per il 2024 si prevede un aumento del commercio mondiale di beni del 2,4%. Questo rappresenta un modesto recupero rispetto al declino dell'1,2% del 2023, che è stato il peggiore degli ultimi vent'anni, escludendo le crisi finanziarie globali e la pandemia.

È previsto che lo slancio del commercio globale di beni aumenterà gradualmente nel primo semestre dell'anno, per poi accelerare nel secondo semestre. Questo sarà favorito dall'aumento delle importazioni di beni da parte di Europa e Nord America. Nel frattempo, ci si aspetta che la Cina contribuirà meno alla crescita del commercio rispetto agli Stati Uniti, a causa dei problemi nel settore immobiliare cinese.

## **Timidi segnali di ripresa**

I timidi segnali di ripresa nel commercio mondiale sono coerenti con l'idea che l'economia globale stia toccando il fondo e che ci stiamo dirigendo verso un soft landing. Si prevede una ripresa graduale, con un aumento della domanda e del commercio globale, ma non spettacolare. Questo sarà sostenuto da un progressivo allentamento delle politiche monetarie nelle principali economie avanzate nel corso dell'anno.

## **Il Canale di Suez**

Dalla fine del 2023, c'è stata una riduzione del volume degli scambi commerciali attraverso il Canale di Suez del 50% circa. I trasportatori hanno compensato questa interruzione dirottando le navi intorno al Capo di Buona Speranza, ma questo ha creato nuove congestioni nei porti sudafricani. Sebbene le deviazioni abbiano comportato costi e tempi di viaggio aggiuntivi, è importante notare che solo il 15% circa del commercio marittimo globale passa attraverso il Mar Rosso. Al momento, i dati disponibili sul trasporto marittimo per l'inizio del 2024 indicano poche interruzioni significative. L'indice globale di throughput dei container RWI/ISL ha superato il picco del 2022 a gennaio di quest'anno. I ritardi nelle spedizioni però, sono aumentati da cinque a sei giorni mediamente, da novembre dello scorso anno a gennaio di quest'anno. Nonostante ciò, non ci sono prove convincenti che i problemi nel trasporto marittimo si stiano traducendo in significativi disagi economici a livello di catena di approvvigionamento.

## Indicatori commodity

A marzo il prezzo del petrolio è in lieve rialzo, intorno agli 85-89 \$/barile (Brent crude), rispetto agli 80-85 di febbraio. L'indice globale delle commodity (indice Bloomberg) è in aumento, rimane tuttavia stabile rispetto allo scorso anno. L'indice globale dei noli marittimi (FBX) è attestato intorno a 2,460 dollari, dopo l'impennata di gennaio, dai 1.500 dollari di dicembre.

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

	OCSE 2023	OCSE 2024			
Mondo	3,1	2,9	Gran Bretagna	0,3	0,7
Economie avanzate	3,3	2,9	Russia	3,1	1,8
USA	2,5	2,1	Cina	5,2	4,7
Giappone	1,9	1,0	India	6,7	6,2
Area Euro	0,5	0,6	Sudafrica	0,5	1,0
Germania	-0,1	0,3	Brasile	3,1	1,8
Francia	0,9	0,6			
Italia	0,7	0,7			
Spagna	2,5	1,5			

Fonti: OCSE, febbraio 2024.

## Stati Uniti

### Nel quarto trimestre crescita superiore al 3% annuo

Secondo i dati preliminari pubblicati a fine marzo dal Bureau of Economic Analysis, nel quarto trimestre 2023 il PIL americano è cresciuto a un tasso annuo del 3,4%, in rallentamento rispetto all'eccezionale +4,9% registrato nel terzo trimestre. La crescita per l'intero 2023 risulta così del 2,5%, superiore all'1,9% del 2022.

La crescita del quarto trimestre riflette l'aumento di consumi, spesa pubblica federale, statale e locale, investimenti fissi non residenziali, scorte, export, investimenti fissi residenziali. In aumento le importazioni, che statisticamente rappresentano una componente negativa del PIL. L'incremento della spesa pubblica statale e locale deriva dall'aumento delle retribuzioni e degli investimenti in strutture; quello della spesa federale nasce invece dall'aumento della spesa extra-difesa.

Rispetto all'andamento del terzo trimestre, rallentano consumi delle famiglie, spesa pubblica federale, investimenti fissi residenziali; decelerano anche le importazioni.

### Aumentano reddito disponibile e risparmio delle famiglie

Secondo i dati preliminari, nel quarto trimestre 2023 il reddito personale delle famiglie americane aumenta di 230 miliardi di dollari, a fronte di un incremento di 196 miliardi nel terzo trimestre. La variazione riflette l'aumento delle retribuzioni e dei redditi patrimoniali, in parte bilanciati dalla riduzione delle entrate da trasferimenti correnti. Il reddito disponibile delle famiglie aumenta (+4,0% rispetto al trimestre precedente); nel terzo trimestre il reddito era aumentato di 143 miliardi. I risparmi personali sono pari a 815 mld. (851 mld. nel terzo trimestre); il tasso di risparmio (risparmi personali sul reddito disponibile) è del 4% (4,2% nel trimestre precedente).

## Migliora l'occupazione

A febbraio l'occupazione è aumentata di 303.000 unità, valore superiore alla media degli ultimi 12 mesi (231.000); il tasso di disoccupazione sale al 3,8%. Il dato segue i 275.000 nuovi posti di febbraio.

A marzo gli incrementi occupazionali più rilevanti riguardano sanità (+72.000), pubblica amministrazione (+71.000), amministrazioni locali (+49.000), assistenza sociale (+9.000), costruzioni (+39.000), logistica (+20.000), commercio al dettaglio (+18.000). Negli altri settori le variazioni sono marginali, inclusi estrattivo, servizi professionali e alle imprese, manifattura, informazione, finanza.

La retribuzione media oraria dei dipendenti privati è salita a 34,69 dollari/ora, il 4,1% in più rispetto allo scorso anno. La settimana lavorativa media è di 34,4 ore (40 ore nel manifatturiero, incluse 3,0 ore di straordinari). La settimana media per personale di produzione è di 33,8 ore.

## Buona la produzione industriale

Dopo la modesta flessione di gennaio, la produzione industriale segna un leggero aumento a febbraio (+0,1%). Rispetto allo scorso anno vi è un calo dello 0,2%. Il dato di febbraio riflette un aumento della produzione manifatturiera (+0,8%) e del settore estrattivo (+2,2%), mentre il settore delle utility registra un forte calo (-7,5%) determinato dalle temperature particolarmente calde rispetto al normale.

Il tasso di utilizzo degli impianti (78,3 %) rimane circa un punto al di sotto della media di lungo periodo.

## Indice ISM: in crescita le attività manifatturiere

A marzo l'indice manufacturing ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of Supply Management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, è in crescita, dopo 16 mesi consecutivi di contrazione dell'attività manifatturiera. L'indicatore è in sostanziale aumento rispetto all'ultima rilevazione di gennaio. Più in dettaglio, si posizionano in territorio espansivo, perdendo terreno rispetto alla precedente rilevazione, gli indicatori relativi a nuovi ordini, produzione e occupazione. Bene anche l'export: l'indice ritorna al di sopra del livello di equilibrio. Il settore manifatturiero è entrato in espansione per la prima volta da settembre 2022. Il miglioramento della domanda è dipeso da diversi fattori quali l'indice dei nuovi ordini in forte espansione. Sono nove i settori (sui 17 rilevati) a registrare una crescita: abbigliamento, alimentari, minerali non metalliferi, siderurgia, prodotti in metallo, chimica, prodotti della carta, bevande e tabacco e attrezzature per il trasporto. I settori in crescita erano solo otto a febbraio.

## Le vendite al dettaglio aumentano

Dopo il dato negativo di gennaio (-1,1% secondo il dato definitivo), il mese di febbraio fa registrare un leggero incremento delle vendite al dettaglio, con una variazione mensile del +0,6%. Le vendite di febbraio rimangono superiori a quelle del 2023 (+0,7%).

Nel trimestre dicembre gennaio 2023-2024 l'indice segna una variazione del +2,1% rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente. A febbraio le voci di spesa più elevate sono salute e cura personale (+5,7%), prodotti alimentari (+3,4%), abbigliamento (+2,4%), auto e accessori (+2,7%); in

calo le vendite di mobili e arredamento (-9,2%), materiali da costruzione e giardinaggio (-4,2%), distributori di benzina (-4,3%), articoli sportivi e per tempo libero (-1%). La spesa per la ristorazione è aumentata del 6,3%.

### Ripartono gli ordini di beni durevoli

Dopo due mesi di calo, a febbraio gli ordini di beni durevoli manifatturieri recuperano terreno, segnando un aumento dell'1,4%. Al netto dei mezzi di trasporto, gli ordini crescono dello 0,5%; gli ordini di mezzi di trasporto aumentano del 4%. Al netto del comparto della difesa, la variazione è +2,2%. Quanto agli ordini dei beni capitali il dato di febbraio riflette l'aumento degli ordini del comparto extra-difesa (+3,5 mln/\$, +4,4% sul mese precedente), cui si contrappone il pesante arretramento degli ordini del comparto della difesa (-1,7 mln/\$, -12,7% sul mese precedente).

### Cresce il mercato immobiliare

Secondo la rilevazione di NAR (National Association of Realtors), a febbraio le vendite salgono a 4,38 milioni (in termini annualizzati), il 9,5% in più rispetto a gennaio, il maggiore aumento mensile da febbraio 2023. Rimane tuttavia negativo il confronto con il 2023: il calo è dell'3,3%.

Le case sul mercato sono 1,07 milioni, il 10,3 % in più rispetto allo scorso anno. Lo stock equivale a 2,9 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali; lo scorso anno era di 2,6 mesi. In media le case restano sul mercato per 38 giorni (erano 36 giorni a gennaio 2024 e 34 giorni lo scorso anno).

Il prezzo mediano è pari a 384.500 dollari, in aumento del 5,7% rispetto allo scorso anno.

Secondo le rilevazioni di Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a metà marzo il tasso medio sui mutui a tasso fisso a 30 anni è pari al 6,74%, in lieve aumento dal 6,88% delle settimane precedenti, lo scorso anno il tasso era pari al 6,60%.

La quota di vendite in sofferenza (distressed sales) è pari al 3% circa, in linea con le percentuali del 2022 e dei mesi scorsi.

L'indicatore sulle **vendite di abitazioni unifamiliari** (single-family houses) elaborato dal Census Bureau e del Department of Housing and Urban Development registra a febbraio una lieve flessione -0,3% rispetto a gennaio, con vendite salite a 662.000 unità in termini annualizzati. Tuttavia, rispetto a febbraio 2023 il confronto è positivo (+5,9%). Il prezzo mediano è pari a 400.500 dollari, quello medio a 485.000 dollari. A fine febbraio lo stock di case in vendita è di 463.000 unità, pari a un'offerta di 8,4 mesi ai ritmi attuali di vendita.

### Edilizia: permessi di costruzione in crescita

A febbraio i permessi di costruzione (building permits) salgono a 1,51 milioni, il 1,9% in più rispetto a gennaio e il 2,4% in più rispetto al 2023. In forte rialzo rispetto a gennaio (+10,7%) sono gli avviamenti di nuove costruzioni (housing starts), aumentati a 1,44 milioni; il confronto con il 2023 positivo (+5,9%). Infine, a febbraio sono state completate 1,72 milioni di unità abitative (in termini annualizzati), in forte aumento rispetto al mese precedente (+19,7%) e in crescita rispetto al 2023 (+9,6%).

### Spesa per costruzioni in lieve calo

A febbraio la spesa per costruzioni scende a 2.091 miliardi in termini annualizzati, in lieve calo rispetto a gennaio (-0,3%) ma in forte aumento rispetto allo scorso anno (+10,7%). Il dato di febbraio deriva dalla sostanziale stabilità della componente privata (+0,7% su gennaio) e dalla flessione della spesa pubblica (-1,2%). La spesa privata rappresenta oltre tre quarti della spesa totale.

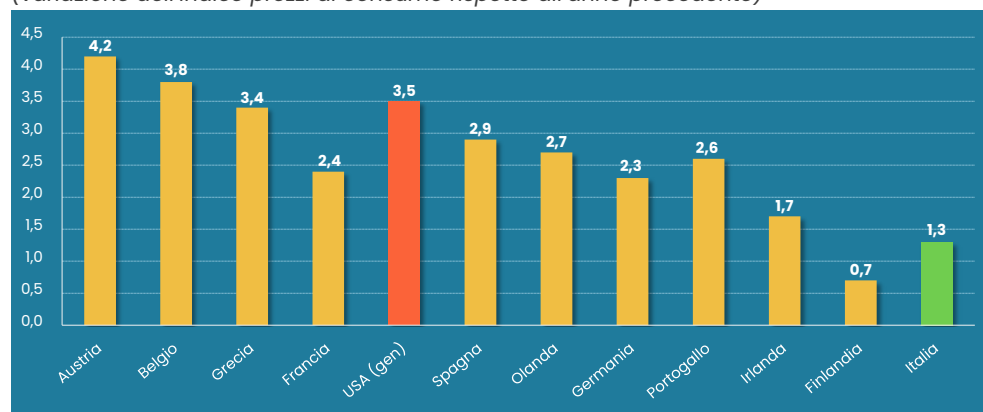
### Automotive: vendite oltre le attese

Secondo i dati presentati da NADA (l'associazione dei venditori di auto), a marzo le vendite superano le attese, salendo a 15,5 mln di unità in aumento del 3,8% rispetto a marzo del 2023 e del 7,0% rispetto a febbraio 2024. Secondo NADA l'accelerazione è spiegata dall'aumento della disponibilità di vetture e dagli incentivi. J.D. Power stima a febbraio un ammontare medio degli incentivi pari a 2.800 dollari, il 67% in più rispetto allo scorso anno. Leader di mercato restano GM Toyota e Ford, con quote intorno al 15-16%. Stellantis ha una quota complessiva del 9%, in calo rispetto al 2023. In crescita la quota di Tesla (4% circa).

A marzo il 18% delle vendite ha riguardato vetture ad alimentazione alternativa: la quota di mercato è salita del 2,4% rispetto allo scorso anno. Le vendite di auto elettriche rappresentano il 7,1% delle vendite totale, mentre le auto ibride hanno una quota dell'8,6%.

NADA prevede che nel 2024 le vendite resteranno robuste, chiudendo l'anno a quota 15,9 milioni.

Inflazione in Europa e negli USA, marzo 2024- dati preliminari  
(variazione dell'indice prezzi al consumo rispetto all'anno precedente)



Fonte: Eurostat e Bureau of Labour Statistics.

## Europa

### Crescita zero anche nel quarto trimestre

Secondo i dati definitivi, nel quarto trimestre 2023 la crescita dell'area euro è stata nulla rispetto al trimestre precedente, a fronte del calo dello 0,1% registrato nel terzo trimestre. Rispetto al 2022 la crescita è marginalmente positiva (+0,1%). La crescita dell'intero 2023 è dello 0,5%.

Tra le maggiori economie europee, considerando la dinamica del PIL rispetto al trimestre precedente, spicca la performance della Spagna (+0,6%); in

Italia (+0,2%) e Francia (+0,15) la crescita è appena superiore a zero, mentre la Germania registra una dinamica negativa (-0,3%). In termini tendenziali, nel confronto con il 2022 la crescita più elevata rimane quella della Spagna (+2,0%). Francia (+0,7%) e Italia (+0,6%) segnano una variazione più contenuta, mentre in Germania la crescita è negativa (-0,2%).

Disaggregando le componenti del PIL, i maggiori contributi alla crescita vengono dalla formazione di capitale (+1,0%) e dai consumi della pubblica amministrazione (+0,6%); i consumi privati sono quasi fermi (+0,1%). Stabili le esportazioni, in crescita le importazioni (+0,6%), che dal punto di vista statistico rappresentano una componente negativa del PIL. Il saldo estero ha dunque contribuito negativamente alla crescita del quarto trimestre 2023 (meno 0,3 punti percentuali), mentre il maggiore contributo è venuto dalla formazione di capitale (+0,2 punti).

### **Indice PMI: a marzo in forte aumento**

A febbraio l'indicatore PMI composito (composite purchasing managers' index) rilevato da S&P Global, che tiene conto dell'andamento di manifattura e servizi, guadagna ulteriore terreno rispetto alla rilevazione di febbraio, attestandosi in territorio espansivo e interrompendo una sequenza di contrazione che durava da giugno dello scorso anno.

Il progresso si deve soprattutto al comparto dei servizi: l'indice ritorna in zona espansiva dopo mesi, mentre nella manifattura il livello di attività rimane in regresso.

Le maggiori economie danno indicazioni divergenti. In Spagna e Italia l'indice PMI si attesta in zona espansiva, raggiungendo in entrambi i paesi il massimo degli ultimi 10 mesi. In Francia e Germania l'indicatore migliora ma rimane al di sotto della soglia contrazione-espansione.

### **Produzione industriale: a gennaio sostanziale recessione**

Dopo il notevole aumento di dicembre (+1,6% secondo i dati definitivi), a gennaio la produzione industriale europea registra una sostanziale recessione (-3,2%); rispetto allo scorso anno la produzione è diminuita del 6,7% (a parità di giornate lavorative). Considerando l'andamento del trimestre novembre-gennaio, la produzione è stabile rispetto al trimestre precedente (variazione nulla) ma resta inferiore a quella del 2022 (-3,7%). Nell'intero anno 2023 la produzione è diminuita del 2,4% rispetto al 2022.

In Germania l'indice di gennaio registra un lieve aumento significativo (+1%); la dinamica tendenziale rimane fortemente cedente (-5,2%). Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi, la produzione è in calo rispetto al trimestre precedente (-1,2%) e al 2022 (-4,8%).

In Francia la produzione è in calo rispetto al mese precedente (-0,8%); positiva invece la variazione rispetto al 2022 (+0,5%). Negli ultimi tre mesi il profilo del ciclo è sostanzialmente piatto (-0,9%), mentre il confronto con il 2022 è nullo.

In Spagna l'indice di gennaio è in aumento rispetto al mese precedente (+1%) e allo scorso anno (+0,5%). Nel trimestre novembre-gennaio la produzione aumenta rispetto al periodo precedente (+0,9%) ma resta ancora lievemente al di sotto del livello 2022.

Per il nostro Paese il mese di gennaio segna una leggera recessione (-1,4%); rispetto al 2022 la produzione ha perso il 3,6%. Prendendo in esame



la media dell'ultimo trimestre, l'indice è in lieve calo rispetto al trimestre precedente (-1,1%) e allo scorso anno (-2,5%).

### **Costruzioni: gennaio stabile**

Dopo il lieve aumento di dicembre (0,5% rispetto al mese precedente secondo i dati definitivi), a gennaio l'indice della produzione nelle costruzioni nell'area euro rimane stabile, con un incremento dello 0,5% rispetto al mese precedente; rispetto allo scorso anno la produzione rallenta dell'1% (a parità di giornate lavorative e al netto di fattori stagionali). Nel trimestre novembre 2023-gennaio 2024 l'indice registra un lieve aumento dello 0,3% rispetto ai tre mesi precedenti (a parità di giornate lavorative) e si allinea al livello dello stesso periodo del 2023.

In Germania il mese di gennaio è in aumento (2,9%), mentre rispetto allo scorso anno il confronto è negativo (-4,4%) nel trimestre novembre 2023-gennaio 2024 la produzione segna un calo del 2,7% rispetto al periodo precedente e del 1,6 % rispetto allo scorso anno.

In Francia l'indice di gennaio registra una lieve crescita del 0,2% sul mese precedente il confronto è negativo 0,7% rispetto a gennaio 2023. Nel trimestre novembre 2023-gennaio 2024 l'attività si allinea rispetto al trimestre precedente ed è in calo nel confronto con il 2023 (-0,9%).

In Spagna il primo mese del 2024 segna una crescita rispetto al mese precedente (+1,6%); rispetto allo scorso anno la crescita rimane molto elevata (+11,1%). Ampliando l'osservazione all'ultimo trimestre, l'indicatore registra una crescita del 3,1% rispetto al periodo precedente, mentre la variazione tendenziale è del +9,8%.

Per quanto riguarda l'Italia, l'indice di gennaio si rafforza in misura sensibile rispetto a dicembre (+3,7%); molto positiva anche la dinamica tendenziale (+14%). Nel trimestre novembre 2023-gennaio 2024 l'indicatore è in forte recupero rispetto ai tre mesi precedenti (+5,%) e al 2023 (+12,1%).

### **Vendite al dettaglio invariate a gennaio**

Dopo il calo di dicembre (-0,6% secondo i dati definitivi, che correggono al rialzo i dati preliminari) a gennaio le vendite al dettaglio nell'area euro registrano una sostanziale stabilità (+0,1%). Le vendite di gennaio sono inferiori dell'1,0% a quelle del gennaio 2023. Tra le maggiori economie, solo

Germania e Francia hanno reso noti i dati. In Germania le vendite diminuiscono sia su base mensile (-0,4%) che nel confronto con il 2023 (-1,6%). La Francia registra invece un aumento rispetto a dicembre (+1,2%), ma un calo (-1,1%) rispetto allo scorso anno. Per Italia e Spagna non sono disponibili dati aggiornati.

### **Cresce il settore automotive a febbraio**

A febbraio le vendite di autovetture aumentano del 10% rispetto al 2023, con 883.608 auto vendute nei paesi dell'Unione Europea.

In crescita sono tutti i maggiori mercati: Germania (+11,8%), Italia (+11,7%), Francia (11,2%), Spagna (+8,7%).

La quota di mercato delle auto elettriche (BEV) sale al 9%, con 106.187 unità vendute nel mese; le auto ibride- (HEV) rappresentano il 28,9% del mercato (255.511 vetture vendute); ibride plug-in-PHEV (11,6%). Le auto a benzina restano comunque leader di mercato con una quota del 35,5%, in calo di un punto da febbraio 2023 (36,9%). Infine, prosegue il ridimensionamento delle auto diesel, con una quota di mercato scesa al 12,9%, dal 15 % di febbraio 2023.

### **Stellantis meglio della media**

Anche il gruppo Stellantis apre positivamente. A febbraio sul mercato europeo (UE più EFTA e UK) Stellantis ha venduto 185.897 vetture, con un incremento del 18,7%, superiore alla media. La quota di mercato di Stellantis risale al 18%. Più in dettaglio, a febbraio sono state vendute 58.080 vetture con marchio Peugeot (+15,4% rispetto al 2023), 34.191 Opel (+17,4%), 36.663 Citroen (+23,6%), FIAT 34.003 (+1,6%) e 11.260 Jeep (+19,0%); per la prima volta in assoluto dalla nascita di Stellantis il marchio Citroen supera il marchio FIAT.

Tra le altre case automobilistiche, bene soprattutto BMW (+19,3%), Toyota (+11,1%). In flessione Volkswagen (-2,1%), Renault (-2,8%), Ford (-11,4%) e soprattutto Mercedes (-6,2%), sostanzialmente stabile Hyundai (+2,3%). Prosegue il boom di Tesla, che a febbraio 2024 ha quasi raddoppiato le vendite rispetto al 2023, con oltre 28.000 auto immesse sul mercato. La Volkswagen resta il principale player europeo, con una quota di mercato del 25,7%, 7 punti superiore a quella dell'inseguitore più prossimo, Stellantis. Al terzo posto Renault (9,7%), incalzata da Hyundai, Toyota e BMW.

### **Migliora il clima di fiducia a marzo**

A febbraio l'indice Economic Sentiment (ESI), un indicatore composito calcolato su settori produttivi e consumatori, migliora lievemente rispetto alla rilevazione del mese precedente (+0,7%) restando al di sotto della media di lungo periodo. Stabili le attese sull'occupazione (Employment Expectations Indicator-EEI), che restano tuttavia al di sopra della media. Le aspettative sono stabili nella manifattura e nel commercio al dettaglio; peggiorano nelle costruzioni e soprattutto, in misura piuttosto marcata, nei servizi. Si consolida la fiducia dei consumatori.

Tra le principali economie, l'indicatore peggiora Olanda e Spagna; migliora in Francia, Italia e Germania, sostanzialmente stabile in Polonia.

## ECONOMIA ITALIANA

PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI		VENDITE AL DETTAGLIO		NUOVE VETTURE		FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE	
-3,4%	gen 24/23	14,8%	gen 24/23	2,4%	feb 24/23	-3,7%	mar 24/23	-4,6%	gen 24/23
FIDUCIA CONSUMATORI		FIDUCIA IMPRESE		ESPORTAZIONI		TASSO DISOCCUPAZIONE		TASSO DISOCC. 25-34 anni	
↓	mar 2024	↑	mar 2024	-0,2%	dic 23/22	7,5%	feb 2024	10,3%	gen 2024

- ▶ L'economia italiana regge nonostante le incognite.
- ▶ Varato il DEF senza quadro programmatico.
- ▶ Le previsioni di crescita del Governo sono troppo ottimistiche?

### In breve...

Prosegue la fase di sostanziale tenuta dell'economia italiana. Dopo un lungo periodo di difficoltà, il settore manifatturiero italiano finalmente tira un sospiro di sollievo. L'indice PMI di marzo ha registrato la prima, lieve, espansione dell'attività manifatturiera da un anno; l'occupazione è in aumento, ma non dappertutto. Il leggero rallentamento delle esportazioni è ascrivibile soprattutto alla crisi economica della Germania e alle tensioni geopolitiche sui teatri di guerra in Europa e Medio Oriente. Tuttavia, l'ottimismo non è completamente giustificato. Le incognite sono molte, dalla difficoltà a spendere effettivamente i soldi del PNRR, all'impatto disastroso del Superbonus sui conti pubblici e alla procedura per deficit eccessivo che sarà aperta dalla Commissione Europea ai danni del nostro Paese.

Il Governo ha varato il Documento di Economia e Finanza (DEF) con il solo quadro tendenziale, cioè la situazione dei conti a politiche invariate, senza le nuove misure che potrebbero essere messe a terra. Una scelta prudente, che permette all'esecutivo di non esporsi e affrontare l'ulteriore problema della procedura per deficit eccessivo, ormai quasi certa. Nel concreto, oltre a dover rifinanziare le misure introdotte con l'ultima legge di bilancio, dalla conferma del taglio del cuneo fiscale al primo modulo della riforma dell'Irpef con la riduzione a 3 aliquote, alle tante spese indifferibili per un totale stimato in circa 20 miliardi di euro, il Governo dovrà prevedere una correzione dei conti dello 0,5% annuo, all'incirca 14 miliardi. Sbilanciarsi ora con misure specifiche esporrebbe il Governo al rischio di dover poi fare magari marcia indietro ed è la cosa che si cerca di evitare, come si vogliono evitare annunci di possibili nuovi tagli a pochi mesi dal voto per le europee.

Secondo le previsioni del Governo, la crescita quest'anno si fermerà all'1%, in ribasso di due decimali rispetto a quanto indicato dalla NADEF dello scorso autunno. A risalire però sarà il debito che quest'anno si attesterà al 137,8% del PIL, mezzo punto sopra il dato del 2023 certificato dall'Istat. La dinamica del debito tenderà al rialzo anche negli anni successivi, a causa dei 219 miliardi di crediti del Superbonus: al 138,9% nel 2025 e al 139,8 nel 2026. Solo nel 2027 si prevede una leggera flessione al 139,6%.

Le altre stime di crescita per l'Italia sono decisamente più prudenti di quel-

le del Governo. Secondo Prometeia sono la crescita italiana dovrebbe non superare lo 0,7% nel 2024, lo 0,9% nel 2025 e lo 0,7% nel 2026. Il ritardo del legislatore su decreti attuativi di Industria 5.0, unito al permanere di alti tassi di interesse, inoltre, sarà responsabile di un calo degli investimenti nel prossimo biennio. In aumento, invece le esportazioni: +2,8% nel 2024 e +3,0% nel 2025. Secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche della Banca d'Italia, nel triennio 2024-2026, la crescita del PIL italiano sarà dello 0,6% nel 2024, dell'1% nel 2025 e dell'1,2% nel 2026. L'inflazione, invece, dovrebbe diminuire all'1,3% nel 2024 per poi risalire leggermente all'1,7% nel biennio successivo.

Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (var % su anno precedente)

	2023	2024	2025	2026
PIL	1,0	0,6	1,0	1,2
Consumi delle famiglie	1,2	0,1	1,3	1,3
Investimenti fissi lordi	4,9	1,3	0	0,3
Esportazioni	0,5	2,2	2,9	3,1
Prezzi al consumo	5,9	1,3	1,7	1,7
Tasso di disoccupazione	7,6	7,5	7,5	7,4

Fonte: Banca d'Italia, aprile 2024

### Produzione Industriale ancora in calo a gennaio

A gennaio 2024 l'indice destagionalizzato della produzione industriale diminuisce dell'1,2% rispetto a dicembre. Nella media del trimestre novembre-gennaio si registra un calo del livello della produzione dello 0,9% rispetto ai tre mesi precedenti. L'indice destagionalizzato mensile mostra un aumento congiunturale solo per l'energia (+2,5%); viceversa, si osservano flessioni per i beni di consumo (-2,0%) e per i beni strumentali (-3,6%), mentre i beni intermedi risultano stabili.

### In aumento solo l'energia

Al netto degli effetti di calendario, a gennaio 2024 l'indice complessivo diminuisce in termini tendenziali del 3,4% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 22 contro i 21 di gennaio 2023). Si registra un lieve incremento tendenziale solo per l'energia (+0,4%); calano, invece, i beni intermedi (-2,5%) e in misura più accentuata i beni strumentali (-4,9%) e i beni di consumo (-5,4%). Gli unici settori di attività economica in crescita tendenziale sono la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+2,0%), la fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (+1,1%) e le industrie alimentari, bevande e tabacco (+0,6%). Le flessioni più ampie si registrano nella produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (-15,2%), nell'attività estrattiva (-9,9%) e nell'industria del legno, della carta e della stampa (-8,0%).

### Indagine rapida del CSC: prudenti le attese delle aziende di Confindustria

Secondo l'Indagine rapida del Centro Studi Confindustria (CSC), il 47,5% del campione delle grandi imprese industriali associate a Confindustria ritiene che a marzo la produzione resterà stabile. Nella restante parte del campione è più alta la quota di imprese che vedono un miglioramento

del livello di produzione rispetto a quelle che ne prospettano una contrazione. (rispettivamente, 41,3% e 11,2%). Un ulteriore segnale positivo è che nessuna delle imprese incluse nel campione ha segnalato una riduzione significativa della produzione, così come già registrato nella rilevazione di febbraio. Se si guarda alla dinamica trimestrale, le imprese sono diventate più ottimiste: nel primo trimestre 2024, infatti, rispetto all'ultimo quarto del 2023, è calata di 22,7 punti percentuali la quota di imprese che prospettavano una contrazione della produzione, mentre è aumentata di 11,3 punti la percentuale di imprese che vedono un miglioramento. Secondo le grandi imprese di Confindustria, la dinamica di domanda e ordini continuerà ad essere il principale fattore di traino della produzione. Tuttavia, rispetto alla rilevazione del mese scorso, il saldo delle attese diminuisce in modo rilevante, passando da 10,8% a febbraio, a 5,5% a marzo.

Le aspettative delle imprese del campione rispetto ai costi di produzione, invece, migliorano. Il saldo tra la quota di imprese che riportano una riduzione e quelle che ne segnalano un aumento va a -0,6%, da -8,5% di febbraio. Il dato relativo alla disponibilità di manodopera rimane negativo (-1,7%), non discostandosi molto dai valori dei due mesi precedenti (-1,8% a gennaio e -2,3% a febbraio). Il saldo, tuttavia, resta ancora lontano dai valori di inizio serie (-7,2% a marzo 2023). Più favorevole, invece, il saldo tra la quota di imprese che hanno riportato un miglioramento delle condizioni finanziarie e quella di chi ha riportato un peggioramento, pur rimanendo in territorio negativo (-0,1%).

Negativi anche i saldi relativi a disponibilità di materiali (-1,6%) e disponibilità di impianti (-1,4%). A marzo, quest'ultimo ha raggiunto il picco minimo dall'inizio dell'indagine alle grandi imprese industriali di Confindustria.

### **Cala l'export verso Francia e Germania**

A gennaio 2024 si stima una riduzione congiunturale delle esportazioni (-3,2%), più ampia per i mercati extra-UE (-4,0%) rispetto all'area UE (-2,4%). Nel trimestre novembre 2023-gennaio 2024, l'export si riduce dell'1,6%, su base trimestrale mentre su base annua il calo è dello 0,2% (in volume, si riduce dell'1,8%). La lieve flessione delle esportazioni in termini monetari riguarda i soli mercati extra-UE (-0,4%), mentre l'export verso i mercati UE risulta stazionario. Su base annua, tra i settori che più contribuiscono a fre-



nare l'export nazionale si segnalano articoli farmaceutici, chimico-medicali e botanici (-15,0%) e metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (-7,9%). All'opposto, i contributi positivi maggiori derivano dall'aumento delle esportazioni di prodotti alimentari, bevande e tabacco (+14,0%), macchinari e apparecchi non classificati altrove (n.c.a.) (+6,2%), articoli di abbigliamento, anche in pelle e in pelliccia (+17,0%), articoli sportivi, giochi, strumenti musicali, preziosi, strumenti medici e altri prodotti n.c.a. (+15,7%) e autoveicoli (+12,9%). Su base annua, la Cina (-46,1%) è il paese che fornisce il contributo negativo maggiore all'export nazionale. Flettono anche le esportazioni verso Germania (-2,9%) e Francia (-3,5%) mentre crescono quelle verso Stati Uniti (+14,5%), paesi OPEC (+26,3%) e Spagna (+9,2%). La stima del saldo commerciale a gennaio 2024 è pari a +2.655 milioni di euro (era -4.236 milioni a gennaio 2023). Il deficit energetico (-4.233 milioni) è in forte riduzione rispetto a un anno prima (-7.760 milioni). L'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici sale da 3.524 milioni di gennaio 2023 a 6.888 milioni di gennaio 2024.

### **Resta alta l'edilizia**

A gennaio 2024 l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni cresce del 3,7% rispetto a dicembre. Nella media del trimestre novembre 2023 – gennaio 2024 la produzione nelle costruzioni aumenta del 4,9% nel confronto con il trimestre precedente. Su base tendenziale, l'indice grezzo registra un incremento del 18,8%, mentre l'indice corretto per gli effetti di calendario cresce del 14,8% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 22 contro i 21 di gennaio 2023).

### **Commercio al dettaglio in crescita...**

A febbraio 2024 le vendite al dettaglio registrano una crescita congiunturale dello 0,1% sia in valore che in volume. Sono in lieve aumento sia le vendite dei beni alimentari (+0,1% in valore e in volume) sia quelle dei beni non alimentari (+0,2% in valore e in volume). Nel trimestre dicembre 2023 – febbraio 2024, in termini congiunturali, le vendite al dettaglio aumentano in valore (+0,1%) e subiscono una flessione in volume (-0,3%). Le vendite dei beni alimentari sono stazionarie in valore e diminuiscono in volume (-0,7%) mentre le vendite dei beni non alimentari registrano un aumento in valore (+0,2%) e un lieve calo in volume (-0,1%).

### **...con variazioni tendenziali eterogenee tra i gruppi di prodotti**

Su base tendenziale, a febbraio 2024, le vendite al dettaglio aumentano del 2,4% in valore e registrano un aumento in volume dello 0,3%. Le vendite dei beni alimentari crescono del 3,9% in valore e dello 0,4% in volume; un andamento analogo si osserva per quelle dei beni non alimentari (rispettivamente +1,1% in valore e +0,5% in volume). Per quanto riguarda i beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali eterogenee tra i gruppi di prodotti. L'aumento maggiore riguarda i prodotti di profumeria, cura della persona (+7,7%), mentre registrano il calo più consistente dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (-1,8%). Rispetto a febbraio 2023, il valore delle vendite al dettaglio è in crescita per la grande distribuzione (+4,0%), le imprese operanti su piccole superfici (+1,0%) e le vendite al di fuori dei negozi (+1,6%) mentre il commercio elettronico è in calo (-0,5%).

### **Mercato auto in calo, aspettando gli incentivi**

A marzo 2024, il mercato italiano dell'auto totalizza 162.083 immatricolazioni (-3,7%), contro le 168.324 registrate a marzo 2023. Nel primo trimestre del 2024 i volumi complessivi si attestano a 451.261 unità, con una crescita del 5,7% rispetto a gennaio-marzo 2023. A pesare è soprattutto l'effetto atteso degli incentivi previsti nei prossimi mesi: il rallentamento riguarda infatti, soprattutto le immatricolazioni di auto ricaricabili (BEV e PHEV) e, in particolare delle elettriche (BEV), le cui vendite calano del 34,4% a marzo e del 18,5% nel trimestre.

### **Si riducono finanziamenti alle imprese**

A febbraio 2024 i finanziamenti alle imprese diminuiscono dello 0,1% rispetto al mese di gennaio e del 4,6% rispetto a febbraio 2023. Il rapporto tra sofferenze e prestiti resta stabile al 3,02%. Infine, i depositi totali restano stabili su base mensile e aumentano del 3,8% su base annuale.

### **Inversione di tendenza per la fiducia dei consumatori, che scende**

A marzo 2024 l'indice di fiducia dei consumatori subisce una battuta d'arresto interrompendo la crescita degli ultimi quattro mesi: l'indicatore diminuisce riportandosi sul livello dello scorso gennaio. Il calo dell'indice è influenzato principalmente dal peggioramento sia delle valutazioni sul quadro economico familiare (compresi i giudizi sul bilancio familiare) sia di quelle sull'opportunità all'acquisto di beni durevoli nella fase attuale.

### **Prudenti ma positive le attese delle imprese**

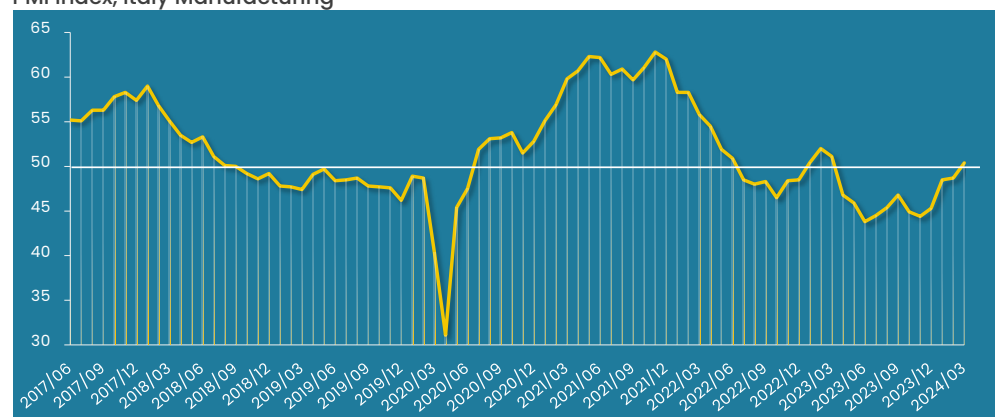
Dopo il calo registrato lo scorso febbraio, a marzo 2024 il clima di fiducia delle imprese torna ad aumentare rimanendo comunque al di sotto della quota raggiunta a gennaio 2024. L'aumento dell'indicatore complessivo rappresenta un diffuso miglioramento della fiducia in tutti i comparti economici indagati. L'indice di fiducia aumenta in tutti e quattro i comparti economici indagati, seppur con intensità diverse: nelle costruzioni e, soprattutto, nel commercio al dettaglio si registrano gli aumenti più consistenti; nella manifattura e nei servizi si stima una crescita più contenuta). Quanto alle componenti degli indici di fiducia dei comparti economici, nella manifattura tutte le componenti sono in miglioramento; nelle costruzioni giudizi sul livello degli ordini e/o piani di costruzione sostanzialmente stabili rispetto al mese scorso si uniscono ad attese sull'occupazione presso l'azienda in deciso aumento. Passando al comparto dei servizi di mercato, si osserva un aumento di tutte le componenti ad eccezione delle attese sugli ordini che sono riviste in diminuzione. Con riferimento al commercio al dettaglio, tutte le variabili registrano una dinamica positiva; si segnala che l'indice di fiducia aumenta nella grande distribuzione. In base ai giudizi forniti dagli imprenditori del comparto manifatturiero sui fattori negativi che condizionano l'export (variabili rilevate trimestralmente), nel primo trimestre 2024 si stima un lieve aumento della percentuale di imprese con difficoltà nell'export.

### **Indice PMI primo miglioramento in un anno**

L'Indice HCOB PMI® (Purchasing Managers' Index TM) sul Settore Manifatturiero Italiano, a marzo ha raggiunto 50,4, in salita da 48,7 di febbraio.

Malgrado il tasso di miglioramento sia stato solo marginale, tale risultato segna la prima volta in un anno che il PMI ha raggiunto un valore superiore alla soglia di 50.0. Il rafforzamento delle condizioni operative è stato il risultato della rinnovata crescita della produzione e dei nuovi ordini, così come della crescita delle assunzioni. La pressione al ribasso dell'indice principale di marzo arriva solo dalla giacenza degli acquisti, con le aziende che hanno continuato a ridurre le rimanenze delle materie prime e dei semilavorati.

PMI Index, Italy Manufacturing



Fonte: Markit Economics

### Crescono gli occupati, ma non le donne

A febbraio 2024, rispetto al mese precedente, aumentano gli occupati e i disoccupati, mentre diminuiscono gli inattivi. L'occupazione cresce (+0,2%, pari a +41.000 unità) tra gli uomini, i maggiori di 24 anni e i dipendenti permanenti; cala invece tra le donne, i 15-24enni, i dipendenti a termine e gli autonomi. Il tasso di occupazione sale al 61,9% (+0,1 punti).

### Aumentano i disoccupati

L'aumento del numero di persone in cerca di lavoro (+2,5%, pari a +46.000 unità) interessa entrambi i generi e ogni classe d'età. Il tasso di disoccupazione totale sale al 7,5% (+0,2 punti), quello giovanile al 22,8% (+0,7 punti). La diminuzione del numero di inattivi (-0,5%, pari a -65.000 unità, tra i 15 e i 64 anni) si osserva sia per gli uomini sia per le donne e tutte le classi d'età, ad eccezione dei 15-24enni tra i quali l'inattività cresce. Il tasso di inattività scende al 33,0% (-0,2 punti).

## MATERIE PRIME

NICKEL		CRUDE OIL AVERAGE		ALLUMINIO		MINERALE DI FERRO	
\$/Mt		\$/Bbl		\$/Mt		\$/Dmtu	
6,7%	mar/feb 24	3,7%	mar/feb 24	2,1%	mar/feb 24	-11,7%	mar/feb 24
RAME		GOMMA NATUR. TSR20		CACAO		ZUCCHERO	
\$/Mt		\$/Mt		\$/kg		\$/kg	
4,6%	mar/feb 24	5,8%	mar/feb 24	27,6%	mar/feb 24	-5,3%	mar/feb 24

- ▶ La tensione in Medio Oriente influenza i mercati petroliferi.
- ▶ Volatili i metalli industriali.
- ▶ Cala l'acciaio, aumentano plastiche e gomma naturale.

The Economist commodity – price Index (valori %)

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
<b>Dollar Index</b>			<b>Sterling Index</b>		
All Items	5,7	0,8	All Items	6,6	-1,2
Food	8,7	2,2	<b>Euro Index</b>		
Industrials			All Items	6,3	1,3
<i>All</i>	2,9	-0,6	<b>Gold</b>		
<i>Non food gricultural</i>	2,1	10,2	\$ per oz	8,5	17,1
<i>Metals</i>	3,1	-3,5	<b>West Texas Intermediate</b>		
			\$ per barrel	8,9	5,0

Fonte: The Economist, 2-9 Aprile 2024.

L'incertezza crescente sui teatri di guerra in Medio Oriente alimenta il trend rialzista già in atto da alcuni mesi. L'escalation di tensione tra Israele e Iran non fa che aumentare il rischio di ulteriori apprezzamenti: l'oro ha raggiunto il record storico, il petrolio sfiora di nuovo i 90 dollari al barile, la volatilità è alle stelle. Per non parlare della speculazione finanziaria, con gli hedge fund tornati a scommettere su rincari delle materie prime e sempre più esposti al rialzo in particolare su oro e petrolio.

Le bollette del gas, che lentamente erano tornate a normalità, saranno leggermente al rialzo nelle prossime settimane. Simile andamento è atteso anche per quelle dell'elettricità, perché questa si fa soprattutto con il gas. Le tensioni dell'energia non aiutano il calo del tasso di inflazione e questo potrà essere sfruttato dalle banche centrali per ritardare quel taglio dei tassi di interesse che tutte le borse danno per scontato da mesi.

### Massima volatilità per i metalli industriali

Il listino degli "industriali" nel mese di marzo ha registrato una spiccata variabilità in tutti i suoi elementi: le escursioni più rilevanti hanno interessato rame, nickel e alluminio. Il rame ha superato la soglia dei 9.000 dollari a 3 mesi, cosa che non accadeva dal gennaio 2023, il nickel quella dei 18.000 e l'alluminio varcare la linea dei 2.300 dollari, tutte riferite alle scadenze LME 3 mesi. Un quadro a dir poco positivo, considerando la riproposizione di valori che non si vedevano da tempo a Londra. La situazione appena

descritta è stata, comunque, di breve durata e fino al termine della seconda settimana di marzo perché, dopo la metà del mese le cose sono mutate sensibilmente. Il rame ha percorso a ritroso la linea ascensionale del prezzo di borsa, ricollocandosi in un'area mediana tra i valori massimi precedentemente accennati e quelli minimi di inizio mese. Il nickel invece, dopo il massimo relativo, si è nuovamente riposizionato agli stessi livelli visti a cavallo tra febbraio e marzo. L'alluminio è risultato invece il solo metallo del listino a mantenere l'indirizzo rialzista per l'intero periodo. Nel complesso l'indice LMEX che rileva nel suo insieme le variazioni dei prezzi degli "industriali" ha registrato nel mese di marzo un incremento di 3 punti percentuali.

### **Prezzi in calo per gli acciai**

Il mese di marzo ha rappresentato un punto di svolta per i semilavorati di acciaio al carbonio. La ridotta propensione ai consumi di "piani" e "lunghi" da parte dei comparti industriali di pertinenza, infatti, ha indotto i principali attori della filiera siderurgica a rivedere al ribasso i prezzi di tutti gli allestimenti sul mercato italiano e in quello continentale nella zona ovest. I coil sono scesi in maniera significativa, in modo particolare il laminato a caldo (HRC), meno 11,5% rispetto a febbraio, importanti anche le diminuzioni del laminato a freddo (CRC), sceso del 6% e del "galvanizzato" (HDG), con l'8% di calo. La domanda sempre contratta di semilavorati "lunghi" si è evidenziata in modo importante sul tondino per le armature (rebar), meno 10% nelle ultime quattro settimane e in misura minore per la vergella, in discesa di 4 punti percentuali.

### **In aumento plastiche e gomma naturale**

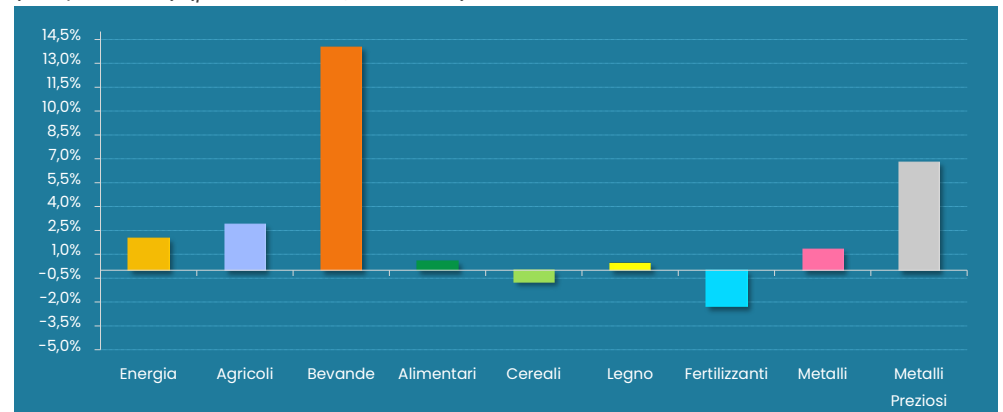
L'aumento del benzene è proseguito con forte intensità anche a marzo con un incremento del 21% rispetto a febbraio, condizionando in modo significativo il valore dello stirene che in raffronto al riferimento precedente ha subito una crescita del 14,3%, con ricadute dirette sia sulla definizione della quotazione dell'ABS, salito del 5%, che del polistirolo (EPS), assoggettato ad un adeguamento rialzista del 9% su base quattro settimane. La sostanziale stabilità del paraxilene, con una variabilità del +0,5%, ha contribuito a contenere al 2,7% l'aumento mensile del PET, mentre l'incremen-



to di 2,5 punti percentuali dell'etilene rispetto a febbraio, non ha prodotto conseguenze importanti sul riferimento di mercato del PVC, con lo 0,9% di crescita mensile.

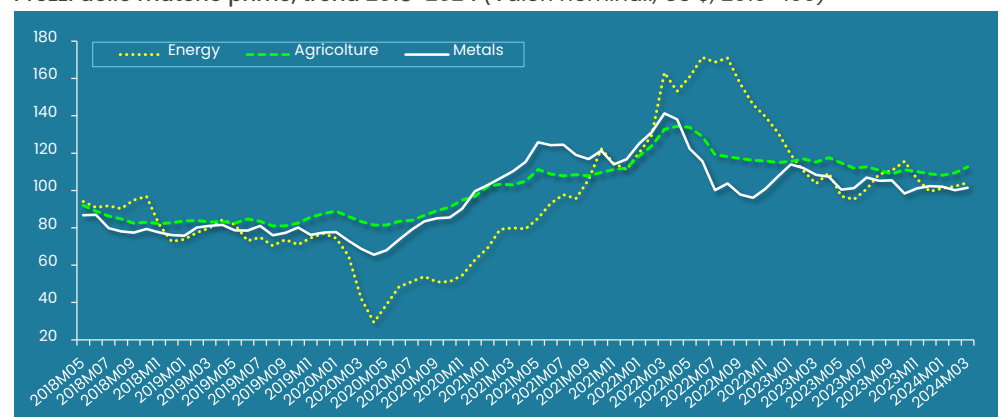
La quotazione in dollari della gomma naturale, alla borsa SGX di Singapore, nel mese di marzo ha registrato un ulteriore incremento del 13%, con il valore parametrato all'euro muoversi nella stessa entità, vista la stabilità del rapporto di cambio tra le due valute nel periodo di comparazione. La quotazione di borsa della gomma naturale e riferita al dollaro, ha registrato un picco rilevante nel corso della terza settimana di marzo, tanto da risultare addirittura superiore al massimo fatto segnare precedentemente nel febbraio 2022. Il valore in euro della gomma ha anche riportato un rialzo complessivo del 18,91% in relazione al dato statistico della quotazione ponderata su base ultime quattro settimane.

Variazione % dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente (mar/feb 2024) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World Bank.

Prezzi delle materie prime, trend 2018-2024 (Valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati World Bank.

Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la newsletter settimanale MetalWeek. Per i prezzi di prodotti specifici è inoltre possibile contattare direttamente il Centro Studi.

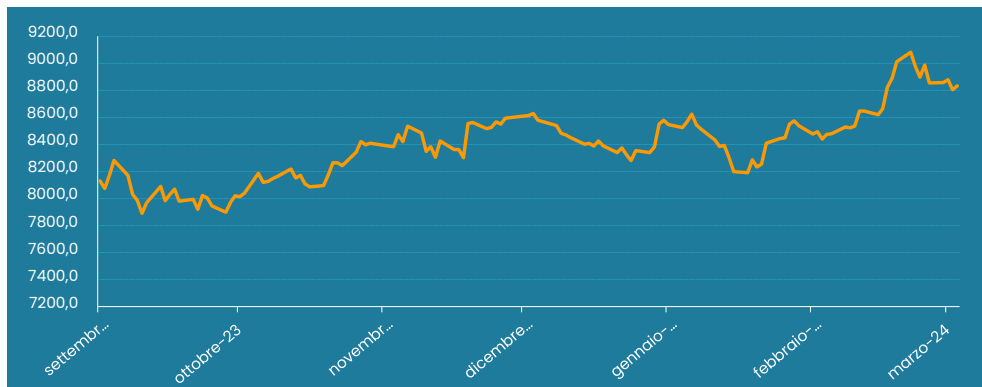
Contatti:  
studi@ui.torino.it  
tel. 0115718502

## I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia prima	Unità misura	Prezzo in \$ feb 2024	Prezzo in \$ mar 2024	var. %
Aluminum	(\$/mt)	2179,46	2226,16	2,1%
Banana, Europe	(\$/kg)	1,07	1,08	1,5%
Banana, US	(\$/kg)	1,57	1,64	4,2%
Beef	(\$/kg)	5,19	5,54	6,6%
Chicken	(\$/kg)	1,52	1,53	0,8%
Coal, Australian	(\$/mt)	124,22	131,49	5,9%
Coal, South African	(\$/mt)	105,19	104,84	-0,3%
Cocoa	(\$/kg)	5,56	7,09	27,6%
Coconut oil	(\$/mt)	1171,58	1287,86	9,9%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	4,60	4,61	0,0%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	3,38	3,66	8,2%
Copper	(\$/mt)	8304,95	8689,13	4,6%
Cotton, A Index	(\$/kg)	2,20	2,20	0,1%
Crude oil, average	(\$/bbl)	80,55	83,55	3,7%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	83,76	85,45	2,0%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	81,18	84,70	4,3%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	76,70	80,49	4,9%
DAP	(\$/mt)	583,81	617,50	5,8%
Fish meal	(\$/mt)	1731,46	1725,23	-0,4%
Gold	(\$/troy oz)	2023,24	2158,01	6,7%
Groundnut oil	(\$/mt)	1809,43	1821,63	3,4%
Groundnuts	(\$/mt)	2025,00	1950,00	-3,7%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	124,39	109,79	-11,7%
Lead	(\$/mt)	2079,83	2056,20	-1,1%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	13,64	13,54	-0,8%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	377,72	380,42	0,7%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	199,13	198,79	-0,2%
Maize	(\$/mt)	189,13	190,57	0,8%
Natural gas index	(2010=100)	68,88	68,05	-1,2%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	8,15	8,55	5,0%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	1,72	1,50	-12,9%
Nickel	(\$/mt)	16338,46	17438,83	6,7%
Orange	(\$/kg)	1,95	1,92	-1,7%
Palm kernel oil	(\$/mt)	1034,17	1176,90	13,8%
Palm oil	(\$/mt)	856,93	942,92	10,0%
Phosphate rock	(\$/mt)	152,50	152,50	0,0%
Platinum	(\$/troy oz)	894,29	908,75	1,6%
Plywood	(cents/sheet)	365,25	364,62	-0,2%
Potassium chloride	(\$/mt)	289,38	300,50	3,8%
Rapeseed oil	(\$/mt)	962,71	1029,01	6,9%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	594,00	584,00	-1,7%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	624,00	613,00	-1,8%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	619,90	607,72	-2,0%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	614,26	585,43	-4,7%
Rubber, RSS3	(\$/kg)	2,02	2,39	18,1%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,56	1,65	5,8%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	605,22	609,00	0,6%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	688,39	692,70	0,6%
Silver	(\$/troy oz)	22,66	24,52	8,2%
Soybean meal	(\$/mt)	457,08	441,29	-3,5%
Soybean oil	(\$/mt)	911,90	964,95	5,8%
Soybeans	(\$/mt)	519,75	487,49	-6,2%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,35	0,35	0,7%
Sugar, US	(\$/kg)	0,92	0,88	-3,8%
Sugar, world	(\$/kg)	0,50	0,48	-5,3%
Sunflower oil	(\$/mt)	925,08	950,93	2,8%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,71	2,69	-0,8%
Tea, Colombo	(\$/kg)	4,27	4,33	1,4%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	1,62	1,57	-3,1%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,23	2,15	-3,4%
Tin	(\$/mt)	26104,10	27450,46	5,2%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4550,99	4558,81	0,2%
TSP	(\$/mt)	454,38	449,00	-1,2%
Urea	(\$/mt)	351,25	330,00	-6,0%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	278,50	274,83	-1,3%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	246,16	228,49	-7,2%
Zinc	(\$/mt)	2360,09	2461,04	4,3%

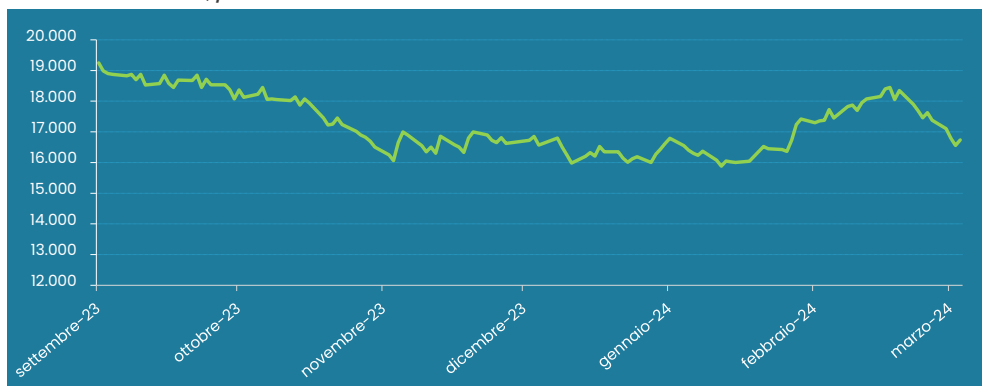
Fonte: World Bank.

Rame LME 3 mesi \$/ton



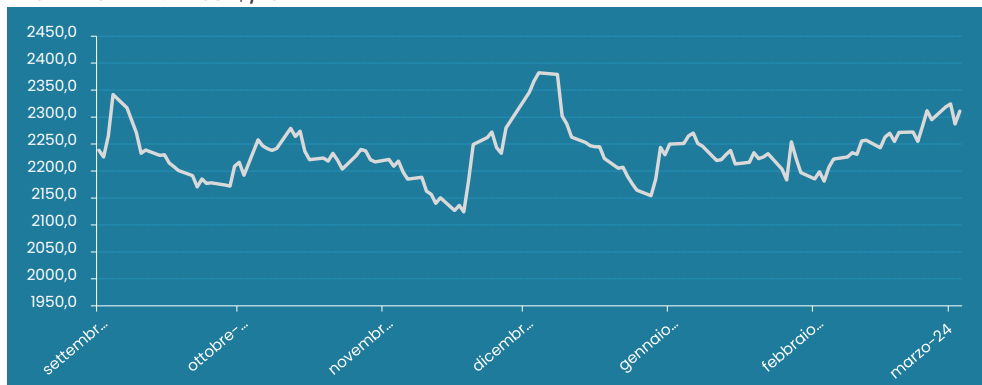
Fonte: MetalWeek.

Nichel LME 3 mesi \$/ton



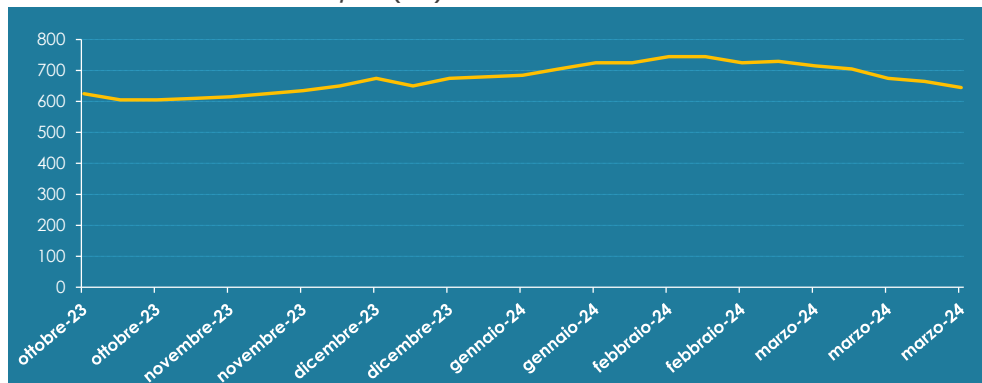
Fonte: MetalWeek.

Alluminio LME 3 mesi \$/ton



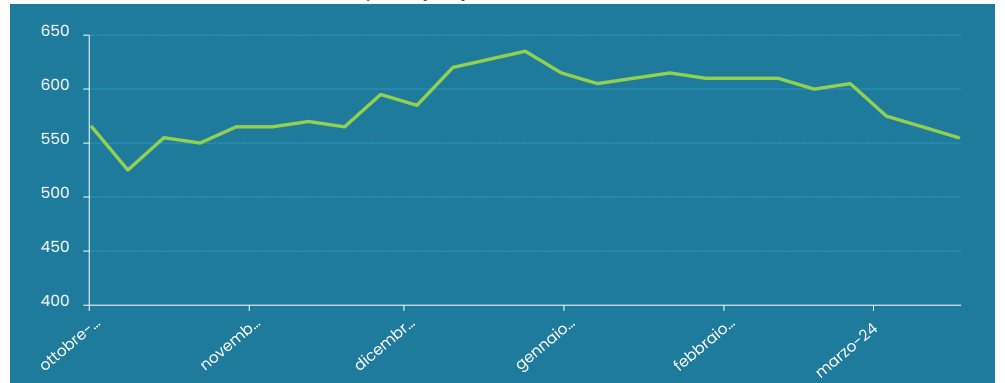
Fonte: MetalWeek.

Acciaio hrc mercato italia euro/ton (EW)



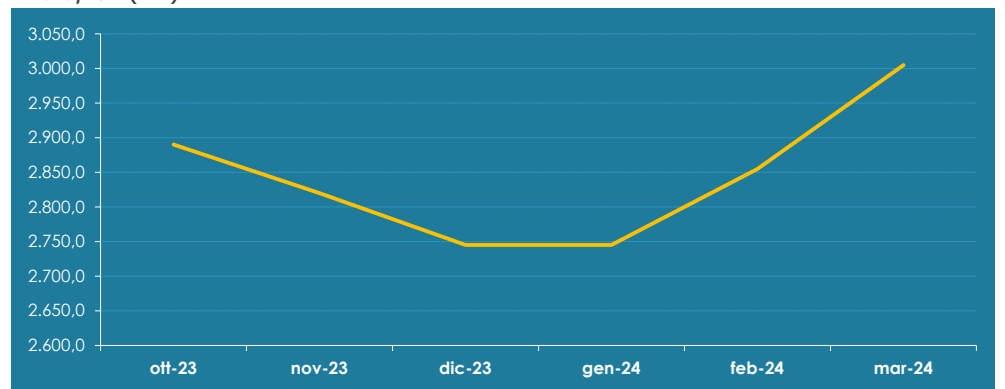
Fonte: MetalWeek.

Acciaio rebar mercato italia euro/ton (EW)



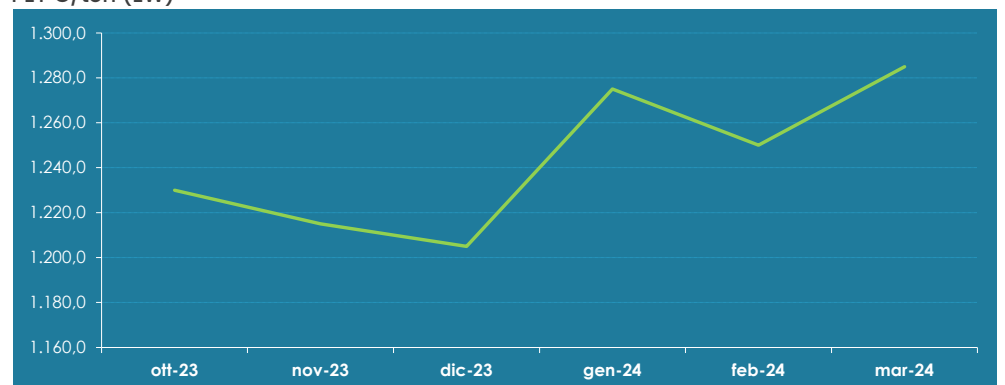
Fonte: MetalWeek.

ABS €/ton (EW)



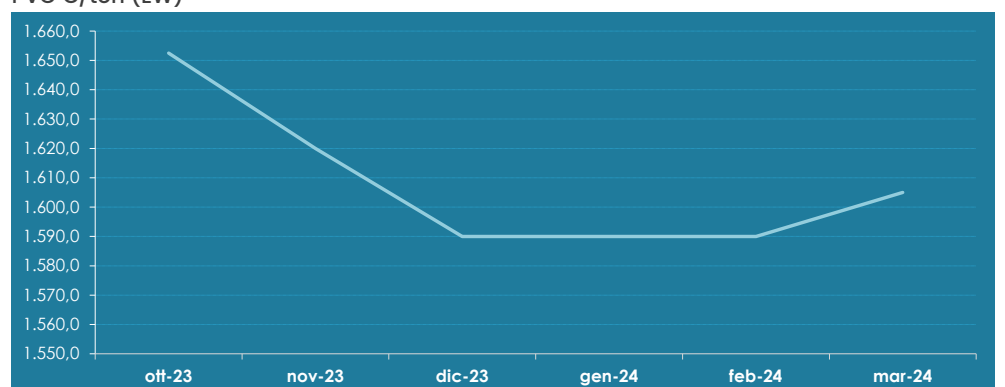
Fonte: MetalWeek.

PET €/ton (EW)



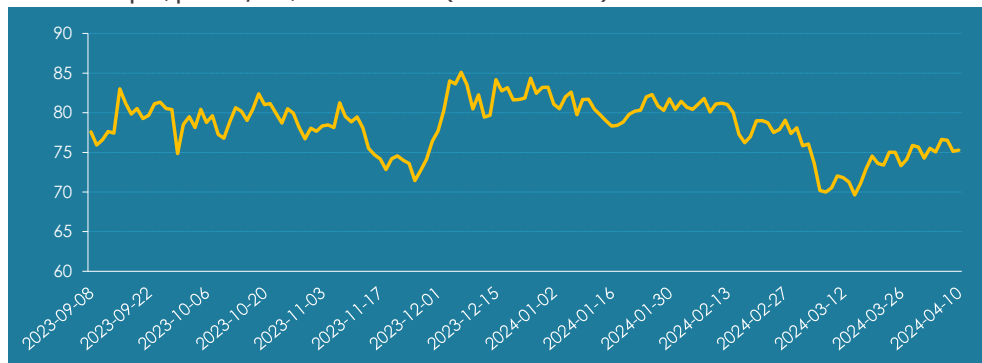
Fonte: MetalWeek.

PVC €/ton (EW)



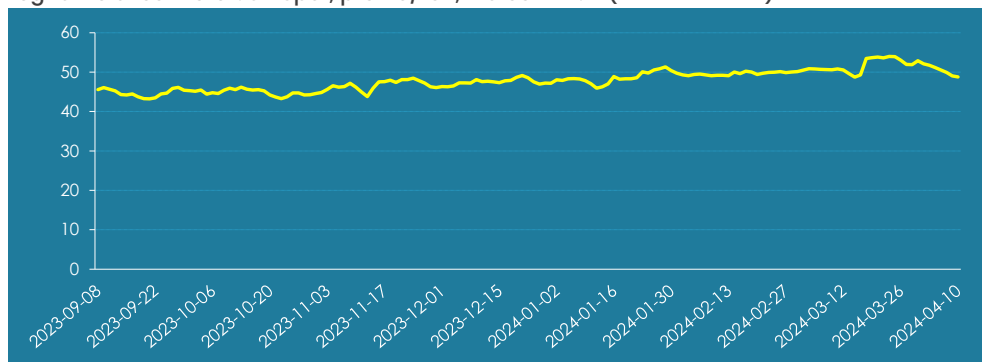
Fonte: MetalWeek.

Frumento Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



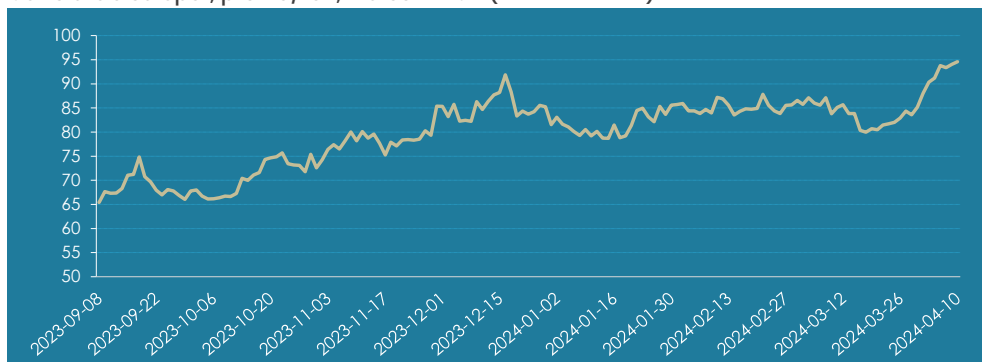
Fonte: MetalWeek.

Legname di conifere USA Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



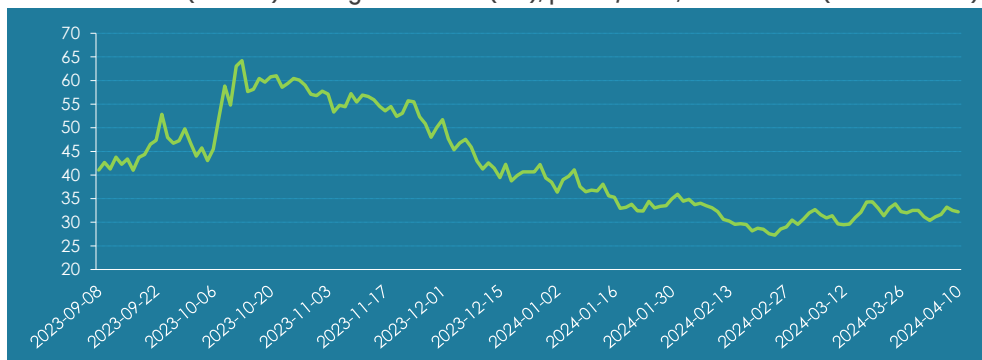
Fonte: MetalWeek.

Caffè arabica Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



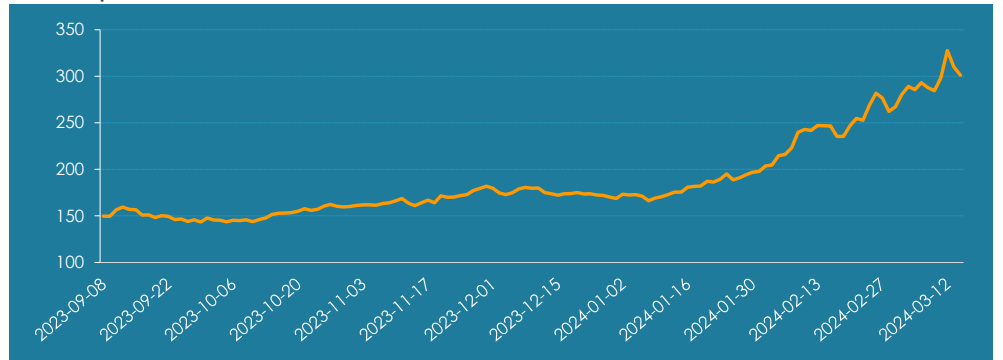
Fonte: MetalWeek.

Gas Naturale TTF (Olanda) consegna a 1 mese (ICE), prezzo/MWh, Indice in EUR (2022-01 = 100)



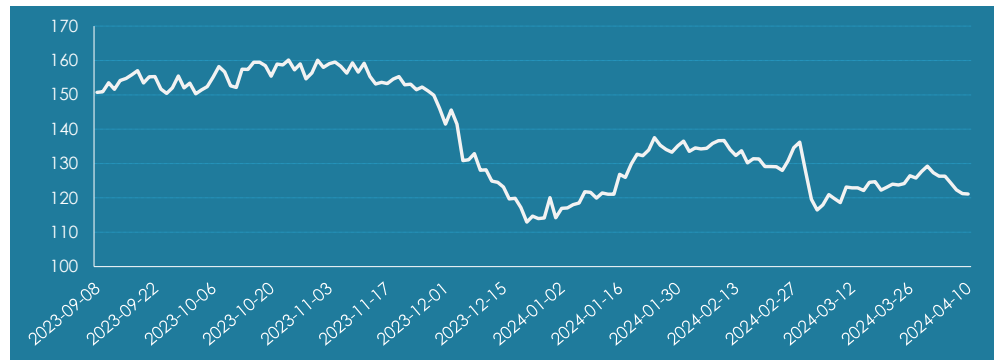
Fonte: MetalWeek.

Cacao Spot (ICE), Indice in EUR (2022-01 = 100)



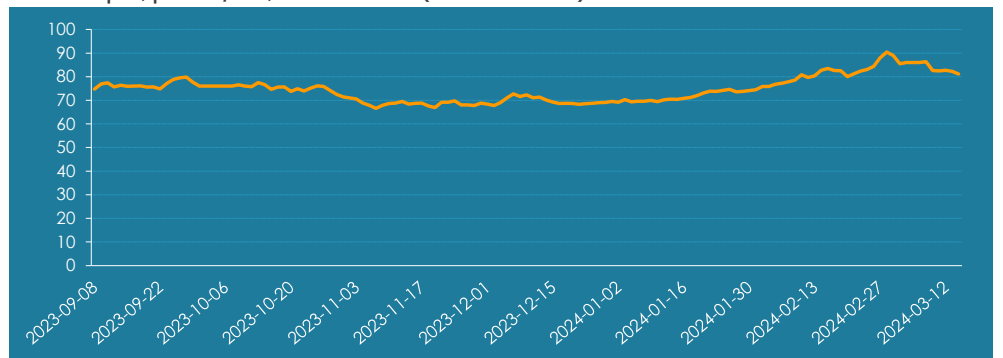
Fonte: MetalWeek.

Zucchero grezzo 11 Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



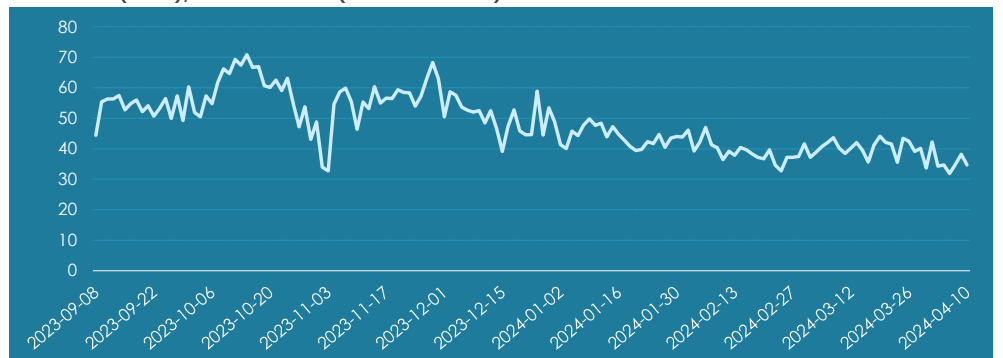
Fonte: MetalWeek.

Cotone Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



Fonte: MetalWeek.

PUN Italia (GME), Indice in EUR (2022-01 = 100)



Fonte: MetalWeek.

## VALUTE



- ▶ La coppia EUR/USD registra un calo nei mesi di marzo/aprile.
- ▶ Yen in ribasso a causa della scelta della Bank of Japan.
- ▶ La sterlina si posiziona tra le migliori valute mondiali del 2024.

### La coppia EUR/USD registra un calo

L'euro sta subendo pressioni a causa di diversi fattori che favoriscono l'apprezzamento del dollaro statunitense. La coppia EUR/USD è scesa al di sotto di 1,0800 dopo che i dati provenienti dalla Germania hanno mostrato una diminuzione dell'1,9% nelle vendite al dettaglio a febbraio. La domanda di dollari Usa è in ripresa, contribuendo ulteriormente al ribasso dell'EUR/USD. Il dollaro statunitense sta apprezzandosi grazie alle opinioni contrastanti della FED e alla forza dell'economia americana e dei mercati azionari, preparandosi a registrare il suo miglior trimestre dalla fine del 2022.

D'altro canto, l'euro non sembra beneficiare di fattori favorevoli. Di conseguenza, l'EUR/USD sta registrando un calo, con l'attenzione del mercato finanziario rivolta ai dati macroeconomici statunitensi e alle aspettative riguardanti i tagli dei tassi. I commenti aggressivi del governatore della FED Christopher Waller hanno alimentato la speculazione secondo cui la banca centrale americana non ha fretta di ridurre i tassi e in futuro potrebbe rimanere indietro rispetto ad altri importanti decisori.

Questo ha portato il mercato a ridurre le scommesse sulla tempistica dei tagli dei tassi, contribuendo a far scendere l'euro sotto quota 1,08 per dollaro per la prima volta in un mese. Nonostante il miglioramento della propensione al rischio, la dichiarazione di Waller ha aiutato il dollaro a rimanere forte contro le altre valute e a limitare il rialzo dell'EUR/USD.

### L'euro incontra difficoltà nello slancio

Nel contesto dell'Eurozona, la moneta unica ha incontrato difficoltà a guadagnare slancio. In Germania, le vendite al dettaglio sono diminuite dell'1,9% su base mensile a febbraio, peggiorando le previsioni di un aumento dello 0,3% e rendendo difficile per l'euro recuperare terreno. Questo calo segue una contrazione dello 0,4% registrata a gennaio. Inoltre, i dati indicano che i prestiti bancari nella zona euro sono rimasti stagnanti il mese scorso.

Il membro del consiglio della BCE, Fabio Panetta, ha recentemente evidenziato un possibile cambiamento nel ciclo dei tassi. Ha dichiarato che "i rischi per la stabilità dei prezzi sono diminuiti e le condizioni per avviare un allentamento monetario si stanno concretizzando". Tuttavia, è importante notare che i tagli ai tassi di interesse possono indebolire la valuta.

### Yen al ribasso a causa della scelta della Bank of Japan

Lo yen ha mantenuto la sua tendenza al ribasso vicino al suo minimo storico rispetto al dollaro, soprattutto perché i tassi di interesse in Giappone

**I cambi con l'euro (valuta/euro)**

	media mar 2024	variaz. % dal mese preced.	variazione % ultimi 12 mesi
AUSTRALIAN DOLLAR	1,64	-1,4%	2,6%
CHINESE YUAN RENMINBI	7,76	-0,3%	5,2%
INDONESIAN RUPIAH	17189,90	0,9%	5,0%
INDIAN RUPEE	89,44	-0,3%	1,5%
<b>+</b> JAPANESE YEN	164,18	1,0%	14,8%
MALAYSIAN RINGGIT	5,09	-0,9%	6,5%
TURKISH LIRA	34,63	2,4%	70,2%
US DOLLAR	1,07	-0,9%	0,2%
SOUTH AFRICAN RAND	20,16	-3,5%	3,1%
<b>=</b> CANADIAN DOLLAR	1,47	-0,2%	0,3%
BRAZILIAN REAL	5,45	0,8%	-2,4%
SWISS FRANC	0,98	2,7%	-1,2%
<b>-</b> UK POUND STERLING	0,86	-0,2%	-3,0%
MEXICAN PESO	17,64	-4,6%	-10,5%

Fonte: elaborazione dati BCE, marzo 2024.

sono molto più bassi rispetto a quelli negli Stati Uniti e altrove. Anche dopo che la Banca del Giappone ha alzato i tassi di interesse il 19 marzo per la prima volta in 17 anni, lo yen ha continuato a deprezzarsi. Questo è principalmente dovuto al grande divario nei tassi di interesse tra Giappone e Stati Uniti. Anche dopo l'aumento dei tassi in Giappone, il tasso di riferimento rimane il più basso tra le nazioni sviluppate.

Il governatore della BOJ, Kazuo Ueda, ha chiarito che la politica monetaria giapponese rimarrà accomodante, con poche probabilità di ulteriori aumenti dei tassi. Questa aspettativa di un ampio divario nei tassi ha continuato a far scendere lo yen verso il suo minimo storico rispetto al dollaro. Tuttavia, il recente commento del presidente della FED Jerome Powell, in cui affermava che la FED manterrà il suo piano di tagliare i tassi tre volte nel 2024 nonostante l'inflazione, potrebbe portare a una riduzione del divario di tasso entro la fine dell'anno, il che potrebbe sostenere lo yen.

Uno yen più debole porta benefici alle grandi aziende giapponesi con attività globali, poiché aumenta il valore dei profitti provenienti dall'estero quando vengono convertiti in yen. Inoltre, una valuta più debole può favorire il turismo, aumentando il potere d'acquisto dei viaggiatori stranieri. Ciò ha portato a un aumento dei visitatori e delle loro spese, che hanno superato i livelli pre-pandemici.

Tuttavia, uno yen più debole rende le importazioni di energia e cibo più costose per i consumatori. Nonostante gli avvertimenti verbali del ministro delle finanze giapponese riguardo alla necessità di intervenire, le autorità non hanno intrapreso azioni dirette sul mercato.

**La sterlina si posiziona tra le migliori valute mondiali del 2024**

La sterlina britannica si è posizionata tra le prime nel 2024, superando oltre il 90% delle valute mondiali. Ciò è dovuto ai segnali positivi sull'economia britannica, che sembra essere più resistente del previsto. Questo incorag-



già il Regno Unito a mantenere i tassi di interesse più alti per un periodo più lungo rispetto ad altre importanti economie, come la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea.

Mentre si prevede che la FED e la BCE taglino i tassi a giugno, la Banca d'Inghilterra potrebbe iniziare ad allentare la politica monetaria ad agosto. Questo ha portato la sterlina a salire a circa \$1,29, il suo livello più alto in sette mesi, registrando la sua migliore settimana dal novembre scorso contro il dollaro.

Nonostante il Regno Unito abbia evitato una brusca contrazione nel 2023, gli aumenti aggressivi dei tassi di interesse hanno causato uno stallo dell'economia. I consumatori hanno subito una forte pressione a causa dell'aumento dei costi alimentari, energetici e ipotecari, che ha ridotto la spesa e minato la fiducia delle imprese al minimo dalla crisi finanziaria globale.

### **In calo le valute dei mercati emergenti**

Le valute dei mercati emergenti hanno registrato un ulteriore calo, avvicinandosi quasi ai minimi dell'anno, mentre le azioni hanno subito la più grande perdita settimanale da gennaio. Questo a causa delle crescenti tensioni geopolitiche e di un cambiamento nelle prospettive dei tassi di interesse negli Stati Uniti.

L'indicatore FX di MSCI Inc. per le economie emergenti è diminuito dello 0,3%, mentre gli investitori si sono rifugiati nell'oro e nel dollaro americano. Il fiorino ungherese e il peso cileno hanno registrato le maggiori perdite. Anche un indicatore simile per le azioni dei mercati emergenti è sceso dell'1,3%, cancellando i guadagni delle ultime due settimane.

Le preoccupazioni globali sono state alimentate dai dati sulla crescita dei prezzi negli Stati Uniti pubblicati mercoledì e dai timori aggiuntivi di un possibile conflitto diretto tra Israele e Iran. Inoltre, l'intensificarsi degli attacchi russi in Ucraina ha aumentato i timori di una possibile escalation del conflitto.

Quasi tutte le 23 valute dei mercati emergenti monitorate da Bloomberg hanno registrato un indebolimento, mentre il peso messicano è sceso a causa dell'aumento della volatilità implicita.

### Il regolatore svizzero blocca l'accesso al dossier Credit Suisse ATI

L'autorità di regolamentazione finanziaria Svizzera ha cercato di impedire la divulgazione di documenti importanti agli investitori che le hanno fatto causa dopo la perdita di 17 miliardi di dollari di obbligazioni nel salvataggio del Credit Suisse.

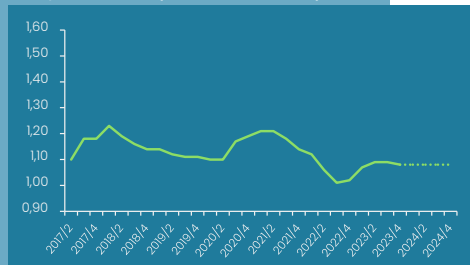
La decisione dell'autorità di regolamentazione Svizzera, la Finma, di azzerare miliardi di dollari di debito del Credit Suisse ha portato a richieste legali di almeno 9 miliardi di dollari, principalmente da parte degli investitori che possedevano obbligazioni di livello 1, o ATI. Queste obbligazioni bancarie possono essere convertite in azioni o ridotte di valore quando una banca è in difficoltà.

Tuttavia, le richieste degli investitori per la cancellazione del debito non sono state accettate dalle autorità, che hanno cercato di proteggere i contribuenti svizzeri da esposizioni finanziarie nel salvataggio. Gli investitori hanno chiesto la divulgazione dei documenti relativi alla decisione della Finma e dei bonus per i dipendenti del Credit Suisse legati alle obbligazioni denominate "contingent capital awards".

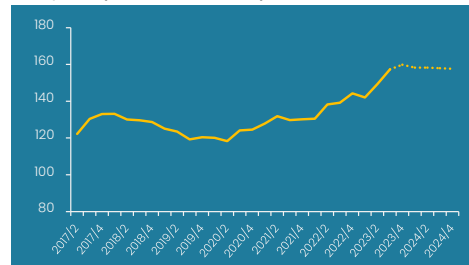
La Finma ha giustificato il suo rifiuto affermando che la divulgazione dei documenti potrebbe minare la fiducia nell'autorità e aumentare il rischio di azioni legali contro lo Stato svizzero. La questione è ora in corso presso il Tribunale amministrativo federale svizzero di San Gallo.

#### Previsioni di medio periodo

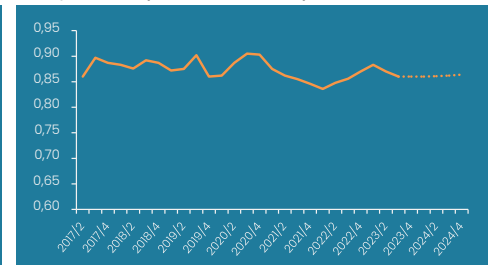
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Yen (valori trimestrali)



Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.

## CREDITO

PRESTITI ALLE IMPRESE		SOFFERENZE		SOFFERENZE/ CREDITI		DEPOSITI DELLE IMPRESE		RENDIMENTO TITOLI DI STATO		SPREAD BTP BUND	
-0,1%	feb/gen 2024	+0,2%	feb/gen 2024	+0,3%	feb/gen 2024	-0,1%	feb/gen 2024	3,55	asta apr 24	1,38	aprile 2024

- ▶ Nessuna modifica ai tassi da parte della BCE e della FED.
- ▶ In calo spread e titoli di stato.
- ▶ Bank of Japan e Banca Nazionale Svizzera tagliano i tassi di interesse.

### La BCE lascia i tassi invariati

Ad inizio aprile, la BCE ha deciso di mantenere i tassi d'interesse immutati. Il tasso sui rifinanziamenti principali è rimasto al 4,50%, mentre quello sui depositi è stato confermato al 4%. Questa è stata la quinta pausa nel ciclo di dieci aumenti consecutivi iniziato a luglio 2022. La BCE ha indicato che sarebbe opportuno ridurre i tassi se le pressioni sui prezzi, le previsioni aggiornate e l'impatto dei precedenti aumenti dei tassi aumentassero la fiducia nella sostenibilità dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%.

Tuttavia, gli operatori nei mercati degli swap hanno leggermente ridotto la probabilità di un taglio dei tassi a giugno al 70%, rispetto al 75% precedente. Le aspettative di taglio dei tassi sono state influenzate dai recenti dati sull'inflazione negli Stati Uniti. Greg Fuzesi, economista di JP Morgan, ha sottolineato l'importanza di questi sviluppi anche per la BCE, evidenziando la persistente inflazione nei servizi nell'Eurozona, che è aumentata a un ritmo annuo del 4% per cinque mesi consecutivi.

### Anche la FED, come la BCE, non modifica i tassi

Come da attese la Federal Reserve ha annunciato tassi invariati, per la quinta volta consecutiva. La banca centrale americana, guidata da Jerome Powell, ha lasciato il costo del denaro nel range fra il 5,25% e il 5,50%. Una combinazione di forte crescita economica, bassa disoccupazione e calo dell'inflazione è storicamente rara, ma la FED di Jay Powell sembra riuscire a farcela, il tutto allineando i mercati al piano dei funzionari sui tassi di interesse.

Un vivace inizio del 2024 significa che i funzionari sono ora fiduciosi che l'economia statunitense si espanderà del 2,1% quest'anno, più velocemente della maggior parte delle altre economie avanzate e anche al di sopra delle loro stesse previsioni di tre mesi fa. Anche se l'inflazione di fondo sarà leggermente più elevata e il forte mercato del lavoro leggermente più forte, Powell ha segnalato che ciò non dissuaderà il comitato dal ridurre i costi di finanziamento dall'attuale massimo di 23 anni del 5,25-5,5%.

I mercati hanno apprezzato la notizia e l'atmosfera rilassata della FED. Recentemente l'S&P 500 e il Nasdaq Composite hanno chiuso ai massimi storici. I prezzi dei titoli di stato sono aumentati mentre i rendimenti sono diminuiti.

### La Bank of Japan aumenta i tassi di interesse

La Banca del Giappone ha posto fine a un'era di tassi di interesse negativi, aumentando i costi di finanziamento per la prima volta dal 2007 in

un cambiamento storico mentre il Paese si lascia alle spalle decenni di deflazione. Kazuo Ueda, il governatore della BoJ, ha posto fine a più di un decennio di politica monetaria ultra-accomodante, abbandonando una serie di misure di allentamento messe in atto per stimolare l'economia più avanzata dell'Asia.

I tassi negativi hanno contribuito a scongiurare le minacce deflazionistiche, ma hanno aumentato i costi per il sistema bancario e hanno permesso alle società zombie di sopravvivere ma non prosperare, rendendo le banche centrali desiderose di evitare una ripetizione dell'esperimento. È probabile che il cambiamento di politica da parte della BoJ inneschi nel tempo cambiamenti nei flussi di investimento globali e arriva mentre emergono segnali di un cambiamento più ampio nell'economia giapponese.

Nonostante il ritorno a tassi di interesse positivi, Ueda ha segnalato che i costi di finanziamento non aumenteranno bruscamente poiché le aspettative di inflazione non sono ancora state ancorate al suo obiettivo del 2%.

### **... al contrario la banca nazionale Svizzera li taglia**

A fine marzo la Banca nazionale Svizzera ha annunciato un taglio a sorpresa dei tassi di interesse, segno della fiducia dei responsabili politici nel calo dell'inflazione.

La BNS ha ridotto il suo tasso principale di 25 punti base, portandolo all'1,5 per cento, diventando così la prima banca centrale di un grande Paese industrializzato a farlo nell'attuale ciclo, in cui l'inflazione globale è aumentata all'indomani della pandemia di Coronavirus. L'allentamento della politica monetaria è stato reso possibile poiché la lotta all'inflazione negli ultimi due anni è stata efficace. Da alcuni mesi l'inflazione è tornata al di sotto del 2% e quindi nell'intervallo che la BNS identifica con la stabilità dei prezzi. Le previsioni della banca indicano che è probabile che l'inflazione rimanga all'interno di questo intervallo anche nei prossimi anni. A febbraio, l'inflazione in Svizzera è scesa al livello più basso degli ultimi due anni e mezzo, arrivando all'1,2%.

### **Riksbank e previsioni di Oxford Economics**

Il compito principale della Riksbank è mantenere un'inflazione bassa e stabile al 2%. Dopo aver raggiunto il picco del 10% nel dicembre 2022 durante la crisi energetica, l'inflazione è scesa verso l'obiettivo della banca centrale, arrivando al 2,2% a marzo. Questo è l'ultimo dato sull'inflazione prima della prossima riunione di politica monetaria del 6 maggio. Secondo le previsioni di Oxford Economics, la Riksbank inizierà un ciclo di allentamento, tagliando il tasso ufficiale di 25 punti base, seguito da ulteriori tagli di 75 punti base nel 2024.

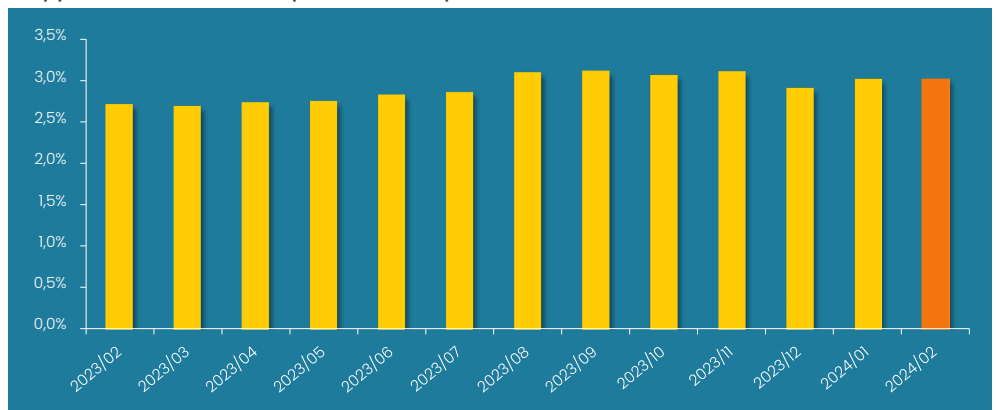
La Riksbank può essere incoraggiata da diversi sviluppi. In primo luogo, l'inflazione è scesa in linea con le previsioni della banca centrale, se non addirittura al di sotto. Negli ultimi mesi, l'inflazione ha costantemente superato le aspettative della Riksbank, portando la banca centrale a dare più importanza ai dati passati rispetto alle proprie previsioni. Il fatto che l'andamento dell'inflazione sia stato in linea con lo scenario di base della Riksbank probabilmente darà maggiore fiducia alle ultime previsioni, che prevedono un calo dell'inflazione al 2% nei prossimi mesi e al di sotto del 2% nel 2025.

La Riksbank taglierà il tasso di riferimento a maggio se ritiene che anche la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve americana seguiranno la stessa strada. Gli attuali prezzi di mercato indicano tagli dei tassi da parte della BCE a partire da giugno e della FED a novembre, in linea con lo scenario di base della Riksbank.

### Calano i prestiti, in leggero aumento i tassi di interesse

Prestiti per famiglie continuano a calare anche a febbraio del 2024, sia su base mensile (-0,2%), sia su base annua (-1,7%). Continuano a calare anche i prestiti per le imprese (-0,1%) su base mensile, (-4,6%) su base annua. Il rapporto tra prestiti e sofferenze di febbraio è in aumento su gennaio (+0,2%) e in notevole aumento (+6,5%) su febbraio del 2023. I tassi di interesse, come già noto, salgono ancora, superando ampiamente i 4 punti percentuali. Il tasso di interesse per imprese sui prestiti totali è del 5,34 %, in calo rispetto al mese scorso (a gennaio era del 5,48 %). Nel dettaglio, per i prestiti fino ad 1 milione di euro il tasso di interesse è al 5,81% (a gennaio era del 5,78%), mentre per i prestiti oltre 1 milione di euro è al 5% (a gennaio era del 5,30%).

Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Stabili i depositi per famiglie e imprese

I depositi di febbraio sono in stabili su base mensile: la variazione dei depositi totali febbraio/gennaio è -0,1%. Sono stabili depositi delle imprese (0%), in leggero aumento i depositi totali delle famiglie (0,1%). Su base annua, invece, il dato è fortemente in diminuzione: -10 % febbraio 2024/febbraio 2023 per i depositi totali; -3,1% per i depositi delle famiglie, aumentano invece i depositi delle imprese (+3,8%) su base. Il calo è spiegato dal mercato ridimensionamento del portafoglio liquido da parte di fondi pensione, assicurazioni, società finanziarie, ecc. (classificati come "altri residenti" nelle statistiche di Bankitalia); una variazione perfettamente coerente con l'aumento dei tassi di interesse, che induce a rivedere le strategie di investimenti a favore di impieghi più remunerativi.

### In calo spread e titoli di stato

Lo spread di gennaio è in calo: il 18 marzo ha toccato quota 122 punti, per poi salire leggermente. In leggero aumento il rendimento dei titoli a 10 anni dell'area euro, che arriva a 3,50 %. Il dato è sostanzialmente stabile dall'i-

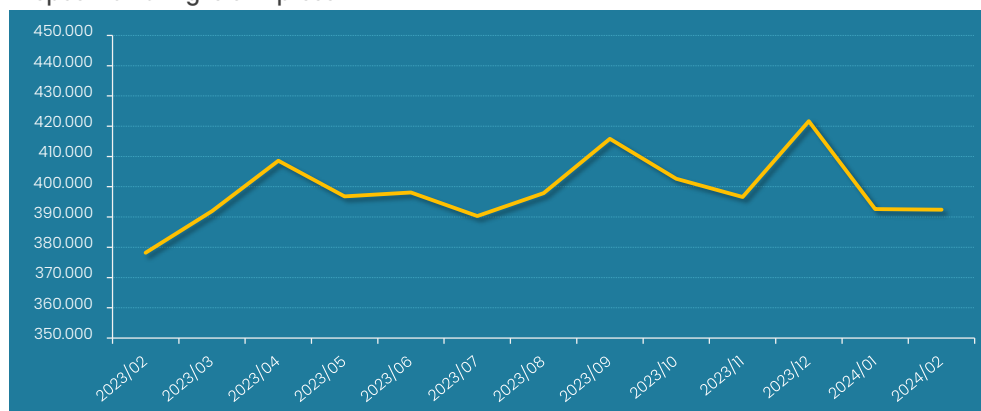
nizio dell'anno, nonostante qualche lieve flessione mensile. Tra le maggiori economie europee, l'Italia si attesta sopra la soglia del 3,7%, in leggero aumento rispetto al dato di marzo (3,6%). In leggero aumento anche i titoli francesi che si attestano a 2,8%, aumentano anche i titoli inglesi. Il Brasile è l'unico paese con il rendimento dei titoli a 10 al di sopra del 11%.

Tassi d'interesse bancari sui prestiti in euro alle imprese, nuove operazioni, Italia (val. %)

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione
2020	1,38	1,85	1,12	2023/08	5,01%	5,50%	4,50%
2021	1,14	1,78	0,75	2023/09	5,35%	5,77%	5,04%
2022	1,76	2,36	1,44	2023/10	5,46%	5,95%	5,17%
2023/04	4,52%	4,85%	4,26%	2023/11	5,59%	5,98%	5,30%
2023/05	4,81%	5,14%	4,52%	2023/12	5,45%	5,71%	5,28%
2023/06	5,04%	5,41%	4,74%	2024/01	5,48%	5,78%	5,30%
2023/07	5,09%	5,62%	4,85%	2024/02	5,34%	5,81%	5,00%

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

#### Depositi di famiglie e imprese



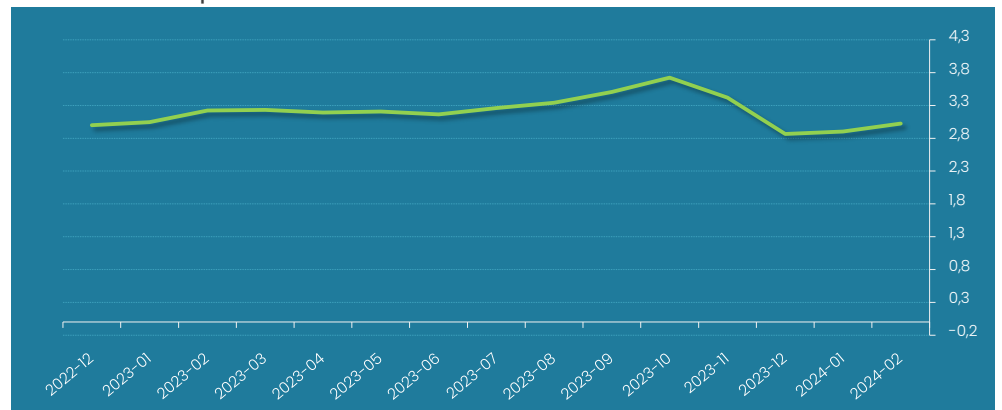
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

#### Depositi delle imprese non finanziarie residenti in Italia (milioni di euro)

	Depositi totali	Soc. non finanziarie	Famiglie consumatrici		Depositi totali	Soc. non finanziarie	Famiglie consumatrici
2020	2.635.812	384.589	1.109.607	2023/08	2.378.798	397.909	1.122.728
2021	2.772.663	398.250	1.138.030	2023/09	2.451.747	415.851	1.122.400
2022	2.875.964	412.031	1.172.992	2023/10	2.403.662	402.650	1.104.172
2023/04	2.767.208	408.604	1.148.981	2023/11	2.401.519	396.603	1.102.828
2023/05	2.643.332	396.844	1.141.741	2023/12	2.427.179	421.653	1.128.788
2023/06	2.457.233	398.117	1.124.087	2024/01	2.392.222	392.591	1.127.593
2023/07	2.433.866	390.309	1.124.811	2024/02	2.395.755	392.403	1.128.621

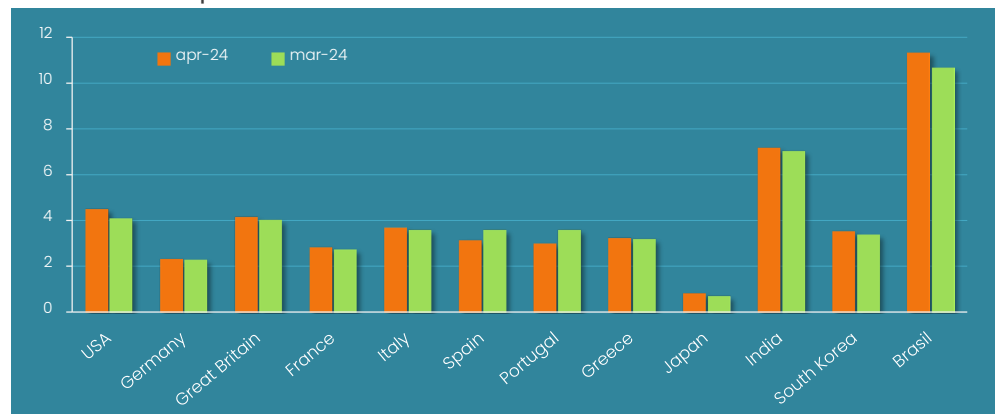
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Rendimenti titoli pubblici a 10 anni area euro.



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Rendimenti titoli pubblici a 10 anni.



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

## INFLAZIONE



- ▶ Moderato rialzo dell'inflazione a marzo.
- ▶ Si attenua la flessione degli energetici.
- ▶ Accelera l'inflazione di fondo.

A marzo, secondo le stime preliminari, l'inflazione risale moderatamente, portandosi all'1,3%. La lieve accelerazione risente dell'attenuarsi della flessione su base tendenziale dei prezzi dei beni energetici, sia per la componente regolamentata che per quella non regolamentata. Un sostegno alla dinamica dell'inflazione si deve inoltre all'accelerazione dei prezzi dei servizi relativi al trasporto. Di contro, i prezzi dei prodotti alimentari non lavorati evidenziano anche a marzo un rallentamento. Frena anche la dinamica su base annua dei prezzi del "carrello della spesa" (+3,0%), mentre l'inflazione di fondo si attesta al +2,4% (in modesta ripresa da +2,3%).

### Inflazione Italiana in aumento ma sempre inferiore alla media UE

Nel mese di marzo 2024, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'area euro è stata pari a +2,4%, in calo rispetto al +2,6% di febbraio.

A livello italiano la stima dell'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra un aumento 1,2% su base mensile, per la fine dei saldi stagionali di cui il NIC non tiene conto, e dell'1,3% su base annua (da +0,8% di febbraio).

### Leggero aumento dell'indice dei prezzi

Secondo le stime preliminari, nel mese di marzo 2024 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, aumenta dello 0,1% su base mensile e dell'1,3% su base annua (da +0,8% del mese precedente). L'accelerazione del tasso d'inflazione si deve principalmente all'attenuazione su base tendenziale della flessione dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (da -17,2% a -10,3%) e regolamentati (da -18,4% a -13,8%) e, in misura minore, alla crescita di quelli dei servizi relativi ai trasporti (da +3,8% a +4,4%); per contro, registrano un rallentamento i prezzi dei beni alimentari non lavorati (da +4,4% a +2,6%) e dei tabacchi (da +2,6% a +1,9%).

### Accelera l'inflazione di fondo

Nel mese di marzo l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, accelera da +2,3% a +2,4%, mentre quella al netto dei soli beni energetici decelera da +2,6% a +2,5%. La dinamica tendenziale dei prezzi dei beni registra una flessione meno marcata (da -0,9% a -0,1%) e quella dei servizi è in lieve accelerazione (da +2,9% a +3,0%), determinando una diminuzione del differenziale inflazionistico tra il comparto dei

servizi e quello dei beni (+3,1 punti percentuali, dai +3,8 di febbraio). I prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona rallentano su base tendenziale (da +3,4% a +3,0%), come anche quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto (da +2,8% di febbraio a +2,7%). L'aumento congiunturale dell'indice generale riflette, per lo più, la crescita dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti dovuta anche a fattori stagionali (+1,4%), dei beni alimentari lavorati e dei beni energetici regolamentati (+0,7% entrambi) e dei beni non durevoli (+0,4%). Gli effetti di questi aumenti sono stati solo in parte compensati dalla diminuzione dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (-1,9%) e dei beni alimentari non lavorati (-0,7%). L'inflazione acquisita per il 2024 è pari a +0,6% per l'indice generale e a +1,3% per la componente di fondo.

Indice generale armonizzato dei prezzi al consumo per i paesi dell'Unione Europea (IPCA)



Fonte: Istat.