

La crescita dell'economia italiana prosegue nel 2° trimestre, ma a ritmi più moderati



Crescita in assestamento. Il 2° trimestre 2023 si è aperto con qualche segnale debole per l'Italia, dopo il buon andamento del PIL a inizio anno. La situazione è solida nei servizi, meno in industria e costruzioni. L'RTT index (sviluppato da CSC e TeamSystem) segnala in aprile una frenata del fatturato in tutti i settori. Il calo del prezzo del gas è una potente spinta positiva, ma i consumi restano zavorrati dall'inflazione, gli investimenti dal costo del credito e si è fermato l'export, data la frenata mondiale.



Inflazione persistente come previsto. L'inflazione italiana ha interrotto il suo calo in aprile (+8,2% annuo, da +7,6%), ma la tendenza al ribasso continuerà, grazie al prezzo del gas sempre più in riduzione (34 euro/mwh a maggio) e agli effetti sempre più pieni del rialzo dei tassi. I prezzi al consumo alimentari restano in tensione (+11,8%), ma anch'essi si raffredderanno gradualmente perché le materie prime sono care ma senza ulteriori rialzi (in aprile +49% dal 2019). La dinamica dei prezzi al consumo dei beni e servizi *core* continua a salire (+4,9%), incorporando i passati rincari energetici.

Tassi su, prestiti giù. Il tasso pagato per i prestiti dalle imprese italiane è balzato a 4,30% a marzo, oltre il triplo del livello di fine 2021 (1,18%). Il credito a condizioni molto più onerose fa sì che lo stock di prestiti alle imprese si stia contraendo sempre di più (-1,0% annuo a marzo): manca perciò un sostegno a produzione e investimenti. La stretta segue il rialzo del tasso della BCE (salito al 3,75% a maggio), che sembra aperta a nuovi possibili ritocchi: i *future* anticipano un ultimo rialzo di 0,25 entro settembre. In Italia, il BTP resta invece stabile su un livello alto (4,17% in media a maggio, ma 4,41% il 26/5).



I servizi trainano. Il turismo in Italia nel 1° trimestre è risultato molto sopra i livelli del 2022 (+30,7% la spesa dei viaggiatori stranieri), intorno a quelli del 2019. In aprile il PMI dei servizi è salito ancor più, indicando forte crescita (57,6 da 55,7), anche se a maggio la fiducia delle imprese ha subito un calo. Il settore beneficia ancora della domanda repressa delle famiglie liberata dalle riaperture post-Covid.



L'industria resiste. La produzione è diminuita ancora a marzo (-0,6%), terzo calo consecutivo, ma chiude il 1° trimestre solo di poco negativa (-0,1%) grazie alla buona eredità di dicembre. Lo scenario è in peggioramento: il PMI in aprile è bruscamente crollato in area di contrazione (46,8 da 51,1). A maggio, la fiducia delle imprese è di nuovo calata: meno ordini, più basse attese sulla produzione. La domanda estera non tira più: l'export italiano di beni si è fermato, in media, nel 1° trimestre 2023.



Segnali misti per i consumi. A marzo è proseguito il calo delle vendite di beni alimentari (-0,7%, in volume), mentre sono ripartite da inizio anno le immatricolazioni di auto, grazie a una domanda favorevole dopo molti mesi di contrazione (+9,7% nei primi 4 mesi). Un fattore positivo è il mercato del lavoro che è rimasto in espansione nel 1° trimestre (+80mila occupati). Per aprile, l'ICC segnala però una crescita tenue dei consumi (+0,2% annuo), trainata solo dai servizi (+4,5%). E a maggio i giudizi delle famiglie sulla propria situazione economica sono un po' peggiorati, come la fiducia in generale.

Investimenti: crescono, anche se poco. L'aumento nella produzione di beni strumentali (+0,3% nel 1° trimestre) delinea buone prospettive per gli investimenti. Lo conferma l'indagine sulle condizioni per investire, che prefigura un miglioramento (-18,1% nel 1° trimestre, da -30,2%; Banca d'Italia).

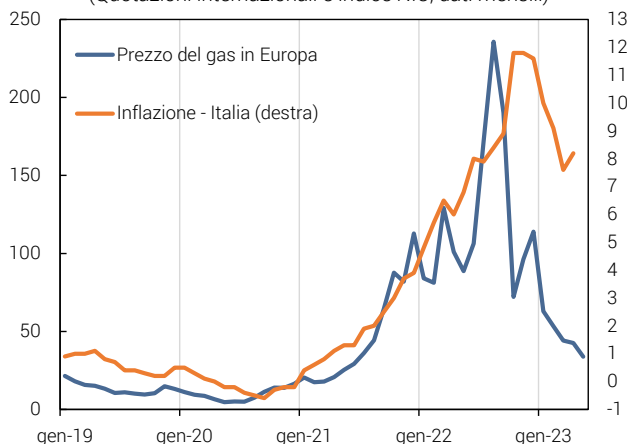


Debolezza nell'Eurozona. La produzione industriale dell'Area scivola a marzo (-4,1%), portando il 1° trimestre in negativo (-0,2%). Cala in particolare la manifattura (-0,7% nel 1°), che si mantiene sotto i valori di inizio 2021: da allora, è di poco positivo lo scarto dell'Italia (+0,1%), ma è ampio il gap accumulato in Germania (-1,3%). Dove il PIL ha segnato un -0,3% nel 1° trimestre. In aprile, il PMI manifatturiero è sceso a 44,6, indicando più frenata, compensata dalla crescita nei servizi (56,2).

USA: riparte l'industria. Il PIL nel 1° trimestre è salito di +0,3%, meglio delle attese (ma peggio dei due precedenti), grazie alla crescita di consumi e export, mentre calano gli investimenti. In aprile, l'industria ha mostrato una buona performance: +0,5% la produzione, dopo la stasi degli ultimi due mesi (+0,5% l'acquisito per il 2° trimestre, dopo due cali consecutivi); in risalita anche il PMI manifatturiero (50,2 da 49,2), l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago (48,6 da 43,8) e l'ISM manifatturiero (47,1 da 46,3).

Frena la Cina. In India (ma anche in Russia e Turchia) si registra un clima espansivo in aprile: produzione e nuovi ordini spingono l'occupazione e smaltiscono quelli arretrati. Sulle prospettive però pesano l'alto costo degli input produttivi e i ritardi nelle catene di fornitura. La manifattura brasiliana subisce, invece, un calo marcato, mentre in Cina si ha una frenata, ma senza finora intaccare la fiducia.

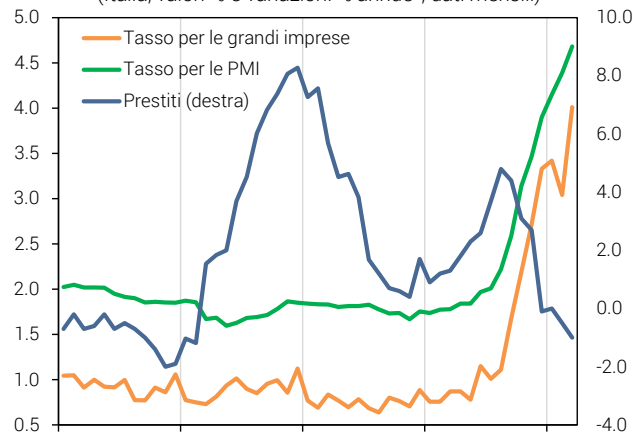
Prezzo del gas sempre più basso, ma inflazione ancora alta
(Quotazioni internazionali e indice NIC, dati mensili)



TTF: euro per megawattora.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, Istat.

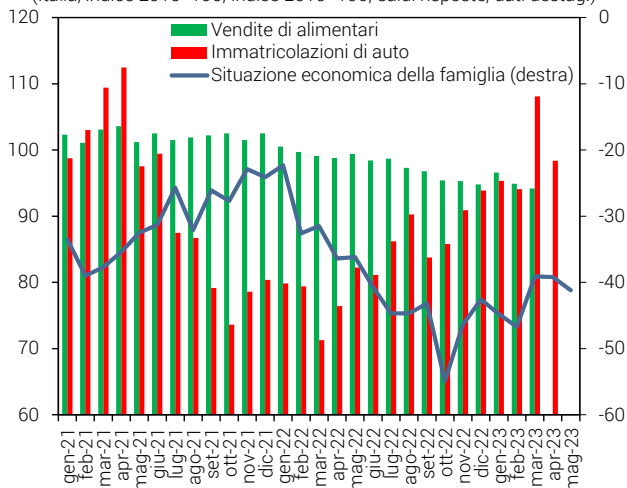
Credito alle imprese: tassi molto più alti, volumi in calo
(Italia, valori % e variazioni % annue*, dati mensili)



* Corretto per l'effetto di cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Refinitiv, Banca d'Italia.

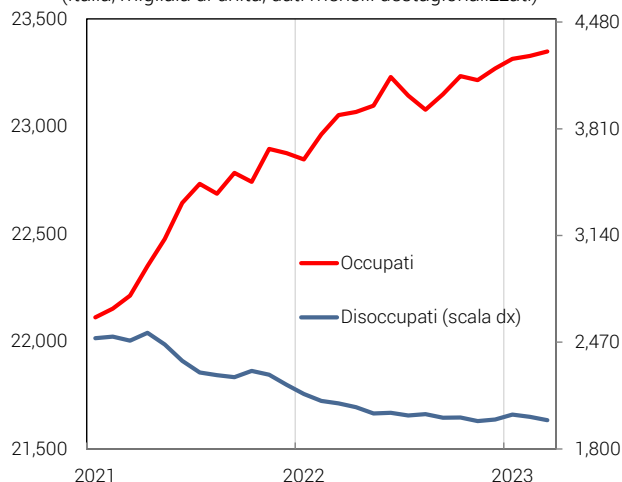
Consumi: più immatricolazioni, ma alimentari in calo e fiducia debole
(Italia, indice 2015=100, indice 2010=100, saldi risposte, dati destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Refinitiv.

Mercato del lavoro solido

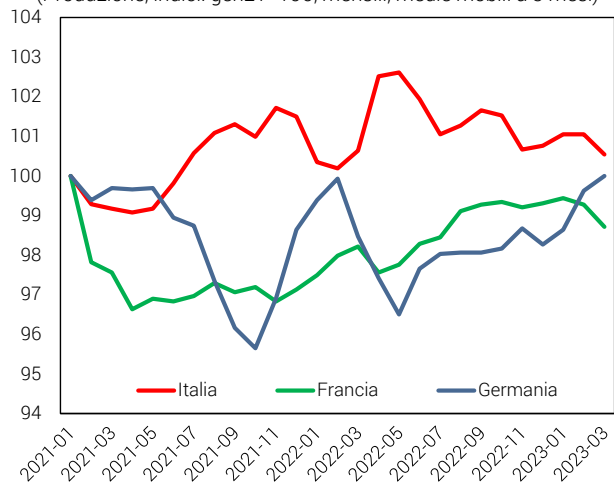
(Italia, migliaia di unità, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Manifattura europea: la tendenza resta migliore in Italia

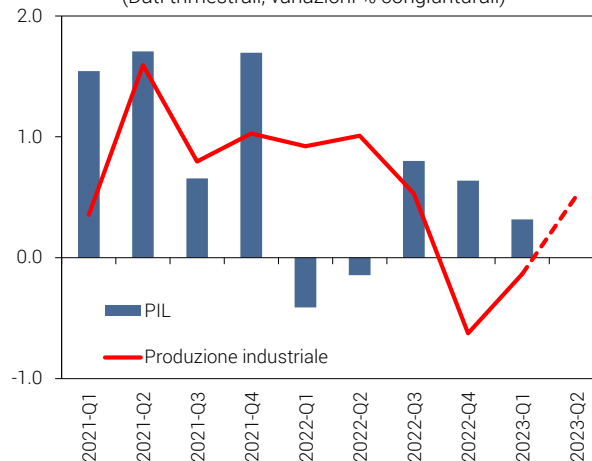
(Produzione, indici: gen21=100, mensili, medie mobili a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

USA: prosegue il rallentamento dell'economia, migliora l'industria

(Dati trimestrali, variazioni % congiunturali)



Il valore in Q2-2023 della produzione industriale è la var. % acquisita.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FRED.

Margini compressi nella manifattura italiana

Inflazione da profitti? La BCE di recente, nel suo [Bollettino mensile](#), ha sottolineato che, con lo shock energetico nel 2022, i profitti delle imprese europee, di solito pro-ciclici, sono aumentati, a riflesso di prezzi di vendita che hanno cavalcato i rincari di gas ed elettricità, salendo più di quanto siano aumentati i costi. Vi sarebbe stata dunque in Europa, lo scorso anno, un'imprevista e non frequente componente di inflazione da profitti. Se questa si rivelasse persistente, potrebbe ostacolare la discesa dell'inflazione nel 2023, richiedendo tassi di interesse alti più a lungo. In questo Focus, si verifica se ciò riguarda anche l'Italia.

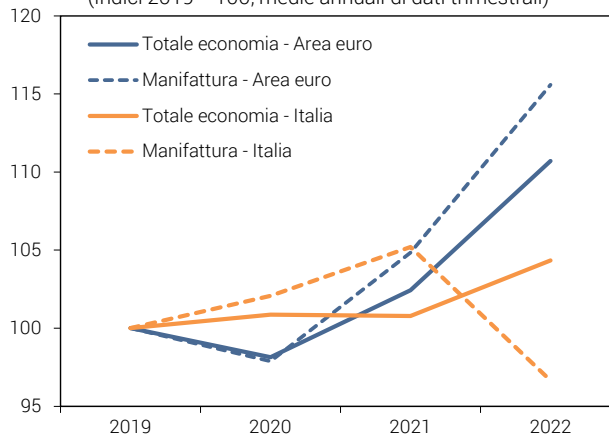
I margini nell'Eurozona. Partendo dalla scomposizione del deflatore del PIL (del valore aggiunto, per i singoli settori), preso come misura dell'inflazione di origine domestica (*core inflation*), in somma di profitti unitari e Clup, dove i profitti sono misurati dal margine operativo lordo, calcolato su dati trimestrali Eurostat, come fatto dalla BCE, risulta che: per l'aggregato dell'Eurozona, nel 2022 c'è stato in effetti un forte aumento dei profitti unitari (+8,1% in media sul 2021; stime CSC). In particolare, sono cresciuti in misura significativa nel commercio (+19,4%), nelle costruzioni (+17,6%) e nei settori energetici-estrattivi (+43,4%). Nella manifattura i profitti unitari sono saliti meno di altri settori, ma in maniera comunque ampia (+10,3%). Nei servizi, invece, si è avuta una sostanziale stabilità (-0,4%, esclusa la PA). Ciò ricalca le evidenze della BCE e fornisce la base per le sue osservazioni relative al totale Eurozona, che è l'aggregato cui si riferiscono per mandato le sue analisi e le decisioni di politica monetaria.

In Italia è differente. La dinamica dei profitti unitari in Italia è stata molto diversa. Per il totale economia la crescita è molto più bassa che nell'Eurozona: +3,5% nel 2022 rispetto al 2021. I settori che hanno registrato aumenti significativi sono l'energetico-estrattivo e il commercio (+8,0%). Al contrario, in Italia hanno subito una flessione dei profitti unitari sia i servizi (-2,6%) che le costruzioni (-3,8%) e la manifattura ha visto un forte calo (-8,1% in media nel 2022), nonostante il recupero nell'ultimo trimestre. Dunque, la tesi per cui l'aumento dei profitti ha alimentato l'inflazione non si applica pienamente all'Italia. I dati Istat sul markup manifatturiero forniscono la stessa indicazione: caduta da inizio 2021, solo parziale recupero a fine 2022. Un'analisi recente della Commissione UE, contenuta nell'ultimo [Outlook](#), giunge a risultati analoghi: mostra che in tutti i paesi europei, nel 2022, i profitti unitari hanno contribuito molto al balzo dell'inflazione (cioè alla crescita del deflatore del PIL), tranne proprio che in Italia.

Possibili motivi. Vari fattori possono spiegare la dinamica più bassa dei margini in Italia: maggior aumento dei costi energetici; minore dimensione delle imprese, che potrebbe limitare il potere di mercato; maggior peso di settori a valle, a contatto con i consumi compressi; strategie di prezzo mirate a sostenere i volumi.

Freno agli investimenti. L'erosione dei margini nella manifattura può frenare la crescita degli investimenti in Italia, perché riduce la capacità di autofinanziamento delle imprese. A ciò si aggiunge che le disponibilità liquide sono in calo (-43 miliardi i depositi a marzo da luglio 2022) e il credito bancario si riduce. Dunque, non vi sono nei bilanci delle imprese italiane risorse facilmente utilizzabili per finanziare nuovi investimenti. E quelli privati, in Italia come nelle altre economie avanzate, sono realizzati soprattutto dalle imprese (73%) e solo in parte dalle famiglie (27%; pari a 265 e 99 miliardi di euro nel 2022, su un totale di 364).

Crescono i profitti unitari, ma non nella manifattura italiana
(Indici 2019 = 100, medie annuali di dati trimestrali)



Profitti unitari = MOL nominale / VA reale.
MOL = VA - CL. CL aggiustata per i self-employed.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.