

# BPER:

## Macroeconomic challenges

Analisi macroeconomica mensile: 03/2024

Ufficio Studi, Ricerche e Innovazione  
Direzione Pianificazione e Controllo

Milano, 14 Marzo 2024

# Overview

## • ITALIA, NEL 2023 CRESCITA DEL PIL SUPERIORE ALLE STIME PRELIMINARI

Lo scorso anno, l'Italia ha registrato un **incremento annuo del PIL di +0,9%**, in decelerazione rispetto al 2022, ma **superiore a quello della media dell'Area Euro** (+0,4%) e oltre le stime preliminari.

- Nel quarto trimestre del 2023, il valore aggiunto dell'industria in senso stretto ha mostrato una sostanziale stazionarietà. Il settore dei servizi si è stabilizzato, l'agricoltura ha registrato una contenuta flessione, mentre il comparto delle costruzioni ha continuato a crescere in misura rilevante.
- Da ottobre 2023, la **crecita tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo in Italia è stata inferiore al 2,0%**, collocandosi al di sotto della media dell'Eurozona.
- I segnali provenienti dalle indagini sul clima di fiducia sono discordanti. A febbraio 2024, **la fiducia è peggiorata per le imprese mentre quella dei consumatori ha continuato a crescere**, raggiungendo il livello più elevato da giugno 2023. Gli **indicatori PMI** hanno evidenziato un miglioramento del quadro prospettico.
- Tra i principali paesi europei, negli ultimi anni, l'Italia ha registrato la crescita del settore delle costruzioni più elevata. Quest'ultimo ha mostrato un maggior dinamismo anche in confronto agli altri comparti dell'economia italiana, fornendo impulsi positivi all'occupazione e agli investimenti, andando tuttavia ad appesantire il bilancio dello Stato per gli incentivi fiscali. Un'altra differenza rispetto ai principali Paesi europei riguarda la crescita del PIL pro-capite negli ultimi anni: quello italiano nel 2023 è cresciuto del 4,9% rispetto ai livelli pre-pandemia del 2019, a fronte di crescite modeste in Francia (+0.1%), Spagna (+0.1%) e Germania (-0.1%). E' pure vero che, a fronte di tale crescita, l'Italia ha presentato un sensibile calo demografico. (1)

• **LA BANCA CENTRALE EUROPEA MANTIENE I TASSI INVARIATI.** Come nelle attese, la BCE ha mantenuto fermi i tre tassi d'interesse di riferimento al 4,50%, al 4,75% e al 4,00%, rispettivamente, sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale. Non c'è stata discussione su un possibile taglio dei tassi, ha sottolineato la Presidente Lagarde durante la conferenza stampa, ma si è appena iniziato a considerare un possibile cambiamento dell'atteggiamento restrittivo alla luce delle revisioni al ribasso dell'inflazione da parte degli economisti della BCE. Nonostante il processo disinflazionistico in corso, tuttavia, **la BCE continua a mostrare preoccupazione riguardo le pressioni interne sui prezzi** (in particolare nei Servizi), che restano elevate a causa della **forte crescita salariale**. In sostanza: **c'è maggiore confidenza** per il processo deflazionistico in corso, **ma la BCE non è ancora abbastanza tranquilla**, ogni decisione per un taglio dei tassi è, al momento, "prematura". Per le prossime decisioni, saranno molto importanti i dati del primo trimestre dell'anno sul fronte salariale.

• **MEDIO ORIENTE: L'ITALIA ASSUME IL COMANDO TATTICO DELLA MISSIONE EUROPEA "ASPIDES" NEL MAR ROSSO.** Il commercio italiano è direttamente influenzato dalle tensioni nel Mar Rosso causate dagli attacchi alle navi mercantili da parte degli Houthi yemeniti: il 40% del commercio italiano avviene, infatti, per via marittima e circa la metà di esso transita per il Mar Rosso. Inoltre, rileva il carattere strategico per l'Italia dell'area per la diversificazione delle fonti di approvvigionamento energetico, che rischiano di essere compromesse dall'occlusione dello stretto. **Minacce, ritardi e prezzi del trasporto marittimo che salgono**, hanno spinto l'Italia a schierarsi militarmente nella regione del Mar Rosso con la Marina Militare, lanciando l'operazione "Aspides", di natura difensiva, la quale si propone di scortare i mercantili commerciali diretti verso le coste mediterranee(2) (3) (4). Gli **Stati Uniti**, intanto, hanno tenuto **colloqui segreti con l'Iran** nel tentativo di convincere Teheran a usare la sua influenza sul movimento Houthi per porre fine agli attacchi alle navi, secondo quanto dichiarato da funzionari statunitensi e iraniani. I colloqui sottolineano come l'amministrazione Biden stia utilizzando i (pochi) canali diplomatici con l'Iran, accanto alla deterrenza militare, nel tentativo di attenuare l'ondata di ostilità regionali che coinvolge i gruppi militanti Houthi, innescata dalla guerra tra Israele e Hamas. (5)

• **CINA, TARGET DI CRESCITA AL 5% PER IL 2024.** Durante la sessione annuale del Congresso nazionale del popolo (National People's Congress) a Pechino, il primo ministro Li Qiang ha annunciato il target di crescita per il 2024 al 5%, in linea con lo scorso anno. Il premier, inoltre, ha promesso di affrontare i problemi legati alla crisi immobiliare, l'elevato debito locale e persistente deflazione. Intanto, prosegue la **"guerra commerciale" tra Cina e Stati Uniti**, dopo l'approvazione alla Camera dei Rappresentanti di una legge che potrebbe vietare nel Paese l'utilizzo di **TikTok**, l'app per la condivisione di video. Le autorità di regolamentazione temono che la Cina utilizzi l'app per raccogliere i dati personali degli americani. La Cina ha criticato l'America per aver "soppresso ingiustamente le aziende straniere" e ha promesso di proteggere gli interessi delle aziende cinesi.

• **INTELLIGENZA ARTIFICIALE, IL PARLAMENTO EUROPEO ADOTTA LA PRIMA LEGGE AL MONDO.** L'**AI Act** si pone l'obiettivo di mettere al centro dello sviluppo di queste nuove tecnologie il rispetto e la tutela dei diritti fondamentali e della dignità delle persone, un quadro giuridico per fidarsi di ciò che l'IA ha da offrire.

Fonte: (1) Istat, Nota sull'andamento dell'economia italiana, 12/3/24; (2) Agenzia Nova, "Mar Rosso, l'Italia si schiera: missione navale con Francia e Germania, 22/1/24; (3) BBC, "More big shipping firms stop Red Sea routes after attacks", 16/12/23; (4) Domino, Dove osano gli Huthi, numero 2-2024; (5) @FT, US held secret talks with Iran over Red Sea attacks, 14/3/24.

# La congiuntura economica in sintesi

## In Eurozona

- Crescita del **PIL dei paesi dell'Eurozona nel 2023 pari a +0,4%**. Germania in contrazione (-0,3%), in crescita il PIL di Francia (+0,9%) e Spagna (+2,5%).
- **Inflazione a febbraio in rallentamento a +2,6% a/a** (da +2,8% a/a), grazie al calo degli alimentari, alcolici e tabacco compensato negativamente da un calo meno sostenuto dei beni energetici; in aumento l'inflazione su base mensile di **+0,6% m/m**. La **componente core** si attesta a **+3,1% a/a** (da 3,3% a/a). In Francia e Germania indice CPI, rispettivamente, a +2,9% a/a e +2,5% a/a. Rallentamento del CPI anche in Spagna al +2,8% a/a.
- **Indice PMI Composito della produzione dell'Eurozona a 49.2 a febbraio** (in aumento da 47.9 di gennaio). Indice dei servizi in aumento a **50.2** (da 48.4), in lieve calo l'indice della manifattura a **46.5** (da 46.6). Nei paesi dell'Eurozona, in forte crescita il PMI Composito per la Spagna a 53.9 (da 51.5); in miglioramento anche la Francia a 48.1 (da 44.6), seppur continui a mantenersi sotto la soglia di neutralità; ancora in calo la Germania a 46.3 (da 47.0).
- **Produzione Industriale nell'Eurozona a gennaio 2023 in calo di -3,2% m/m** (da +1,6% di dicembre, rivisto) e **di -6,7% su base annua** (da 0,2%, rivisto). I dati dei singoli paesi segnalano a gennaio per la Germania un aumento di **+1,0% m/m** (da -1,6%), per la Francia un calo di **-1,1% m/m** (da +1,1%), e per la Spagna una lieve variazione di **+0,4% m/m** (da -0,3%).
- **Tasso di disoccupazione costante a 6,4% nell'Eurozona** come il mese precedente. Il numero dei disoccupati si conferma pari a circa **11 milioni**. La disoccupazione femminile e maschile si attestano, rispettivamente, al **6,8%** e **6,1%**. Il tasso di disoccupazione giovanile (under 25) è pari al **14,5%**. Nei maggiori paesi dell'Eurozona, il tasso di disoccupazione si attesta al 3,1% in Germania, al 7,5% in Francia e all'11,6% in Spagna.

## In Italia

- Crescita del **PIL nel 2023 pari a +0,9%**.
- **Inflazione a febbraio stabile a +0,8% a/a** (indice Nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività, NIC), in aumento di **+0,1% m/m** su base mensile. **Componente di fondo** in rallentamento a **+2,4% a/a** grazie alla diminuzione dei prezzi degli alimentari lavorati e di molti servizi.
- **Indice PMI Composito di febbraio in Italia in miglioramento a 51.1** (da 50.7), trainato dai servizi cresciuti a 52.2 (da 51.2). PMI manifattura sostanzialmente stabile a 48.7 (da 48.5), ancora in territorio di contrazione.
- **Tasso di disoccupazione stabile al 7,2% a gennaio**, con un aumento leggero della disoccupazione giovanile al 21,8%. Cresce il fabbisogno occupazionale: nel quinquennio 2024-2028 si stimano necessari tra 3,1 e 3,6 milioni di occupati in Italia, principalmente a causa dei fattori demografici.
- **Produzione industriale italiana**: base di calcolo ISTAT in aggiornamento. Ultimo dato disponibile pari a +1,1% m/m a dicembre 2023. Nel 2023, l'indice è calato del -2,5% rispetto al 2022.
- **PNRR**: Sbloccata la quarta rata pari a € 16,5 miliardi a dicembre 2023. Siamo in attesa della quinta da € 10,5 miliardi. L'Italia raggiunge, così, quota € 100 miliardi su un totale di € 191,4 messi a disposizione dal NGEU. L'Italia sinora ha speso appena il 14%, pari a 28,1 miliardi, a fine luglio 2023.
- **Rapporto Debito/PIL** al Q3 2023 a 140,6%; il debito è pari a €2844 miliardi. Composizione del debito governativo in % del PIL: il 117,4% è rappresentato da titoli obbligazionari, il 13,4% da prestiti, e il 9,9% da valute e depositi.

# Approfondimenti: elementi in osservazione

Il PIL nei maggiori paesi dell'Area Euro, USA e altri Paesi

Pag. 5

L'inflazione in Area Euro e negli USA (prezzi al consumo)

Pag. 6

La produzione industriale in Area Euro e negli USA

Pag. 7

Il mercato del lavoro in Area Euro e USA

Pag. 8

L'indice PMI dei responsabili degli acquisti

Pag. 9

La politica monetaria: central bank snapshot

Pag. 10

La logistica : Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)

Pag. 11

Tassi di interesse

Pag. 12

Tassi di interesse e valute

Pag. 13

Materie Prime

Pag. 14

# Il PIL nei maggiori paesi dell'Area Euro, USA e altri Paesi

## Crescita debole nel Q4 dell'Eurozona, che chiude l'anno con un +0,4%

» **EUROZONA**, durante il 2023 la crescita del PIL è stata pari a +0,4% rispetto al 2022, dato rivisto al ribasso dallo +0,5%. Nello specifico, il PIL si è contratto di -0,3% in Germania, invece, è aumentato di +0,9% in Francia e +2,5% in Spagna. Tra le varie componenti, il 2023 ha visto crescere i consumi dei privati di +0,5%, la spesa della Pubblica amministrazione di +0,2%, e gli investimenti fissi lordi di +0,8%, mentre sia le esportazioni che le importazioni si sono contratte, rispettivamente di -0,7% e di -1,3% (1).

Nel Q4, dopo la crescita negativa del trimestre precedente, il PIL nell'Eurozona è rimasto stazionario in termini congiunturali, e si è incrementato di +0,1% in termini tendenziali. I contributi alla crescita del PIL nel Q4 2023 sono stati positivi da parte dei consumi delle famiglie, delle amministrazioni pubbliche, degli investimenti (pari ciascuno a +0,3% a/a) e delle importazioni (+1,3% a/a), mentre sia le esportazioni che la variazione delle scorte hanno dato un contributo negativo alla crescita (rispettivamente di -1,5% a/a e -0,6% a/a) (2).

Secondo le previsioni della BCE, riviste al ribasso, la crescita dell'Eurozona si attesterà nel 2024 a +0,6%. (3)

## In Italia, revisione al rialzo della crescita del PIL 2023 a +0,9%

» Nel complesso, il 2023 si chiude con una crescita del PIL italiano di +0,9% rispetto al 2022, rivista al rialzo da +0,7% dopo la revisione dei primi tre trimestri.

Nel 4Q23, il PIL è cresciuto di +0,2% su base trimestrale e di +0,6% su base annua, dato rivisto da +0,5% a/a. L'aggiustamento al rialzo dei lavori di costruzione e degli investimenti nell'edilizia abitativa hanno contribuito in maniera sostanziale alla revisione, così come altri fattori. Gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 2,4% t/t nel 4Q23, con un contributo positivo alla variazione congiunturale del PIL (+0,5% t/t), mentre i consumi delle famiglie sono stati particolarmente deboli, detraendo sostegno alla crescita trimestrale (-0,8% t/t). La variazione acquisita per il 2024 è pari a +0,2%. (4)

## Negli USA PIL Q4 rivisto a +3,2%

» Negli USA, il dato relativo alla crescita del PIL è stato rivisto a +3,2% a/a (dal +3,3% a/a della prima stima) nel Q4 del 2023 (da +4,9% a/a del Q3). L'aggiornamento riflette principalmente una revisione al ribasso degli investimenti in scorte private, in parte compensata da revisioni al rialzo della spesa delle amministrazioni statali e locali e della spesa per consumi, mentre le importazioni sono anch'esse aumentate. Al contrario, il rallentamento su base trimestrale rispetto al Q3 è dovuto ad una diminuzione della spesa del governo federale, degli investimenti in scorte private, dei consumi, degli investimenti fissi residenziali e delle importazioni. Viene confermata la crescita annuale del 2023 rispetto al 2022 di +2,5% (rispetto al +1,9% del 2022). (5)

## Cina e India battono le aspettative di crescita

» L'ufficio statistico cinese conferma la crescita del PIL della stima preliminare nel Q4 ad un tasso del 5,2% a/a, nonostante la protratta crisi immobiliare, la debolezza della fiducia dei consumatori e delle imprese, l'aumento dei debiti delle amministrazioni locali, la debolezza della crescita globale e pressioni deflazionistiche sempre più presenti. Sul FY, la Cina chiude l'anno con un +5,2% rispetto al 2022. (6)

» Rivisti al rialzo i dati per l'economia Indiana che, battendo le aspettative di crescita, mostra nel Q4 una crescita annualizzata di +8,4% a/a, grazie ad un settore manifatturiero particolarmente performante (+11,6%). Anche il dato relativo a tutto il 2023 è stato rivisto a +7,6%. (7)

Grafico 1: PIL FY 2023, principali economie

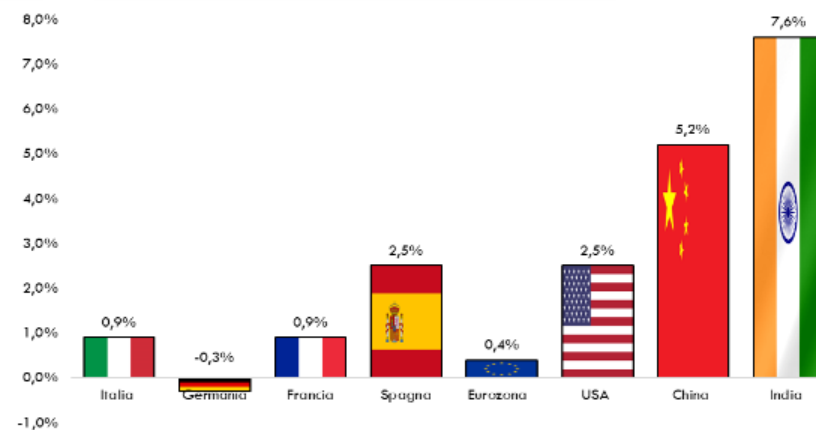
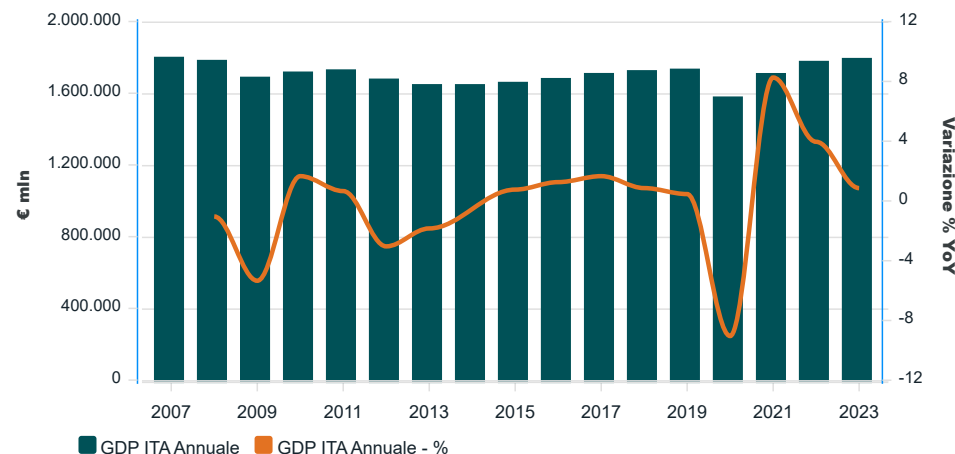


Grafico 2: PIL ITALIA



Fonte: (1) @Lorenzo Codogno, ECB staff macroeconomic projections for the Eurozone; (2, Grafico 1) Eurostat, GDP stable and unemployment up by 0,3%, 8 Marzo 2024; (3) BCE, Combined monetary policy decisions and statement, 7 Marzo 2024; (4, Grafico 2) Istat, IV trimestre 2023, Conti economici trimestrali, 5 marzo 2024; (5) U.S. Bureau of Economics Analysis, Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2023 (second estimate) 28 Febbraio 2024; (6, Grafico 1) National Bureau of Statistics of China, 29 Febbraio 2024; (7, Grafico 1) NIKKEI Asia, India Q3 GDP growth surges to 8.4%, exceeding expectations.

# L'inflazione in Area Euro e negli USA (prezzi al consumo)

## A febbraio inflazione in calo nell'Eurozona, principalmente grazie ai beni alimentari

» Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'indice armonizzato dell'inflazione nell'Eurozona in febbraio continua il suo trend discendente, con un indice generale che si attesta a **+2,6% a/a** (da +2,8% a/a) e **+0,6% m/m** (da -0,4%) (Grafico 3), grazie al calo degli alimentari, alcolici e tabacco (a +4,0% a/a da +5,6%) compensato negativamente da un calo meno sostenuto dei beni energetici (-3,7% a/a da -6,1%, +1,5 m/m). Di conseguenza, la componente core rallenta a **+3,1% a/a** (da +3,3% a/a) grazie anche ad un indice dei servizi che cala a +3,9% a/a (da +4,0% a/a). Tuttavia, le pressioni sui prezzi interni sono ancora elevate, in parte a causa della robusta crescita dei salari (Total compensation per employee a +4,6% a/a nel Q4) e del calo della produttività del lavoro (-1,1% a/a nel Q4), che si riverbera sul costo del lavoro per unità di prodotto (+5,8% a/a nel Q4). La BCE ha rivisto al ribasso le prospettive per l'inflazione, con un indice generale che dovrebbe stazionare al 2,3% nel 2024, a 2,0% nel 2025 e a 1,9% nel 2026. (1) (2)

In Francia e Germania l'indice CPI si attesta rispettivamente a **+2,9% a/a** e **+2,5% a/a**, in calo grazie al trend discendente mostrato dai prezzi relativi ai servizi, beni manifatturieri e alimentari. Di contro, aumenta la componente energetica in Francia (+4,4% a/a), mentre in Germania l'indice relativo all'energia mostra un andamento deflazionistico meno vigoroso del mese precedente. Anche in Spagna diminuisce l'inflazione al **+2,8% a/a**, anche qui principalmente grazie alla stabilizzazione dei prezzi alimentari, e alla contrazione dei prezzi dell'energia elettrica. (2)

## In Italia a febbraio l'inflazione rimane stabile su base annua come a gennaio, con un lieve incremento nel mese

» In Italia a febbraio, secondo le stime preliminari, l'indice nazionale dei prezzi al consumo (NIC) risulta stabile come a gennaio a **+0,8% a/a** ma **aumenta su base mensile di +0,1%** (da +0,3% m/m di gennaio). Questa stabilizzazione dell'indice generale su base tendenziale è dovuta ad andamenti contrapposti delle diverse voci di spesa: **rallentano** i prezzi relativi agli alimentari lavorati (a +3,8% da +4,5%) e non lavorati (a +4,5% da +7,5%), i servizi relativi ai trasporti (a +3,8% da +4,2%) e i servizi relativi all'abitazione (a +2,6% da +2,8%) e degli altri beni (a 1,3% da 1,7%); dall'altro lato, si riscontra un **processo deflazionistico meno sostenuto dei beni energetici** (a -17,2% da -20,4%), mentre aumentano i tabacchi (a +2,6% da +2,2%) e i servizi relativi alle comunicazioni (a +0,7% da +0,2%), ragione per cui l'indice relativo ai servizi rimane stabile a +2,9% a/a. La componente di fondo, grazie alla diminuzione dei prezzi degli alimentari lavorati e di molti servizi, **rallenta a +2,4% a/a** (da +2,7% a/a) (3).

## Inflazione negli USA ancora sopra il 3%, Cina in deflazione

» Negli USA, l'indice CPI è cresciuto a febbraio su base tendenziale a **+3,2% a/a** (da +3,1%) e su base congiunturale di +0,4% m/m. L'inflazione core si attesta a **+3,8% a/a**, al di sopra della componente headline. Ricordiamo che la crescita dei salari sta rallentando, favorendo probabilmente la disinflazione. Una ripresa dell'inflazione nel primo trimestre che si attenua nel secondo è plausibile. Ma la tesi che l'inflazione si stia stabilizzando più vicino al 3% che al 2% si sta lentamente rafforzando. (4)

L'indice PCE (Personal Consumption Expenditures) in gennaio è sceso a **+2,4% a/a** ma si incrementa su base mensile di **+0,3% m/m**. Si riscontra un **calo generalizzato per tutte le componenti**, con l'esclusione dei beni alimentari e dei servizi, rispettivamente stabili a +1,4% a/a e a +3,9% a/a. Inoltre, continua il processo deflazionistico relativo ai beni energetici che calano di -4,9% a/a. Grazie alla diminuzione sostenuta dei beni (-0,2% da +0,5%), durevoli e non, la componente core cala a **+2,8% a/a** (da +3,0% a/a, dato rivisto). (5)

» L'indice CPI in Cina a gennaio è sceso a **-0,8% a/a**, dove sono in particolare i beni alimentari a sostenere questo processo deflattivo. L'indice relativo all'inflazione core si attesta a **+0,4% a/a**. (6)

Grafico 3: Inflazione Eurozona (Headline e Core)

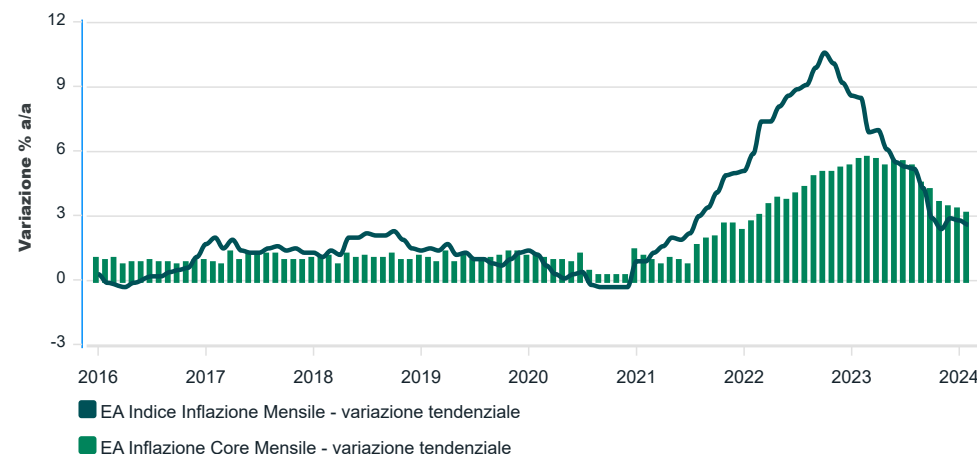
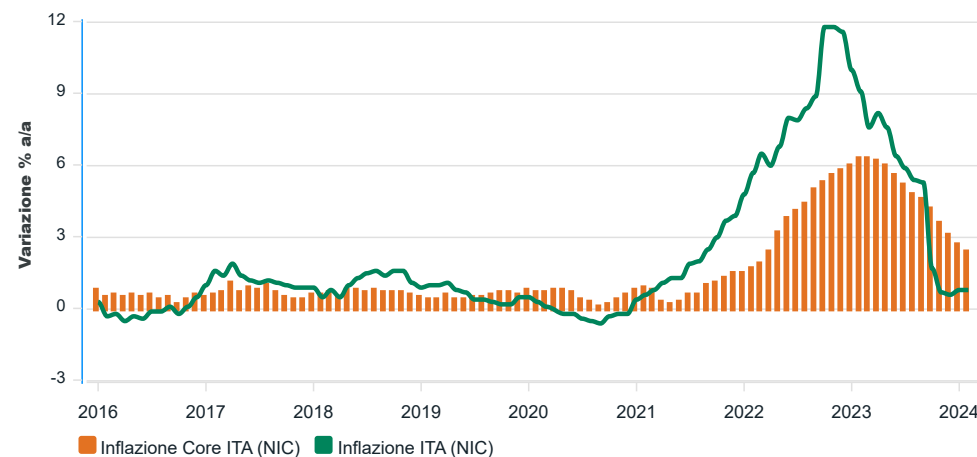


Grafico 4: Inflazione ITALIA



Fonte: (1) BCE, Combined monetary policy decisions and statement, 7 Marzo 2024; (2, Grafico 3) Eurostat, Euro area annual inflation down to 2.6%, 1 Marzo 2024; (3, Grafico 4) Istat, Statistiche flash, Prezzi al Consumo, Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, dati provvisori, 1 Marzo 2024; (4) Bureau of labour statistics, CONSUMER PRICE INDEX, FEBRUARY 2024, 12 Marzo 2024; (5) Bureau of Economic Analysis, last update 29 Febbraio 2024; (6) National Bureau of Statistics of China, Consumer Price Index for January 2024, 9 Febbraio 2024.

# La produzione industriale in Area Euro e negli USA

## Alla fine del 2023 produzione industriale dell'Eurozona in miglioramento

» In Eurozona, la produzione industriale di gennaio 2023 cala a **-3,2% m/m** (da +1,6% rivisto dal precedente mensile di +2,6%) e **-6,7% a/a** (da +0,2%, rivisto da +1,2%). (1)

» Nel mese di gennaio la Germania registra un **+1,0% m/m** (da -1,6%) (2), la Francia manifesta un **-1,1% m/m** (da +1,1%) (3) e la Spagna cresce a **+0,4% m/m** (da -0,3%). (4)

» Non sono disponibili aggiornamenti riguardante la produzione industriale italiana a gennaio a causa di uno spostamento della release al 20 marzo da parte di ISTAT. Facendo un'analisi complessiva del 2023, l'indice è calato del **-2,5%** rispetto al 2022. Nell'andamento dei settori la crescita più rilevante riguardano i coke e prodotti petroliferi raffinati (**+6%**), la fabbricazione di apparecchiature elettriche (**+5,5%**) e le industrie alimentari, bevande e tabacco (**+2,6%**). In flessione invece la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (**-10%**), nella fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (**-4,5%**) e nella fabbricazione di macchinari e attrezzature (**-3,3%**). (5)

## Seppur i dati economici dell'Eurozona siano ancora negativi, i Leading Indicator suggeriscono un potenziale punto di svolta

» I leading indicator sono elementi attenzionati da parte degli economisti per il loro valore segnaletico nell'anticipare una potenziale inversione nel ciclo economico. Secondo Oxford Economics, i leading indicator suggeriscono un cambio di passo nell'economia, anche se i dati concreti sull'industria dell'Eurozona sono ancora negativi.

In particolare, gli elementi che maggiormente fanno propendere per questa ipotesi sono il miglioramento dei nuovi ordini, le migliori aspettative di domanda da parte delle aziende e la riduzione delle scorte (quest'ultimo fenomeno riguarda tutti i settori industriali).

» Il continuo calo dei prezzi energetici, unito all'aumento della domanda renderebbe le prospettive di crescita delle industrie più positive per l'anno corrente, in particolare quelle energivore, tra le più colpite dal peggioramento delle condizioni di mercato.

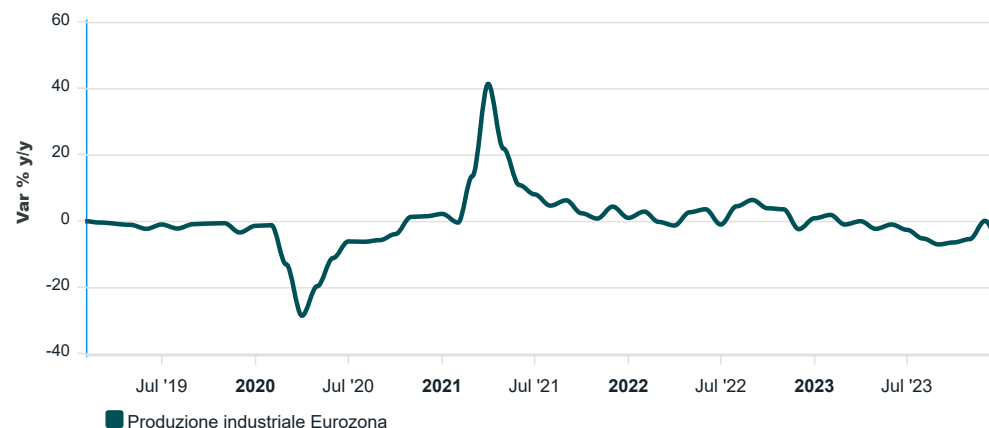
Inoltre, il recupero del potere di acquisto da parte dei consumatori per il calo dell'inflazione, unito alle prospettive di allentamento della politica monetaria da parte della BCE, potranno favorire una robusta ripresa all'industria. (6)

## La produzione industriale USA in lieve calo, nessuna variazione tendenziale

» La produzione industriale di gennaio è diminuita del **-0,1% m/m** (dallo 0,0% nel mese precedente) ed è rimasta invariata nella misurazione tendenziale. L'output manifatturiero è diminuito del **-0,5%** e l'output minerario del **-2,3%**. La capacità di utilizzo per il settore industriale è diminuita del **-0,2%** a gennaio al **78,5%**, un tasso al di sotto della sua media di lungo periodo (1972-2023). (7)

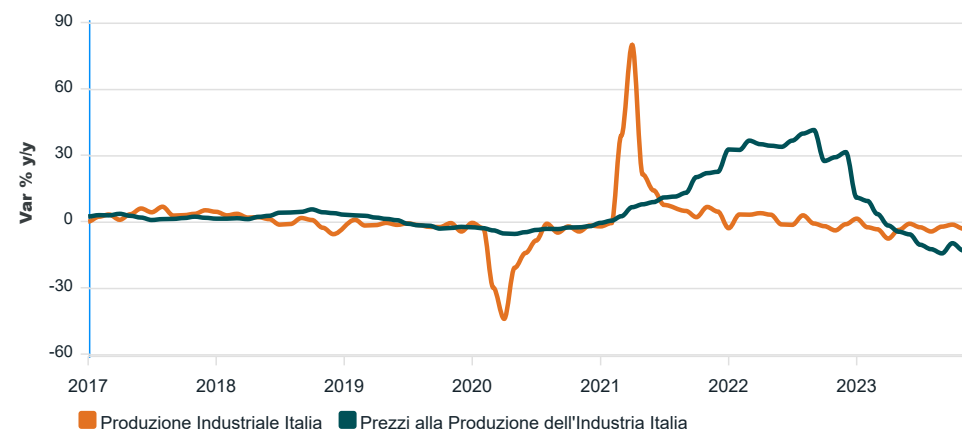
## Grafico 5: Produzione industriale dell'Eurozona

Variazione tendenziale %



## Grafico 6: Produzione Industriale e Prezzi alla produzione

Variazione tendenziale %



# Il mercato del lavoro in Area Euro e USA

## Il mercato del lavoro dell'Eurozona continua a mostrare segnali di forza

» A gennaio il **tasso di disoccupazione** in Eurozona scende a **6,4%** (da 6,5% di dicembre 2023). Il numero dei disoccupati si conferma pari a circa **11 milioni**. Anche in UE disoccupati e tasso di disoccupazione non presentano cambiamenti rispetto al mese precedente.

» La disoccupazione femminile e maschile non presentano variazioni rimanendo rispettivamente al tasso del **6,8%** e **6,1%**. Stabile anche tasso di disoccupazione giovanile (under 25) al **14,5%**.

» Il tasso di disoccupazione rimane stabile in Germania al **3,1%**, mentre in Francia e Spagna si manifesta un lieve calo, attestandosi rispettivamente a **7,5%** (dato precedente rivisto a 7,6% da 7,3%) e **11,6%**. (1)

## In Italia cresce il fabbisogno occupazionale

» In Italia a gennaio il tasso di disoccupazione è **rimasto stabile a 7,2%** rispetto al mese precedente. Stabile anche la disoccupazione femminile e maschile rispettivamente all'**8,2%** e al **6,5%**, lieve aumento della disoccupazione giovanile a **+21,8%** (da 21,6%, dato rivisto dal +20,1% del precedente report). Il tasso di occupazione totale registra un lieve calo del **-0,1%** attestandosi a **61,8%** con **23,738 milioni** di occupati. In aumento il tasso di inattività del **+0,2%** al **33,3%**. (2)

» Un tema ricorrente nel mercato del lavoro italiano è il **fabbisogno occupazionale**, elemento di debolezza nel tessuto produttivo in quanto non consente alle aziende di "scaricare a terra" tutto il potenziale generando elementi di inefficienza. Unioncamere, in collaborazione con il Ministero del Lavoro, ha redatto una ricerca sui fabbisogni occupazionali nel mercato del lavoro italiano nel quinquennio 2024-2028. Emerge che saranno necessari tra i **3,1 e 3,6 milioni** di occupati, la maggior parte per motivi demografici in quanto **2,9 milioni** di lavoratori entreranno in quiescenza. Complessivamente, il livello occupazionale potrebbe raggiungere nel 2028 nello scenario negativo 24,7 milioni di unità fino a un massimo di 25,2 milioni di occupati in un contesto positivo. Le regioni che necessitano di maggiori risorse saranno Lombardia, Lazio e Campania. (3)

## Lieve aumento del tasso di disoccupazione negli USA a febbraio

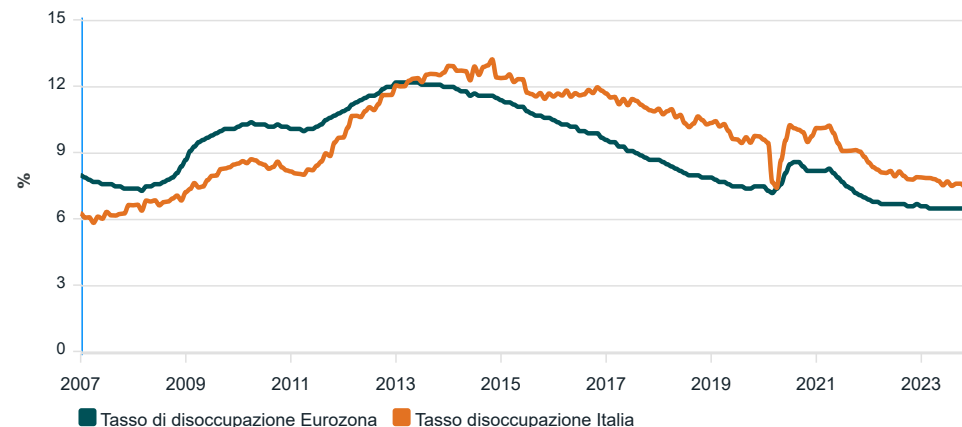
» Il tasso di disoccupazione statunitense a febbraio cresce del **+0,2%** a **3,9%** rispetto a gennaio, portando i disoccupati a **6,5 milioni**. Gli occupati sulla forza lavoro calano al **60,1%** (da 60,2%); la variazione degli occupati non agricoli (Total Non Farm Payroll employment) registra un **+275 mila** unità, oltre le attese.

» I settori trainanti si sono verificati nella sanità, nella pubblica amministrazione, nei servizi di ristorazione e nei luoghi di consumo, nell'assistenza sociale e nei trasporti e magazzini.

» La **retribuzione oraria** media è aumentata dello **+0,1%** a febbraio e del **+4,3%** su base annua. (4)

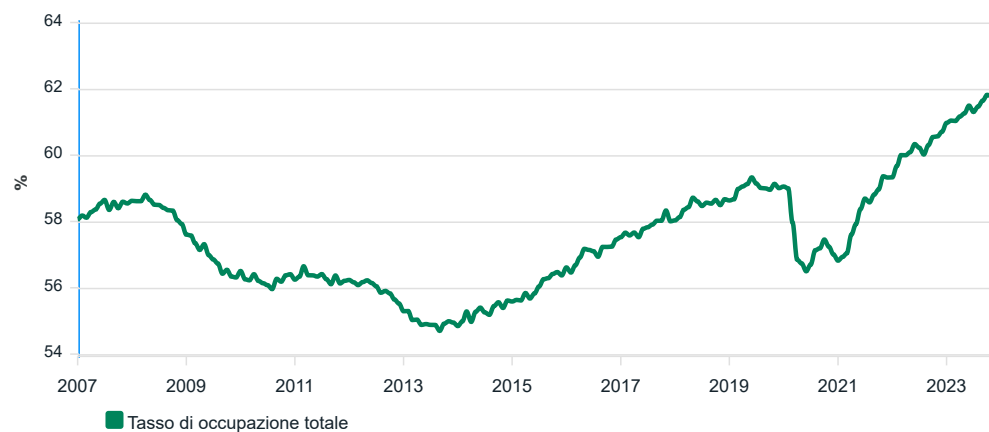
## Grafico 7: Confronto Tasso di disoccupazione in Eurozona e Italia

Andamento percentuale della disoccupazione in Area Euro



## Grafico 8: Italia, andamento del Tasso di occupazione

Valori percentuali del tasso di occupazione



Fonte: (1, Grafico 7) Eurostat, Unemployment statistic, 1/3/24; (2, Grafico 7, Grafico 8) Istat, Occupati e disoccupati (dati provvisori) 1/3/24, next release 3/4/24; (3) Unioncamere: Previsioni dei fabbisogni occupazionali e professionali in Italia a medio termine (2024-2028), marzo 2024; (4) The U.S. Bureau of Labor Statistics, US Department of Labor, The employment situation, 8/3/24, next release 5/4/2024.

# L'indice PMI dei responsabili degli acquisti

## Migliora l'ottimismo in Eurozona con sfumature diverse tra i paesi

» **L'indice PMI** (Purchasing Managers' Index) **Composito** della Produzione dell'Eurozona di febbraio registra un valore pari a **49.2** (da 47.9). Sempre a febbraio l'indice dei servizi registra un aumento a **50.2** (da 48.4) (1): in crescita l'assunzione di personale delle aziende, migliore dei periodi precedenti. Inoltre, si evince una stabilizzazione di nuovo lavoro in entrata, un potenziale indicatore di svolta del settore. L'indice della **manifattura** registra un lieve calo attestandosi a **46.5** (da 46.6). Continua la difficile situazione del settore che risulta sotto la soglia di neutralità da giugno 2022. Emerge tuttavia una nota positiva: il tasso di decrescita dei nuovi ordini si è attenuato. (2)

» Per quanto riguarda i paesi dell'Eurozona, si registra una crescita rilevante del PMI composito per la **Spagna** che si attesta a **53.9** (da 51.5); in miglioramento anche la Francia, seppur continui a mantenersi sotto la soglia di neutralità, raggiungendo **48.1** (da 44.6); ancora in calo la Germania che si attesta a **46.3** (da 47.0). (1)

## In Italia continua a migliorare l'indice composito trainato dai servizi; lieve miglioramento anche per la manifattura

» L'indice **PMI composito italiano** continua a migliorare attestandosi a **51.1** (da 50.7) a febbraio. Il miglioramento è stato sostenuto dai **servizi**, che crescono a **52.2** (da 51.2). Questo settore appare stabile su basi solide, infatti si registra una crescita degli ordini totali con un incremento anche dall'estero. L'attività e i nuovi ordini registrano un'espansione più veloce rispetto ai periodi precedenti e l'aumento occupazionale facilita il calo degli ordini inevasi; tuttavia rimangono pressioni inflazionistiche persistentemente elevate. (3)

» La **manifattura** rimane sostanzialmente stabile rispetto alla rilevazione precedente, registrando solo un lieve aumento a **48.7** (da 48.5), ancora in territorio di contrazione dopo quasi un anno dato il contesto economico incerto: da un lato vi sono difficoltà derivanti da un declino di ordini sia interni che esteri, dall'altro le previsioni sulla produzione futura sono sopra la media storica, confidando in un miglioramento. (4)

## Continua la crescita dei PMI USA grazie alla manifattura, lieve calo dei servizi

» Il **PMI composito della produzione mondiale** cresce ulteriormente a **52.1** (dal 51.8) con il tasso di crescita più alto degli ultimi 8 mesi, sostenuto dall'espansione del business e dalla conclusione dell'arretrato. I **servizi** registrano una certa stabilità a **52.4** (da 52.3). (5) Anche l'indice **manifatturiero** cresce attestandosi a **50.3** (da 50.0). (6)

» Migliora ulteriormente la crescita dei **PMI composito USA** attestandosi a febbraio a **52.5** (da 52.0), questa volta merito della **manifattura** che **cresce sensibilmente attestandosi a 52.2** (da 50.7) (7). Le aziende stanno intensificando la produzione, richiedendo maggiori elementi di input e ricostituendo le scorte di magazzino. Lieve calo dell'indice dei servizi a **52.3** (da 52.5). (8)

Grafico 9: Eurozone PMI Composite

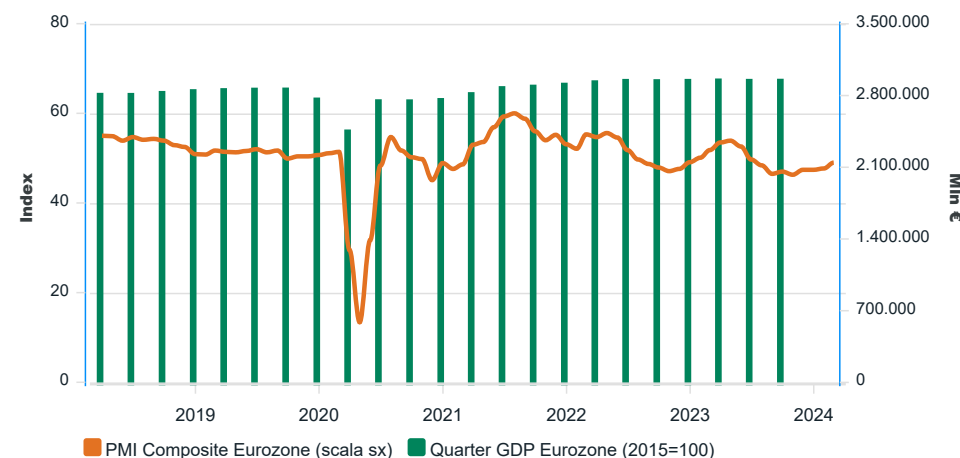
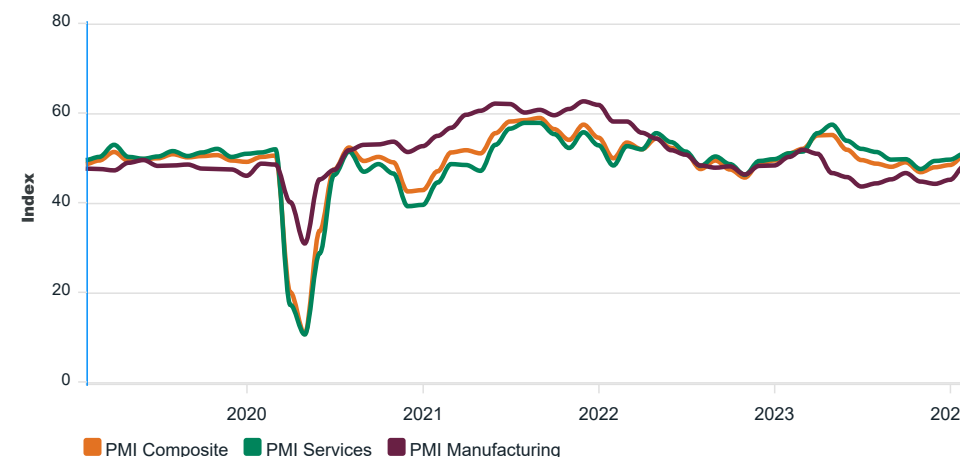


Grafico 10: PMI Italy



# La politica monetaria: central bank snapshot

## European Central Bank

### Interest Rate Policy

- Main refinancing operations: **4,50%**
- Deposit facility rate: **4,00%**
- Marginal lending facility: **4,75%**
- **Ultimo cambiamento: Settembre 2023 (+25bps)**
- Cambiamento precedente:
- Luglio 2023 (+25bps)
- Giugno 2023 (+25bps)
- Maggio 2023 (+25bps)
- Marzo 2023 (+50bps)
- Febbraio 2023 (+50bps)
- Dicembre 2022 (+50bps)
- Ottobre 2022 (+75bps)
- Settembre 2022 (+75bps)
- Luglio 2022 (+50bps, deposit rate 0%)
- Tassi negativi dal 2014

### Azioni di politica monetaria

La BCE ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse chiave nella riunione del 7/03/2024.

- Prossimo meeting: 11 Aprile 2024.
- Non c'è stata discussione su un possibile taglio dei tassi, ha dichiarato la Presidente Lagarde; si è appena iniziato a considerare un possibile cambiamento dell'atteggiamento restrittivo in considerazione del processo disinflazionistico in corso. La BCE continua a mostrare preoccupazione sulle pressioni interne sui prezzi, che restano elevate a causa della forte crescita salariale.
- BCE ritiene che i tassi di interesse attuali si collochino su livelli restrittivi che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al conseguimento dell'obiettivo dell'inflazione al 2% a medio termine. Le decisioni future saranno guidate dai dati.
- Confermata la normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema con il ridimensionamento dei portafogli del programma APP (Asset purchase programme) e PEPP (pandemic emergency purchase programme). (1)

Head of Central Bank  
Christine Lagarde

## Federal Reserve

### Interest Rate Policy

- Federal Funds Rates: **5,25% - 5,50%**
- **Ultimo cambiamento : Luglio 2023 (+25bps)**
- Cambiamento precedente :
- Marzo 2023 (+25bps)
- Febbraio 2023 (+25bps)
- Dicembre 2022 (+50bps)
- Novembre 2022 (+75bps)
- Settembre 2022 (+75bps)
- Luglio 2022 (+75bps)
- Giugno 2022 (+75bps)
- Maggio 2022 (+50bps)

### Azioni di politica monetaria

- La FED ha mantenuto i tassi d'interesse invariati nella riunione del 30 Gennaio 2024.
- Prossimo meeting: 19 Marzo 2024
- Il presidente della Federal Reserve, Powell, ha aggiornato il Congresso americano sulla politica monetaria, evidenziando come l'inflazione si sta avvicinando all'obiettivo target del 2%: "una volta raggiunto il target, sarà appropriato ridimensionare la politica monetaria in modo da evitare una recessione dell'economia".
- Precedentemente, Jerom Powell aveva dichiarato che la FED non avrebbe preso in considerazione un taglio dei tassi nella riunione del 19-20 marzo, il che sposta l'attenzione sulla possibilità che la FED tagli i tassi almeno da giugno in poi. (2)

Head of Central Bank  
Jerome Powell

## Bank of England

### Interest Rate Policy

- Bank rate: **5,25%**
- **Ultimo cambiamento : Agosto 2023 (+25bps)**
- Cambiamento precedente :
- Maggio 2023 (+25bps)
- Marzo 2023 (+25bps)
- Febbraio 2023 (+50bps)
- Dicembre 2022 (+50bps)
- Novembre 2022 (+75bps)
- Settembre 2022 (+50bps)
- Agosto 2022 (+50bps)
- Giugno 2022 (+25bps)
- Maggio 2022 (+25bps)

### Azioni di politica monetaria

- Prossimo meeting: 21 Marzo 2024
- Il calo della crescita salariale (a 5,6% da 5,8%) potrebbe facilitare la missione della BOE, che avrebbe più *confidence* nel ridurre i tassi, sebbene le pressioni salariali rimangano elevate. Allo stesso tempo, un indice della disoccupazione ai minimi storici (3,9%) potrebbe spingere le aziende ad usare la leva salariale per attrarre impiegati. In effetti, "nonostante i segnali incoraggianti di un rallentamento più marcato, è probabilmente prematuro parlare di tagli", sostiene Paul Dales, capo economista di Capital Economics, considerando anche un indice CPI stabile al 4,0% a/a.
- Un ulteriore calo dei posti di lavoro vacanti, registrato a febbraio, indica un allentamento del mercato del lavoro. Se la crescita dei salari continuerà a calare e l'inflazione scenderà al di sotto dell'obiettivo del 2,0% in aprile, iò potrebbe essere sufficiente a spingere la banca centrale a tagliare i tassi in estate. (3)
- La crescita nel 2023 è stata pari a +0,1%. (4)

Head of Central Bank  
Andrew Bailey

## Bank of Japan

### Interest Rate Policy

- Policy deposit rate: **-0,10%**
- **Ultimo cambiamento : Gennaio 2016**
- Cambiamento precedente :
- Tassi negativi dal 2016

### Azioni di politica monetaria

- Nella riunione del 18 Gennaio, la Bank of Japan (BoJ) non ha apportato modifiche alla sua politica monetaria ultra accomodante, senza alterare il tasso d'interesse negativo a -0,10%
- Prossima riunione: 18-19 Marzo 2024.
- Il mercato si aspetta che la BOJ elimini il suo regime di tassi negativi nella prima riunione di aprile, a condizione che vengano confermati sostanziali aumenti salariali durante le annuali trattative salariali di primavera.
- Il governatore della BOJ Kazuo Ueda non ha fornito indicazioni sulla possibilità che la banca centrale alzi i tassi di interesse a breve termine.
- L'inflazione CPI a gennaio si attesta al +2,2%, secondo le stime del centro di statistica giapponese, mentre la crescita del PIL nel 2023 è stata pari +1,9%. (5)

Head of Central Bank  
Kazuo Ueda

# La logistica : Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)

## Aumenta l'incertezza sulla supply chain mondiale

» Le **pressioni sulla catena di approvvigionamento globale** misurate dall'indice GSCPI **sono leggermente aumentate a febbraio**, attestandosi a +0.10 (deviazione standard, da -0,23 di gennaio, rivisto dal -0.11). (1)

» Il costo dei noli, calato in maniera significativa nel corso del 2023, ha raggiunto livelli non più sostenibili per l'allungamento delle rotte attraverso il Capo di Buona Speranza a causa dei blocchi nel canale di Suez (tensioni nel Mar Rosso); si attende, dunque, un rimbalzo con l'occasione dei prossimi rinnovi contrattuali dei noli a lungo termine.

» L'**aumento di costi di spedizione potrebbe rallentare il processo deflazionistico in corso**. Non si ha ancora evidenza di tali effetti «a valle»: Oxford Economics stima un impatto di circa +30 bps sull'inflazione *headline* dell'Eurozona e +40 bps sull'inflazione *core* entro 3/6 mesi.

» Per arginare l'aumento dei costi, si sta sfruttando al massimo la capacità di trasporto delle navi, che ha raggiunto un livello record di stiva, così da garantire quanto meno il rispetto delle partenze al giorno fissato.

» Il rischio più serio è in capo ai paesi del sud Europa, i cui porti sono minacciati dall'esclusione di *transshipment* e relativi servizi, a beneficio di porti più vicini allo stretto di Gibilterra; tali porti potrebbero servire come approdo per navi *feeder* che trasborderebbero poi i beni destinati ai porti mediterranei. Gli effetti della crisi si cominciano a vedere, in particolare, nei **porti italiani**, che da fine dicembre 2023 hanno iniziato a far segnare una riduzione dei traffici commerciali.

» Le difficoltà sopra evidenziate potrebbero favorire i porti del nord Europa, come Rotterdam o Amburgo, che acquisterebbero un vantaggio competitivo di natura geografica. (2)

## Baltic Dry Index in aumento

» Una delle sub-componenti del GSCPI, il Baltic Dry Index (BDI), che misura il costo della spedizione di materie prime in tutto il mondo tramite trasporto marittimo, sale a 2.373 il 13 marzo (dai 1.487 dell'8 febbraio). (3)

Grafico 11: Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)

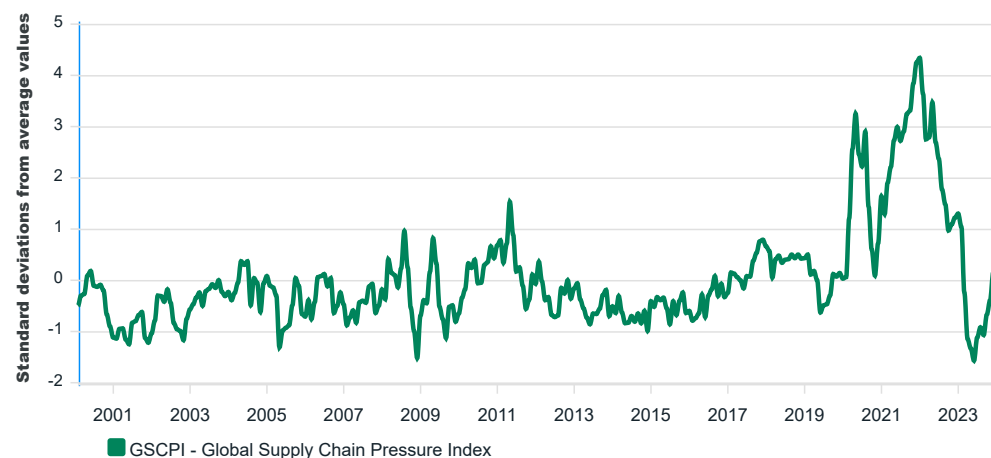
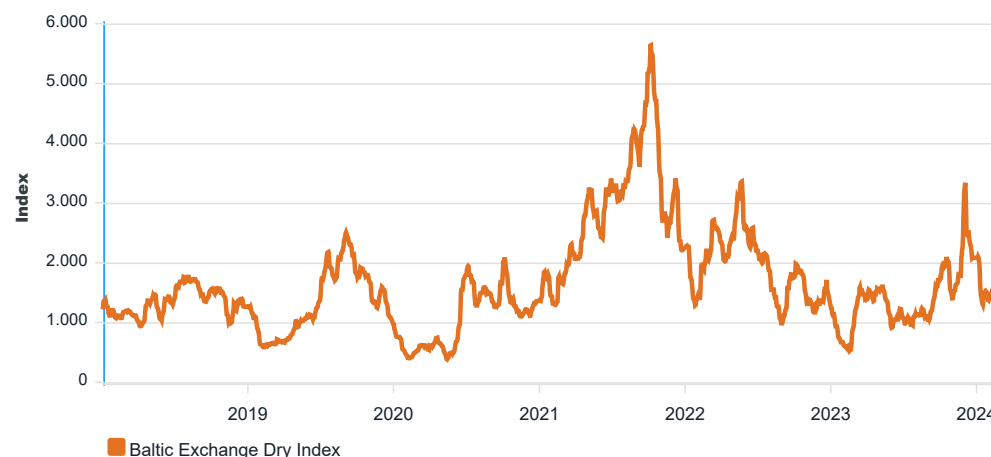


Grafico 12: Baltic Exchange Dry Index

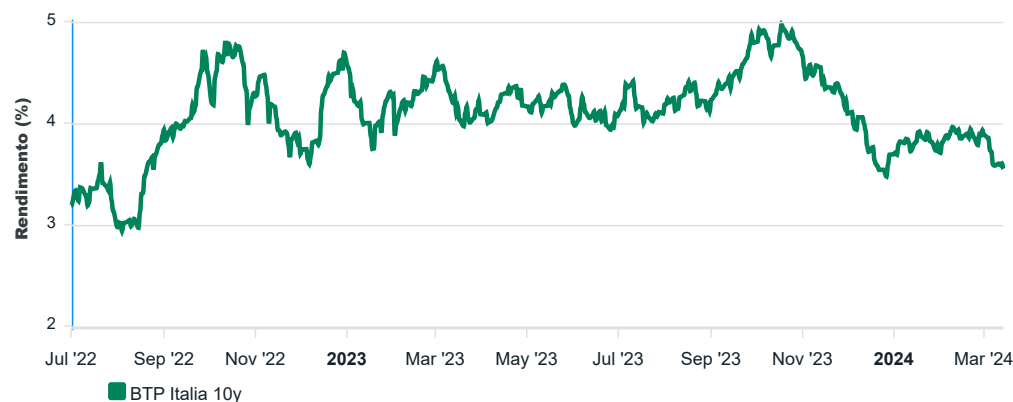


Fonte: (1, Grafico 11) Federal Reserve Bank of New York, Global Supply Chain Pressure Index, <https://www.newyorkfed.org/research/gscpi.html>, last update February 2024; (2) ISPI: "Mar Rosso: porti mediterranei a rischio bypass" 05/03/2024; (3; Grafico 12) Baltic Exchange Dry Index, <https://tradingeconomics.com/>, 12/03/24.

# Tassi di interesse

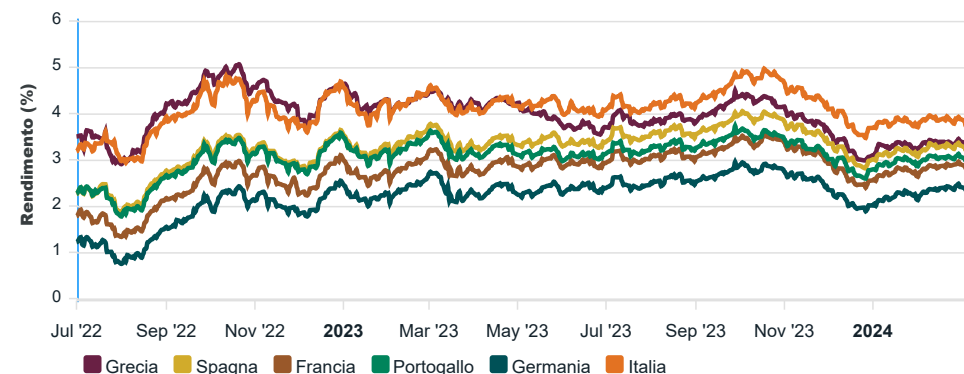
**Grafico 13 (a): BTP 10Y**

Il rendimento del BTP benchmark con scadenza a 10 anni è calato nell'ultimo mese, attestandosi al 3,6% all' 11/3/24 (da 3,9% al 8/02/24).



**Grafico 13 (b): Titoli di Stato a 10Y Area Euro**

I rendimenti dei titoli di stato con scadenza 10 anni dei principali paesi dell'Eurozona sono rimasti sostanzialmente stabili nell'ultimo mese, con dei lievi cali tra i 10 e i 20 bps (Grecia, Portogallo, Spagna 20 bps, Francia 10 bps) attestandosi all'11/3/24 sui seguenti livelli: Germania 2,3% (=), Francia 2,7% (-), Spagna 3,1% (-), Grecia 3,3% (-), Portogallo 2,9% (-).



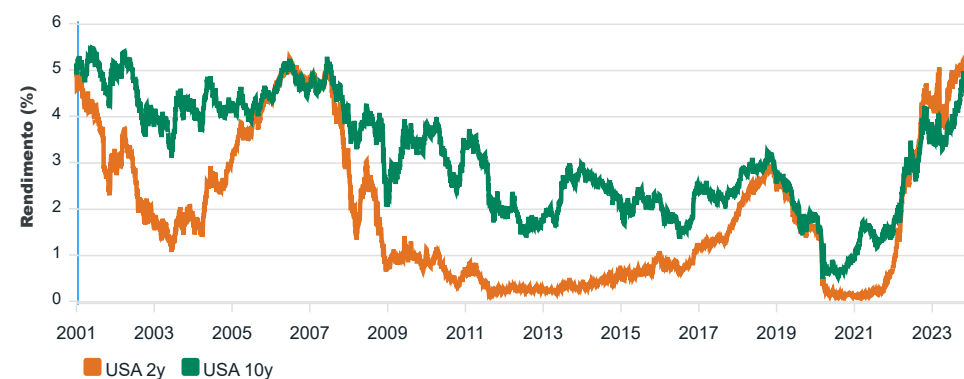
**Grafico 13 (c): Spread BTP-BUND**

Il differenziale di rendimento tra il titolo di stato decennale italiano e quello tedesco si è ulteriormente ridotto. Lo spread si attesta a 131 punti base al 12/3/24 (da 157 punti base all'8/2/24)



**Grafico 13 (d): US Treasury 2Y e 10Y**

Janet Yellen, segretario al Tesoro americano, ha dichiarato che è "improbabile" che i tassi di interesse tornino ai bassi livelli visti prima della pandemia. Attualmente il rendimento del titolo con scadenza due anni si attesta a 4,5%, i tassi del decennale stabili al 4,1% al 12/3/24. Il differenziale 10-2 sale a -40 bps.



Fonte: Bloomberg, Trading Economics (a) BTP IT 10Y; (b) Bund 10Y, France Oats 10Y, Spain Gov10Y, Greece10Y, Portugal10Y; (c) Differenziale di rendimento BTP10Y-Bund10Y; (d) Rendimento Treasury USGG10YR, T-Bill USGG2YR. Trading Economics: US 2 Year Treasury Bond Note Yield; Trading Economics: US 10 Year Treasury Bond Note Yield.

# Tassi di interesse e valute

**Grafico 14 (a): Cambio EUR/USD**

Il cambio EUR/USD si attesta a 1,09 al 12/3/24 (da 1,08 al 12/2/24)



**Grafico 14 (b): Cambio Euro/GBP**

Il cambio Euro/GBP si attesta a 0,85 al 12/3/24 (stabile da 0,85 all' 8/2/24).



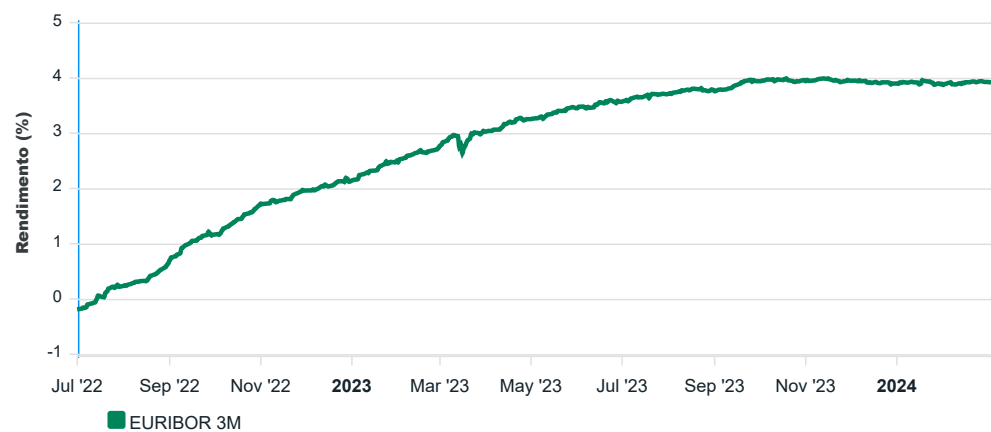
**Grafico 14 (c): EUR IRS 10Y**

Tasso di rendimento EUR IRS a 10 anni a 2,56% al 12/3/24 (da 2,69% all'8/2/24).



**Grafico 14 (d): Euribor 3M**

EURIBOR 3 mesi a 3,92% all' 11/03/24 (da 3,90% all' 8/02/24).



Fonte: Bloomberg e Trading Economics (a) EURUSD; (b) EURGBP; (c) Eur Annual 10Y; (d) Euribor 3M Trading Economics: Euribor 3 Months Rate.

# Materie Prime

## Grafico 15 (a): Petrolio WTI

Il prezzo del greggio WTI è poco volatile nonostante l'instabilità nell'area mediorientale, probabilmente a causa di una domanda cinese molto debole. (1) Il prezzo del WTI si attesta a \$78 dollari al barile al 12/3/24 (da \$76 al barile all' 8/2/24).



## Grafico 15 (b): Gas Naturale

Il prezzo del gas continua la sua discesa nonostante il protrarsi della guerra in Ucraina e delle tensioni mediorientali. Il prezzo del gas TTF si attesta in calo a €25 per mwh al 12/3/2024 (da €28 all'8/2/24).



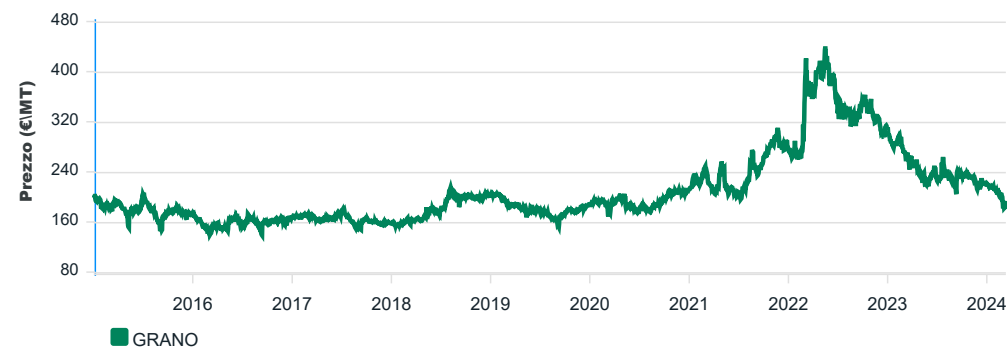
## Grafico 15 (c): Oro

Il prezzo dell'oro è salito a un livello record, spinto dalle crescenti aspettative di taglio dei tassi d'interesse statunitensi, dagli investitori a caccia di beni rifugio e da mesi di acquisti prodigiosi da parte delle banche centrali e degli investitori cinesi, i quali hanno preferito investire nel bene rifugio per antonomasia dopo il crollo del mercato immobiliare locale. L'Oro si attesta a 2178\$ per oncia al 12/3/24 (da 2035\$ per oncia all' 8/2/24). (2)



## Grafico 15 (d): Grano

Prezzo del grano in costante discesa nell'ultimo mese, nonostante il mancato rinnovo dell'accordo tra Russia e Ucraina: la sorprendente performance militare Ucraina nel Mar Nero ha permesso di creare un corridoio marittimo per l'export di grano e altre derrate alimentari, il cui prezzo è effettivamente in discesa (3). Il prezzo del grano si attesta al €195 per metric tonnellata al 11/3/24 (da €205 all' 8/2/24).



# BPER:

## Grazie

### **Disclaimer**

*La presente pubblicazione è prodotta da BPER Banca S.p.A. La medesima è rivolta al pubblico indistinto ed ha contenuto di carattere informativo. Eventuali riferimenti a prodotti o servizi sono da intendersi con finalità meramente divulgativa e non costituiscono offerta commerciale. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come offerta, raccomandazione o consulenza in materia di investimenti per l'acquisto, la vendita o il mantenimento di alcun tipo di prodotto finanziario. Le informazioni e le opinioni contenute nella presente pubblicazione sono fornite da BPER Banca S.p.A. in buona fede, in via autonoma e indipendente e si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse. Tali informazioni e opinioni sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e sono pertanto suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, senza alcun obbligo da parte di BPER Banca S.p.A. di comunicare tali modifiche a coloro che abbiamo fruito in precedenza del contenuto del documento. Gli interessati dovranno effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Qualsiasi eventuale riferimento nella presente pubblicazione a rendimenti passati, così come qualsiasi valutazione o altra informazione dai medesimi ricavata è a scopo esclusivamente illustrativo e non è da considerarsi indicatore affidabile di andamenti futuri. Il contenuto della presente pubblicazione non è diretto a, né utilizzabile da, qualunque persona fisica o giuridica che sia cittadino o residente o che si trovi in qualsiasi località, Stato, Paese o altra giurisdizione in cui tale pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sarebbero contrari a leggi o regolamenti ovvero obbligherebbero BPER Banca S.p.A. all'acquisizione di permessi, autorizzazioni o licenze in tale giurisdizione. BPER Banca S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del contenuto della presente pubblicazione e/o dalle eventuali scelte di investimento effettuate dai fruitori della medesima. Il presente documento non potrà essere distribuito, riprodotto anche parzialmente o pubblicato in assenza di specifica autorizzazione scritta di BPER Banca S.p.A. Documento basato sulle informazioni disponibili al 9 febbraio 2024.*

*Documento basato sulle informazioni disponibili al 13 Marzo 2024.*

Ufficio Studi, Ricerche e Innovazione - [ufficiostudi@bper.it](mailto:ufficiostudi@bper.it)