



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2023

4 | 2023



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2023
Ottobre

Le altre pubblicazioni economiche della Banca d'Italia sono le seguenti:

Relazione annuale

Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: www.bancaditalia.it/pubblicazioni
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

© Banca d'Italia, 2023

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983
Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Filippo Vergara Caffarelli e Marianna Riggi (coordinamento), Donato Ceci, Emanuele Ciani, Cristina Conflitti, Pietro Cova, Valerio Ercolani, Lucia Esposito, Fadi Hassan, Alessandro Moro

Fabrizio Martello, Valentina Memoli e Marco Paciucci (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici), Roberta Persia (aspetti informatici), Maria Pia Mingarini (segreteria di redazione)

Riquadri: Lorenzo Bencivelli, Fabrizio Colonna, Cristina Conflitti, Francesco Corsello, Enrica Di Stefano, Lucia Esposito

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 6 ottobre 2023, salvo diversa indicazione

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	12
1.3 I mercati finanziari internazionali	19
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	21
2.2 Le imprese	22
2.3 Le famiglie	24
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	26
2.5 Il mercato del lavoro	28
2.6 La dinamica dei prezzi	32
2.7 Le banche	34
2.8 Il mercato finanziario	39
2.9 La finanza pubblica	41
2.10 Le prospettive	45

INDICE DEI RIQUADRI

La crisi del settore immobiliare cinese e le possibili ricadute sull'economia globale	8
Gli andamenti eterogenei delle componenti di fondo dell'inflazione nell'area dell'euro	14
Il calo della produttività oraria del lavoro: le dinamiche di impresa	30
L'offerta e la domanda di credito dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria	35

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
- :: i dati sono statisticamente non significativi;
- () i dati sono provvisori.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

Per la denominazione dei paesi indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (<https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm>).

Con riferimento ai dati di fonte ICE Data Derivatives UK Limited, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "I dati citati nel presente documento sono di proprietà di ICE Data Derivatives UK Limited, delle sue affiliate e/o dei rispettivi fornitori terzi ("ICE e i suoi fornitori terzi") e sono stati concessi in licenza d'uso. Questo materiale contiene informazioni riservate e proprietarie e/o segreti commerciali di ICE e dei suoi fornitori terzi e non devono essere pubblicate, riprodotte, copiate, divulgate o utilizzate senza l'espreso consenso scritto di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non garantiscono l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza o la disponibilità delle informazioni e non sono responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa o dai risultati ottenuti dall'uso di tali informazioni. ICE e i suoi fornitori terzi non si assumono alcuna responsabilità in relazione all'uso di tali dati o marchi. ICE e i suoi fornitori terzi declinano qualsiasi garanzia espressa o implicita, incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le garanzie di commerciabilità o di idoneità per uno scopo o un uso particolare. In nessun caso ICE e i suoi fornitori terzi saranno responsabili per danni diretti, indiretti, o conseguenti, costi, spese, spese legali o perdite (compresi il mancato guadagno o il mancato profitto e i costi di opportunità) in relazione all'uso da parte della Banca d'Italia o di altri dei dati o dei servizi di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non sponsorizzano, appoggiano o raccomandano alcuna parte di questa ricerca e/o presentazione".

SINTESI

L'economia mondiale rallenta

Nel secondo trimestre la crescita è rimasta solida negli Stati Uniti, mentre il PIL ha frenato marcatamente in Cina, anche per effetto della crisi immobiliare. In estate l'attività economica globale ha decelerato: l'espansione nei servizi si è attenuata ed è proseguita la flessione del ciclo manifatturiero. Secondo le previsioni pubblicate in ottobre dall'FMI, il prodotto mondiale rallenterà nel biennio 2023-24. Le tensioni geopolitiche, accentuate dai recenti attacchi terroristici in Israele, pesano sull'evoluzione del quadro congiunturale globale. La debolezza dell'interscambio di merci grava sulle prospettive del commercio internazionale. Sono tornate a salire le quotazioni energetiche.

L'orientamento delle politiche monetarie rimane restrittivo negli Stati Uniti e nel Regno Unito

Nei mesi estivi l'inflazione di fondo è diminuita negli Stati Uniti e nel Regno Unito, pur rimanendo elevata. La Federal Reserve e la Bank of England, rispettivamente nelle riunioni di luglio e agosto, hanno aumentato di 25 punti base i propri tassi di riferimento, portandoli ai massimi dal biennio 2007-08 e lasciandoli invariati in settembre. L'orientamento della politica monetaria della Banca del Giappone è rimasto invece accomodante. Nel terzo trimestre si è verificato un inasprimento delle condizioni nei mercati finanziari internazionali, alimentato anche dalla revisione delle attese di un rapido allentamento della politica monetaria.

Nell'area dell'euro il ciclo economico resta debole e si riduce l'inflazione

Secondo nostre stime il ristagno del PIL nell'area dell'euro, in atto dallo scorcio del 2022, è proseguito anche nei mesi estivi. Vi hanno inciso le condizioni di finanziamento più rigide e gli effetti dell'alta inflazione sul potere d'acquisto delle famiglie. L'attività rimane fiacca nella manifattura e si indebolisce nei servizi; sono emersi segnali di raffreddamento nel mercato del lavoro. In settembre l'inflazione al consumo e quella di fondo sono scese al 4,3 e al 4,5 per cento, rispettivamente. Nelle proiezioni degli esperti della BCE

la dinamica dei prezzi al consumo diminuirà marcatamente nel 2024 (al 3,2 per cento) e nel 2025 (al 2,1). Questo sentiero discendente è sostenuto dalla riduzione dell'inflazione delle voci più persistenti del paniere di beni e servizi.

La BCE ha proseguito nella fase di rialzo dei tassi ufficiali

In luglio e settembre il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato di complessivi 50 punti base i tassi di interesse ufficiali. Il Consiglio attualmente ritiene che i tassi di riferimento abbiano raggiunto livelli che, se mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento. Ha inoltre ribadito che intende reinvestire in modo flessibile, almeno sino alla fine del 2024, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di titoli per l'emergenza pandemica (PEPP). Nell'area dell'euro il costo dei finanziamenti a imprese e famiglie è ulteriormente salito, riflettendo il rialzo dei tassi ufficiali; i rendimenti sui titoli pubblici decennali sono aumentati, così come i differenziali di quelli italiani con i corrispondenti titoli tedeschi.

In Italia la crescita è rimasta debole in estate

Secondo nostre valutazioni, dopo la diminuzione del secondo trimestre è proseguita la fase di debolezza dell'attività economica in Italia, estesa sia alla manifattura sia ai servizi. Gli indicatori confermano la fiacchezza della domanda interna, che riflette l'inasprimento delle condizioni di accesso al credito, l'erosione dei redditi delle famiglie dovuta all'inflazione e la perdita di vigore del mercato del lavoro. Le esportazioni risentono sia della scarsa vivacità della domanda mondiale, sia dell'attività economica nell'area dell'euro.

Continua a migliorare il saldo di conto corrente

Il saldo di conto corrente è tornato marginalmente positivo, grazie al calo del disavanzo energetico in primavera; gli investitori non residenti hanno manifestato un forte interesse per i titoli pubblici italiani. La posizione creditoria

netta sull'estero è cresciuta. Prosegue il miglioramento del saldo debitorio di TARGET2.

L'occupazione rallenta, la dinamica salariale si rafforza e scendono i margini di profitto

Nel bimestre luglio-agosto il mercato del lavoro ha mostrato segnali di rallentamento: l'occupazione e il tasso di partecipazione sono rimasti sostanzialmente stabili. Si è rafforzata

la dinamica delle retribuzioni nel settore privato non agricolo, ma le pressioni al rialzo provenienti dai rinnovi contrattuali appaiono nel complesso contenute. I margini di profitto sono diminuiti in tutti i settori.

L'inflazione risale lievemente per effetto dei rincari dei carburanti

Dopo il calo degli ultimi mesi, in settembre l'inflazione al consumo è leggermente cresciuta, risentendo dell'aumento delle quotazioni dei carburanti.

L'inflazione di fondo è rimasta pressoché invariata, su un livello nettamente inferiore al massimo raggiunto in febbraio. Le famiglie e le imprese si attendono un allentamento delle pressioni inflazionistiche.

I prestiti bancari si riducono e aumenta il costo del credito

Tra maggio e agosto il credito a famiglie e imprese è nuovamente diminuito. La domanda di finanziamenti è frenata

sia dall'aumento del costo dei prestiti sia dalle minori esigenze di liquidità per investimenti. Le indagini presso le banche evidenziano inoltre che il maggiore rischio percepito dagli intermediari e la minore disponibilità a tollerarlo continuano a contribuire a un irrigidimento delle politiche di concessione dei finanziamenti, indebolendone la dinamica. Gli intermediari si aspettano un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione del credito alle imprese. I nuovi crediti deteriorati si mantengono su livelli contenuti.

Secondo il Governo nel prossimo triennio il rapporto tra il debito e il PIL si ridurrebbe solo marginalmente

Secondo i nuovi obiettivi di finanza pubblica – aggiornati dal Governo alla fine di settembre – nel 2023 l'indebitamento netto e il debito in rapporto al PIL continuerebbero

a diminuire e si collocherebbero rispettivamente al 5,3 e al 140,2 per cento. È programmata per il 2024 un'espansione del disavanzo rispetto al quadro a legislazione vigente di circa 0,7 punti percentuali del prodotto. L'indebitamento netto scenderebbe gradualmente nei prossimi anni, fino al 2,9 per cento del PIL nel 2026. L'incidenza del debito sul prodotto nel prossimo triennio segnerebbe una riduzione solo marginale, con rischi tendenzialmente al rialzo.

Il PIL rallenterebbe nel triennio 2023-25 e l'inflazione scenderebbe marcatamente

Nello scenario di base del nostro quadro previsivo il PIL aumenterebbe dello 0,7 per cento quest'anno, dello 0,8 nel 2024 e dell'1,0 nel 2025. La crescita risentirebbe dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e della debolezza degli scambi internazionali; beneficerebbe invece degli effetti delle misure del PNRR e del graduale recupero del potere d'acquisto delle famiglie.

L'inflazione si ridurrebbe al 2,4 per cento nel 2024 (dal 6,1 del 2023) e all'1,9 nel 2025. Il calo riflette il netto rallentamento dei prezzi all'importazione, determinato soprattutto dalla flessione in termini tendenziali dei corsi delle materie prime energetiche. L'inflazione di fondo scenderebbe al 2,3 per cento nel 2024 (dal 4,6 del 2023) e all'1,9 nel 2025, in linea con il progressivo svanire degli effetti dei passati rincari energetici e con il rallentamento della domanda interna.

I rischi per la crescita sono orientati al ribasso, quelli per l'inflazione sono bilanciati

L'acuirsi delle tensioni geopolitiche, il peggioramento dell'economia cinese e la maggiore rigidità delle condizioni di offerta del credito in Italia, così come nel complesso dell'area dell'euro, si configurano come rischi al ribasso per la crescita economica. I rischi per l'inflazione risultano invece bilanciati: quelli al rialzo sono connessi con un ulteriore rincaro delle materie prime e con una minore velocità di trasmissione della recente discesa dei costi di produzione; un deterioramento più marcato e persistente della domanda aggregata costituisce invece il principale rischio al ribasso.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

In primavera l'economia mondiale ha rallentato. La crescita è rimasta solida negli Stati Uniti ma si è ridotta nettamente in Cina. A livello globale, alla contrazione del ciclo manifatturiero si sono aggiunti in estate segnali di indebolimento nei servizi; si è attenuata la ripresa del commercio internazionale. Nel terzo trimestre le riduzioni dell'offerta di petrolio hanno indotto un rialzo delle quotazioni; anche i corsi del gas naturale sono aumentati. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'inflazione di fondo, pur rimanendo elevata, ha continuato a scendere e l'orientamento delle politiche monetarie è rimasto restrittivo. Sulle prospettive globali continuano a gravare le tensioni geopolitiche, accentuate dai tragici eventi in Medio Oriente.

Nel secondo trimestre la crescita si è mantenuta solida negli Stati Uniti ed è diminuita in Cina

Nel secondo trimestre l'attività economica globale ha frenato, risentendo del minore dinamismo di alcune economie emergenti e della stretta monetaria in atto nelle principali economie avanzate. Negli Stati Uniti, grazie alla ripresa degli investimenti fissi non residenziali e alla tenuta dei consumi, la crescita è rimasta sostanzialmente stabile, contro le attese degli analisti, che ne prefiguravano una flessione (tav. 1). Il prodotto ha accelerato nettamente in Giappone, mentre si è espanso a un tasso contenuto nel Regno Unito. In Cina l'attività economica ha rallentato significativamente in termini congiunturali, risentendo della crisi del settore immobiliare e della debolezza della domanda interna ed estera (cfr. il riquadro: *La crisi del settore immobiliare cinese e le possibili ricadute sull'economia globale*).

Tavola 1

VOCI	Crescita del PIL e scenari macroeconomici (variazioni percentuali)						
	Crescita			Previsioni		Revisioni (1)	
	2022	2023 1° trim. (2)	2023 2° trim. (2)	2023	2024	2023	2024
Mondo	3,5	–	–	3,0	2,9	0,0	-0,1
Giappone	1,0	3,2	4,8	2,0	1,0	0,6	0,0
Regno Unito	4,3	1,3	0,8	0,5	0,6	0,1	-0,4
Stati Uniti	1,9	2,2	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5
Brasile	2,9	4,0	3,4	3,1	1,5	1,0	0,3
Cina (3)	3,0	9,1	3,2	5,0	4,2	-0,2	-0,3
India (4)	7,2	6,1	7,8	6,3	6,3	0,2	0,0
Russia	-2,1	-1,8	4,9	2,2	1,1	0,7	-0,2

Fonte: per i dati sulla crescita dei singoli paesi, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e per tutte le previsioni, FMI, *IMF World Economic Outlook*, ottobre 2023. (1) Punti percentuali; revisioni rispetto a FMI, *IMF World Economic Outlook Update*, luglio 2023. – (2) Dati trimestrali; per Giappone, Regno Unito, Stati Uniti e Cina, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (3) A differenza dei precedenti Bollettini economici, si fa riferimento alla crescita congiunturale, e non a quella tendenziale, poiché in Cina quest'ultima risente del livello eccezionalmente basso del PIL nel 2° trimestre del 2022, quando erano in vigore stringenti misure di contenimento della pandemia. – (4) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

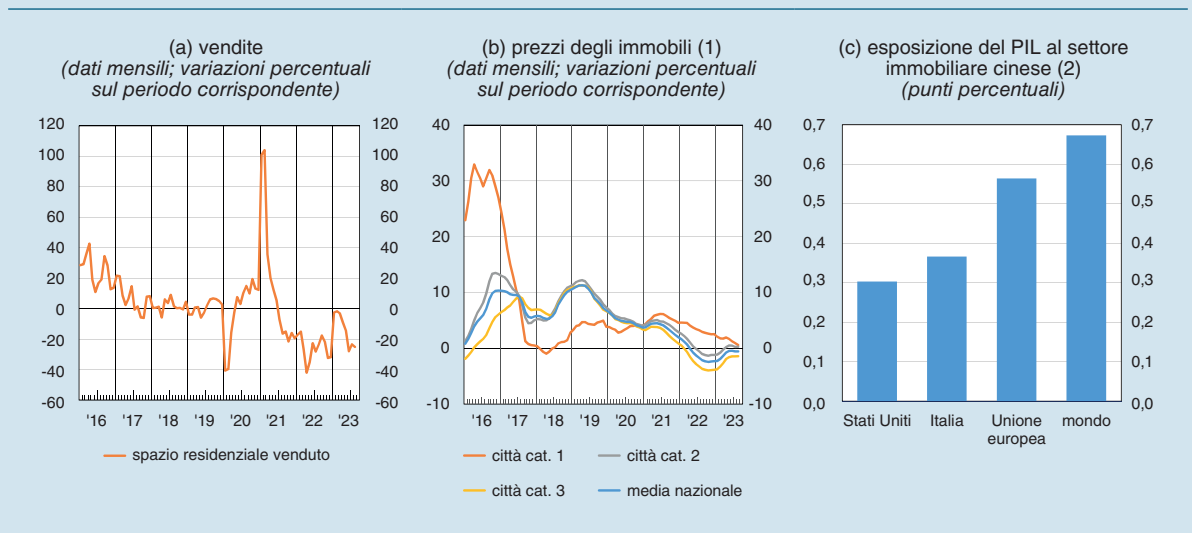
LA CRISI DEL SETTORE IMMOBILIARE CINESE E LE POSSIBILI RICADUTE SULL'ECONOMIA GLOBALE

Negli ultimi mesi Country Garden, prima società immobiliare cinese per fatturato, ha più volte ritardato il pagamento di interessi sulle proprie obbligazioni denominate in valuta estera. Questa è solo la più recente delle difficoltà finanziarie che negli ultimi anni hanno interessato le società del settore in Cina (cfr. il riquadro: *Il dissesto finanziario del gruppo immobiliare cinese Evergrande*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021); ne è risultato il progressivo deterioramento della fiducia sia dei consumatori, con ripercussioni negative su scambi e prezzi degli immobili, sia degli investitori internazionali, come evidenziato dal deprezzamento della valuta cinese.

Nei primi otto mesi del 2023 il volume delle vendite è sceso di quasi il 30 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019 (figura, pannello a). Contestualmente gli acquisti di terreni edificabili da parte delle società del settore sono crollati di oltre il 90 per cento. Alla fine dell'estate i prezzi hanno ristagnato per la prima volta anche nelle principali aree urbane, mentre nelle città di minore dimensione i corsi erano in calo già dalla seconda metà del 2022 (figura, pannello b).

Figura

Indicatori del settore immobiliare



Il comparto immobiliare ha contribuito in modo determinante alla crescita economica della Cina, la cui urbanizzazione di massa ha richiesto investimenti significativi nell'edilizia abitativa. Tenendo conto anche dei settori ancillari, secondo alcune stime il comparto è arrivato a pesare circa un quarto del PIL nel 2016¹; è inoltre estremamente rilevante sia per la ricchezza delle famiglie (per oltre tre quarti costituita da abitazioni) sia per le finanze dei governi locali. Nelle città oltre l'80 per cento dei nuclei vive in case di proprietà, una percentuale tra le più alte al mondo, e oltre il 20 ne possiede più di una. Una quota superiore a un quinto delle spese degli enti locali è finanziata con gli introiti dalle vendite di terreni edificabili. Con il venire meno di queste entrate si è ridotta non solo la loro capacità

¹ K. Rogoff e Y. Yang, *Has China's housing production peaked?*, "China and World Economy", 29, 1, 2021, pp. 1-31.

di spesa, ma anche la possibilità di emettere nuovo debito, tipicamente garantito dalle attese di futuri proventi da nuove lottizzazioni².

Inoltre i costruttori negli anni hanno finanziato l'esecuzione degli sviluppi residenziali principalmente attraverso vendite su progetto; questa prassi, associata alla crescita costante dell'indebitamento, li ha esposti al rischio di crisi di liquidità in caso di calo delle compravendite.

A partire dal 2020 l'imposizione da parte del governo di limiti più stringenti all'emissione di passività delle imprese immobiliari, nell'ambito delle politiche di riduzione della leva finanziaria dell'economia, ha di fatto contribuito al materializzarsi dei problemi di liquidità e delle tensioni finanziarie degli ultimi anni, alimentando presso le famiglie timori di gravi insolvenze tra i costruttori. In risposta sono state adottate misure mirate e di entità più contenuta rispetto al passato, coerenti con l'obiettivo di controllare la speculazione immobiliare. In particolare il governo ha richiesto: (a) ai costruttori di investire la liquidità disponibile nei cantieri aperti; (b) alle banche commerciali di ridurre i tassi di interesse sui contratti di mutuo in essere; (c) alle amministrazioni locali di abbassare le percentuali minime di caparra e di allentare i requisiti di ammissione ai benefici per la prima casa³.

Un ulteriore forte calo dei prezzi potrebbe avere importanti ricadute domestiche e internazionali. Sul piano interno, l'effetto negativo sulla ricchezza delle famiglie, insieme al calo della fiducia, comprimerebbe considerevolmente i consumi delle famiglie stesse. La maggiore difficoltà finanziaria degli enti locali si tradurrebbe in un minore sostegno agli investimenti pubblici. Inoltre, come evidenziato dal recente default di un intermediario di media dimensione, potrebbero verificarsi marcate ricadute negative sulla stabilità del sistema finanziario cinese, in particolare quello non bancario, molto esposto verso il settore immobiliare.

Sul piano internazionale i principali canali di trasmissione della crisi del settore immobiliare sono l'interscambio commerciale e i mercati delle materie prime. Nostre analisi indicano che il comparto assorbe direttamente quasi lo 0,7 per cento del valore aggiunto mondiale (quasi lo 0,4 di quello italiano; figura, pannello c)⁴. Le stime disponibili mostrano che nel complesso una diminuzione del 15 per cento del valore delle abitazioni in Cina causerebbe un rallentamento del PIL del paese di un punto percentuale⁵. Ciò a sua volta comporterebbe un impatto negativo sulla crescita e sul commercio globali che si colloca, a seconda del modello utilizzato, tra -0,6 e -0,3 punti percentuali per la prima e tra -0,9 e -0,3 per il secondo. La riduzione della crescita del prodotto sarebbe fino a 2 decimi di punto negli Stati Uniti e tra 1 e 5 decimi nell'area dell'euro⁶. In questo scenario i corsi delle materie prime, specialmente quelle di cui la Cina è un importatore rilevante a livello mondiale, si ridurrebbero in misura non trascurabile. Le ripercussioni sui mercati finanziari internazionali risulterebbero invece modeste: da un lato infatti l'esposizione verso l'estero delle società del settore immobiliare è contenuta, dall'altro i controlli sui movimenti dei capitali sono ancora rilevanti⁷.

² I governi locali veicolano le politiche di sostegno all'economia. Nonostante ciò sono soggetti a limiti annuali sull'emissione diretta di debito che li hanno finora costretti a ricorrere a società finanziarie esterne per la raccolta di fondi dai risparmiatori.

³ La variazione della percentuale minima sul prezzo totale imposta per legge come caparra è spesso stata impiegata dai governi locali come strumento di politica macroprudenziale per raffreddare o rilanciare il mercato.

⁴ Il settore immobiliare è composto da costruzioni e servizi immobiliari. Per il metodo di stima, cfr. F. Belotti, A. Borin e M. Mancini, *ICIO: economic analysis with intercountry input-output tables*, "The Stata Journal", 21, 3, 2021, pp. 708-755.

⁵ D. Ding, X. Huang, T. Jin e W.R. Lam, *Assessing China's residential real estate market*, IMF Working Papers, 248, 2017.

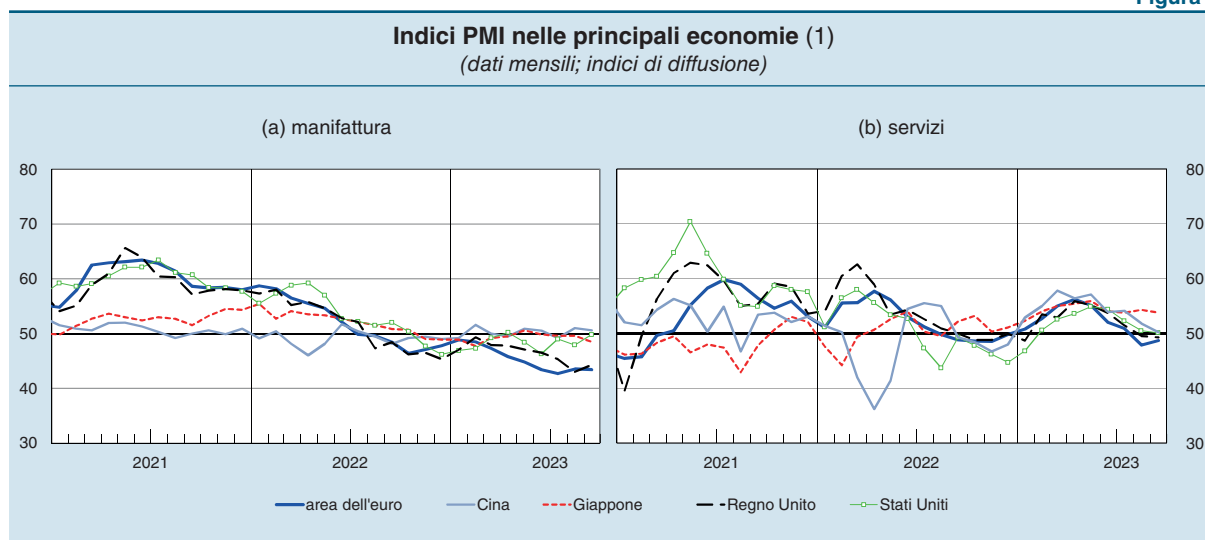
⁶ L'impatto per l'Italia sarebbe tra 0,0 e 0,1 punti percentuali. Per dettagli cfr., tra gli altri, BCE, *Bollettino economico*, 7, 2017; OCSE, *OECD Economic Outlook*, 2018; D. Furceri, J.T. Jalles e A. Zdzienicka, *China spillovers: new evidence from time-varying estimates*, International Monetary Fund, Spillover Notes, 7, novembre 2016; L. Metelli e F. Natoli, *The effect of a Chinese slowdown on inflation in the euro area and the United States*, "Economic Modelling", 62, 2017, pp. 16-22.

⁷ F. Corneli, F. Ferriani e A. Gazzani, *Macroeconomic news, the financial cycle and the commodity cycle: the Chinese footprint*, "Economic Letters", 231, 2023, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 772, 2023.

In estate è proseguita la contrazione della manifattura e ha rallentato l'attività nei servizi

Nel terzo trimestre gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) delle imprese manifatturiere, in calo dalla seconda metà del 2022, sono rimasti al di sotto della soglia di espansione nelle principali economie avanzate (fig. 1.a). In Cina, dopo il temporaneo miglioramento di inizio anno, l'indicatore è tornato su livelli coerenti con una crescita solo moderata. L'attività nei servizi si è indebolita in tutti i maggiori paesi (fig. 1.b).

Figura 1



Fonte: Markit e Standard & Poor's.

(1) Indici di diffusione relativi all'attività economica nei settori della manifattura e dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto.

Nel 2023 la crescita del commercio mondiale si ridurrebbe...

Dopo la timida ripresa all'inizio dell'anno, i flussi commerciali hanno rallentato nel secondo trimestre: la ricomposizione della domanda globale a favore dei servizi successivamente alla pandemia e la restrizione delle politiche monetarie hanno gravato sugli scambi di beni; il commercio di servizi ha continuato invece a espandersi. Secondo gli indicatori disponibili, la debolezza degli scambi è proseguita

nel terzo trimestre e gli indici PMI suggeriscono la perdita di vigore anche del commercio di servizi. Per l'anno in corso le nostre stime prefigurano un netto rallentamento dell'interscambio mondiale allo 0,8 per cento (dal 5,4 del 2022), un valore marcatamente inferiore alla media osservata nel decennio precedente la pandemia.

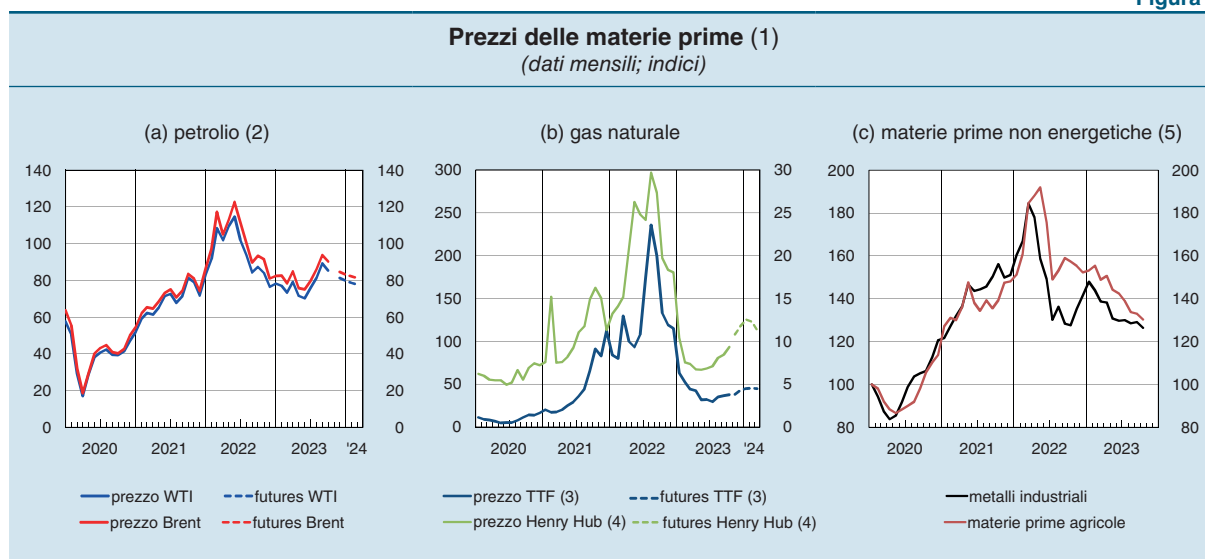
... così come l'espansione dell'attività economica

L'orientamento restrittivo delle politiche monetarie nelle maggiori economie avanzate, il rallentamento dell'attività economica in Cina e le tensioni internazionali, connesse con il protrarsi della guerra in Ucraina e alimentate dai recenti attacchi terroristici in Israele, continuano a gravare sulle prospettive di crescita a livello

globale. Secondo le previsioni pubblicate a ottobre dal Fondo monetario internazionale, l'espansione del PIL mondiale si ridurrebbe, collocandosi nella media del biennio 2023-24 poco al di sotto del 3 per cento, dal 3,5 nel 2022, con rischi orientati prevalentemente al ribasso.

In estate sono aumentate le quotazioni del petrolio...

I corsi del petrolio (qualità Brent) sono saliti a circa 90 dollari al barile a inizio ottobre (da quasi 75 a inizio luglio; fig. 2.a). Il rincaro riflette i tagli alla produzione operati dai paesi OPEC+ (oltre un milione di barili al giorno) e le riduzioni volontarie dell'offerta dell'Arabia Saudita e della Russia (1,3 milioni di barili al giorno). Rischi di rialzo delle quotazioni potrebbero derivare dal riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente.



Fonte: per i prezzi di petrolio e gas naturale, Refinitiv; per le materie prime non energetiche, Standard & Poor's.
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a settembre 2023; il dato di ottobre 2023 si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 2 al 6 ottobre 2023. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 6 ottobre 2023. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF, nei Paesi Bassi. – (4) Euro per megawattora. Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra. – (5) Indici: gennaio 2020=100.

... e, in Europa, quelle del gas naturale

Il prezzo del gas naturale di riferimento per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) è salito a circa 40 euro per megawattora a inizio ottobre, da poco sotto 35 euro a inizio luglio (fig. 2.b). L'andamento è in linea con le consuete dinamiche stagionali legate all'approssimarsi dell'inverno, ma ha risentito anche dei timori di interruzioni nelle forniture globali di gas naturale liquefatto determinati dagli scioperi in alcuni siti di produzione in Australia. Benché gli stoccaggi nell'Unione europea stiano raggiungendo la capienza massima, permangono rischi di rialzo del prezzo del gas nei prossimi mesi, a causa dell'incertezza connessa da un lato con le accresciute tensioni geopolitiche, dall'altro con la ripresa della domanda europea e asiatica per usi industriali e con i potenziali maggiori consumi per riscaldamento qualora il prossimo inverno fosse più rigido della norma. La debolezza dell'attività globale e in particolare il rallentamento in Cina esercitano pressioni al ribasso sulle quotazioni dei metalli industriali e delle materie prime agricole (fig. 2.c). In controtendenza con l'andamento dell'indice generale, il riso ha registrato una crescita consistente dovuta alle restrizioni all'esportazione da parte dell'India. Grazie alle maggiori forniture dalla Russia, sono rientrati gli aumenti nei corsi del grano osservati in luglio dopo la scadenza dell'accordo tra quest'ultima e l'Ucraina per consentire le esportazioni dai porti ucraini.

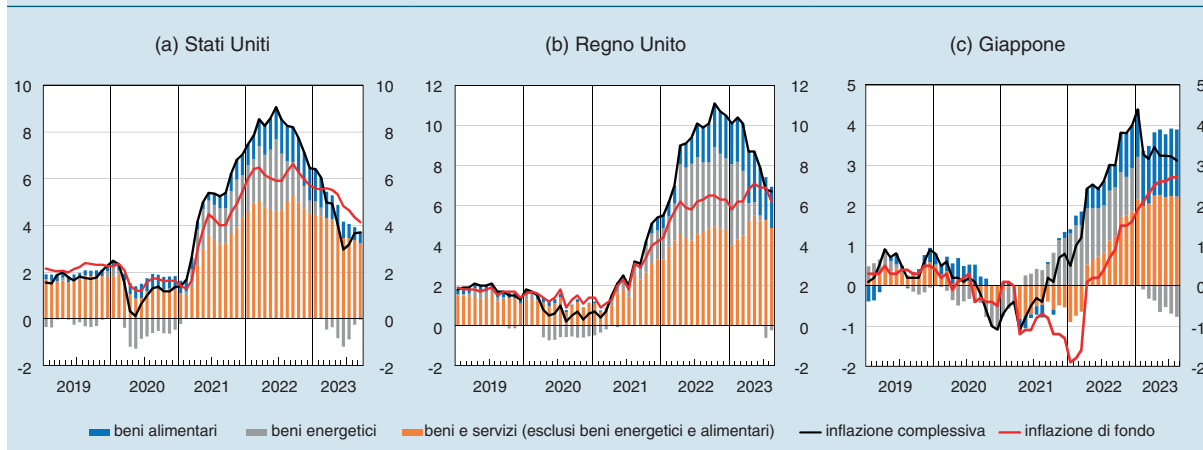
L'inflazione di fondo diminuisce negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma non in Giappone

Nel corso dell'anno la discesa delle quotazioni delle materie prime energetiche e la restrizione monetaria hanno indotto un calo dell'inflazione al consumo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, accompagnato da un'ulteriore flessione dell'inflazione di fondo: al 4,1 per cento in settembre (dal 4,3 in agosto) negli Stati Uniti (fig. 3.a); al 6,2 per cento in agosto (dal 6,9 in luglio) nel Regno Unito (fig. 3.b). In Giappone alla discesa dell'inflazione complessiva si contrappone la stabilità della componente di fondo (al 2,7 per cento in agosto; fig. 3.c).

L'orientamento della politica monetaria rimane restrittivo negli Stati Uniti e nel Regno Unito

In luglio la Federal Reserve ha aumentato di 25 punti base il tasso di riferimento, portando l'intervallo obiettivo sui federal funds tra il 5,25 e il 5,50 per cento. Nella riunione di agosto anche la Bank of England ha innalzato il tasso di riferimento di 25 punti base, al 5,25 per cento. In settembre entrambe le banche centrali hanno lasciato invariati i tassi, ma hanno indicato la possibilità di decidere

Inflazione al consumo complessiva, contributi delle sue componenti e inflazione di fondo nelle principali economie avanzate
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

ulteriori incrementi; hanno inoltre segnalato che l'orientamento della politica monetaria rimarrà restrittivo per un tempo sufficientemente lungo a riportare l'inflazione all'obiettivo. In estate la Banca del Giappone ha mantenuto invariato il tasso ufficiale, ma ha modificato la politica di controllo della curva dei rendimenti con un ampliamento della banda di oscillazione dei tassi sui titoli decennali, precedentemente $\pm 0,5$ per cento, portando il limite superiore all'1 per cento. Questo intervento, motivato dalla necessità di maggiore flessibilità nell'accomodamento monetario, e le dichiarazioni della Banca centrale circa una possibile interruzione della politica dei tassi negativi sono stati interpretati dai mercati come un primo segnale della fine della fase espansiva. In Cina l'espansione monetaria è stata complessivamente moderata; per contenere gli effetti recessivi della crisi immobiliare sono state privilegiate misure di natura regolamentare mirate a sostenere l'attività nel settore.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nei mesi estivi è proseguita la fase di debolezza ciclica dell'area dell'euro iniziata dallo scorcio del 2022, riflettendo condizioni di finanziamento più restrittive e l'erosione dei redditi delle famiglie dovuta all'inflazione. La dinamica dei prezzi al consumo si è ridotta in settembre al 4,3 per cento, grazie a un calo di tutte le principali componenti. Nella riunione di metà settembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha aumentato di ulteriori 25 punti base i tassi di riferimento. Il Consiglio, ribadendo che continuerà a seguire un approccio basato sui dati, ritiene che i tassi abbiano raggiunto livelli adeguati a fornire un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo, se mantenuti per un periodo sufficientemente lungo.

Nel secondo trimestre il PIL è appena aumentato...

In primavera il prodotto nell'area dell'euro ha continuato a crescere marginalmente rispetto al periodo precedente (tav. 2). La spesa delle famiglie ha ristagnato, mentre gli investimenti hanno fornito un modesto contributo positivo alla dinamica del PIL. La domanda estera netta ha sottratto 4 decimi di punto percentuale alla crescita, per effetto del calo delle esportazioni a fronte di importazioni sostanzialmente invariate. Il numero degli occupati e le ore lavorate hanno rallentato. Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è diminuito in tutti i comparti ad eccezione dei servizi, settore nel quale l'espansione ha tuttavia perso slancio. L'attività economica si è evoluta in misura eterogenea fra i

principali paesi: è cresciuta in Francia e in Spagna, è rimasta stazionaria in Germania ed è diminuita in Italia.

... per poi ristagnare nel terzo

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che il prodotto sarebbe rimasto pressoché invariato nei mesi estivi: alla debolezza dell'attività manifatturiera si è aggiunta quella nei servizi. In luglio la produzione industriale è scesa dell'1,1 per cento rispetto al mese precedente e l'indice PMI della manifattura segnala il protrarsi della contrazione in agosto e in settembre; da agosto, per la prima volta nel 2023, l'indice PMI dei servizi è sceso al di sotto della soglia compatibile con un'espansione. Anche dal lato dei consumatori emergono segnali di peggioramento: la fiducia rilevata dalle indagini della Commissione europea è diminuita, riflettendo il deterioramento delle attese sia sulla situazione economica generale sia su quella finanziaria delle famiglie. In settembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto al netto delle componenti più erratiche, è moderatamente risalito pur rimanendo negativo (fig. 4). Nei mesi estivi sono emersi segnali di un rallentamento dell'occupazione nei principali paesi dell'area. Il mercato del lavoro rimane tuttavia resiliente: in agosto il tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente, al 6,4 per cento.

Le stime di crescita del PIL sono state riviste al ribasso

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre¹, il prodotto rallenterà allo 0,7 per cento nel 2023, per accelerare all'1,0 per cento nel 2024 e all'1,5 nel 2025. Rispetto allo scenario prospettato a giugno le stime sono state riviste al ribasso di 2 decimi di punto percentuale per il 2023 e di mezzo punto per il 2024, principalmente per effetto del mercato irrigidimento delle condizioni di finanziamento per famiglie e imprese.

Prosegue il calo dell'inflazione

In settembre l'inflazione al consumo si è portata al 4,3 per cento su base annua (fig. 5). I prezzi dei beni energetici si sono ridotti e quelli dei beni alimentari hanno rallentato. L'inflazione di fondo è diminuita, ma resta ancora elevata (4,5 per cen-

¹ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, settembre 2023.

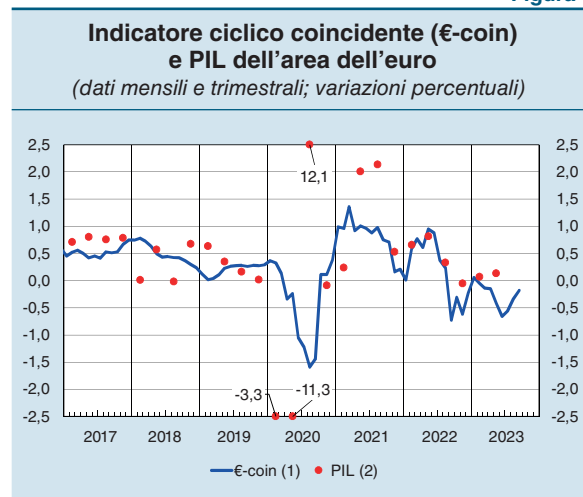
Tavola 2

Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro
(variazioni percentuali)

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2022	2023 1° trim. (1)	2023 2° trim. (1)	2023 settembre (2)
Francia	2,5	0,0	0,5	(5,6)
Germania	1,8	-0,1	0,0	(4,3)
Italia	3,7	0,6	-0,4	(5,7)
Spagna	5,5	0,5	0,4	(3,2)
Area dell'euro	3,3	0,1	0,1	(4,3)

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Dati mensili; variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 4



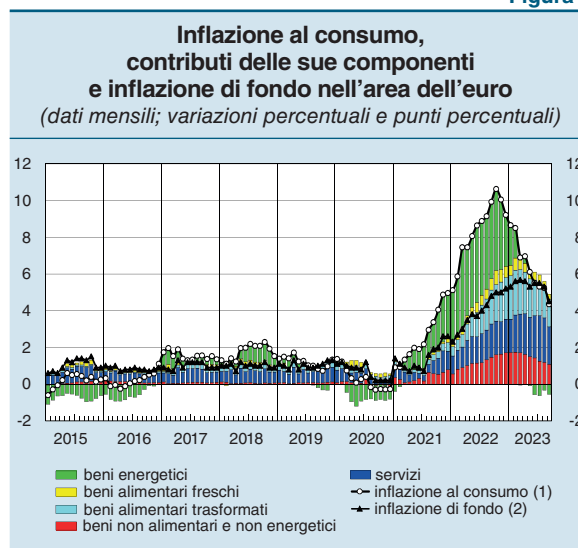
Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche; ultimo dato: settembre 2023. La metodologia di costruzione e i dati aggiornati dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

to); negli ultimi mesi è stata sostenuta dall'accelerazione dei prezzi di alcune componenti regolamentate o tipicamente legate all'andamento passato dell'inflazione (come i servizi di comunicazione, quelli finanziari e assicurativi, le spese per l'istruzione, i medicinali e i servizi sanitari, gli affitti). I risultati di un'analisi granulare della persistenza delle pressioni inflazionistiche sono coerenti con le attese degli esperti della BCE relative a un percorso di discesa dell'inflazione di fondo (cfr. il riquadro: *Gli andamenti eterogenei delle componenti di fondo dell'inflazione nell'area dell'euro*).

La dinamica salariale si rafforza

Nel secondo trimestre il tasso di crescita delle retribuzioni orarie di fatto nella media dell'area è aumentato al 5,8 per cento su base annua (dal 5,3 nel periodo precedente), quello delle retribuzioni contrattuali è rimasto sostanzialmente stabile (al 4,3 per cento, dal 4,4)².

Figura 5



GLI ANDAMENTI ETEROGENEI DELLE COMPONENTI DI FONDO DELL'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

L'inflazione di fondo, misurata al netto dei beni energetici e alimentari freschi e trasformati, rappresenta nell'area dell'euro circa il 70 per cento del paniere complessivo dell'IPCA. Dalla metà del 2021 l'inflazione di fondo ha iniziato ad aumentare, sino a raggiungere il massimo storico dall'avvio dell'Unione monetaria (5,7 per cento) nel marzo del 2023. La disponibilità di dati disaggregati consente di scomporre questo andamento tra le varie voci del paniere, che comprende i beni industriali non energetici e i servizi, nonché di analizzare l'eterogeneità nella dinamica dei prezzi delle voci stesse, classificandole in tre gruppi a seconda del periodo in cui sono iniziati i rincari.

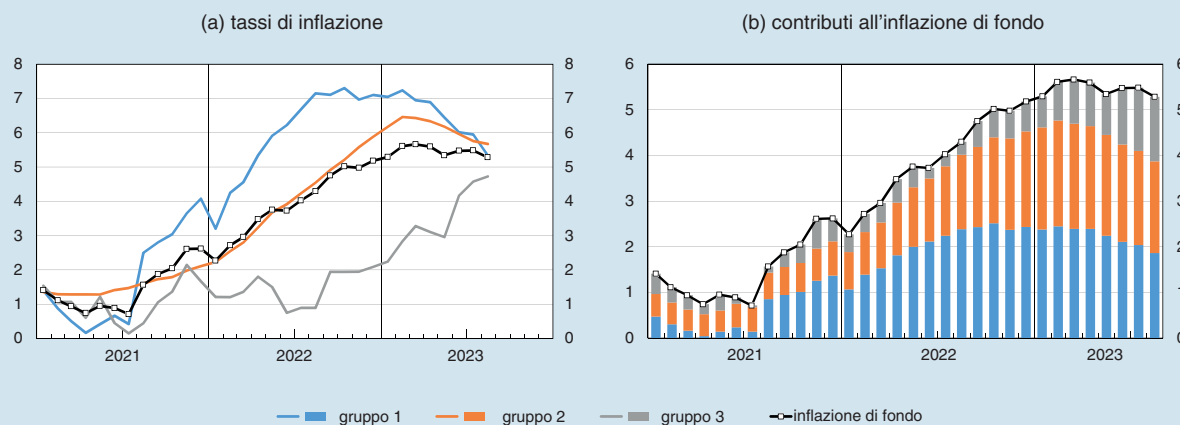
Appartengono al primo insieme (gruppo 1) i beni che hanno segnato eccezionali aumenti dei prezzi già nel corso del 2021: articoli e materiali per la casa e la sua manutenzione, mezzi di trasporto e loro equipaggiamento, apparecchi elettronici, articoli per attività ricreative (figura A, pannello a). L'insieme rappresenta complessivamente circa un terzo delle componenti di fondo. La produzione di questi beni industriali, tipicamente caratterizzata da lunghe catene di approvvigionamento, è stata interessata da forti strozzature all'offerta a causa della carenza di input intermedi e di materie prime e del dilatarsi dei tempi di consegna durante la pandemia (cfr. il riquadro: *Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto sull'economia globale*, in *Bollettino economico*, 1, 2022).

In un secondo insieme (gruppo 2), composto da servizi di manutenzione domestica, servizi di trasporto e manutenzione dei veicoli, servizi di ristorazione e alcuni beni non durevoli, i prezzi hanno invece avuto rincari eccezionali solo a partire dal 2022 e sino al primo trimestre del 2023. Sulla dinamica di queste voci – anch'esse circa un terzo delle componenti di fondo – ha inciso l'aumento dei costi degli input, ma soprattutto quello dei prezzi energetici (cfr. il riquadro: *La trasmissione dei rincari energetici all'inflazione al consumo in Italia e nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 1, 2023). La crescita dell'inflazione di queste componenti è stata favorita anche dalla ripresa della domanda interna, alimentata dal venire meno delle restrizioni e dalle riaperture di molte attività a elevata interazione sociale.

² Il dato include i pagamenti a tantum che, per la loro natura temporanea, sostengono il reddito dei lavoratori senza incidere direttamente sulle tendenze di medio periodo del costo del lavoro.

Inflazione di fondo e contributi delle sue componenti (1)

(variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) I gruppi si distinguono sulla base dell'anno a partire dal quale hanno registrato rincari marcati: il gruppo 1 dal 2021; il gruppo 2 dal 2022; il gruppo 3 dal 2023.

Le rimanenti componenti di fondo (gruppo 3), tra cui gli affitti di abitazioni, i servizi relativi alle assicurazioni e alle poste, i servizi sociali, sanitari e di istruzione, hanno sospinto l'inflazione soltanto nel corso del 2023. I prezzi di queste voci sono talvolta soggetti a regolamentazione o tendono a registrare adeguamenti una tantum.

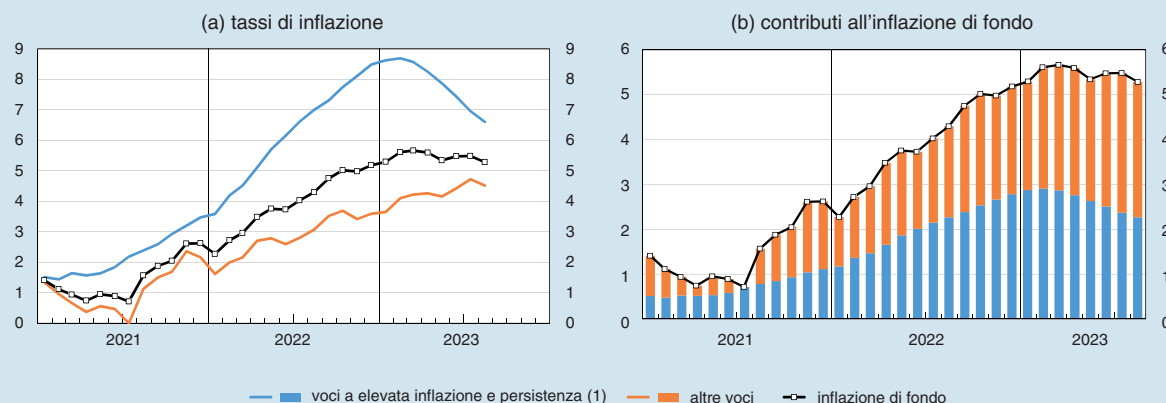
Nel corso del secondo e del terzo trimestre del 2023, a fronte della disinflazione dei beni e servizi dei primi due gruppi, sono state osservate pressioni al rialzo da parte delle componenti del terzo gruppo, inducendo una sostanziale stabilizzazione dell'inflazione di fondo su livelli in media superiori al 5 per cento (figura A, pannello b).

Un'analisi econometrica consente di valutare la persistenza delle voci del paniere in prospettiva storica e di combinarla con il contributo che le voci stesse hanno dato al recente aumento dell'inflazione¹. I risultati mostrano come gran parte delle componenti che più hanno sospinto l'inflazione di fondo nel 2021 e nel 2022 siano state anche caratterizzate da una dinamica dei prezzi più persistente. Dal secondo trimestre del 2023 queste voci (beni e servizi per la casa, acquisto e manutenzione di autoveicoli, alcuni beni e servizi relativi al tempo libero) hanno intrapreso un processo di disinflazione (figura B, pannello a). Tra le componenti rimanenti, che hanno invece registrato nel 2021 e nel 2022 tassi di inflazione più bassi, le pressioni al rialzo negli ultimi trimestri sono provenute dalle voci con variazioni dei prezzi solitamente meno persistenti (figura B, pannello b), tra cui i servizi di trasporto, di istruzione, sanitari e culturali.

I risultati dell'analisi disaggregata confermano la previsione della discesa dell'inflazione di fondo nei prossimi trimestri, come nelle ultime proiezioni formulate dall'Eurosistema (giugno 2023) e dallo staff della BCE (settembre 2023). Il sentiero discendente sarebbe guidato dal proseguire del

¹ L'analisi seleziona le componenti sulla base di tre caratteristiche: (a) la persistenza storica delle variazioni mensili dei prezzi, più o meno elevata (il grado di persistenza è stimato tramite metodi autoregressivi univariati, usando un campione di variazioni dal 2002 al 2023); (b) il tasso di inflazione individuale nel 2022, maggiore o minore del 4 per cento; (c) il peso individuale nel paniere di fondo, superiore o meno all'1 per cento.

Inflazione di fondo e contributi delle sue componenti a elevata inflazione e persistenza (punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Per la descrizione delle caratteristiche delle componenti a elevata inflazione e persistenza, cfr. la nota 1 del riquadro.

rallentamento dei prezzi delle componenti a elevata persistenza, nonché dal dissiparsi delle pressioni al rialzo più recenti, che dovrebbero invece avere natura temporanea.

Nei mesi primaverili il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto significativamente, anche per effetto del calo della produttività.

Le pressioni all'origine diverse dal costo del lavoro sono ulteriormente diminuite: in agosto l'inflazione alla produzione dei beni venduti sul mercato interno è stata del -11,5 per cento sui dodici mesi, da -7,6 in luglio; quella al netto dei prodotti energetici, pari al -0,3 per cento, è in flessione da oltre un anno.

Le proiezioni di inflazione sono state riviste marginalmente al rialzo

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre, la dinamica dei prezzi nell'area si ridurrebbe al 5,6 per cento nell'anno in corso, al 3,2 nel 2024 e al 2,1 nel 2025. Nel confronto con lo scorso giugno, le proiezioni risultano di 2 decimi di punto percentuale più alte nel 2023 e nel 2024, a causa di una revisione al rialzo dei prezzi della componente energetica, e di un decimo più basse nel 2025.

L'inflazione di fondo si porterebbe al 5,1 per cento nel 2023, al 2,9 nel 2024 e al 2,2 nel 2025.

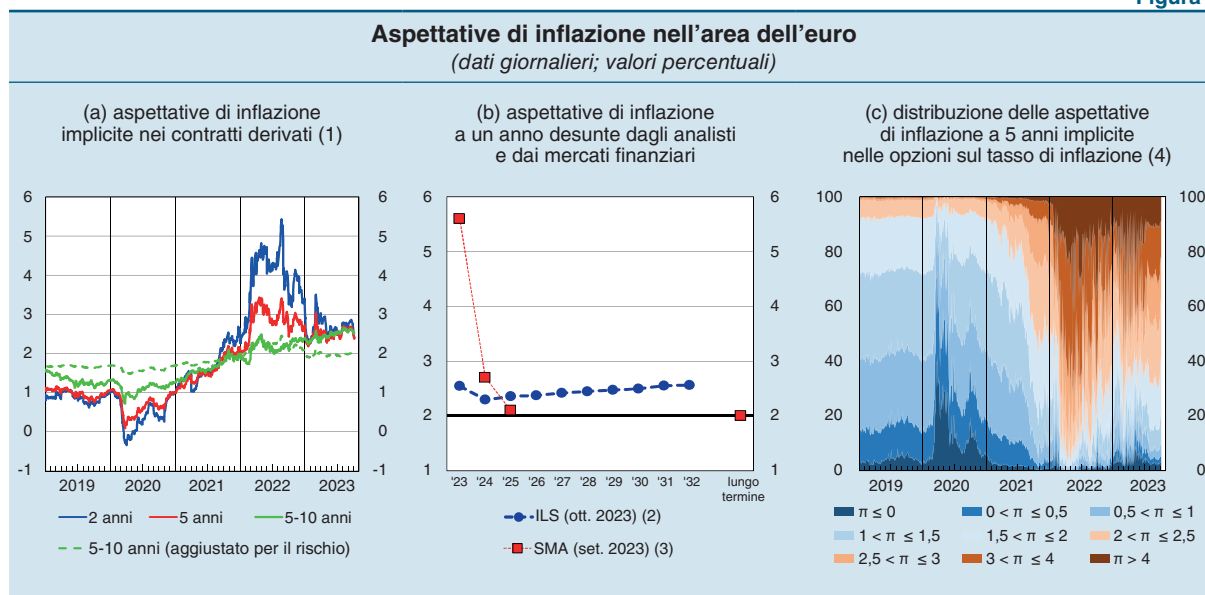
Si attenuano le attese di rialzo dei listini delle imprese

Sulla base delle indagini della Commissione europea, le attese delle imprese di aumento dei propri listini nei tre mesi seguenti hanno continuato a ridursi nei mesi estivi. Quelle delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo nei successivi dodici mesi sono tornate moderatamente a crescere. Segnali coerenti emergono dalla *Consumer*

Expectations Survey della BCE di agosto: le aspettative delle famiglie sull'inflazione a tre anni sono lievemente salite al 2,5 per cento, restando tuttavia ben al di sotto di quanto atteso nella seconda metà del 2022.

Le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai mercati rimangono in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi

Dopo essere lievemente aumentati nel corso dell'estate, nell'area dell'euro i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sugli orizzonti a due e cinque anni sono tornati, all'inizio di ottobre, a livelli prossimi a quelli osservati ai primi di luglio (2,4 per cento; fig. 6.a). Sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti i rendimenti degli ILS sono rimasti pressoché invariati, al 2,5 per cento; valutati al netto delle stime del premio per il rischio di inflazione, si collocano all'1,9 per cento, evidenziando l'ancoraggio delle aspettative all'obiettivo di



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti ILS con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. Per il calcolo della serie a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti aggiustata per il rischio di inflazione, cfr. S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022. – (2) Tassi di inflazione attesi a un anno impliciti negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 28 e il 31 agosto 2023. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

stabilità dei prezzi. Gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) tra il 28 e il 31 agosto si attendono che l'inflazione ritornerà su valori prossimi al 2 per cento all'inizio del 2025 (fig. 6.b). La probabilità desunta dai prezzi delle opzioni che l'inflazione risulti compresa tra l'1,5 e il 2,5 per cento in media nei prossimi cinque anni è aumentata (al 38 per cento, dal 28), mentre è diminuita quella di una dinamica dei prezzi superiore al 2,5 per cento (al 40 per cento, dal 50; fig. 6.c).

Il Consiglio direttivo della BCE ha ulteriormente inasprito le condizioni monetarie

Nelle riunioni di luglio e settembre il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato di complessivi 0,5 punti percentuali i tassi di interesse ufficiali, portando quello sui depositi presso la banca centrale al 4,00 per cento (fig. 7)³. Il Consiglio ha valutato che i passati incrementi dei tassi di interesse stanno continuando a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento; prosegue il calo dell'inflazione, ma ci si attende che rimanga eccessivamente elevata per un

periodo di tempo troppo prolungato. In base alla sua attuale valutazione dei dati economici e finanziari, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano raggiunto livelli tali che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre ribadito che continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati della restrizione monetaria e che le future decisioni assicureranno che i tassi di interesse di riferimento siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario. Per migliorare l'efficienza della politica monetaria, nella riunione di luglio il Consiglio direttivo ha deciso di annullare la remunerazione delle riserve obbligatorie, riducendo così l'ammontare complessivo degli interessi da corrispondere sulle riserve delle banche.

³ In un contesto caratterizzato da abbondante liquidità i tassi di mercato sono ancorati al tasso sui depositi presso la banca centrale, che è quindi quello rilevante per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria.

A partire dallo scorso luglio sono terminati i reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP). Rispetto alla fine di giugno il portafoglio dell'APP si è ridotto di circa 75 miliardi di euro. Con riferimento al programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), il Consiglio direttivo ha ribadito che intende reinvestire in modo flessibile il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2024. Il totale dei finanziamenti erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e ancora detenuti dal sistema bancario è pari a 491 miliardi di euro per l'area e a 152 per l'Italia.

I costi di finanziamento continuano ad aumentare...

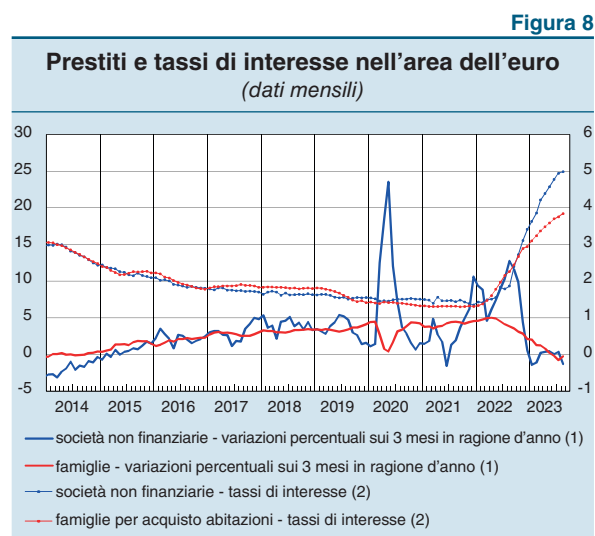
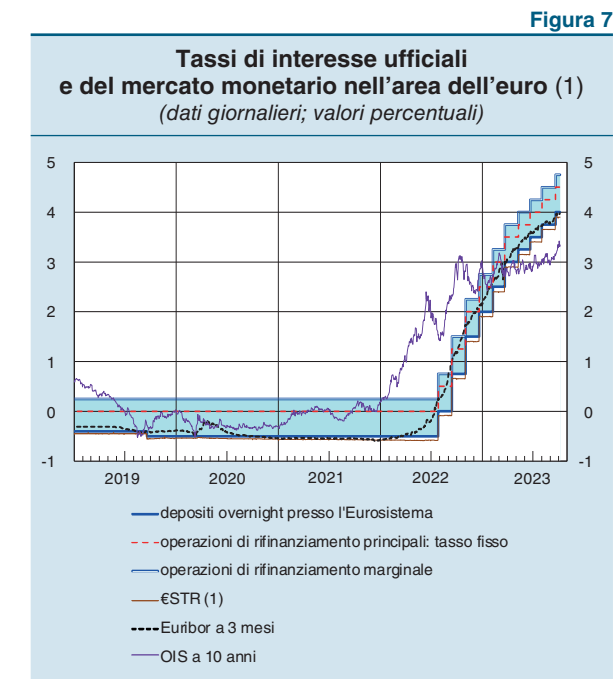
I passati incrementi dei tassi ufficiali hanno continuato a trasmettersi al costo dei finanziamenti alle imprese

e di quelli alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, entrambi ulteriormente cresciuti. Tra maggio e agosto il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie è salito di circa 4 decimi, al 5,0 per cento; quello sui nuovi mutui è aumentato di 2 decimi al 3,8 per cento (fig. 8). Dall'inizio della fase di normalizzazione della politica monetaria, il tasso medio applicato ai finanziamenti in essere è aumentato di 2,1 punti percentuali per le imprese (al 3,7 per cento in agosto) e di 7 decimi per i mutui (al 2,3 per cento).

... contribuendo all'ulteriore indebolimento della dinamica creditizia

La dinamica del credito alle imprese si è ulteriormente indebolita, risentendo da un lato dell'aumento dei tassi sui prestiti e del minore

fabbisogno di credito delle imprese legato alla fiacchezza dell'attività economica e dall'altro dell'irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti da parte delle banche. In agosto la crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie, valutata sui tre mesi e in ragione d'anno al netto della stagionalità, è divenuta negativa nel complesso dell'area (-1,3 per cento, dallo 0,5 in maggio). Il credito alle imprese ha iniziato a contrarsi in Germania, mentre la flessione, già in atto a maggio, si è inasprita in Italia ed è proseguita in Spagna; solo in Francia i prestiti hanno accelerato.



cominciato a ridursi (del -0,3 per cento, da 0,3 in maggio), a seguito del loro rallentamento in Francia e in Germania e della più marcata contrazione del credito in Italia; la flessione dei prestiti è rimasta invariata in Spagna.

La crescita sui dodici mesi della moneta M3 nell'area dell'euro, divenuta negativa in giugno, si è portata al -1,3 per cento in agosto, il tasso più basso dall'avvio della UEM. A partire dall'inizio del 2021 l'indebolimento della dinamica della moneta ha risentito dell'andamento dell'aggregato M1 (-10,4 per cento in agosto), guidato dal rallentamento e poi dalla contrazione dei depositi a vista; la riduzione di questi ultimi è stata solo in parte compensata, dopo luglio del 2022, dall'aumento dei depositi con durata prestabilita⁴. Tali andamenti riflettono la debolezza della dinamica creditizia (che attenua meccanicamente la creazione di moneta associata all'erogazione di prestiti), la riduzione del bilancio dell'Eurosistema e, più recentemente, la ricomposizione delle passività delle banche verso voci a medio e a lungo termine non incluse in M3⁵.

Prosegue l'attuazione dei piani nazionali di ripresa e resilienza Dal 10 luglio scorso tredici paesi hanno presentato una richiesta di modifica del proprio piano nazionale di ripresa e resilienza, includendo anche un nuovo capitolo di misure nell'ambito del programma europeo *REPowerEU*⁶. Nello stesso periodo sono state erogate nuove risorse per oltre 21 miliardi nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, di cui 18,5 all'Italia (cfr. il par. 2.9). Dall'avvio del programma sono stati complessivamente distribuiti ai vari Stati membri della UE quasi 175 miliardi.

Negli ultimi tre mesi, anche con l'intento di finanziare gli interventi inclusi nei piani, la Commissione ha emesso titoli per oltre 27 miliardi; il rendimento medio all'emissione per gli strumenti con durata fino a sei mesi e per quelli tra tre e trent'anni si è collocato al 3,7 e al 3,5 per cento, rispettivamente. Nel complesso i titoli emessi dalla Commissione (per tutti i suoi programmi) e in circolazione allo scorso 10 ottobre ammontavano a quasi 445 miliardi.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

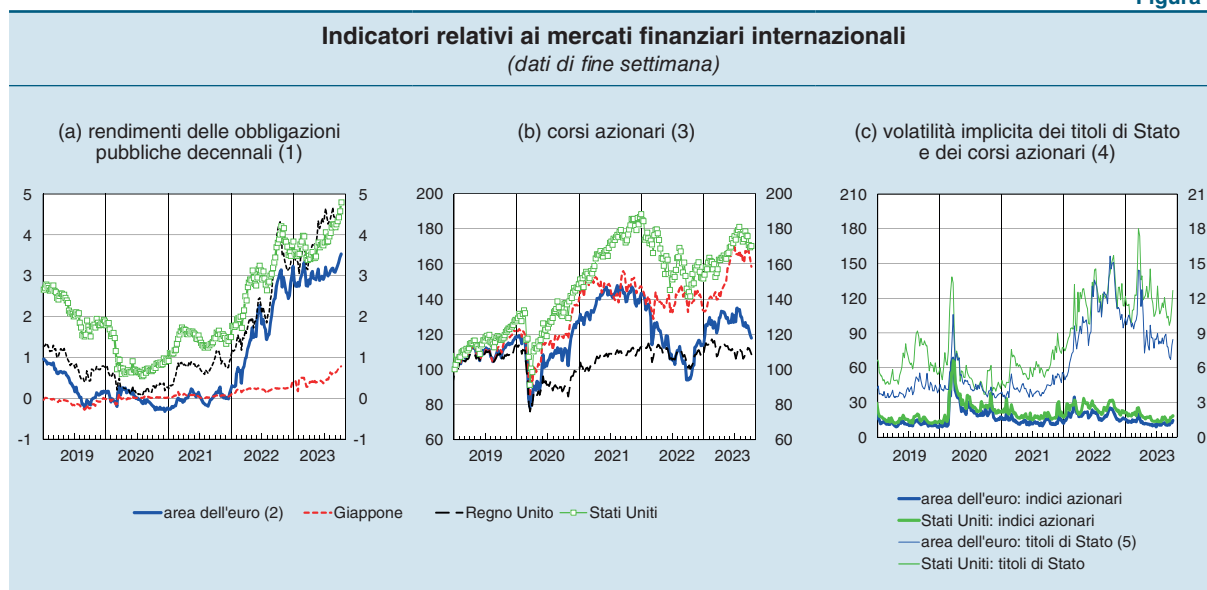
Nel terzo trimestre le condizioni nei mercati finanziari internazionali si sono inasprite, rispecchiando la revisione da parte degli investitori delle attese di un rapido allentamento della politica monetaria. I rendimenti sui titoli pubblici sono aumentati nelle principali economie avanzate, in misura più marcata negli Stati Uniti; sono scesi i corsi delle azioni. La volatilità implicita resta contenuta nei mercati azionari, mentre si mantiene su livelli elevati in quelli obbligazionari. L'euro si è deprezzato rispetto al dollaro.

Nei mesi estivi sono peggiorate le condizioni nei mercati finanziari Nel terzo trimestre i rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine sono saliti nelle principali economie avanzate, più marcatamente negli Stati Uniti (fig. 9.a). Questi aumenti hanno riflesso la revisione da parte degli investitori delle aspettative di un rapido allentamento della politica monetaria. Sul rialzo dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche statunitensi hanno inciso anche le previsioni di un aumento del deficit federale e la riduzione dei titoli in portafoglio della Federal Reserve. In Giappone il rendimento sul titolo decennale è cresciuto dopo l'innalzamento del limite superiore

⁴ La contenuta trasmissione dei rialzi dei tassi ufficiali alla remunerazione dei depositi a vista, a fronte di una regolare trasmissione ai rendimenti degli altri depositi, sta contribuendo alla ricomposizione delle passività delle banche verso le poste a più lungo termine e all'aumento della domanda di titoli di Stato da parte delle famiglie.

⁵ Questa ricomposizione è verosimilmente legata anche all'effetto dei rimborsi delle TLTRO3 sulla raccolta delle banche.

⁶ Si tratta di Austria, Belgio, Cipro, Croazia, Finlandia, Grecia, Italia, Lettonia, Polonia, Romania, Slovenia, Svezia e Ungheria; le precedenti richieste di modifica presentate da Francia, Malta e Slovacchia hanno ottenuto l'approvazione finale del Consiglio della UE lo scorso luglio.



Fonte: Refinitiv.

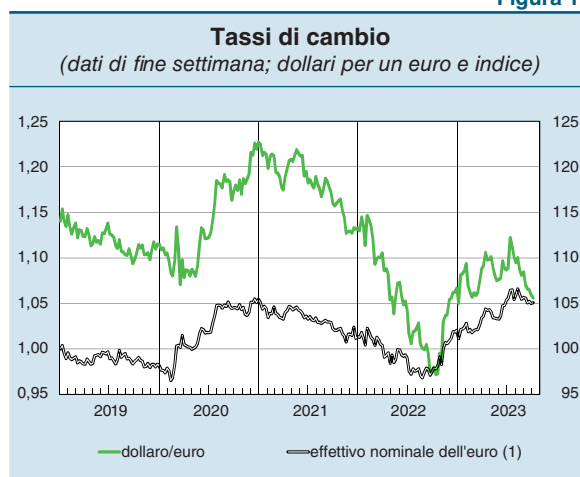
(1) Valori percentuali. – (2) Per i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali: media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2022; il dato esclude Cipro, Croazia, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia. – (3) Indici: 1^a settimana gen. 2019=100. Indice generale azionario Datastream per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All-Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (4) Punti percentuali. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti (indicatore MOVE). Indici azionari: volatilità implicite nelle opzioni su Stoxx Europe 600 per l'area dell'euro e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (5) Scala di destra.

della banda di oscillazione deciso dalla Banca centrale (cfr. il par. 1.1). Nello stesso periodo l'aumento dei corsi azionari osservato nella prima metà dell'anno si è interrotto in tutte le principali economie avanzate, per effetto dei più alti tassi di interesse e delle peggiori prospettive di crescita a livello globale (fig. 9.b). La volatilità implicita resta contenuta nei mercati azionari ed elevata in quelli dei titoli di Stato, sui quali grava l'incertezza sull'orientamento futuro delle politiche monetarie (fig. 9.c).

L'euro si è indebolito rispetto al dollaro

Tra la fine di giugno e l'inizio di ottobre l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro per effetto delle migliori prospettive di crescita negli Stati Uniti rispetto all'area, nonché dell'aumento del differenziale tra i tassi di interesse, in particolare sulle scadenze a medio e a lungo termine. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro contro le valute dei principali 41 partner commerciali dell'area è rimasto invece sostanzialmente invariato (fig. 10). Lo yen ha continuato a indebolirsi rispetto al dollaro, risentendo della politica monetaria più accomodante della Banca del Giappone, mentre è rimasto stabile nei confronti dell'euro. A seguito dei deflussi di capitale stranieri dai mercati azionario e obbligazionario cinesi, è proseguito il deprezzamento del renminbi rispetto al dollaro, inducendo la Banca centrale del paese a intervenire a sostegno della valuta.

Figura 10



Fonte: BCE e Refinitiv.

(1) Indice: 1^a settimana gen. 2019=100. Scala di destra. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

In Italia la fase ciclica ha mostrato di recente una spiccata volatilità. Dopo il forte rialzo nel primo trimestre, il PIL si è ridotto nel secondo, rispecchiando la flessione del valore aggiunto nell'industria e il venire meno dell'espansione nei servizi, pressoché ininterrotta dalla primavera del 2021 a seguito delle progressive riaperture dopo la crisi pandemica. Nel terzo trimestre l'attività sarebbe rimasta ancora fiacca sia nella manifattura sia nel terziario.

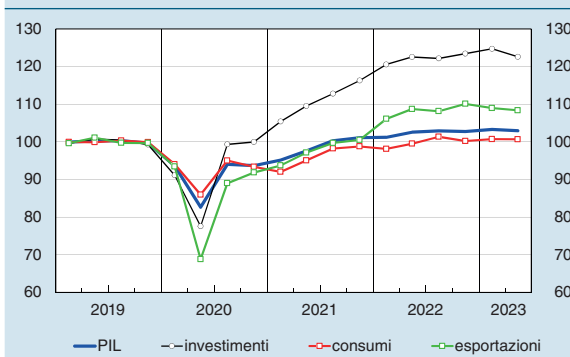
Il PIL è diminuito in primavera...

Il netto rialzo del PIL nel primo trimestre è stato in buona parte compensato dal calo registrato nel secondo, maggiore delle attese (fig. 11 e tav. 3). Nei mesi primaverili i consumi delle famiglie hanno rallentato, a fronte della tenuta del mercato del lavoro e del ristagno del reddito disponibile. La spesa per investimenti fissi è tornata a flettere, dopo una prolungata fase di espansione, collocandosi comunque su livelli di quasi il 25 per cento superiori a quelli pre-pandemici¹; questa riduzione è riconducibile alla componente delle costruzioni, che ha risentito, specialmente per le abitazioni, della minore spinta derivante dalle misure di supporto fiscali. L'interscambio con l'estero ha fornito un contributo lievemente negativo per effetto del calo delle esportazioni, che riflette il deterioramento della domanda mondiale (cfr. il par. 2.4), e di una stazionarietà nelle importazioni.

¹ Sulla base delle revisioni dei conti nazionali diffusi dall'Istat in settembre e in ottobre, nel 2021 la crescita del PIL in volume è stata rivista al rialzo di 1,3 punti percentuali (all'8,3 per cento) mentre è stata confermata quella nel 2022 (al 3,7 per cento; cfr. Istat, *Anni 2020-2022. Conti economici nazionali. Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 22 settembre 2023). Il dato relativo alla crescita cumulata della spesa per investimenti fissi fra la fine del 2019 e il secondo trimestre dell'anno in corso è stato rivisto di 3,5 punti percentuali al rialzo.

Figura 11

PIL e principali componenti della domanda (1)
(dati trimestrali; indici: 2019=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

Tavola 3

PIL e sue principali componenti (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)

VOCI	2022		2023		2022
	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
PIL	0,3	-0,2	0,6	-0,4	3,7
Importazioni	2,1	-2,0	1,0	0,0	12,4
Domanda nazionale (2)	1,2	-1,4	1,3	-0,2	4,3
Consumi nazionali	1,8	-1,1	0,5	0,0	3,9
spesa delle famiglie (3)	2,5	-1,7	0,6	0,2	5,0
spesa delle AA.PP. (4)	-0,1	0,6	0,3	-0,8	0,7
Investimenti fissi lordi	-0,3	1,0	1,0	-1,7	9,7
costruzioni	-2,9	0,9	0,4	-3,3	11,4
beni strumentali (5)	2,4	1,2	1,7	-0,1	8,1
Variazione delle scorte (6)	-0,1	-0,8	0,8	0,3	-0,7
Esportazioni	-0,5	1,8	-1,0	-0,6	9,9
Esportazioni nette (7)	-0,9	1,3	-0,8	-0,2	-0,5

Fonte: Istat.

(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce "variazione delle scorte e oggetti di valore". – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Spesa delle Amministrazioni pubbliche. – (5) Includono gli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale. – (6) Include gli oggetti di valore; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali. – (7) Differenza tra esportazioni e importazioni; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è diminuito in tutti i comparti: significativamente nell'agricoltura e nelle costruzioni, in misura minore nell'industria in senso stretto e solo marginalmente nei servizi.

... e il ciclo sarebbe rimasto debole nel terzo trimestre

Sulla base di nostre stime, nel terzo trimestre la fase ciclica è stata debole. A fronte della fiacchezza dell'attività nell'industria in senso stretto e nei servizi, per il valore aggiunto nelle costruzioni, pure in riduzione, emergono segnali di migliore tenuta rispetto al trimestre precedente. Dal lato della domanda, l'andamento del PIL

avrebbe riflesso una sostanziale stazionarietà dei consumi e una diminuzione degli investimenti, riconducibile anche all'inasprimento delle condizioni di finanziamento (cfr. il par. 2.7). In settembre l'indicatore Ita-coin è rimasto negativo, confermando la fase di debolezza di fondo del prodotto dalla metà dello scorso anno.

2.2 LE IMPRESE

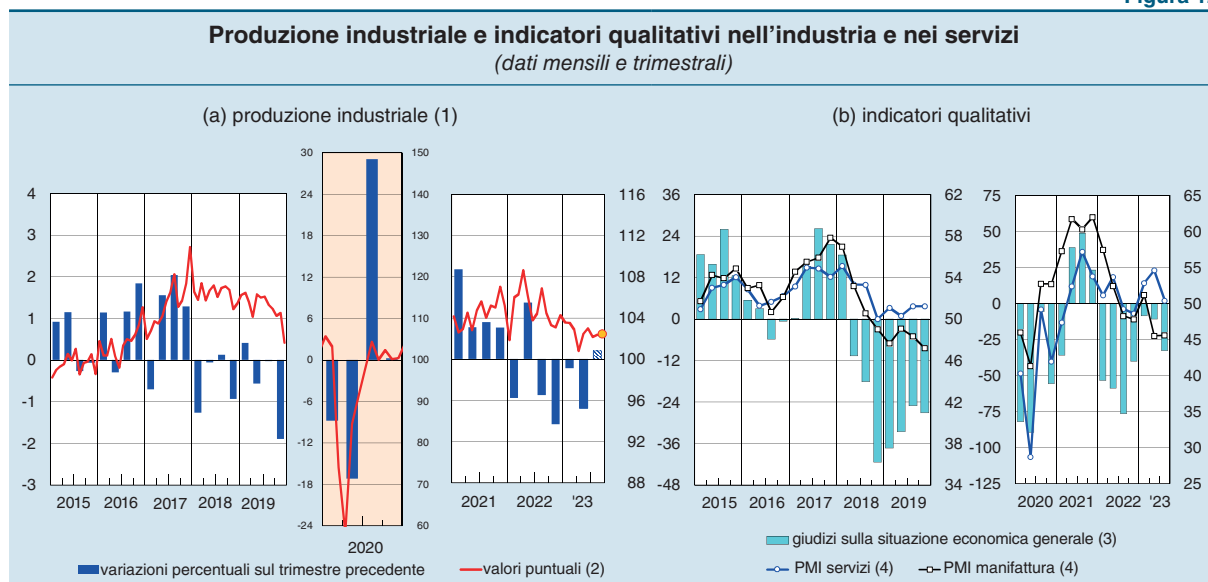
Nel terzo trimestre si sarebbe interrotta la flessione della produzione industriale in atto dalla seconda metà del 2022; le nostre indagini e gli indicatori qualitativi continuano tuttavia a segnalare una diffusa debolezza dell'attività manifatturiera. Il valore aggiunto nel terziario avrebbe pressoché ristagnato per il secondo trimestre consecutivo, indicando l'esaurimento del forte recupero iniziato con la riapertura delle attività economiche dopo la fase più acuta della pandemia.

Si è interrotto il calo dell'attività industriale

La produzione industriale è salita in agosto dello 0,2 per cento (da -0,9 in luglio; fig. 12). Nel trimestre terminante in quel mese quasi il 60 per cento dei settori dell'industria, che rappresentano circa metà della produzione, mostrano una flessione sui tre mesi precedenti (fig.13).

La debolezza dell'attività manifatturiera è ancora riconducibile ai comparti a maggiore intensità energetica, i cui livelli produttivi restano molto al di sotto di quelli pre-pandemici (cfr. il riquadro: *I rincari energetici e le recenti dinamiche dei prezzi e della produzione nella manifattura italiana*, in *Bollettino economico*, 2, 2023).

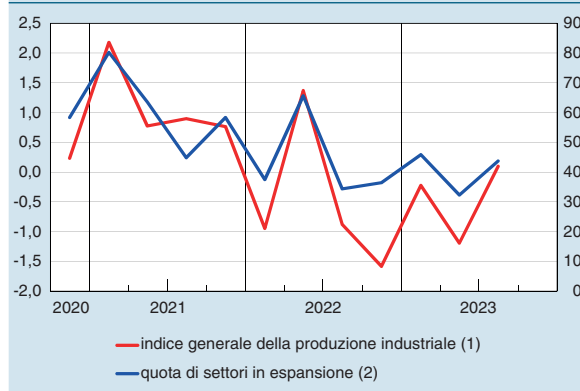
Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Markit e Terna.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per settembre 2023, la barra a righe quella per il 3° trimestre. Per esigenze grafiche i dati relativi al 2020 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli altri anni. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Scala di destra. – (3) Dati trimestrali. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 ottobre 2023). – (4) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

Figura 13

Produzione industriale: indice generale e diffusione settoriale della crescita
(dati trimestrali; variazioni e quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Il dato di produzione industriale del 3° trimestre 2023 è calcolato assumendo per settembre una crescita sul mese precedente pari a zero. – (2) Sono considerati in espansione i settori (a livello di classe Ateco) la cui produzione risulta in crescita rispetto al periodo precedente. Il dato del 3° trimestre 2023 è calcolato confrontando il trimestre terminante ad agosto con quello terminante a maggio. Scala di destra.

Sulla base delle nostre stime per settembre – che tengono conto dei dati ad alta frequenza sui consumi di elettricità e di gas e sul traffico autostradale, nonché degli indicatori qualitativi – nella media dei mesi estivi la produzione industriale è appena cresciuta. Sull'attività manifatturiera continuerebbe però a gravare la debolezza del ciclo produttivo globale (cfr. il par. 1.1) e in particolare di quello tedesco, maggiormente frenato – come in Italia – dal calo della produzione di beni intermedi. Se ne trova conferma anche nelle opinioni raccolte mediante un sondaggio semestrale sulla congiuntura territoriale condotto dalle Filiali della Banca d'Italia tra le imprese, le associazioni di categoria e gli intermediari finanziari; in particolare nel Nord del Paese emerge un impatto lievemente negativo anche sui servizi di logistica.

Le indagini presso le imprese segnalano un diffuso peggioramento della fiducia

Nel terzo trimestre il clima di fiducia delle imprese rilevato dall'Istat si è ulteriormente deteriorato nel comparto manifatturiero – riportandosi sui livelli dell'inizio del 2021 – e si è indebolito anche nei servizi; le attese sugli ordini sono peggiorate. La fiducia delle aziende di

costruzione si è invece stabilizzata su livelli ancora elevati. Secondo le inchieste condotte dalla Banca d'Italia tra agosto e settembre², i giudizi delle imprese sulla situazione economica generale sono nettamente peggiorati così come il pessimismo sulla propria situazione operativa. I PMI del comparto manifatturiero restano al di sotto dei valori compatibili con l'espansione economica, pur con un lieve recupero dai minimi di giugno scorso; gli indici relativi ai servizi suggeriscono una sostanziale tenuta dell'attività.

L'accumulazione di capitale sarebbe ulteriormente scesa durante l'estate

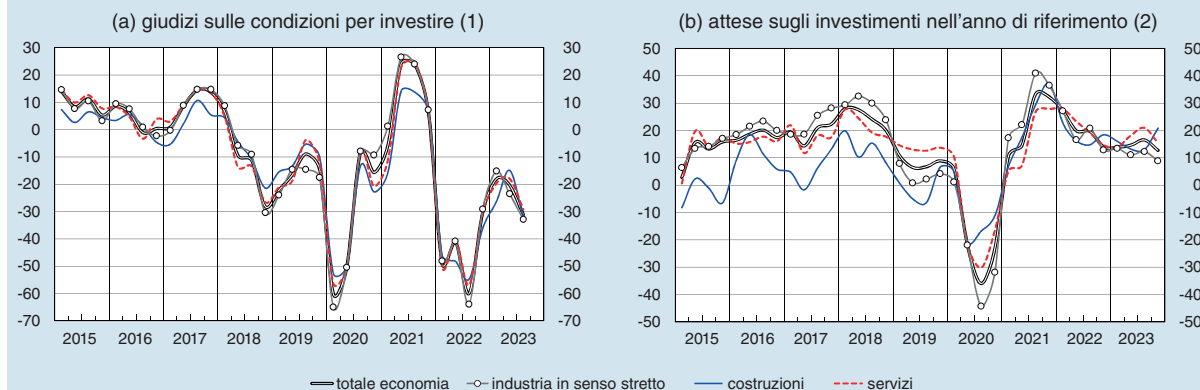
Gli investimenti sono diminuiti nel secondo trimestre (-1,7 per cento, da 1,0 nel primo), essenzialmente per la caduta di quelli in costruzioni (le abitazioni e le altre costruzioni hanno presentato flessioni tra loro analoghe); la spesa per i beni strumentali è rimasta stabile, nonostante l'ulteriore recupero di quella in mezzi di trasporto, ritornata sui livelli precedenti la pandemia. I dati dell'Associazione

italiana leasing (Assilea) sul valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali e dei beni strumentali indicano che l'accumulazione si sarebbe pressoché arrestata nei mesi estivi rispetto al trimestre precedente. Le aziende intervistate dalla Banca d'Italia continuano a esprimere pessimismo sulle condizioni per investire in tutti i comparti. Le imprese prefigurano inoltre un rallentamento della spesa nominale per investimenti nel complesso dell'anno in corso (fig. 14), anche per le difficoltà di accesso al credito (cfr. il par. 2.7). Alle prospettive comunque ancora in crescita della spesa per investimenti contribuiscono gli incentivi previsti nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), di cui nei primi nove mesi del 2023 ha beneficiato circa il 30 per cento delle imprese³. Sulla base delle inchieste della Banca d'Italia, nel settore delle costruzioni verrebbe progressivamente meno il sostegno delle attività legate al Superbonus, che sarebbe parzialmente compensato dall'impulso di quelle nel comparto delle opere pubbliche.

² Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 ottobre 2023.

³ Per ulteriori dettagli, cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

Giudizi sulle condizioni per investire e attese sulla spesa per investimenti (dati trimestrali; punti percentuali)



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 ottobre 2023.

(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e di peggioramento rispetto al trimestre precedente. – (2) Saldi tra attese di aumento e di diminuzione rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

Il debito delle imprese continua a scendere in rapporto al prodotto

Nel secondo trimestre il rallentamento degli investimenti fissi lordi ha comportato un minore ricorso da parte delle imprese alle fonti di finanziamento interne: queste ultime sono pertanto aumentate lievemente, in particolare nella componente dei depositi a vista che si mantengono su livelli storicamente elevati. Nello stesso periodo il ricorso alle fonti di finanziamento esterne (rappresentate dal debito complessivo in termini nominali) è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente, mentre è appena diminuito in percentuale del PIL (al 66 per cento). Il debito delle imprese in rapporto al prodotto continua a collocarsi molto al di sotto della media dell'area dell'euro (99 per cento).

2.3 LE FAMIGLIE

In primavera i consumi delle famiglie hanno decelerato, riflettendo il ristagno del potere d'acquisto. Gli indicatori congiunturali più recenti prefigurano anche per il terzo trimestre una complessiva debolezza della spesa, più accentuata per i beni che per i servizi. Il mercato immobiliare risente dell'aumento del costo dei mutui.

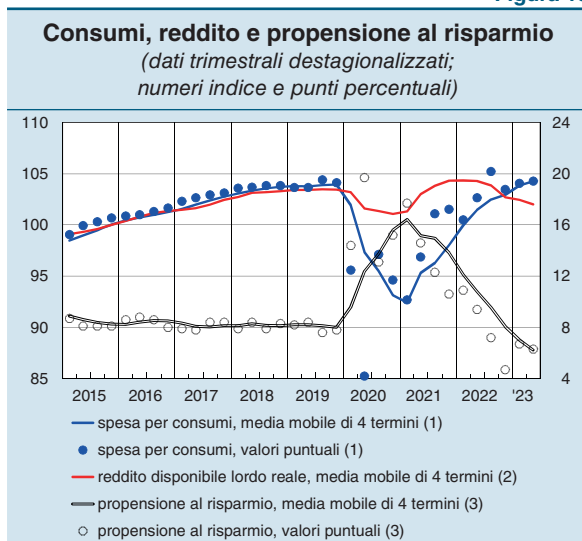
I consumi delle famiglie hanno rallentato nel secondo trimestre

Nei mesi primaverili la spesa delle famiglie – valutata in termini reali – si è espansa solo dello 0,2 per cento (dallo 0,6 nel primo trimestre): alla crescita dei consumi per servizi si è contrapposta la flessione degli acquisti di tutti i beni (durevoli, non durevoli e semidurevoli). Nonostante le condizioni ancora complessivamente favorevoli del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5), i consumi delle famiglie sono stati frenati dal ristagno del reddito disponibile in termini reali (-0,2 per cento sul periodo precedente). Secondo un nostro sondaggio sperimentale presso circa 1.900 famiglie, condotto tra agosto e settembre, la quota dei nuclei che hanno riportato almeno qualche difficoltà a sostenere le spese mensili è cresciuta nella prima parte del 2023 rispetto al complesso del 2022.

Le famiglie prefigurano un atteggiamento di cautela nell'utilizzo dei risparmi

Nel secondo trimestre la propensione al risparmio è diminuita al 6,3 per cento (dal 6,7 nel primo; fig. 15). Sulla base del medesimo sondaggio, solo un quinto delle famiglie che riportavano almeno alcune difficoltà a sostenere le spese mensili ha dichiarato di essere riuscito ad accumulare risparmi tra gennaio e luglio scorso. Fra i nuclei che invece ritenevano il proprio reddito adeguato, due terzi hanno riferito di avere risparmiato nel medesimo periodo e di voler utilizzare quanto accumulato

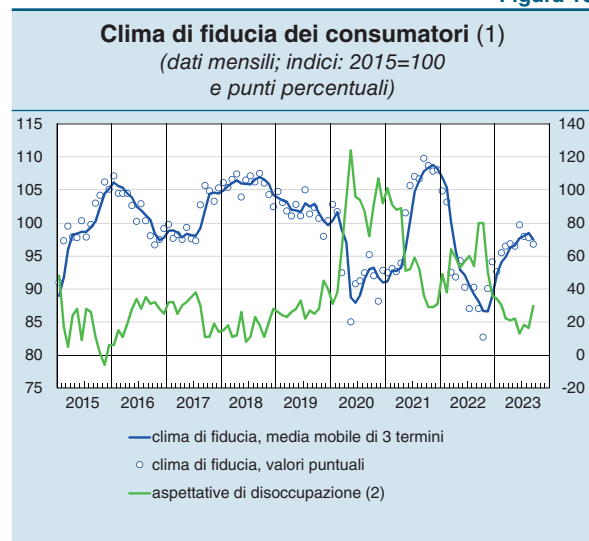
Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; indice: 2015=100. – (2) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti; indice: 2015=100. – (3) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici; valori percentuali. Scala di destra.

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile 2020, non rilevato a causa dell'emergenza pandemica, la media mobile dei trimestri terminanti rispettivamente in aprile, maggio e giugno del 2020 è costruita sulla base delle sole due osservazioni disponibili. – (2) Saldo in punti percentuali tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione". Un aumento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

negli ultimi anni prevalentemente sotto forma di depositi oppure investendolo in altri strumenti finanziari; ciò suggerisce che il sostegno ai consumi derivante dal significativo ammontare di risorse accumulate durante la crisi sanitaria sarà limitato⁴.

I consumi sono rimasti deboli nei mesi estivi

Secondo nostre valutazioni la spesa delle famiglie si è mantenuta pressoché stazionaria nel terzo trimestre. L'indicatore dei consumi di Confcommercio per il bimestre luglio-agosto segnala una crescita della spesa per i servizi a fronte di una stazionarietà degli acquisti di beni; nello stesso periodo anche le immatricolazioni di autovetture hanno smesso di crescere. Nei mesi estivi i prelievi e i pagamenti elettronici, valutati in termini reali, sono diminuiti rispetto al trimestre precedente; il clima di fiducia dei consumatori si è deteriorato nella media del trimestre, rispecchiando il peggioramento delle attese sia sulla situazione economica generale sia su quella personale (fig. 16). Circa due terzi delle famiglie intervistate nel nostro sondaggio sperimentale hanno dichiarato l'intenzione di aumentare la spesa complessiva nei successivi dodici mesi; tuttavia una quota consistente dei nuclei economicamente più fragili prevede di ridurre il volume dei consumi, principalmente quelli di servizi turistici e ricreativi e quelli di beni durevoli.

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento pesa sul mercato immobiliare

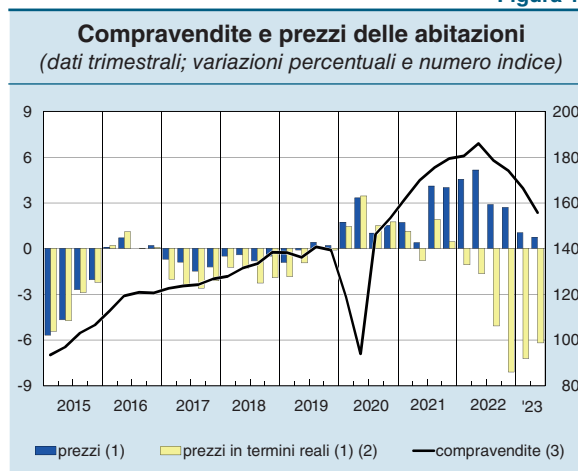
Nel secondo trimestre i prezzi delle abitazioni hanno ancora rallentato (allo 0,7 per cento su base annua) e le compravendite sono nuovamente diminuite (fig. 17). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto tra giugno e luglio, le attese degli agenti immobiliari rimangono sfavorevoli e prefigurano un calo dei prezzi di vendita; gli agenti continuano a segnalare che i canoni di affitto correnti e quelli attesi sono in aumento. Le condizioni della domanda si confermano deboli come negli ultimi sei trimestri, in connessione con le difficoltà nel reperimento dei mutui (che hanno raggiunto i livelli massimi dalla fine del 2014) e con l'aumento dei relativi costi (cfr. il par. 2.7). I dati più recenti de-

⁴ Per approfondimenti, cfr. A. Colabella, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 797, 2023.

sunti dalla piattaforma digitale Immobiliare.it indicano che si è interrotto il calo degli annunci rimossi, suggerendo in prospettiva un recupero nella dinamica delle compravendite.

Il rialzo dei tassi di mercato ha contribuito all'espansione della spesa totale per interessi sul debito delle famiglie nel secondo trimestre. Nel complesso è però diminuita l'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale), passata dal 10,5 al 10,3 per cento, per effetto sia di un incremento del reddito disponibile sia di un minore rimborso delle quote di capitale da parte delle famiglie. Il debito delle famiglie italiane in rapporto al proprio reddito disponibile lordo è sceso rispetto al primo trimestre, al 60 per cento (al 91 nell'area dell'euro). La riduzione, pari a un punto percentuale, è stata determinata principalmente dalla crescita del reddito disponibile, a fronte di un più contenuto calo del debito nominale, in particolare nella componente dei prestiti bancari a breve termine. Anche in rapporto al PIL il debito delle famiglie si è ridotto collocandosi al 39,6 per cento, contro il 55 nell'area.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.

(1) Variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Indice: 2015=100. Scala di destra.

2.4 GLI SCAMBI CON L'ESTERO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel secondo trimestre le esportazioni di beni in volume sono nuovamente diminuite, risentendo del rallentamento del commercio mondiale e dello scarso dinamismo dell'attività economica nell'area dell'euro. La debolezza delle esportazioni sarebbe proseguita nei mesi estivi. In primavera il saldo di conto corrente è lievemente migliorato, per la diminuzione del deficit dei beni energetici. Gli investitori non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani, sia pubblici sia privati. È migliorato il saldo debitorio di TARGET2. La posizione creditoria sull'estero è cresciuta.

Le esportazioni sono diminuite nel secondo trimestre

In primavera le esportazioni in volume sono scese dello 0,6 per cento, a causa del calo della componente dei beni, che ha più che controbilanciato la crescita di quella dei servizi (tav. 4). Si sono ridotte le vendite di beni sia nei mercati esterni all'area dell'euro sia in quelli interni, riflettendo il rallentamento del commercio mondiale e il calo delle esportazioni nei principali paesi dell'area. Vi hanno contribuito in modo significativo la diminuzione delle vendite dei prodotti petroliferi raffinati e, in misura minore, di quelli della chimica e della meccanica.

Le importazioni in volume sono rimaste stabili. L'aumento delle importazioni di servizi ha compensato i minori acquisti di beni, il cui calo si è concentrato verso i paesi dell'area dell'euro. La flessione più consistente ha riguardato il settore della farmaceutica.

Tavola 4

Esportazioni e importazioni in volume (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2022	2022		2023	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Esportazioni	9,9	-0,5	1,8	-1,0	-0,6
Beni	6,1	-0,6	1,4	-1,8	-1,1
sui mercati dell'area dell'euro	7,2	-2,2	1,9	-1,9	-0,8
sui mercati esterni all'area (2)	5,3	0,7	1,0	-1,7	-1,3
Servizi	31,5	-0,3	3,6	2,8	2,0
Importazioni	12,4	2,1	-2,0	1,0	0,0
Beni	9,2	2,1	-2,7	0,1	-0,4
sui mercati dell'area dell'euro	6,8	-1,1	1,7	4,3	-3,2
sui mercati esterni all'area (2)	11,5	5,0	-6,4	-3,7	2,3
Servizi	27,2	1,9	0,9	5,2	1,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero. (1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi e territori non specificati e, per le esportazioni, le provviste e dotazioni di bordo.

La debolezza delle esportazioni è proseguita nei mesi estivi

Secondo nostre valutazioni, in luglio le esportazioni di beni in volume sono diminuite rispetto alla media del trimestre precedente, a fronte di una contrazione più intensa delle importazioni. In agosto le vendite di beni nei mercati extra-UE sono cresciute, sostenute in particolare da consegne della cantieristica navale. L'indicatore sugli ordini esteri dell'indagine dell'Istat presso le imprese manifatturiere e il corrispondente indice PMI sono coerenti con un significativo indebolimento della domanda estera. Si è osservato un netto miglioramento dei tempi di consegna delle merci, che indica un progressivo, seppur non definitivo, superamento delle difficoltà di approvvigionamento (fig. 18). La competitività di prezzo all'esportazione è lievemente diminuita nel secondo trimestre rispetto ai primi tre mesi dell'anno.

Nel secondo trimestre il saldo di conto corrente è lievemente migliorato

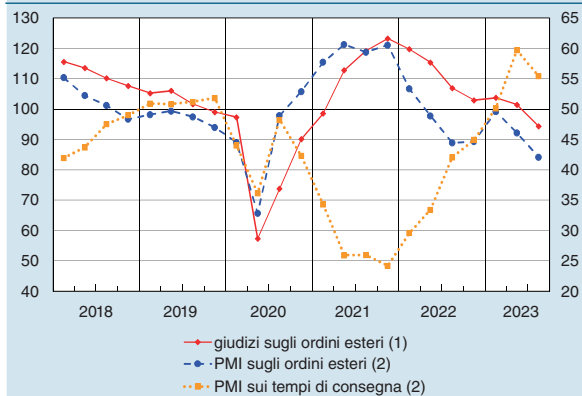
In primavera il saldo di conto corrente (in termini destagionalizzati) è risultato pressoché in pareggio (0,1 per cento in rapporto al PIL, da -0,2 nel trimestre precedente; fig. 19). Vi ha contribuito la diminuzione del disavanzo energetico, che rispecchia principalmente il calo dei prezzi, soprattutto di quello del gas naturale. Il surplus dei redditi primari è rimasto stabile, ma si mantiene sensibilmente inferiore alla media del 2022; vi ha inciso in particolare il saldo dei redditi da capitale, che ha risentito del rialzo dei tassi di interesse.

I non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani...

Nel secondo trimestre il saldo del conto finanziario è stato positivo per 10,9 miliardi di euro (-8,3 miliardi nel precedente; tav. 5). L'aumento delle passività nette di portafoglio, dovuto alla forte crescita degli investimenti esteri in titoli

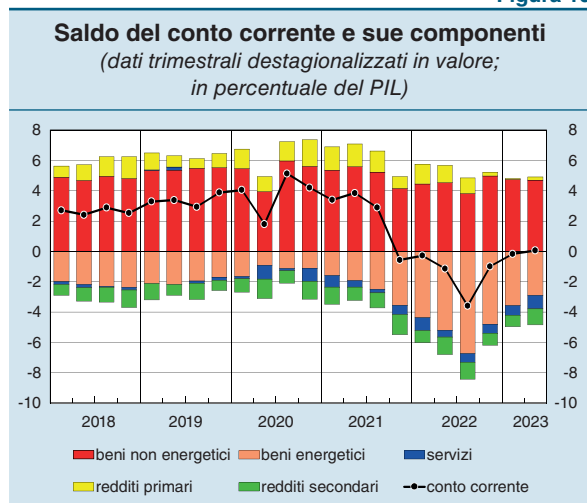
Figura 18

Valutazioni sugli ordini esteri e sui tempi di consegna da parte delle imprese manifatturiere (dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.
(1) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media dall'inizio della serie storica (gennaio 2000) e sommato il valore 100. Il 2° trimestre 2020 è la media di 2 mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. - (2) Indice di diffusione relativo al fenomeno considerato. Media trimestrale. Scala di destra.

Figura 19



Fonte: per il PIL, Istat.

Tavola 5

VOCI	Bilancia dei pagamenti (saldi in miliardi di euro)				
	2022	2022		2023	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Conto corrente	-28,5	-11,7	-0,3	-8,7	-2,0
corretto per la stagionalità		-17,5	-4,9	-0,9	0,3
per memoria: in % del PIL (1)	-1,5	-3,6	-1,0	-0,2	0,1
Conto capitale	10,7	2,3	5,3	3,2	1,1
Conto finanziario	-6,8	-11,2	19,9	-8,3	10,9
Investimenti diretti	-14,8	9,0	-15,1	4,7	-6,6
Investimenti di portafoglio	162,3	30,9	36,2	18,8	-26,0
Derivati	11,4	7,6	8,1	-0,9	-0,1
Altri investimenti (2)	-167,6	-59,0	-10,9	-31,4	41,8
Variazione riserve ufficiali	2,0	0,3	1,5	0,5	1,8
Errori e omissioni	11,0	-1,8	14,8	-2,8	11,8

(1) Il dato annuale per il 2022 è riferito al saldo di conto corrente non corretto per la stagionalità. - (2) Include la variazione del saldo TARGET2.

italiani, è stato più che compensato dal calo del saldo debitorio di TARGET2 negli altri investimenti. A luglio il conto finanziario ha segnato un saldo positivo per 18,8 miliardi, guidato dall'ulteriore diminuzione del saldo debitorio di TARGET2.

Tra aprile e giugno gli investitori esteri, in particolare i fondi di investimento dell'area dell'euro, hanno manifestato un forte interesse per i titoli italiani, effettuando acquisti per 45,2 miliardi di euro (4,0 tra gennaio e marzo). Gli acquisti si sono concentrati quasi interamente in obbligazioni (di cui 34,0 miliardi in titoli pubblici), verosimilmente trainati da emissioni nette positive e da un aumento dei rendimenti. Anche gli investimenti diretti esteri hanno accelerato, con un afflusso di 13,4 miliardi, in larga parte riconducibile alla componente dei prestiti intrasocietari.

Nello stesso periodo gli investimenti dei residenti in attività di portafoglio estere sono stati pari a 19,2 miliardi ed è proseguita la ricomposizione per strumento a favore dei titoli di debito, sulla scia del rialzo dei rendimenti obbligazionari. Gli acquisti sono in buona parte attribuibili al settore bancario, che ha anche aumentato la raccolta netta all'estero in prestiti e depositi per 45,6 miliardi.

... ed è diminuito il saldo debitorio di TARGET2

Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è significativamente ridotto nel secondo trimestre (a 598 miliardi alla fine di giugno, da 685 alla fine di marzo; fig. 20) in connessione con i rimborsi delle operazioni mirate di rifinanziamento TLTRO3. Il calo è proseguito nei mesi estivi, portandosi a 555 miliardi alla fine di settembre, grazie a un aumento dei depositi delle istituzioni creditizie presso la Banca d'Italia.

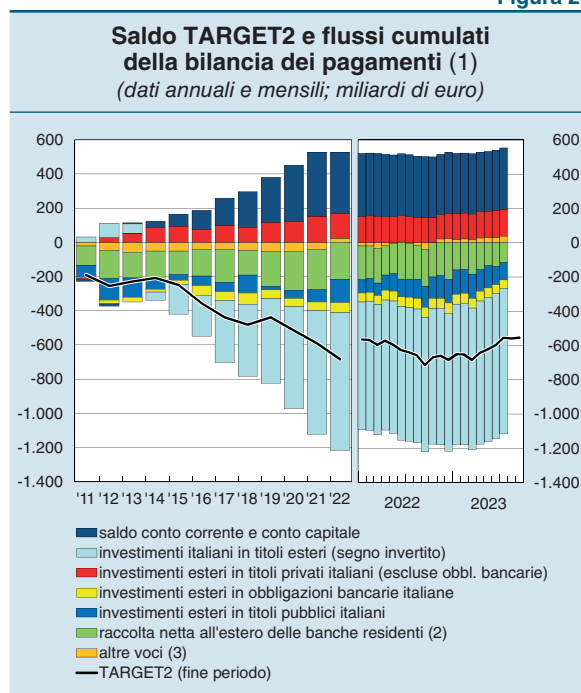
La posizione creditoria netta sull'estero rimane solida

Alla fine di giugno la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 105 miliardi, pari al 5,3 per cento del PIL. L'aumento di 21 miliardi rispetto alla fine di marzo è riconducibile principalmente ad aggiustamenti di valutazione nel complesso positivi, in particolare quelli di prezzo.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre del 2023 il numero di lavoratori ha continuato a crescere, ma si sono ridotte le ore complessivamente lavorate. Il tasso di partecipazione è rimasto elevato nel confronto storico ed è sceso ulteriormente quello di disoccupazione. All'inizio dell'estate sono però emersi segnali di rallentamento. La dinamica positiva delle retribuzioni si è rafforzata nel settore privato non agricolo, sospinta da alcuni rinnovi e dalle clausole di indicizzazione previste da un limitato numero di contratti collettivi.

Figura 20

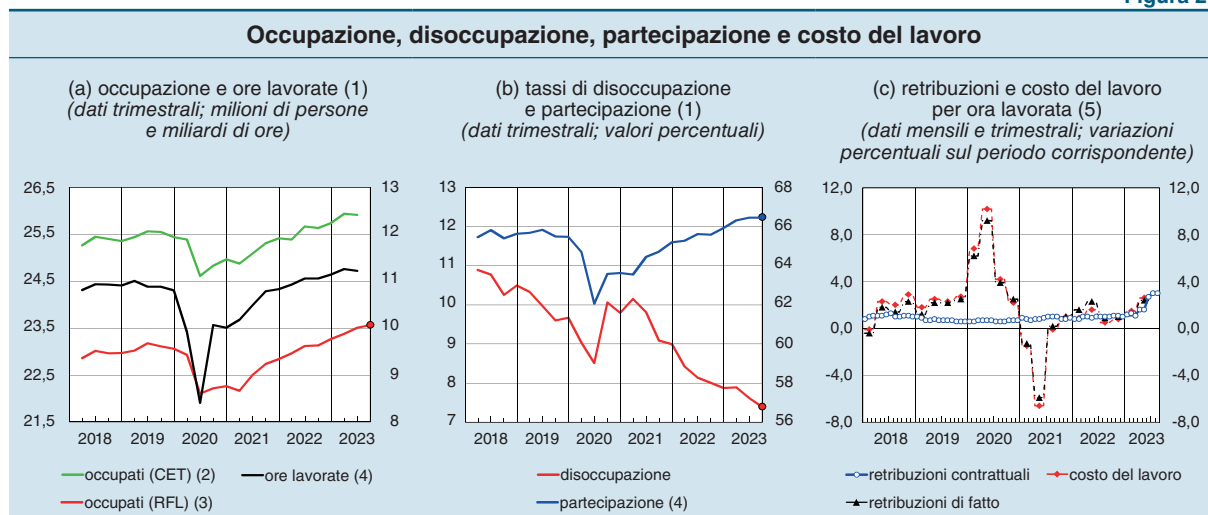


(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

L'occupazione ha continuato a crescere nei mesi primaverili, ma sono diminuite le ore lavorate

Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), il numero di occupati ha continuato ad aumentare nel secondo trimestre (0,6 per cento; fig. 21.a)⁵, trainato dal lavoro a tempo indeterminato e in misura minore da quello autonomo. L'andamento positivo è coerente con la variazione delle posizioni di lavoro alle dipendenze osservata nelle comunicazioni obbligatorie⁶. L'incremento degli occupati è stato più marcato nei servizi e relativamente più contenuto nell'industria in senso stretto; il numero di addetti si è ridotto nelle costruzioni.

Figura 21



Fonte: Istat, CET (per l'occupazione, le ore lavorate, le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro); Istat, RFL (per l'occupazione, il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione); Istat, Retribuzioni contrattuali per tipo di contratto (per le retribuzioni contrattuali).

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 3° trimestre 2023 indicano la media del bimestre luglio-agosto. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra. – (5) Settore privato non agricolo. Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

Secondo i dati dei CET, le ore complessivamente lavorate sono scese (-0,4 per cento), comportando anche un calo delle ore per addetto e interrompendo il percorso di crescita intrapreso nel primo trimestre del 2021.

Nel bimestre luglio-agosto l'occupazione ha rallentato

Secondo i dati preliminari dell'RFL, l'occupazione ha rallentato nei primi mesi estivi. Il numero di addetti è rimasto sostanzialmente stabile nella media del bimestre luglio-agosto (0,1 per cento in più rispetto ai due mesi precedenti), principalmente a causa della contrazione dei dipendenti con contratti a tempo determinato. I dati delle comunicazioni obbligatorie, che solitamente anticipano

le variazioni osservate nelle altre fonti statistiche, indicavano un rallentamento delle assunzioni nette già nel periodo maggio-giugno, sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi, in particolare nel turismo. Nel complesso del primo semestre la domanda di lavoro di quest'ultimo settore è tuttavia cresciuta marcatamente, grazie al buon andamento dei flussi di visitatori nei primi mesi dell'anno.

⁵ I dati dei *Conti economici trimestrali* (CET) indicano una sostanziale stabilità del numero di occupati nel secondo trimestre (-0,1 per cento), a fronte di una forte crescita nei tre mesi precedenti (0,8); nell'ultimo biennio i CET hanno tuttavia mostrato variazioni congiunturali particolarmente erratiche sia rispetto al periodo pre-pandemico, sia nel confronto con i dati dell'RFL. Ciò può essere dovuto in parte all'adozione di differenti procedure di destagionalizzazione nelle due fonti statistiche. La divergenza tra CET ed RFL è più contenuta se il confronto viene effettuato su un orizzonte più lungo: la crescita del numero di occupati nel primo semestre del 2023, rispetto alla media del biennio 2018-19, è pari a 1,9 e 1,8 punti percentuali, rispettivamente.

⁶ Per un'analisi relativa ai primi sei mesi dell'anno, cfr. Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, luglio 2023.

**Si è ridotta
la disoccupazione**

In primavera il tasso di disoccupazione è stato di 0,3 punti percentuali inferiore ai primi tre mesi dell'anno (fig. 21.b). Il tasso di attività si è mantenuto elevato nel confronto storico, al 66,5 per cento (0,6 punti percentuali in più rispetto al picco di aprile-giugno 2019); permane comunque una marcata differenza con la media dell'area dell'euro (75,1). Anche per il buon andamento dell'offerta di lavoro, la riduzione della disoccupazione non si è associata a un aumento delle difficoltà delle imprese a reperire lavoratori; il tasso di posti vacanti nel settore privato non agricolo è rimasto invariato al 2,3 per cento. Secondo i dati più recenti, nella media del periodo luglio-agosto il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione si sono mantenuti sostanzialmente stabili rispetto al bimestre precedente.

**La dinamica
retributiva
si è rafforzata**

Nel secondo trimestre le retribuzioni contrattuali orarie nel settore privato non agricolo sono aumentate dell'1,9 per cento su base annua, dall'1,2 dei primi tre mesi dell'anno (fig. 21.c). L'accelerazione, più marcata alla fine del trimestre, è dovuta principalmente agli incrementi già previsti dall'accordo ponte nel comparto del commercio – con l'erogazione di un aumento salariale ad aprile – e all'adeguamento in giugno dei minimi retributivi nel settore metalmeccanico (calcolato sulla base della variazione dell'indice IPCA al netto dei beni energetici importati realizzata nel 2022). La crescita su base annua è rimasta più decisa nei servizi pubblici (4,5 per cento), a causa dei rinnovi siglati nell'anno passato e dei conseguenti pagamenti avvenuti nel primo trimestre dell'anno.

Le retribuzioni orarie di fatto hanno accelerato nel settore privato non agricolo (2,4 per cento su base annua, da 1,3), sospinte dagli adeguamenti contrattuali; il loro tasso di crescita continua comunque a essere inferiore alla media dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2)⁷. Il costo del lavoro per unità di prodotto nel medesimo settore è aumentato più marcatamente (5,6 per cento) a causa della dinamica negativa della produttività media del lavoro (-2,8 per cento). Il calo di quest'ultima, iniziato già alla fine del 2021, riflette anche una ricomposizione della produzione a favore di imprese che fanno ricorso a processi produttivi a maggiore intensità di lavoro (cfr. il riquadro: *Il calo della produttività oraria del lavoro: le dinamiche di impresa*).

IL CALO DELLA PRODUTTIVITÀ ORARIA DEL LAVORO: LE DINAMICHE DI IMPRESA

Dopo le ampie oscillazioni osservate durante la pandemia¹, tra la fine del 2021 e la prima parte del 2023 la produttività del lavoro nel settore privato non agricolo italiano – misurata dal valore aggiunto reale per ora lavorata – è diminuita di oltre 3 punti percentuali (figura, pannello a). La produttività è scesa al di sotto dei livelli pre-pandemici nella manifattura e in alcuni comparti del terziario, tra cui i servizi di informazione, quelli di comunicazione e quelli alle imprese².

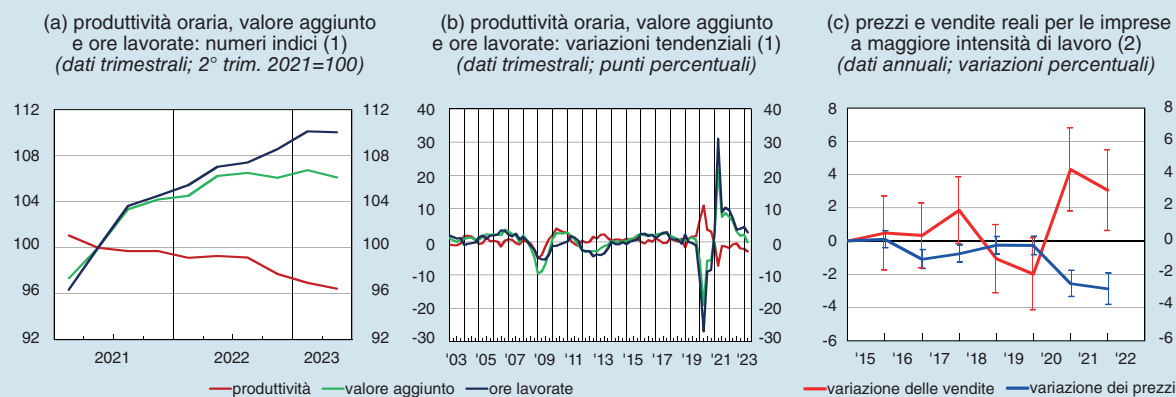
Negli ultimi vent'anni una riduzione di ampiezza e persistenza analoghe si era verificata solo nel biennio 2008-09 durante la crisi finanziaria globale, in presenza di una marcata contrazione sia dell'attività economica sia della domanda di lavoro (figura, pannello b). L'attuale dinamica si associa invece al buon andamento dell'occupazione, che ha continuato a crescere nonostante il rallentamento e la successiva stagnazione del valore aggiunto.

¹ La volatilità della produttività osservata durante l'emergenza sanitaria è riconducibile in larga misura ad ampi effetti di ricomposizione settoriale e alle difficoltà di misurazione statistica (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2020).

² Il declino della produttività media oraria del lavoro ha interessato anche le altre maggiori economie dell'area dell'euro, con l'eccezione della Spagna; in particolare, tra la fine del 2021 e la primavera del 2023 in Germania il valore aggiunto per ora lavorata si è ridotto di quasi 4 punti percentuali. Nel complesso dell'area il calo è stato maggiore nei servizi e più contenuto nella manifattura.

⁷ Nei servizi pubblici la crescita è stata minore (1,6 per cento), poiché nel secondo trimestre del 2022 erano stati pagati significativi importi una tantum e arretrati, a compensazione del ritardo nel rinnovo dei contratti siglati lo scorso anno ma relativi al triennio 2019-2021.

Andamento della produttività: aggregati macroeconomici e dinamiche di impresa



Fonte: elaborazioni su dati Cerved, Invind e Istat (CET).

(1) Settore privato non agricolo. – (2) Il grafico riporta la differenza della crescita annuale dei prezzi e delle vendite reali, a parità di altri fattori, tra le imprese a maggiore intensità di lavoro e quelle a maggiore intensità di beni intermedi. La differenza è calcolata attraverso un esercizio di regressione delle diverse variabili considerate su un indicatore che identifica le imprese ad alta intensità di lavoro. L'indicatore assume valore 1 se il rapporto tra il costo della manodopera e quello dei beni intermedi sostenuti dall'impresa nel 2019 risultava superiore al valore mediano nel settore di attività economica di riferimento; assume valore 0 nel caso contrario. Al fine di considerare sia possibili eterogeneità di impresa sia l'andamento congiunturale complessivo, la stima include effetti fissi di impresa ed effetti fissi annuali. Le barre verticali rappresentano gli intervalli di confidenza al 95 per cento delle stime.

Nostre analisi, basate sui dati dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind)³, suggeriscono che la riduzione del valore aggiunto per ora lavorata sia riconducibile almeno in parte a effetti di composizione dovuti al cambiamento dei prezzi relativi degli input di produzione; questo cambiamento è stato determinato, a partire dalla fine del 2021, dal forte rincaro dei beni intermedi ed energetici rispetto alla dinamica dei salari. Nel periodo 2021-22 hanno guadagnato quote di mercato le imprese a maggiore intensità di lavoro, ossia quelle che prima della pandemia si caratterizzavano per un rapporto tra costo della manodopera e costo dei beni intermedi – inclusa l'energia – superiore alla mediana del campione. Confrontando la dinamica dei prezzi di vendita tra queste imprese e le altre, non emergono significative differenze nel periodo 2015-2020. A partire dal 2021 le aziende a maggiore intensità di lavoro hanno invece registrato, a parità di altri fattori, una crescita dei prezzi più contenuta rispetto al resto del campione (inferiore di oltre 4 punti percentuali nel 2021 e 2022), verosimilmente grazie a una dinamica dei costi più favorevole (figura, pannello c). Di conseguenza nell'ultimo biennio le imprese a maggiore intensità di lavoro hanno beneficiato di un migliore andamento delle vendite in termini reali. La ricomposizione a favore di queste imprese (a discapito di quelle a maggiore intensità di beni intermedi) determina, per un dato livello di domanda aggregata, un aumento dell'occupazione⁴ e conseguentemente una riduzione della produttività media.

Dopo i forti aumenti dei due anni precedenti, dall'inizio del 2023 i prezzi dei beni intermedi e dell'energia stanno complessivamente diminuendo mentre i salari mostrano una graduale salita: il riallinearsi dei costi relativi potrebbe pertanto frenare nei prossimi mesi la domanda di manodopera, sostenendo allo stesso tempo il recupero della produttività media del lavoro.

³ Lo studio è stato condotto sull'indagine Invind per il periodo compreso tra il 2015 e il 2022, ultimo dato disponibile. I dati dell'indagine sono stati collegati agli archivi di bilancio Cerved.

⁴ La crescita occupazionale è stata sostenuta anche da meccanismi di sostituzione tra input all'interno delle aziende. Alcune imprese, soprattutto quelle a maggiore intensità di beni intermedi, avrebbero parzialmente modificato i propri processi produttivi, orientandoli a un uso più intenso del fattore lavoro, divenuto relativamente meno caro. Sulla base di nostre analisi preliminari il fenomeno sarebbe tuttavia quantitativamente meno rilevante.

In seguito all'accordo siglato nel comparto del legno e al pagamento degli incrementi previsti da alcuni contratti ancora vigenti nell'industria, le retribuzioni contrattuali hanno accelerato nel periodo luglio-agosto (al 3,0 per cento nel settore privato non agricolo). Nell'ultima parte dell'anno pressioni al rialzo potrebbero derivare da eventuali rinnovi, in particolare nei servizi privati, per i quali è scaduto il contratto di riferimento di quasi tre quarti dei dipendenti. La dinamica complessiva dovrebbe tuttavia rimanere contenuta alla luce del protrarsi delle trattative di negoziazione (soprattutto nel commercio e nel turismo), che potrebbe determinare uno slittamento degli accordi al prossimo anno.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione al consumo, in calo pressoché ininterrotto dalla fine dello scorso anno, è lievemente salita in settembre soprattutto per effetto dei rincari dei carburanti. Quella di fondo è rimasta sostanzialmente invariata, dopo essere gradualmente scesa da aprile grazie all'allentamento delle pressioni alla produzione e all'indebolimento della domanda interna. Nelle attese delle famiglie e delle imprese la dinamica dei prezzi si attenuerà nei prossimi mesi.

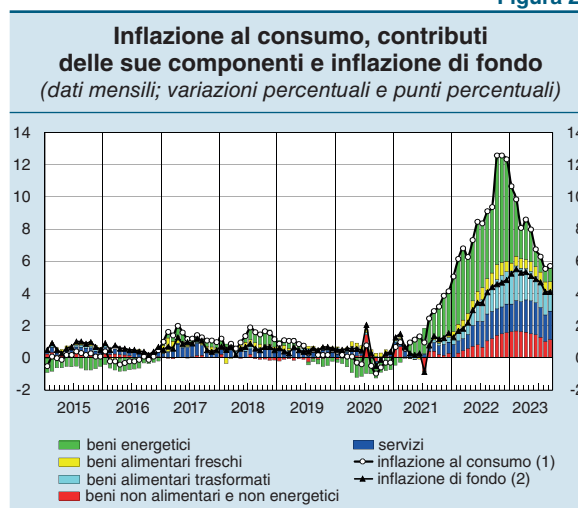
I rincari dei carburanti spingono l'inflazione al consumo

In settembre si è interrotto il calo dell'inflazione armonizzata al consumo, salita al 5,7 per cento sui dodici mesi (dal 5,5 in agosto; fig. 22 e tav. 6). Vi ha inciso in particolare la dinamica dei prezzi dei beni energetici, tornata positiva a causa dell'accelerazione di quelli dei carburanti, sospinti dall'aumento delle quotazioni del petrolio (cfr. il par. 1.1) e dal recupero dei margini di raffinazione e distribuzione. Per contro, la diminuzione in termini tendenziali dei prezzi di elettricità e gas è proseguita. L'inflazione dei beni alimentari si è ridotta, ma resta elevata. Quella di fondo è rimasta pressoché stabile, al 4,1 per cento, su un livello inferiore di 1,4 punti percentuali rispetto al picco toccato lo scorso febbraio. Il maggiore contributo proveniente dai prezzi dei servizi di trasporto aereo, alimentati dalle quotazioni dei carburanti, è stato infatti compensato dall'ulteriore rallentamento dei prezzi dei beni, per l'attenuarsi della domanda e per i minori costi di produzione dovuti al graduale riassorbimento dei passati rincari dell'energia. L'inflazione misurata dall'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è scesa al 5,3 per cento, dal 5,4⁸.

Per gli ultimi tre mesi del 2023 l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) ha annunciato un incremento delle tariffe elettriche sul mercato regolamentato di quasi il 20 per cento sul trimestre precedente, dovuto principalmente ai rialzi delle quotazioni all'ingrosso sui mercati energetici (cfr. il par. 1.1); queste tariffe sono comunque inferiori di circa il 50 per cento rispetto a quelle vigenti un anno prima. Per il quarto trimestre del 2023 il Governo ha introdotto alcune nuove misure per mitigare l'impatto sulle famiglie vulnerabili dei rincari energetici e ha prorogato quelle in vigore (cfr. il par. 2.9).

⁸ Il diverso andamento rispetto all'inflazione misurata dall'IPCA è largamente riconducibile al differente trattamento dei saldi stagionali, che si riflette nella dinamica dei prezzi della componente di abbigliamento e calzature.

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

Si affievoliscono le pressioni all'origine

In agosto il calo in termini tendenziali dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato

interno si è ulteriormente intensificato: la contrazione per i beni energetici, molto ampia sin dalla primavera, e quella per gli intermedi, più recente e più contenuta, si sono accompagnate al rallentamento per gli altri beni. In settembre l'indicatore PMI per le imprese manifatturiere ha continuato a evidenziare una riduzione dei costi di produzione, sia pure meno accentuata rispetto ai mesi precedenti. Nel secondo trimestre la dinamica salariale è salita rispetto a tre mesi prima (al 2,7 per cento su base annua), sospinta soprattutto dalla componente del settore privato non agricolo (all'1,9 per cento; cfr. il par. 2.5). In questo comparto la crescita del costo orario del lavoro per unità di prodotto si è assestata su valori superiori a quelli del primo trimestre (al 5,6 per cento), a fronte di un calo della produttività oraria. I margini di profitto – misurati dal rapporto tra il deflatore della produzione e i costi variabili unitari (mark-up) – sono diminuiti in tutti i settori, maggiormente nelle costruzioni, collocandosi nel complesso al

Tavola 6

Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, se non diversamente specificato)

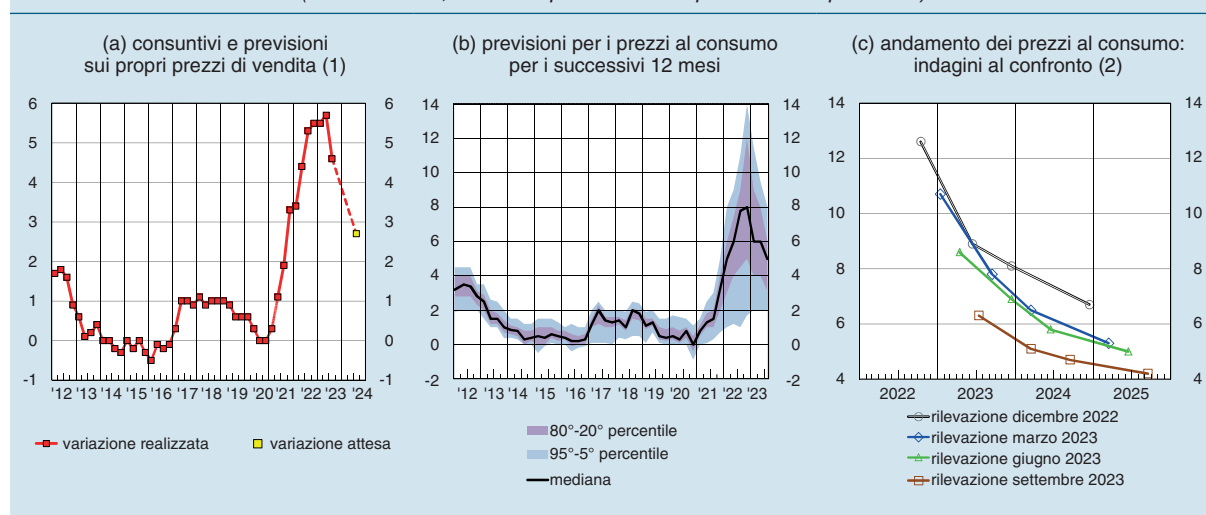
PERIODO	IPCA		NIC (1)	IPP (2)
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	Indice generale
2020	-0,1	0,5	-0,2	-4,4
2021	1,9	0,8	1,9	13,0
2022	8,7	3,3	8,1	42,8
2022 – lug.	8,4	3,4	7,9	45,9
ago.	9,1	4,1	8,4	50,5
set.	9,4	4,4	8,9	52,9
ott.	12,6	4,6	11,8	33,2
nov.	12,6	4,7	11,8	35,7
dic.	12,3	4,8	11,6	39,2
2023 – gen.	10,7	5,2	10,0	11,6
feb.	9,8	5,5	9,1	10,0
mar.	8,1	5,3	7,6	3,0
apr.	8,6	5,3	8,2	-3,5
mag.	8,0	5,1	7,6	-6,8
giu.	6,7	4,9	6,4	-8,2
lug.	6,3	4,7	5,9	-13,8
ago.	5,5	4,0	5,4	-16,1
set.	(5,7)	(4,1)	(5,3)

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

(1) Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività; differisce dall'IPCA essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (2) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

Figura 23

Aspettative di inflazione delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata svolta in collaborazione con Il Sole 24 Ore.

(1) Media (depurata dalle osservazioni anomale) delle risposte delle imprese ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. – (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta l'ultimo dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine (tipicamente riferito a 2 mesi prima); il dato viene fornito nel questionario come riferimento per la formulazione delle aspettative delle imprese. Il secondo punto rappresenta la media delle previsioni degli intervistati sul valore dell'inflazione a 6 mesi rispetto alla data dell'indagine; il terzo punto la media a 12 mesi; il quarto la media a 24 mesi.

di sotto dei livelli pre-pandemici. Le informazioni relative al mercato del lavoro nel terzo trimestre suggeriscono che le pressioni al rialzo provenienti dai rinnovi contrattuali rimangono nel complesso contenute (cfr. il par. 2.5).

Famiglie e imprese continuano ad attendersi una riduzione dell'inflazione

In settembre, secondo le inchieste dell'Istat, continua a prevalere la quota di famiglie che prevedono un indebolimento delle pressioni inflazionistiche; le attese su un orizzonte di tre anni, rilevate dalla *Consumer Expectations Survey* della BCE in agosto, sono rimaste pressoché stabili, su un valore mediano del 3,2 per cento. Le aspettative formulate dalle imprese intervistate nell'ambito dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* si sono ulteriormente ridotte, pur restando su valori prossimi al 4,5 per cento per i successivi dodici mesi, e inferiori al 4 sull'orizzonte da tre a cinque anni in avanti. Nei dodici mesi successivi all'indagine le aziende prefigurano anche un'attenuazione della crescita dei propri listini, più marcata nell'industria in senso stretto e nei servizi (in media al 2,7 per cento; fig. 23) rispetto alle costruzioni (4,9 per cento).

2.7 LE BANCHE

Tra maggio e agosto la diminuzione dei prestiti bancari a imprese e famiglie si è accentuata; il calo riflette sia la marcata debolezza della domanda di credito, frenata dall'incremento del costo dei prestiti e dalle minori esigenze di liquidità per investimenti, sia l'inasprimento dei criteri di offerta, prevalentemente guidato dal maggiore rischio percepito dagli intermediari e dalla minore disponibilità a tollerarlo. Il rialzo dei tassi ufficiali della BCE continua a trasmettersi al costo del credito. Prosegue la flessione dei depositi a vista, in parte compensata dall'aumento degli altri depositi. Nel secondo trimestre del 2023 il tasso di deterioramento del credito è rimasto contenuto.

Il credito a imprese e famiglie continua a ridursi...

In agosto si è accentuata la diminuzione del credito al settore privato non finanziario (fig. 24.a). La flessione dei prestiti alle società non finanziarie è divenuta più marcata (-9,9 per cento sui tre mesi e in ragione d'anno, da -4,2 in maggio) e la dinamica del credito alle famiglie si è ulteriormente indebolita (-2,2, da -1,9). Il calo dei finanziamenti rispecchia l'irrigidimento dei criteri di offerta e l'indebolimento della domanda di prestiti.

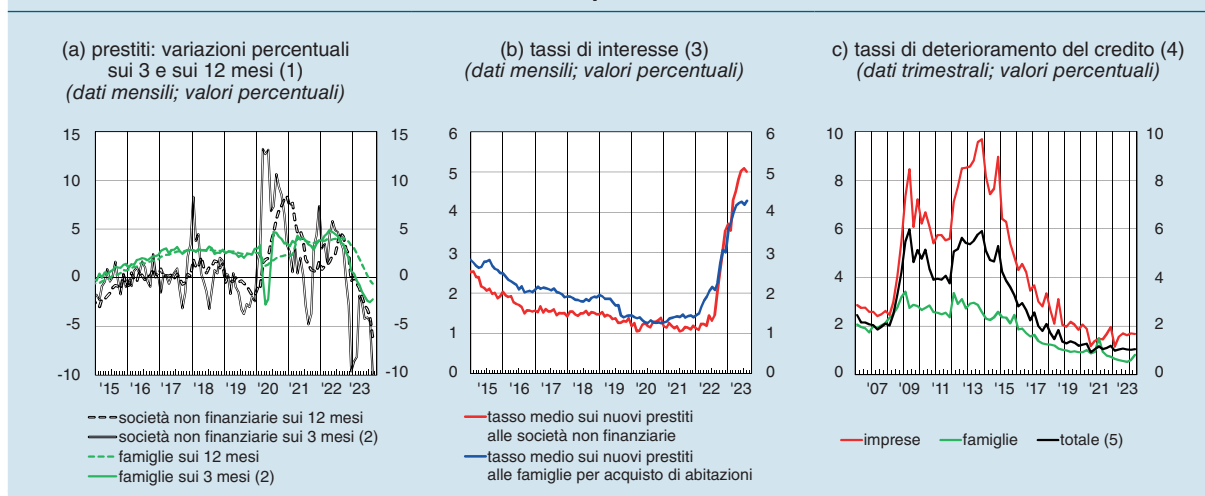
Sui dodici mesi la riduzione dei prestiti alle imprese ha continuato a essere più forte per le aziende con meno di 20 addetti (-9,2 per cento) e si è acuita sia nel settore della manifattura sia in quello dei servizi (-6,4 e -6,1 per cento rispettivamente, da -3,8 e -2,4 in maggio).

... riflettendo l'inasprimento dei criteri di offerta e la debolezza della domanda

Le banche italiane intervistate lo scorso luglio nell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)⁹ hanno segnalato un nuovo irrigidimento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese nel secondo trimestre del 2023, sebbene di entità inferiore rispetto ai tre trimestri precedenti. Nelle valutazioni delle banche la domanda di credito delle imprese è diminuita ulteriormente, risentendo delle minori necessità di finanziamento per finalità di investimento e dell'aumento del livello generale dei tassi di interesse. I criteri di offerta applicati alle famiglie sono rimasti invariati dopo il progressivo irrigidimento osservato a partire dal secondo trimestre dello scorso anno; la domanda si sarebbe ridotta sia nel comparto dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sia in quello per finalità di consumo. Gli intermediari hanno dichiarato di attendersi un nuovo inasprimento delle politiche di

⁹ All'indagine hanno partecipato 13 tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *July 2023 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 25 luglio 2023.

Andamento, costo e qualità del credito in Italia



Fonte: Centrale dei rischi e segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le variazioni percentuali sui 3 mesi sono in ragione d'anno. – (2) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo. – (3) Valori medi. I tassi sui prestiti si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (4) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto dei prestiti deteriorati rettificati, alla fine del trimestre precedente e in ragione d'anno. Dati depurati dalla componente stagionale, qualora presente. – (5) Il totale include famiglie, imprese, società finanziarie, estero, Amministrazioni pubbliche, istituzioni senza scopo di lucro.

concessione del credito alle imprese; quelle sui finanziamenti alle famiglie rimarrebbero invariate. Dall'inizio del processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE, i criteri di concessione dei prestiti a imprese e famiglie sono divenuti più stringenti sia in Italia sia nell'area, in risposta al maggiore rischio percepito dagli intermediari, alla minore disponibilità a tollerarlo e – in misura più contenuta – a un peggioramento delle condizioni di raccolta bancaria (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria*).

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO DALL'AVVIO DEL PROCESSO DI NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

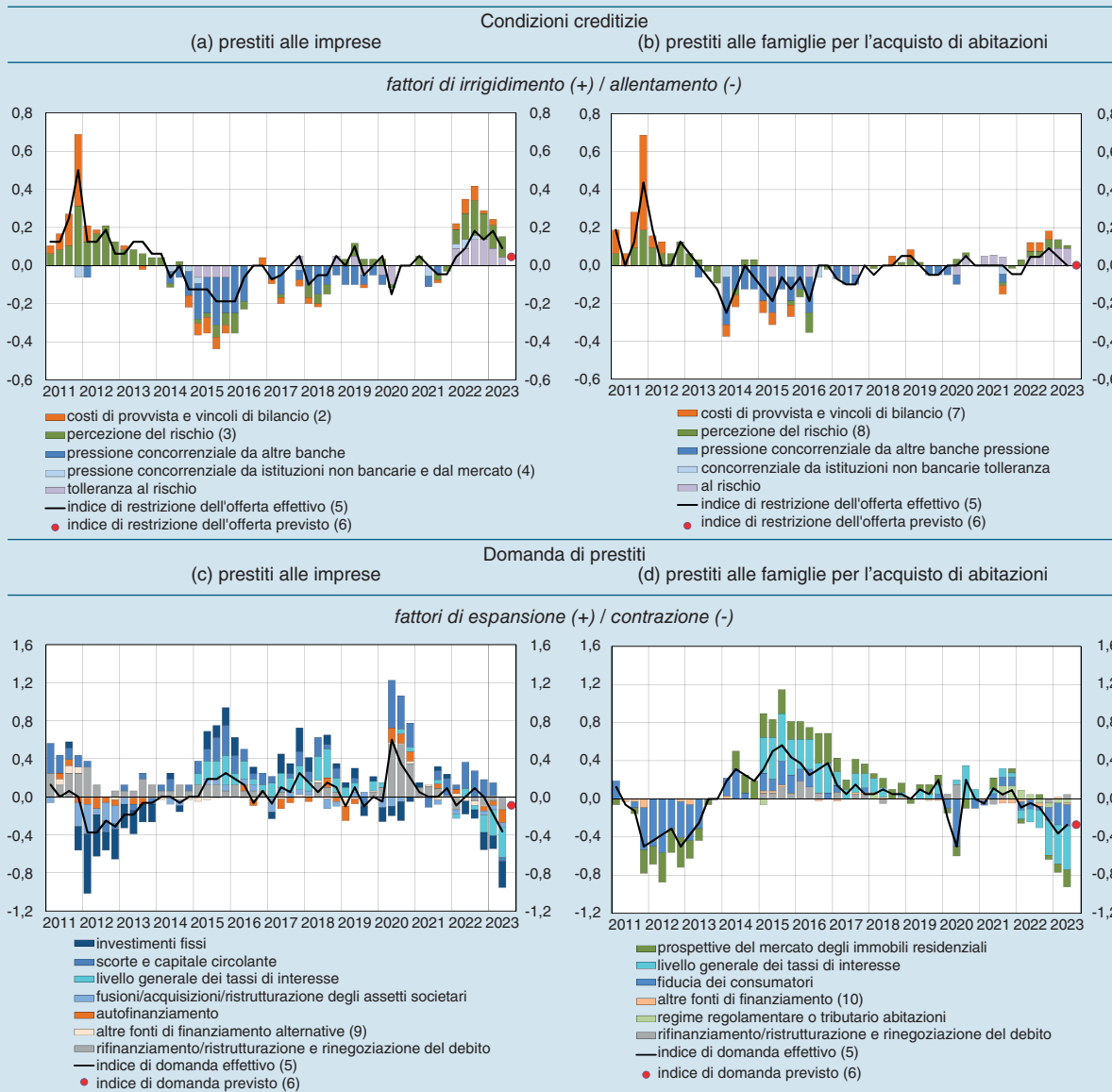
Dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria, intrapreso dalla BCE alla fine del 2021, le politiche di offerta del credito bancario sono divenute nel tempo più stringenti e la domanda da parte di imprese e famiglie si è marcatamente indebolita sia in Italia sia nell'area dell'euro. Le possibili ripercussioni del repentino rialzo dei tassi di riferimento della BCE sulla solidità finanziaria dei prenditori di fondi hanno verosimilmente concorso, insieme agli effetti della crisi energetica, a un aumento del rischio percepito dagli intermediari; questo incremento ha contribuito all'inasprimento dei criteri di offerta in misura più significativa rispetto al ciclo di restrizione iniziato nel 2005. Allo stesso tempo l'incertezza sulle prospettive economiche ha frenato la fiducia di imprese e consumatori, concorrendo a un calo della domanda di credito.

Secondo la *Bank Lending Survey*, in Italia gli intermediari hanno gradualmente irrigidito i criteri di offerta nonché i termini e le condizioni applicati ai finanziamenti erogati nel 2022 e nel primo trimestre del 2023, sia per i prestiti alle imprese (figura, pannello a) sia per quelli alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (figura, pannello b). Con riferimento al credito al consumo e agli altri prestiti, dall'avvio della fase di normalizzazione monetaria i criteri di offerta hanno registrato inasprimenti di entità lieve, i termini e le condizioni hanno invece subito irrigidimenti più marcati. Il restringimento dei criteri

di offerta ha riflesso principalmente il maggiore rischio percepito dagli intermediari e la minore disponibilità a tollerarlo, mentre il costo della raccolta e i vincoli di bilancio hanno esercitato un

Figura

Criteria di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1) (dati trimestrali; indici di diffusione)



Fonte: BLS.

(1) Per gli indici generali, valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente; per i fattori, valori positivi indicano un contributo alla restrizione dell'offerta o all'aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (2) Media dei seguenti fattori: posizione patrimoniale della banca; capacità della banca di finanziarsi sul mercato; posizione di liquidità della banca. – (3) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; situazione e prospettive relative a particolari settori o imprese; rischi connessi con le garanzie. – (4) Media dei seguenti fattori: pressione concorrenziale da parte di istituzioni non bancarie, pressione concorrenziale da parte di altre fonti di finanziamento. – (5) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. – (6) Previsioni formulate nel trimestre precedente. – (7) Da aprile 2022, media dei seguenti fattori: posizione patrimoniale della banca; capacità della banca di finanziarsi sul mercato; posizione di liquidità della banca. – (8) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; prospettive del mercato degli immobili residenziali; merito di credito del mutuatario. – (9) Media dei seguenti fattori: prestiti erogati dalle altre banche; prestiti erogati dalle istituzioni non bancarie; emissioni/rimborsi di titoli di debito; emissioni/rimborsi azionari. – (10) Media dei seguenti fattori: autofinanziamento per l'acquisto di abitazioni mediante risparmio; prestiti erogati da altre banche; altre fonti di finanziamento esterno.

impatto moderato¹. L'irrigidimento dei termini e delle condizioni applicati ai finanziamenti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha riguardato i margini applicati, l'ammontare dei prestiti concessi, le scadenze e le garanzie richieste. Secondo le banche, al peggioramento dei termini e delle condizioni applicati ai finanziamenti avrebbero contribuito, a partire dall'estate del 2022, anche le misure volte a ridurre gradualmente la dimensione del bilancio dell'Eurosistema.

Nell'ultima rilevazione, relativa al secondo trimestre di quest'anno, gli intermediari hanno riportato un ulteriore, seppure più moderato, inasprimento dei criteri di offerta applicati ai finanziamenti alle imprese, mentre quelli applicati nei confronti delle famiglie sono rimasti stabili.

A partire dall'ultimo trimestre del 2022, l'aumento del livello generale dei tassi di interesse e le minori necessità di finanziamento per spesa in investimenti hanno contribuito in modo marcato all'indebolimento della domanda di prestiti da parte delle imprese in Italia; fino ad allora la domanda era rimasta invece sostenuta, anche grazie alle elevate esigenze di scorte e capitale circolante (figura, pannello c). La domanda di finanziamenti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni è diminuita fin dall'avvio della fase di normalizzazione, riflettendo l'aumento del livello generale dei tassi di interesse e il calo della fiducia dei consumatori (figura, pannello d). La domanda di prestiti per finalità di consumo ha iniziato a flettere a partire dal terzo trimestre del 2022. Nell'ultima rilevazione, relativa al secondo trimestre del 2023, gli intermediari hanno riportato un ulteriore calo della domanda di finanziamenti da parte di imprese e famiglie.

Nell'area dell'euro si sono osservati andamenti simili sia nella domanda sia nell'offerta di credito. All'inizio del 2022 si è registrato un progressivo peggioramento, ancora in atto, dei criteri di offerta e dei termini e delle condizioni nei confronti delle imprese e delle famiglie per l'acquisto di abitazioni. La domanda di prestiti da parte di entrambi i settori si è considerevolmente ridotta.

¹ Dalle risposte degli intermediari alla domanda specifica sulle condizioni di accesso al finanziamento si evince che queste hanno subito un peggioramento nel corso del processo di normalizzazione della politica monetaria, in particolare nel secondo e nel terzo trimestre del 2022, per poi ritornare nel complesso stabili nel secondo trimestre dell'anno in corso.

I rialzi dei tassi ufficiali continuano a trasmettersi al costo del credito per imprese e famiglie

Rispetto allo scorso maggio, il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è salito di 2 decimi (al 5,0 per cento in agosto; fig. 24.b). Il costo dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato di un decimo (al 4,3); quello dei mutui a tasso variabile è salito di 4 decimi, mentre il costo dei finanziamenti a tasso fisso per almeno un anno è rimasto pressoché invariato. Dall'inizio del processo di normalizzazione di politica monetaria, il tasso applicato

ai nuovi prestiti è cresciuto di 3,8 punti percentuali per le imprese e di 2,9 per i mutui¹⁰.

Prosegue la flessione della raccolta bancaria

In agosto la raccolta delle banche è diminuita del 7,9 per cento sui dodici mesi. Il calo ha risentito sia della dinamica dei depositi dei residenti (-5,4 per cento; tav. 7), sia della riduzione delle passività verso l'Eurosistema, a seguito dei rimborsi dei finanziamenti ottenuti con le TLTRO3 giunti a scadenza. A partire dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria la dinamica dei depositi dei residenti si è progressivamente indebolita riflettendo l'andamento di quelli in conto corrente (-10,6 per cento in agosto). La crescita dei depositi a vista, pari al 9,7 per cento alla fine del 2021, è gradualmente diminuita ed è divenuta negativa a novembre del 2022; la flessione si è successivamente accentuata ed è stata solo parzialmente compensata da un rafforzamento della

¹⁰ La trasmissione dell'inasprimento delle condizioni monetarie al costo del credito è stata finora sostanzialmente in linea con quella osservata nel ciclo restrittivo iniziato alla fine del 2005, cfr. il riquadro: *La trasmissione della restrizione monetaria al costo del credito* del capitolo 3 nella *Relazione annuale* sul 2022.

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Maggio 2023	Agosto 2023	Maggio 2023	Agosto 2023
Attività				
Prestiti a residenti (3)	1.701	1.675	-1,8	-4,2
di cui: a imprese (4)	637	625	-2,8	-6,2
a famiglie (5)	676	673	0,8	-0,6
Attività verso controparti centrali (6)	39	30	6,6	-9,3
Titoli di debito (7)	526	516	-4,4	-4,5
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche (8)	383	374	-5,3	-6,7
Attività verso Eurosystema (9)	300	207	-25,4	-38,4
Attività sull'estero (10)	523	515	5,5	4,2
Altre attività (11)	863	847	7,1	1,0
Totale attivo	3.952	3.790	-1,7	-5,0
Passività				
Depositi di residenti (3) (12) (13)	1.806	1.780	-4,3	-5,4
Depositi di non residenti (10)	375	402	16,9	25,5
Passività verso controparti centrali (6)	126	110	4,1	3,2
Obbligazioni (13)	223	233	13,2	18,3
Passività verso Eurosystema (9)	319	179	-29,7	-58,5
Passività da cessione di crediti	118	121	-2,4	4,3
Capitale e riserve	346	352	2,4	4,7
Altre passività (14)	639	614	8,6	1,7
Totale passivo	3.952	3.790	-1,7	-5,0
di cui: totale raccolta (15)	2.810	2.674	-4,5	-7,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2023 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (5) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (8) Include unicamente titoli di Amministrazioni pubbliche italiane. – (9) Comprende i rapporti con l'Eurosystema per operazioni di politica monetaria; cfr. le tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (10) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (11) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (12) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (13) Esclude le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti e depositi da IFM residenti che entrano nel calcolo del costo marginale della raccolta; include inoltre derivati e altre voci di minore entità. – (15) La raccolta bancaria è data dalla somma delle seguenti voci: depositi di residenti, depositi di non residenti, passività verso controparti centrali (al netto dei pronti contro termine attivi), obbligazioni e passività verso l'Eurosystema.

crescita degli altri depositi (13,2 per cento). Questa ricomposizione è dovuta al più lento adeguamento dei tassi di interesse sui depositi in conto corrente alle variazioni dei tassi di riferimento rispetto a quelli sui depositi a termine. Ciò avrebbe favorito anche un aumento della domanda di titoli di Stato da parte delle famiglie. Il costo marginale della raccolta si è collocato al 2,0 per cento (dall'1,8 in maggio)¹¹; era sostanzialmente nullo all'avvio della fase di normalizzazione della politica monetaria.

I nuovi crediti deteriorati si mantengono su livelli contenuti

Nel secondo trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti si è mantenuto stabile all'1,0 per cento (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 24.c). L'indicatore è rimasto pressoché invariato per i prestiti alle imprese, all'1,7 per cento, mentre è aumentato di 20 punti base per quelli alle famiglie, raggiungendo lo 0,8 per cento.

L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti sia dei gruppi bancari significativi (tav. 8) sia delle banche meno significative si è mantenuta stabile nel secondo trimestre del 2023, al lordo e al netto

¹¹ Si tratta del costo che la banca sosterebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

delle rettifiche di valore. Il tasso di copertura di questi crediti è fondamentalmente immutato per entrambe le categorie di banche.

Aumenta la redditività delle banche

Nel primo semestre del 2023 la redditività è cresciuta rispetto allo stesso periodo dello scorso anno sia per le banche significative sia, in misura inferiore, per quelle meno significative. Il miglioramento del rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, ha riflesso la crescita del margine di interesse¹², che ha più che compensato la riduzione degli altri ricavi. Per i gruppi significativi i costi operativi sono leggermente aumentati, mentre le rettifiche di valore su crediti sono diminuite in misura rilevante¹³; per le banche meno significative l'aumento dei costi è stato più marcato e le rettifiche su crediti si sono mantenute sostanzialmente stabili. In prospettiva la crescita del margine di interesse tenderà verosimilmente ad affievolirsi per il progressivo aumento degli interessi passivi, che fino ad oggi hanno risposto in misura meno marcata agli impulsi della politica monetaria rispetto a quelli attivi. La competizione tra gli intermediari starebbe inoltre controbilanciando l'impatto restrittivo di altri fattori (rischio e condizioni di raccolta) sui termini e le condizioni applicate ai nuovi finanziamenti. Con la L. 136/2023, approvata il 9 ottobre, il Governo ha introdotto un'imposta straordinaria sulle banche (cfr. il par. 2.9).

Nel secondo trimestre il livello di patrimonializzazione degli intermediari significativi e meno significativi è salito; i primi hanno recuperato interamente la flessione osservata nei mesi invernali.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le condizioni dei mercati finanziari italiani sono tornate a peggiorare dal mese di agosto, risentendo dell'indebolimento dell'attività economica e della prospettiva che i tassi di interesse ufficiali si mantengano su livelli elevati per un periodo prolungato. Il differenziale di rendimento dei titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti titoli pubblici tedeschi è aumentato.

Il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine è salito

Il rendimento dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale è significativamente aumentato rispetto alla prima decade di luglio – influenzato dal rialzo dei tassi ufficiali e dalle attese di un rallentamento dell'attività economica – collocandosi

¹² La netta crescita del margine di interesse rispetto al primo semestre dello scorso anno risente del fatto che l'aumento dei tassi di interesse ha contribuito positivamente alla redditività solamente a partire dalla seconda metà dell'anno.

¹³ La forte diminuzione nel confronto con il periodo corrispondente dello scorso anno è in parte riconducibile alle elevate svalutazioni sulle esposizioni verso Russia e Ucraina effettuate dai due principali gruppi nel primo trimestre 2022.

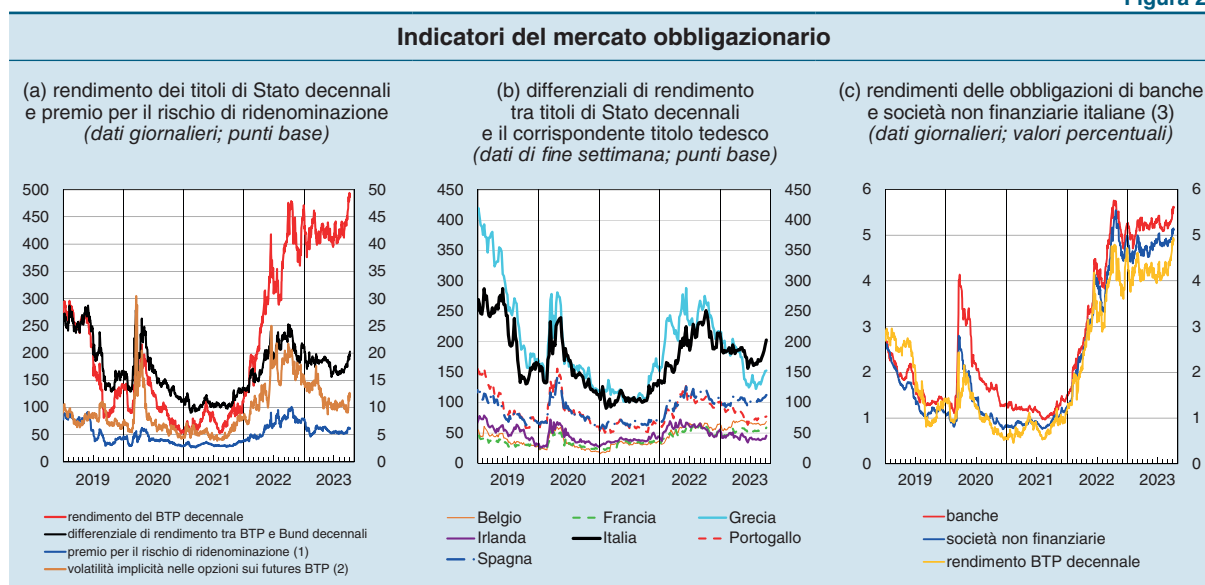
Tavola 8

Principali indicatori delle banche italiane significative (1) (valori percentuali)

VOCI	Marzo 2023	Giugno 2023
Crediti deteriorati (2)		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	2,4	2,4
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	1,1	1,1
Tasso di copertura (3)	54,4	54,1
Patrimonio di vigilanza		
<i>Common equity tier 1 (CET1) ratio</i>	15,4	15,9
VOCI	1° sem. 2022	1° sem. 2023
Redditività		
ROE (4)	9,2	14,0
Margine di interesse (5)	8,5	51,6
Margine di intermediazione (5)	1,8	20,7
Costi operativi (5)	-3,1	2,6
Risultato di gestione (5)	10,6	49,5
Rettifiche di valore su crediti (5)	2,2	-44,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) I dati di giugno e del primo semestre del 2023 sono provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. Nel 2022 i gruppi significativi sono aumentati di due unità a seguito dell'inclusione di Mediolanum e di Fineco. I dati antecedenti sono stati ricalcolati pro forma considerando le due banche come significative anche nei periodi precedenti. – (2) Dati di fine mese. I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'incidenza dei prestiti è riportata al lordo e al netto delle rettifiche di valore. – (3) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Al netto delle componenti straordinarie. – (5) Variazioni percentuali rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, ICE Bank of America Merrill Lynch, ICE Data Derivatives UK Ltd e Refinitiv.

(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex. Scala di destra. – (3) I dati si riferiscono ai rendimenti (a scadenza) medi di un paniere di titoli obbligazionari denominati in euro di banche e società non finanziarie italiane scambiati sul mercato secondario. Anche se il paniere contiene titoli di diversa scadenza, selezionati sulla base di un grado sufficiente di liquidità, la figura riporta per confronto il rendimento del BTP decennale, particolarmente rappresentativo dei rendimenti offerti dai titoli di Stato italiani.

alla fine della prima settimana di ottobre al 4,9 per cento, con un incremento di oltre 50 punti base (fig. 25.a). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano, seppure in aumento, si è mantenuta su livelli inferiori a quelli osservati nel primo trimestre. Le condizioni di liquidità del mercato dei titoli di Stato rimangono più favorevoli di quelle dello scorso anno. Il peggioramento delle prospettive di crescita e il conseguente impatto sui conti pubblici hanno contribuito a un rialzo del differenziale di rendimento del titolo decennale rispetto ai titoli pubblici tedeschi a partire dalla fine di agosto; vi ha concorso anche un contenuto incremento del rischio di ridenominazione percepito dagli investitori. Nel complesso del periodo il differenziale è aumentato di 31 punti base, portandosi all'inizio di ottobre a 203 punti base, il massimo dallo scorso dicembre (fig. 25.b).

I costi della raccolta obbligazionaria privata sono aumentati

I rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane e dell'area dell'euro sono cresciuti a partire dalla prima decade di luglio (di 11 e 12 punti base, rispettivamente; fig. 25.c). Allo stesso modo, i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono saliti di 20 punti base in Italia e di 9 nell'area dell'euro, rimanendo su livelli più elevati di quelli osservati nel periodo precedente la crisi delle banche regionali statunitensi e di Credit Suisse dello scorso marzo. Nel secondo trimestre sono significativamente aumentate le emissioni nette di titoli obbligazionari in Italia da parte sia delle società non finanziarie sia delle banche (6,4 e 6,8 miliardi di euro, rispettivamente). Nel terzo trimestre invece, sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg, i rimborsi avrebbero superato le emissioni lorde per entrambi i settori; in particolare le banche avrebbero effettuato rimborsi netti che hanno più che compensato le elevate emissioni del trimestre precedente.

I corsi azionari sono diminuiti

Dalla prima decade di luglio le quotazioni delle azioni in Italia e nell'area dell'euro sono complessivamente diminuite (del 1,2 e del 4,3 per cento, rispettivamente; fig. 26), risentendo dell'indebolimento dell'attività economica, delle prospettive del commercio internazionale e del permanere dei tassi di interesse ufficiali su livelli elevati più a lungo del previsto. Nel complesso i corsi del comparto bancario sono invece aumentati del 3,7 per cento in

Italia e del 3,3 nell'area dell'euro, sostenuti dalle aspettative positive degli operatori, che prevedono una maggiore redditività legata anche al rialzo dei tassi di interesse ufficiali. All'inizio di agosto, successivamente all'annuncio da parte del Governo della tassazione di una quota dei profitti delle banche, si è verificato un calo delle quotazioni delle aziende di credito italiane; la riduzione è stata tuttavia temporanea, anche a seguito delle modifiche della misura che ne ridimensionano l'impatto (cfr. il par. 2.9).

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

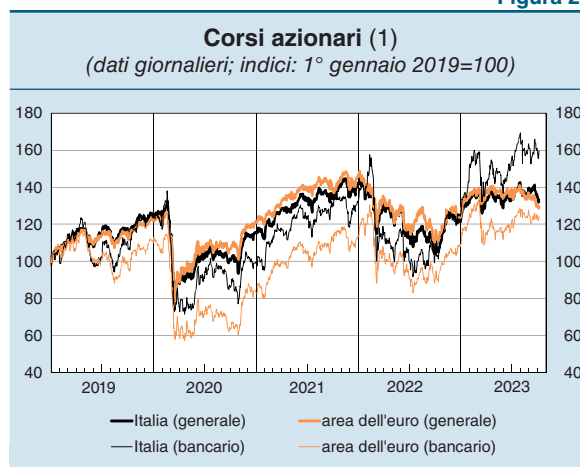
Il Governo ha aggiornato le stime tendenziali e gli obiettivi per i conti pubblici per l'anno in corso e per il prossimo triennio. Secondo i nuovi programmi, nel 2023 l'indebitamento netto e il debito si collocherebbero rispettivamente al 5,3 e al 140,2 per cento del PIL. Il disavanzo del 2023 – più alto dell'obiettivo fissato in primavera per circa 0,8 punti percentuali del prodotto – risente, tra le altre cose, della dinamica sostenuta di alcuni crediti di imposta per l'edilizia maturati nell'anno (Superbonus). L'Esecutivo programma un'espansione del disavanzo rispetto al quadro a legislazione vigente di circa 0,7 punti percentuali del prodotto per il 2024. L'indebitamento netto continuerebbe comunque a scendere gradualmente nei prossimi anni, collocandosi al 2,9 per cento del PIL nel 2026. L'incidenza del debito sul prodotto nel triennio 2024-26 segnerebbe una riduzione solo marginale. Il 9 ottobre è stata erogata la terza rata nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

In rapporto al PIL, l'indebitamento netto e il debito continuerebbero a diminuire nel 2023

Lo scorso 27 settembre il Governo ha approvato la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2023* (NADEF 2023)¹⁴. Secondo le stime

tendenziali contenute nel documento, nell'anno in corso l'indebitamento netto scenderebbe, dall'8,0 per cento del PIL nel 2022, al 5,2 (tav. 9); questo valore sarebbe tuttavia superiore di circa 0,7 punti percentuali rispetto all'obiettivo di aprile, soprattutto a causa

Figura 26



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Indici generali e bancari Datastream.

Tavola 9

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2023 (percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria:		
	Indebitamento netto	Indebitamento netto strutturale	Avanzo primario	variazione del debito (1)	crescita del PIL reale	crescita del PIL nominale
Obiettivi						
Novembre 2022 (2)	4,5	4,8	-0,4	-1,1	0,6	4,8
Aprile 2023 (3)	4,5	4,9	-0,8	-2,3	1,0	5,8
Settembre 2023 (4)	5,3	5,9	-1,5	-1,5	0,8	5,3
Stime tendenziali						
Settembre 2022 (5)	3,4	3,6	0,5	-2,2	0,6	4,4
Novembre 2022 (2)	3,4	3,6	0,7	-1,9	0,3	4,6
Aprile 2023 (3)	4,4	4,9	-0,6	-2,4	0,9	5,7
Settembre 2023 (4)	5,2	5,7	-1,4	-1,7	0,8	5,3

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022. Versione rivista e integrata. – (3) Documento di economia e finanza 2023. – (4) NADEF 2023. – (5) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022.

¹⁴ Audizione preliminare all'esame della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2023*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Commissioni riunite 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 9 ottobre 2023.

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)
(percentuali del PIL)

VOCI	2022	2023	2024	2025	2026
Indebitamento netto	8,0	5,3	4,3	3,6	2,9
Avanzo primario	-3,8	-1,5	-0,2	0,7	1,6
Spesa per interessi	4,3	3,8	4,2	4,3	4,6
Indebitamento netto strutturale	8,7	5,9	4,8	4,3	3,5
Debito (2)	141,7	140,2	140,1	139,9	139,6

Fonte: NADEF 2023.

(1) Dati di consuntivo per il 2022 e obiettivi ufficiali per gli anni 2023-26. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM.

della maggiore spesa connessa con il Superbonus¹⁵. A fronte del quadro a legislazione vigente, il Governo programma un'espansione di oltre 0,1 punti percentuali del PIL connessa con: (a) l'anticipo del conguaglio – previsto per il 2024 – dell'adeguamento all'inflazione per i trattamenti pensionistici; (b) l'introduzione di misure per il personale delle Amministrazioni pubbliche; (c) interventi per la gestione dei flussi migratori. L'incidenza del debito sul prodotto scenderebbe dal 141,7 per cento del 2022¹⁶ al 140 nel quadro tendenziale e al 140,2 in quello programmatico (tav. 10).

Il fabbisogno peggiora anche a causa dell'utilizzo di crediti di imposta maturati in passato

Nei primi nove mesi del 2023 il fabbisogno del settore statale è stato di circa 102 miliardi, in aumento di oltre 51 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2022. Con riferimento all'aggregato delle Amministrazioni pubbliche, per cui sono disponibili i dati relativi solo ai primi otto mesi dell'anno, il fabbisogno è stato di circa 66 miliardi (quasi 44 in più rispetto al periodo corrispondente del 2022). Queste dinamiche risultano comunque coerenti con una significativa riduzione dell'indebitamento netto nel 2023 rispetto all'anno precedente.

Si può valutare che all'andamento dei saldi di cassa abbia contribuito in misura rilevante anche l'utilizzo in compensazione di parte dei crediti edilizi per Superbonus e Bonus facciate maturati nel periodo 2020-22 e già contabilizzati nell'indebitamento netto in quegli anni. Al contrario, il fabbisogno dell'anno in corso non è influenzato dalla maturazione di nuovi crediti, che potranno essere utilizzati dai contribuenti solo in futuro.

Le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto di lotto e lotterie, sono cresciute di circa il 7 per cento (25 miliardi) nei primi nove mesi del 2023 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno; l'andamento dipende principalmente dalla dinamica favorevole delle imposte dirette.

In agosto il debito delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 2.840,7 miliardi, in crescita di oltre 83 miliardi rispetto alla fine del 2022, rispecchiando principalmente, oltre al fabbisogno, anche l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro e la rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione. La vita media residua

¹⁵ Lo scorso 26 settembre l'Eurostat ha pubblicato un parere metodologico in base al quale i crediti fiscali da Superbonus maturati nel 2023 dovranno essere interamente contabilizzati per competenza nell'indebitamento netto dell'anno in corso, con un trattamento statistico analogo a quello adottato per i benefici del periodo 2020-22 (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023). Non sono state prese decisioni definitive sulla classificazione dei crediti che matureranno nel corso del 2024, per la quale saranno necessari ulteriori approfondimenti. L'autorità statistica europea ha inoltre specificato che il trattamento del Superbonus come credito di imposta "pagabile" (*payable*) – da cui deriva la necessità di una registrazione per competenza nell'anno di maturazione, invece che per cassa – presuppone che vi sia una probabilità molto ridotta di una sua fruizione solo parziale da parte dei contribuenti. Se questa ipotesi non dovesse essere confermata dai dati sugli effettivi utilizzi dei crediti maturati, entro la metà del prossimo anno l'Eurostat potrebbe pertanto riconsiderare le decisioni sulla classificazione di questo beneficio fiscale retroattivamente dal 2020.

¹⁶ La revisione del prodotto nominale per il biennio 2021-22 operata dall'Istat alla fine del mese scorso ha comportato una meccanica riduzione del rapporto tra il debito e il PIL di quasi 3 punti percentuali rispetto ai dati diffusi in precedenza. Per maggiori dettagli, cfr. Istat, 2023, op. cit.

del debito ad agosto era pari a 7,7 anni, in lieve calo da 7,8 alla fine dello scorso anno¹⁷. Nonostante gli aumenti dei tassi all'emissione degli ultimi mesi, l'onere medio del debito, a causa di una più bassa rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione, si è leggermente ridotto, collocandosi al 3 per cento alla fine di giugno, dal 3,1 a dicembre del 2022 (fig. 27). Per effetto della fine dei reinvestimenti dell'Eurosistema nell'ambito dell'APP (cfr. il par. 1.2), la quota del debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia è scesa al 25,1 per cento ad agosto, da un massimo del 26,2 registrato a ottobre dello scorso anno.

Il Governo programma uno scostamento di bilancio per il 2024

Secondo il quadro tendenziale della NADEF 2023, l'indebitamento netto continuerebbe a ridursi nel

prossimo triennio, collocandosi al 3,6 per cento del PIL nel 2024, al 3,4 nel 2025 e al 3,1 nel 2026 al termine dell'orizzonte considerato. Questa dinamica è meno favorevole di quella programmata ad aprile, in parte a causa di un peggioramento del ciclo economico e di una più alta spesa per interessi. A fronte di tale quadro a legislazione vigente, per il 2024 l'Esecutivo programma un obiettivo per l'indebitamento netto al 4,3 per cento del prodotto, superiore di circa 0,7 punti percentuali rispetto alla stima tendenziale. La prossima manovra sarebbe invece sostanzialmente a saldo zero nel successivo biennio: peggiorerebbe lievemente il saldo di bilancio nel 2025, per migliorarlo di poco nel 2026. Nel quadro programmatico quindi l'indebitamento netto si collocherebbe al 3,6 per cento del PIL nel 2025 e al 2,9 nel 2026. Nelle intenzioni del Governo gli scostamenti di bilancio consentirebbero di realizzare in particolare: (a) il prolungamento della misura del taglio del cuneo fiscale sul lavoro nel 2024; (b) l'avvio della riforma fiscale; (c) alcuni provvedimenti di sostegno alle famiglie; (d) rinnovi contrattuali per talune categorie di dipendenti pubblici; (e) alcune misure per promuovere gli investimenti nel Mezzogiorno.

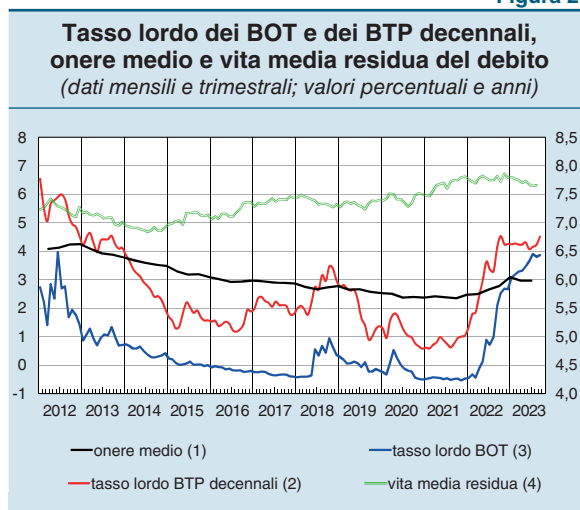
Il debito in rapporto al PIL scenderebbe solo marginalmente nel prossimo triennio

Nel quadro programmatico l'incidenza del debito sul prodotto segnerebbe una riduzione solo marginale nel prossimo triennio. In particolare l'obiettivo del Governo per il rapporto al termine dell'orizzonte della NADEF è pari al 139,6 per cento. Secondo i programmi, nei prossimi anni gli effetti positivi del differenziale tra crescita e onere medio del debito e del saldo primario – che tornerebbe gradualmente in

avanzo – riuscirebbero solo a compensare gli impatti negativi di una significativa componente stock-flussi. Quest'ultima è influenzata al rialzo dall'utilizzo in compensazione dei crediti di imposta per l'edilizia e al ribasso dalla pianificata riduzione delle giacenze di liquidità del Tesoro e da proventi derivanti da privatizzazioni (per almeno un punto percentuale del PIL nell'arco del triennio). Come evidenziato peraltro da analisi incluse nella NADEF, per la dinamica discendente del rapporto tra il debito e il PIL permangono rischi non trascurabili sia nel breve sia nel medio e lungo termine; questi vanno contrastati non solo con l'azione di finanza pubblica ma anche con riforme capaci di rafforzare la crescita potenziale.

¹⁷ In questo Bollettino vengono diffusi i dati sul debito e sul fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche rivisti in occasione della notifica trasmessa lo scorso 29 settembre alla Commissione europea nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Le revisioni rispetto ai dati pubblicati lo scorso 15 settembre sono di modesta entità e riflettono l'ordinario aggiornamento delle fonti; per ulteriori dettagli, cfr. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 ottobre 2023.

Figura 27



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.
 (1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri terminanti in quello di riferimento e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (3) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (4) Scala di destra.

Il Governo ha introdotto un'imposta straordinaria a carico delle banche...

Con il DL 104/2023, approvato all'inizio di agosto, il Governo ha introdotto, tra l'altro, un'imposta straordinaria per l'anno in corso a carico delle banche, la cui struttura è stata poi significativamente modificata nel corso dell'esame parlamentare per la conversione in legge¹⁸. La versione definitiva del provvedimento (L. 136/2023) prevede che la base imponibile sia determinata in funzione della variazione dei margini di interesse e che l'aliquota sia pari al 40 per cento; il prelievo non può comunque superare lo 0,26 per cento del valore dell'attivo ponderato per il rischio relativo all'esercizio antecedente a quello in corso al 1° gennaio 2023. Per la quasi totalità delle banche l'ammontare dell'imposta sarebbe determinato dal vincolo basato sull'attivo ponderato per il rischio. La norma prevede inoltre che, in luogo del versamento, i singoli istituti di credito possano destinare a una riserva non distribuibile un importo pari a due volte e mezzo l'imposta dovuta. Il gettito dipenderà dalle scelte delle singole banche riguardo al pagamento dell'imposta o alla creazione di riserve.

... ha previsto un investimento nelle reti di telecomunicazioni e ha varato misure di sostegno in materia di energia

Il Governo ha inoltre preso alcune decisioni in materia di investimenti azionari in società di rilievo strategico per il Paese, in particolare per partecipare – con una quota di minoranza – a un'operazione di acquisto della rete fissa di telecomunicazioni attualmente posseduta dalla società TIM. A questo scopo, con il DL 118/2023 dello scorso 31 agosto, ha assicurato risorse finanziarie per l'anno in corso fino a un massimo di 2,5 miliardi¹⁹.

Con il DL 131/2023, approvato alla fine di settembre, sono stati inoltre disposti per il quarto trimestre dell'anno alcuni interventi per mitigare gli effetti degli aumenti dei prezzi dei beni energetici. Il provvedimento prevede, tra l'altro, l'abbassamento dell'aliquota IVA sul gas metano e l'azzeramento degli oneri di sistema per il settore del gas, la riduzione delle bollette dell'energia elettrica e del gas a favore dei nuclei familiari economicamente più disagiati, nonché alcuni trasferimenti sociali straordinari come contributo per l'acquisto di carburanti o, in alternativa, di abbonamenti per il trasporto pubblico. Nel complesso il provvedimento non impatterebbe sull'indebitamento netto in quanto i suoi costi sarebbero coperti, in particolare, da risparmi sugli oneri di misure precedenti.

Proseguono le attività del PNRR; è stata incassata la terza rata

All'inizio di agosto il Governo ha presentato una richiesta di modifica complessiva del *Piano nazionale di ripresa e resilienza*. Le proposte di revisione riguardano 144 interventi e prevedono, tra l'altro, la sostanziale eliminazione di 9 di essi (per circa 16 miliardi) che, nelle intenzioni del Governo, verrebbero comunque realizzati attraverso l'utilizzo di fondi nazionali. Gran parte delle altre modifiche riguarda una riduzione dei risultati quantitativi da raggiungere o il prolungamento dei tempi di attuazione. La versione aggiornata del Piano include anche un nuovo capitolo di misure nell'ambito del programma *REPowerEU*. Gli interventi legati a queste misure ammonterebbero a circa 19 miliardi e verrebbero finanziati, oltre che con le risorse dei progetti eliminati, anche attraverso nuove sovvenzioni europee e fondi legati alle politiche di coesione 2021-27²⁰. Dopo l'approvazione da parte del Consiglio della UE della proposta di modifica (presentata a luglio) di alcuni traguardi e obiettivi relativi alla quarta rata, lo scorso 22 settembre l'Italia ne ha richiesto il pagamento (16,5 miliardi). Il 9 ottobre il nostro paese ha ricevuto 18,5 miliardi (10 di sovvenzioni e 8,5 di prestiti) relativi alla terza tranche dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, portando a oltre 85 miliardi il totale delle risorse sinora ottenute.

¹⁸ Su richiesta del Ministero dell'economia e delle finanze, il Consiglio direttivo della BCE a settembre ha formulato un'opinione sulla versione originale dell'imposta, evidenziando alcuni aspetti critici del disegno nonché i rischi connessi con la sua applicazione (in particolare la maggiore difficoltà delle banche nell'accantonare riserve e il deterioramento della fiducia degli investitori, data la natura retroattiva della norma, con potenziali effetti negativi sull'offerta del credito); cfr. BCE, *Parere della Banca centrale europea del 12 settembre relativo all'imposizione di un'imposta straordinaria agli enti creditizi*, 12 settembre 2023.

¹⁹ Il contenuto del DL 118/2023, poi abrogato, è stato incorporato nel testo del DL 104/2023 dalla relativa legge di conversione.

²⁰ *Atto n. 182. Affare assegnato concernente la Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), aggiornata al 31 maggio 2023 (Doc. XIII, n. 1)*, memoria della Banca d'Italia, 4ª Commissione permanente del Senato della Repubblica (Politiche dell'Unione europea) e 5ª Commissione permanente del Senato della Repubblica (Programmazione economica, bilancio), Senato della Repubblica, Roma, 12 settembre 2023.

2.10 LE PROSPETTIVE

Nello scenario di base il PIL aumenterebbe dello 0,7 per cento quest'anno, dello 0,8 nel successivo e dell'1,0 nel 2025. L'inflazione sarebbe pari al 6,1 per cento nella media del 2023; scenderebbe al 2,4 nel 2024 e all'1,9 nel 2025. Il quadro macroeconomico, peggiorato sensibilmente a partire dal secondo trimestre, continuerà a risentire anche nel prossimo anno degli effetti dell'irrigidimento delle condizioni monetarie e finanziarie e della debolezza degli scambi globali; i rischi sono orientati al ribasso per la crescita e bilanciati per l'inflazione.

Le ipotesi sottostanti alle nuove proiezioni sono meno favorevoli di quelle dello scorso luglio

Rispetto al quadro macroeconomico di luglio, quello attuale incorpora un indebolimento della domanda estera, prezzi del petrolio più elevati lungo l'orizzonte previsivo e un ulteriore irrigidimento delle condizioni di accesso al credito.

Si ipotizza che i prezzi delle materie prime energetiche rimangano in larga misura stabili nel triennio di previsione, su livelli nettamente più contenuti nel confronto con il 2022; solo il petrolio mostrerebbe un profilo delle quotazioni più elevato rispetto all'aggiornamento di luglio (tav. 11). Lo scenario assume per l'anno in corso anche un significativo rallentamento del commercio mondiale, cui seguirebbe un'accelerazione nel 2024 e nel 2025. In linea con le aspettative degli operatori di mercato, i tassi di interesse nominali a breve termine aumentano ancora quest'anno, si stabilizzano nel prossimo e scendono nel 2025; quelli a lungo termine salgono per gran parte del triennio. All'inasprimento delle condizioni monetarie corrispondono un incremento dei costi di finanziamento e condizioni di accesso al credito più rigide, coerentemente con i più recenti segnali provenienti dalle indagini presso banche e imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria*). Infine lo scenario tiene conto della richiesta di scostamento presentata al Parlamento contestualmente alla NADEF 2023 e degli effetti dell'utilizzo dei fondi europei nell'ambito del programma *Next Generation EU* sulla base delle informazioni disponibili relative al PNRR.

La crescita del PIL si ridurrebbe nettamente, a poco meno dell'1 per cento

Il PIL crescerebbe dello 0,7 per cento in media nel 2023 (3,9 nel 2022), dello 0,8 nel 2024 e dell'1,0 nel 2025 (tav. 12 e fig. 28). Il prodotto, dopo l'inattesa contrazione del secondo trimestre (cfr. il par. 2.1), si espanderebbe in misura contenuta nella seconda metà dell'anno e all'inizio del prossimo; accelererebbe leggermente a partire dalla primavera del 2024. La crescita risentirebbe degli effetti

restrittivi dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e della debolezza degli scambi internazionali, che attenuerebbero l'impulso di segno opposto derivante dalle misure del PNRR e dal graduale recupero del potere d'acquisto delle famiglie.

L'inflazione scenderebbe in misura significativa nel biennio 2024-25

L'inflazione al consumo armonizzata sarebbe pari al 6,1 per cento nella media di quest'anno (8,7 nel precedente) e si ridurrebbe al 2,4 nel 2024 e all'1,9 nel 2025 (tav. 12 e fig. 29). Il profilo decrescente riflette soprattutto il netto rallentamento dei prezzi all'importazione, determinato in larga misura dalla flessione delle quotazioni delle materie prime energetiche. L'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici

(inflazione di fondo) rimarrebbe elevata nel 2023 (in media al 4,6 per cento), sospinta in gran parte dalla trasmissione graduale dei passati rincari dei beni energetici e scenderebbe progressivamente nel biennio

Tavola 11

Scenario macroeconomico: ipotesi sulle principali variabili esogene

VOCI	2022	2023	2024	2025
Domanda estera potenziale (1)	6,7	1,0	3,1	3,0
Dollaro/euro (2)	1,05	1,08	1,06	1,06
Cambio effettivo nominale (1) (3)	1,1	-1,6	0,3	0,0
Prezzo del greggio (2) (4)	100,8	83,8	82,4	77,3
Prezzo del gas naturale (2) (5)	123,1	41,1	46,9	44,5
Tasso Euribor a tre mesi (2)	0,3	3,4	3,6	3,1
Tasso BOT a 1 anno (2)	0,9	3,6	3,4	3,1
Tasso BTP a 10 anni (2)	3,2	4,4	5,1	5,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Refinitiv disponibili al 6 ottobre.

(1) Variazioni percentuali. – (2) Medie annue delle quotazioni osservate a varie scadenze trimestrali sui mercati a termine. – (3) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (4) Dollari per barile, qualità Brent. – (5) Euro per megawattora.

Scenario macroeconomico
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	Previsioni di ottobre 2023				Revisioni rispetto a luglio 2023		
	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIL (1)	3,9	0,7	0,8	1,0	-0,6	-0,1	0,0
Consumi delle famiglie	5,0	1,3	0,9	1,0	0,0	-0,3	-0,1
Consumi collettivi	0,7	0,0	0,0	0,5	-1,3	0,2	0,0
Investimenti fissi lordi	10,1	0,5	0,3	1,3	-2,3	0,6	0,7
di cui: investimenti in beni strumentali	8,1	3,6	-0,3	1,2	0,1	1,1	0,7
Esportazioni totali	10,7	0,4	2,4	3,1	-1,1	-0,4	0,3
Importazioni totali	13,1	1,1	2,3	3,1	1,2	0,2	0,5
Variazione delle scorte (2)	-0,7	0,1	0,1	0,0	1,0	0,1	0,0
Prezzi (IPCA)	8,7	6,1	2,4	1,9	0,1	0,1	-0,1
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	3,3	4,6	2,3	1,9	0,1	-0,1	-0,1
Deflatore del PIL	3,0	4,5	2,8	3,7	-0,9	0,2	0,2
Occupazione (ore lavorate)	4,5	1,7	0,5	0,6	-0,3	0,0	0,2
Occupazione (numero di occupati)	2,5	1,7	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2
Tasso di disoccupazione (3)	8,1	7,6	7,6	7,6	-0,1	0,0	0,0
Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (4)	-1,5	0,3	0,8	1,2	-1,4	-1,4	-1,4

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. Quadro previsionario per l'Italia basato sulle informazioni disponibili al 6 ottobre (per la formulazione delle ipotesi tecniche) e al 10 ottobre (per i dati congiunturali).

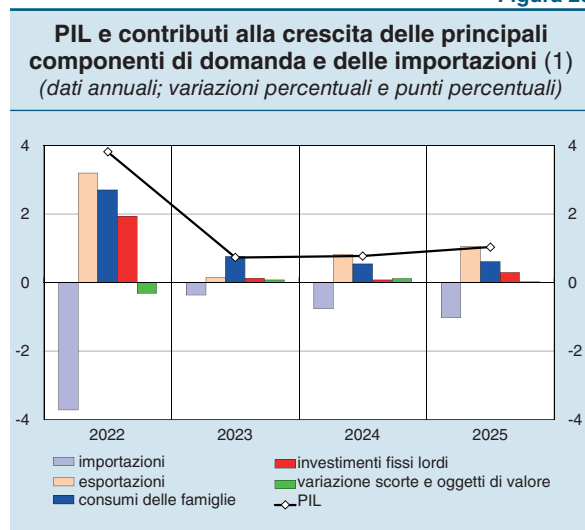
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Media annua; valori percentuali. – (4) In percentuale del PIL.

successivo, grazie alla discesa dei costi intermedi e all'indebolimento della domanda, portandosi al 2,3 per cento nel 2024 e all'1,9 nel 2025. La crescita dei prezzi interni, misurata con il deflatore del PIL, aumenterebbe al 4,5 per cento nel 2023 (3,0 nel 2022), per riportarsi a poco più del 3 nella media del biennio successivo; a questo andamento contribuirebbe principalmente la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto.

La domanda di lavoro aumenterebbe debolmente

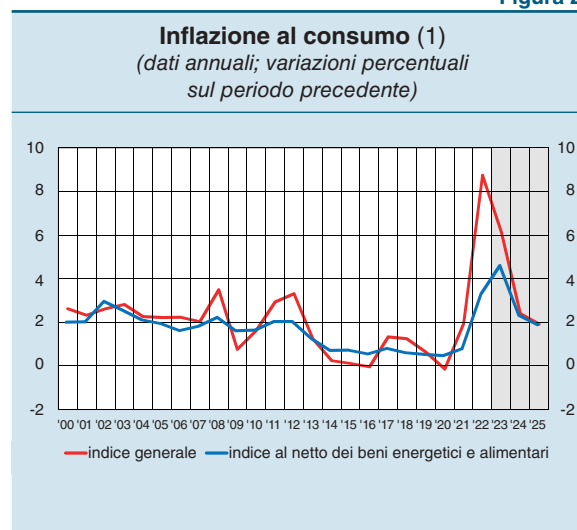
La crescita delle ore lavorate e del numero di occupati si attenuerebbe nettamente nella seconda metà dell'anno in corso e successivamente proseguirebbe più lentamente rispetto al prodotto. Il tasso di disoccupazione rimarrebbe stabile nel triennio al 7,6 per cento, leggermente al di sotto del livello medio del 2022 (8,1).

Figura 28



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) IPCA. L'area ombreggiata riporta i dati previsti.

La spesa per consumi salirebbe in misura contenuta

I consumi continuerebbero a espandersi, sostenuti dalla progressiva riduzione dell'inflazione e dal graduale rafforzamento della dinamica salariale, sebbene meno intensamente rispetto allo scorso biennio (5,1 per cento in media), quando avevano beneficiato della normalizzazione delle abitudini di spesa seguita alle riaperture. La spesa delle famiglie crescerebbe intorno all'1 per cento all'anno per tutto il triennio di previsione. Il tasso di risparmio, pari al 6,5 per cento nella prima metà dell'anno, aumenterebbe leggermente nel triennio, rimanendo al di sotto dei valori medi precedenti la crisi pandemica (fig. 30).

Gli investimenti risentirebbero del peggioramento delle condizioni di finanziamento

Il mercato rialzo del costo dei prestiti e condizioni più restrittive nell'accesso al credito peserebbero in misura significativa sull'accumulazione di capitale nel biennio 2023-24, soprattutto nel settore privato, in cui gli investimenti scenderebbero di circa un punto percentuale l'anno; questo sviluppo verrebbe in parte contrastato dall'impulso espansivo degli interventi del PNRR. In media gli investimenti sarebbero poco più che stagnanti quest'anno e il prossimo, e accelererebbero in misura contenuta nel 2025. Il rapporto tra investimenti totali e PIL scenderebbe di poco nel triennio, mantenendosi su un livello relativamente elevato nel confronto storico (fig. 31).

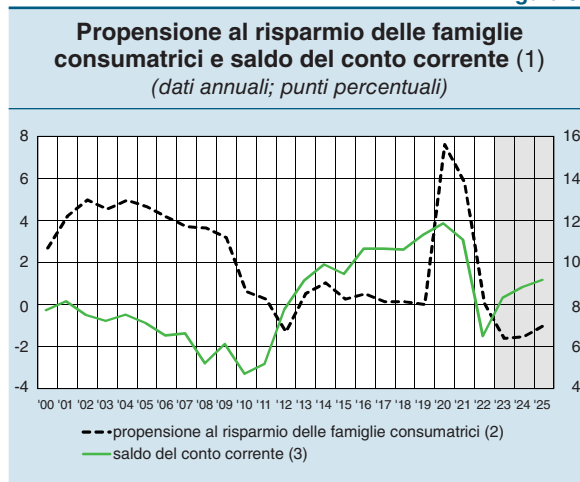
Il saldo di conto corrente migliorerebbe, grazie soprattutto al minore disavanzo della bilancia energetica

Le esportazioni risentirebbero del brusco rallentamento della domanda estera nell'anno in corso, per accelerare nel prossimo biennio, in cui aumenterebbero di poco meno del 3 per cento all'anno in media. Le importazioni crescerebbero a tassi simili a quelli delle esportazioni. Il saldo di conto corrente, tornato positivo quest'anno grazie alla significativa riduzione del disavanzo della bilancia energetica, crescerebbe ulteriormente nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *La bilancia energetica: recenti dinamiche e prospettive per il 2023*, in *Bollettino economico*, 3, 2023). Ne deriverebbe un rafforzamento della posizione creditoria netta nei confronti dell'estero (cfr. il par. 2.4).

Le proiezioni di crescita sono riviste al ribasso, quelle di inflazione al rialzo

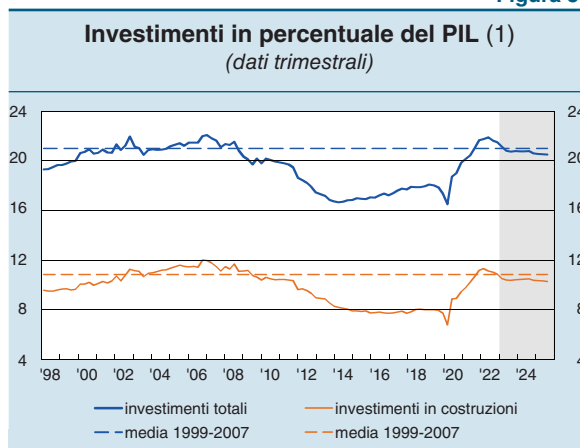
Rispetto allo scenario pubblicato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, le proiezioni di crescita sono state riviste al ribasso nel 2023 e nel 2024, mentre sono rimaste invariate per il 2025. L'inatteso risultato negativo relativo al secondo trimestre dell'anno in corso è il principale elemento alla base della revisione sia per il 2023 (-0,6 punti percentuali) sia, attraverso un effetto di trascinamento, per il 2024. L'inflazione al consumo è stata corretta al rialzo per 0,1 punti percentuali quest'anno e il prossimo e al ribasso di altrettanto nel 2025. La revisione per il biennio 2023-24 deriva in larga misura dall'aumento delle

Figura 30



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. (1) L'area ombreggiata riporta i dati previsti. - (2) Scala di destra. - (3) In rapporto al PIL.

Figura 31



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. (1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. L'area ombreggiata riporta i dati previsti.

quotazioni delle materie prime energetiche (cfr. il par. 1.1).

Le proiezioni di crescita per il 2023 e per il 2024 sono prossime alle stime più aggiornate degli altri principali previsori (tav. 13). Le proiezioni di inflazione si discostano poco da quelle delle altre organizzazioni per il 2023 e sono leggermente inferiori per il 2024.

I rischi per la crescita sono orientati al ribasso, quelli per l'inflazione sono bilanciati

Le proiezioni continuano a essere caratterizzate da un'incertezza elevata, con rischi per la crescita orientati prevalentemente al ribasso (fig. 32.a).

Le tensioni internazionali, in particolare connesse con il conflitto in

Ucraina e con i gravissimi sviluppi degli attacchi terroristici in Medio Oriente, costituiscono un fattore di rischio rilevante per le condizioni cicliche globali, che potrebbero inoltre risentire degli effetti di una dinamica più debole dell'economia cinese (cfr. il riquadro: *La crisi del settore immobiliare cinese e le possibili ricadute sull'economia globale* del capitolo 1). Un altro elemento di incertezza è rappresentato dagli effetti dell'irrigidimento delle condizioni di offerta del credito in Italia, così come nel complesso dell'area dell'euro, che potrebbe accentuarsi con ripercussioni negative sulle prospettive degli investimenti e dei consumi. I rischi per l'inflazione sono invece bilanciati (fig. 32.b). L'andamento dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari rimane soggetto a rischi al rialzo per possibili tensioni all'offerta sui mercati globali; inoltre la trasmissione della discesa (dai livelli eccezionalmente elevati del 2022) dei corsi energetici ai prezzi degli altri beni e dei servizi potrebbe risultare più graduale e incompleta rispetto alle regolarità storiche. Rischi al ribasso sono invece associati a un deterioramento della domanda aggregata più marcato e persistente di quanto incorporato nello scenario qui presentato.

Tavola 13

Confronto con le previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

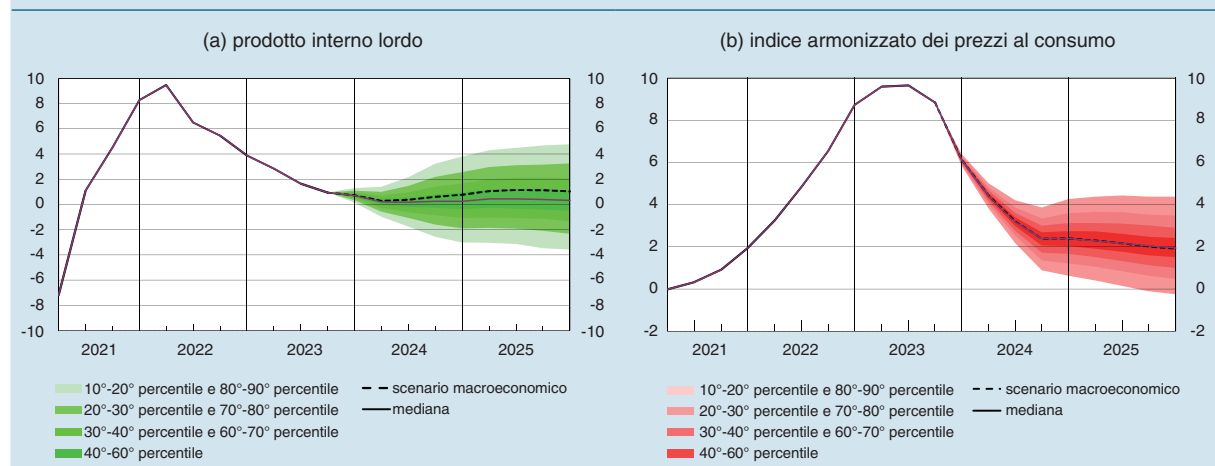
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2023	2024	2023	2024
FMI (ottobre)	0,7	0,7	6,0	2,6
OCSE (settembre)	0,8	0,8	6,1	2,5
Commissione europea (settembre)	0,9	0,8	5,9	2,9
Consensus Economics (ottobre)	0,7	0,6	6,0	2,5
Banca d'Italia (ottobre)	0,7	0,8	6,1	2,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2023; OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, settembre 2023; Commissione europea, *European Economic Forecast. Summer 2023 (Interim)*, settembre 2023; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, ottobre 2023.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni di Consensus Economics sono riferite al NIC.

Figura 32

Distribuzione di probabilità delle previsioni relative al PIL e all'IPCA (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; media mobile di 4 termini)



(1) Dati trimestrali corretti per le giornate lavorative. La distribuzione di probabilità viene rappresentata graficamente, per classi di percentili, mediante le *fan charts*, elaborate sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. Tale distribuzione tiene conto di shock asimmetrici alle equazioni che riflettono i principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010. Il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.