



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2022

2 | 2022



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2022
Aprile

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, 2022

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

Giordano Zevi e Claire Giordano (coordinamento), Gaetano Basso, Francesco Corsello, Silvia Delrio, Valerio Ercolani, Lucia Esposito, Simona Giglioli, Daniele Pianeselli

Daniela Falcone, Fabrizio Martello e Silvia Mussolin (aspetti editoriali)
Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Flavia Corneli, Francesco Corsello, Pietro Cova, Lucia Esposito, Simona Giglioli, Nicolò Gnocato

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 1° aprile 2022, 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	8
1.2 L'area dell'euro	14
1.3 I mercati finanziari internazionali	20
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	23
2.2 Le imprese	28
2.3 Le famiglie	31
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	33
2.5 Il mercato del lavoro	37
2.6 La dinamica dei prezzi	40
2.7 Le banche	42
2.8 Il mercato finanziario	49
2.9 La finanza pubblica	50
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	57

INDICE DEI RIQUADRI

Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale	10
L'attività economica nel primo trimestre del 2022	24
L'impatto della guerra in Ucraina sull'economia italiana: scenari illustrativi	25
Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita	29
Le relazioni commerciali e finanziarie tra Italia e Russia	35
L'offerta e la domanda di credito	45

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>).

SINTESI

Il ciclo economico mondiale si è indebolito; l'inflazione è ulteriormente cresciuta

Dall'inizio dell'anno l'attività economica globale ha mostrato segnali di rallentamento dovuti alla diffusione della variante Omicron del coronavirus e, successivamente, all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. L'inflazione è salita pressoché ovunque, continuando a riflettere i rialzi dei prezzi dell'energia, le strozzature dal lato dell'offerta e, soprattutto negli Stati Uniti, la ripresa della domanda. La Federal Reserve e la Bank of England proseguono nel processo di normalizzazione della politica monetaria avviato alla fine del 2021.

La guerra in Ucraina acuisce i rischi al ribasso per l'attività e al rialzo per l'inflazione

In seguito all'invasione, un'ampia parte della comunità internazionale ha risposto tempestivamente nei confronti della Russia con sanzioni che non hanno precedenti per severità ed estensione. Gli effetti immediati del conflitto sulle quotazioni nei mercati finanziari globali sono stati significativi, sebbene si siano attenuati dalla metà di marzo; la volatilità rimane elevata in molti segmenti di mercato. I prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche, per le quali la Russia detiene una quota rilevante del mercato mondiale, sono aumentati ulteriormente. Nel complesso, la guerra acuisce i rischi al ribasso per il ciclo economico mondiale e al rialzo per l'inflazione.

Nell'area dell'euro all'inizio del 2022 il PIL avrebbe ristagnato, mentre l'inflazione ha continuato a crescere

Dopo il rallentamento alla fine del 2021, il PIL nell'area dell'euro avrebbe ristagnato nei primi mesi dell'anno in corso. Le tensioni connesse con la guerra in Ucraina stanno determinando rincari dell'energia maggiori che nel resto del mondo e nuove difficoltà di approvvigionamento delle imprese, in aggiunta a quelle preesistenti. In marzo, secondo dati preliminari, l'inflazione al consumo si è portata al 7,5 per cento.

La BCE ha rivisto il profilo degli acquisti di titoli

Lo scorso marzo il Consiglio direttivo della BCE ha valutato che il conflitto avrà ripercussioni rilevanti sull'attività economica e sull'inflazione nell'area, e ha annunciato che adotterà tutte le misure necessarie per garantire la stabilità dei prezzi e quella finanziaria. Ha inoltre rivisto il profilo del programma di acquisto di attività finanziarie per i prossimi mesi e ha annunciato che qualsiasi modifica dei tassi di interesse di riferimento avverrà qualche tempo dopo la conclusione degli acquisti netti e sarà graduale.

In Italia il PIL si sarebbe ridotto nel primo trimestre

Alla fine dello scorso anno la crescita dell'economia italiana ha perso slancio, frenata dal ristagno dei consumi e dal contributo negativo della domanda estera netta. Nel primo trimestre del 2022 il PIL sarebbe diminuito, risentendo del rialzo dei contagi al volgere dell'anno e dell'andamento dei prezzi energetici, in un contesto congiunturale di forte incertezza per gli sviluppi dell'invasione dell'Ucraina.

La produzione industriale è diminuita all'inizio dell'anno...

Sulla base degli indicatori ad alta frequenza, la produzione industriale è scesa nel primo trimestre, tornando su livelli lievemente inferiori a quelli precedenti lo scoppio della pandemia. Sul calo hanno influito i costi degli input e le difficoltà di approvvigionamento di materie prime e prodotti intermedi.

...così come sarebbero scesi i consumi e si sarebbe indebolita la spesa per investimenti

Si sarebbe ridotta anche la spesa delle famiglie, penalizzata dal rialzo dei contagi, soprattutto all'inizio dell'anno, e dalla perdita di potere d'acquisto dovuta all'aumento generale dei prezzi. Secondo le valutazioni espresse dalle imprese tra febbraio e marzo, le condizioni per investire sono peggiorate, ma l'impat-

to sulla crescita degli investimenti prevista per il 2022 sarebbe contenuto.

Il surplus di conto corrente rimane elevato, pur risentendo del deterioramento della bilancia energetica

Nel quarto trimestre del 2021 si è arrestata l'espansione delle esportazioni, mentre è proseguita a ritmi sostenuti quella delle importazioni. L'avanzo di conto corrente è rimasto elevato nel complesso del 2021, ma

su di esso incide il peggioramento della bilancia energetica.

Circa due quinti delle importazioni di gas russo potrebbero essere compensati da altre fonti entro il 2022

Dalla Russia proviene più di un quinto delle importazioni italiane di input energetici; per il solo gas naturale la quota supera il 45 per cento. Secondo valutazioni preliminari, l'eventuale interruzione dei flussi di gas russo

potrebbe essere compensata per circa due quinti, entro la fine del 2022 e senza intaccare le riserve nazionali di metano, attraverso l'incremento dell'importazione di gas naturale liquefatto, il maggiore ricorso ad altri fornitori e l'aumento dell'estrazione di gas naturale dai giacimenti nazionali. Nel medio periodo sarebbe possibile compensare pienamente le importazioni di gas russo con più cospicui investimenti sulle fonti rinnovabili, oltre che mediante il rafforzamento delle importazioni da altri paesi.

Nel Bollettino sono descritti tre scenari illustrativi relativi agli effetti della guerra su PIL e inflazione in Italia

In questo Bollettino le possibili conseguenze macroeconomiche della guerra in Ucraina sono esaminate in tre scenari illustrativi, definiti sulla base di ipotesi tra loro alternative sull'andamento dei prezzi del-

le materie prime, del commercio internazionale, dell'incertezza e della fiducia di consumatori e imprese, nonché delle forniture di gas naturale. Questi scenari non esprimono una valutazione riguardo l'evoluzione ritenuta più probabile per l'economia negli anni a venire e non costituiscono pertanto un aggiornamento delle proiezioni per l'Italia. Nello scenario più favorevole, che ipotizza una rapida risoluzione del conflitto e un significativo ridimensionamento delle tensioni a esso associate, la crescita del PIL sarebbe di circa il 3

per cento nel 2022 e nel 2023; l'inflazione si porterebbe, rispettivamente, al 4,0 e all'1,8 per cento. Nello scenario intermedio, formulato supponendo una prosecuzione delle ostilità, il PIL aumenterebbe attorno al 2 per cento in entrambi gli anni; l'inflazione sarebbe pari al 5,6 e al 2,2 per cento. Nello scenario più severo – che presuppone anche un'interruzione dei flussi di gas russo solo in parte compensata da altre fonti – il PIL diminuirebbe di quasi mezzo punto percentuale nel 2022 e nel 2023; l'inflazione si avvicinerebbe all'8 per cento nel 2022 e scenderebbe al 2,3 l'anno successivo. Questo ampio ventaglio di stime non tiene conto di possibili nuove risposte delle politiche economiche che saranno essenziali per contrastare le spinte recessive e le pressioni sui prezzi derivanti dal conflitto.

Si indebolisce la crescita dell'occupazione, resta contenuta quella delle retribuzioni

Nell'ultimo trimestre del 2021 è proseguito l'incremento del numero degli occupati e delle ore lavorate, sebbene a un ritmo inferiore rispetto ai due trimestri precedenti. La crescita del numero delle posizioni lavorative si è affievolita nei primi due mesi del 2022; il tasso di disoccupazione è lievemente diminuito. I recenti rialzi dei prezzi non si sono riflessi sulle retribuzioni contrattuali, la cui dinamica resta contenuta.

L'inflazione è salita sui massimi dai primi anni novanta, spinta dai prezzi di energia e alimentari

L'inflazione in Italia ha raggiunto il 7,0 per cento in marzo, collocandosi sui livelli più alti dall'inizio degli anni novanta, principalmente sulla spinta della crescita eccezionale dei prezzi dell'energia e, in

misura minore, di quelli alimentari. La componente di fondo è lievemente salita, ma resta su valori inferiori al 2 per cento. Le pressioni sulle quotazioni del gas e del petrolio prefigurano un'inflazione elevata nel corso dell'anno; anche le imprese stimano pronunciate revisioni al rialzo dei propri listini rispetto alle valutazioni dello scorso dicembre.

L'acuirsi dell'incertezza ha comportato un calo delle quotazioni azionarie, in parte recuperato

Nella prima parte del 2022 i mercati finanziari italiani hanno risentito dell'acuirsi dell'incertezza e dell'avversione al rischio. Le quotazioni azionarie, soprattutto quelle

del comparto bancario, sono diminuite in connessione con l'avvio della guerra; hanno poi recuperato parzialmente. Lo spread sovrano e i costi di finanziamento delle imprese e delle banche sono saliti.

La domanda di credito delle imprese continua a essere moderata

La crescita dei prestiti alle società non finanziarie è ancora contenuta. La domanda di nuovi finanziamenti si conferma modesta in presenza di ampie disponibilità liquide accumulate nell'ultimo biennio e in un contesto caratterizzato da molteplici fattori di incertezza. I tassi di deterioramento dei finanziamenti alle imprese sono rimasti su livelli storicamente bassi. Nel 2021 il rendimento del capitale dei gruppi bancari significativi è più che raddoppiato rispetto all'anno precedente. L'esposizione delle banche italiane verso la Russia è nel complesso limitata.

Nel 2021 sono scesi significativamente il disavanzo e il debito delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL

Lo scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL si è sensibilmente ridotto rispetto ai valori straordinariamente

elevati del 2020. Il peso del debito sul prodotto è diminuito, soprattutto grazie alla dinamica molto favorevole del denominatore. Alla fine di febbraio la Commissione europea ha espresso una valutazione positiva sul conseguimento dei traguardi e degli obiettivi previsti per il pagamento della prima rata dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Nei primi mesi dell'anno il Governo ha adottato ulteriori misure per mitigare gli effetti dei rincari dell'energia. Secondo le valutazioni ufficiali, i provvedimenti che includono questi interventi troverebbero copertura in riduzioni di altre spese e in aumenti di entrate, tra cui quelle connesse con un prelievo straordinario sulle società operanti nel settore energetico.

Il Governo ha approvato il Documento di economia e finanza 2022

Lo scorso 6 aprile il Governo ha approvato il Documento di economia e finanza 2022. A fronte del miglioramento del quadro tendenziale dei conti pubblici, gli obiettivi di indebitamento netto fissati lo scorso settembre sono stati confermati. Nel 2022 il disavanzo e il debito si collocherebbero rispettivamente al 5,6 e al 147,0 per cento del PIL per poi scendere, fino al 2,8 e al 141,4 per cento nel 2025.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Dall'inizio dell'anno l'attività economica globale ha mostrato segnali di rallentamento, dovuti alla diffusione della variante Omicron del coronavirus e, successivamente, alle crescenti tensioni geopolitiche culminate con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. L'inflazione ha continuato a crescere pressoché ovunque, riflettendo i rialzi dei prezzi dell'energia, le strozzature dal lato dell'offerta e – soprattutto negli Stati Uniti – la ripresa della domanda. La Federal Reserve e la Bank of England proseguono nel processo di normalizzazione della politica monetaria avviato alla fine del 2021. La guerra in Ucraina acuisce i rischi al ribasso per il ciclo economico e quelli al rialzo per l'inflazione; si stima che nel 2022 l'espansione del commercio mondiale sarà inferiore di oltre un punto percentuale rispetto alle valutazioni precedenti al conflitto.

Alla fine del 2021 il PIL è nettamente cresciuto in molte economie avanzate

Nel quarto trimestre dello scorso anno la crescita è stata sostenuta nelle principali economie avanzate (tav. 1), con l'eccezione dell'area

dell'euro (cfr. il par. 1.2). Negli Stati Uniti hanno inciso l'aumento dei consumi, soprattutto di beni durevoli e di servizi – in ripresa dopo il rallentamento seguito all'aggravarsi del quadro pandemico nei mesi estivi – e la più intensa accumulazione di scorte; anche in Giappone la rimozione in ottobre delle restrizioni alla mobilità in molte zone del paese ha sostenuto la spesa delle famiglie. Nei paesi emergenti la congiuntura è rimasta debole, in particolare in Cina, dove continua la crisi debitoria di alcuni importanti gruppi immobiliari, che si è riflessa sulla fiducia dei consumatori e ha contribuito alla contrazione delle vendite e dei prezzi delle case.

Nel primo trimestre il prodotto ha risentito della variante Omicron e del conflitto in Ucraina

Secondo le stime degli analisti l'attività globale ha rallentato nel primo trimestre del 2022, riflettendo la recrudescenza della pandemia causata dalla diffusione della variante Omicron – particolarmente rapida all'inizio dell'anno in quasi tutte le economie avanzate – e successivamente le crescenti tensioni

geopolitiche, sfociate nell'invasione dell'Ucraina. Dopo una flessione generalizzata in gennaio, gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) nel settore dei servizi sono risaliti nel bimestre successivo per i paesi avanzati, seppure in modo differenziato tra le economie, anche per il manifestarsi dei primi effetti del conflitto (fig. 1). Il miglioramento del quadro epidemiologico e il contestuale allentamento delle restrizioni hanno generalmente sostenuto la mobilità (fig. 2). In Giappone,

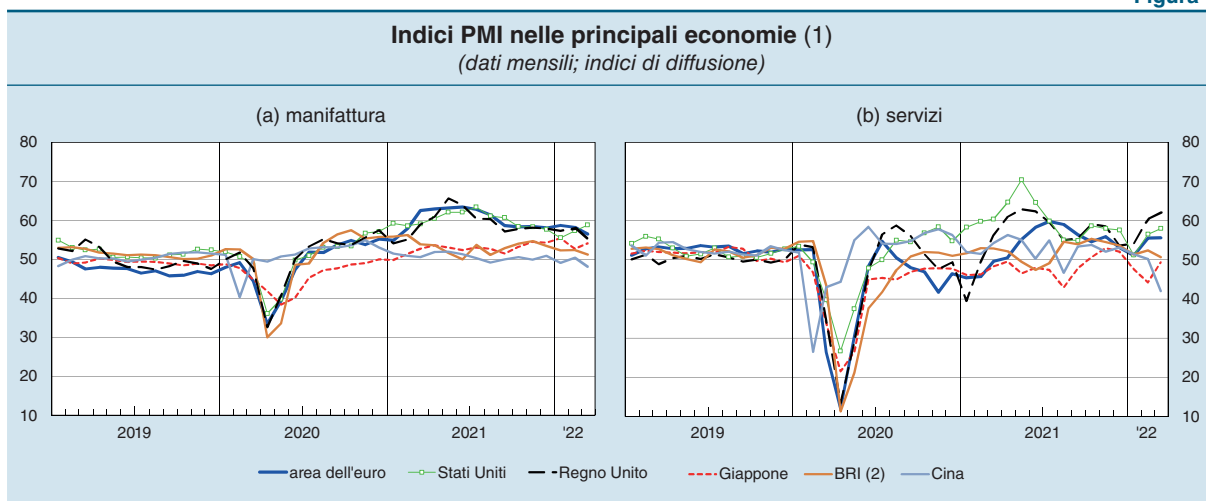
Tavola 1

PAESI	Crescita del PIL e inflazione (variazioni percentuali)			
	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2021	2021 3° trim. (2)	2021 4° trim. (2)	2022 febbraio
Paesi avanzati				
Giappone	1,6	-2,8	4,6	0,9
Regno Unito	7,5	3,8	5,2	6,2
Stati Uniti	5,7	2,3	6,9	7,9
Paesi emergenti				
Brasile	4,6	4,0	1,7	10,5
Cina	8,1	4,9	4,0	0,9
India	8,1	8,5	5,4	6,1
Russia	....	4,3	....	9,2

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. – (2) Per i paesi avanzati, variazioni sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni sul periodo corrispondente.

Figura 1



Fonte: Markit e Refinitiv.

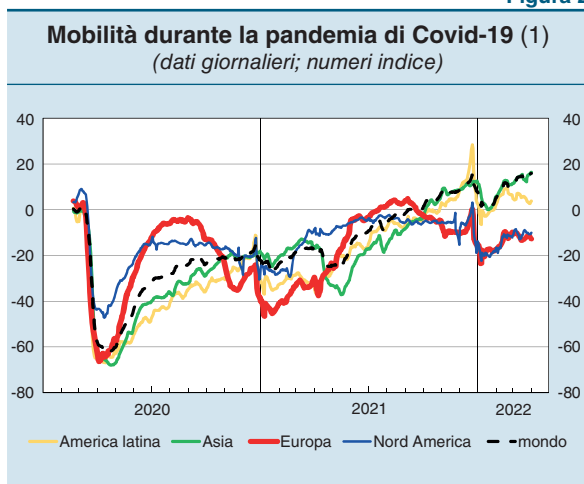
(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero e nel settore dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Il valore 50 rappresenta la soglia compatibile con l'espansione nel comparto. – (2) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia e India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL del 2019.

dove la variante Omicron si è diffusa con qualche settimana di ritardo, l'imposizione di nuove restrizioni da metà gennaio ha gravato sul PMI dei servizi, che resta sotto la soglia di espansione. In Cina il riacutizzarsi della pandemia a metà marzo ha portato all'imposizione di misure di lockdown in alcuni dei principali centri produttivi, che frenerebbero la crescita nel primo trimestre.

Il commercio mondiale quest'anno decelererebbe oltre le attese

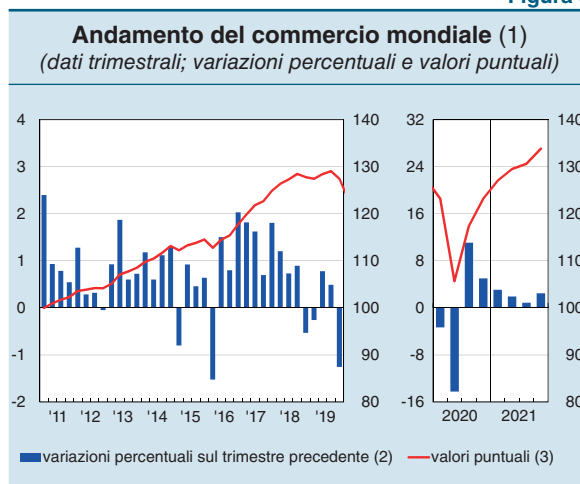
Nel quarto trimestre dello scorso anno il commercio di beni e servizi ha beneficiato di un forte recupero della domanda e del parziale allentamento delle difficoltà nell'approvvigionamento di alcuni input e nei trasporti internazionali (fig. 3). Secondo nostre stime, nel 2022 la crescita del commercio si ridurrebbe invece al

Figura 2



Fonte: elaborazioni su dati Google Covid-19 Community Mobility Reports.
(1) Variazione percentuale del numero di visite a negozi al dettaglio e di spostamenti per attività ricreative rispetto al valore mediano del corrispondente giorno della settimana nel periodo 3 gennaio-6 febbraio 2020. Dati al 1° aprile 2022. Media mobile a 7 giorni. Gli aggregati Asia e mondo non includono la Cina, per la quale i dati non sono disponibili.

Figura 3



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.
(1) Dati destagionalizzati. – (2) Per esigenze grafiche, i dati relativi alle variazioni percentuali sul trimestre precedente sono rappresentati, per il 2020 e per il 2021, su una scala diversa rispetto a quella utilizzata per gli anni precedenti. – (3) Indice: 1° trimestre 2011=100. Scala di destra.

3,4 per cento (dal 10,7 nello scorso anno; cfr. tav. 2), oltre un punto percentuale in meno di quanto previsto nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio. Su tale revisione pesano le conseguenze del conflitto in Ucraina, che direttamente coinvolge due tra i maggiori esportatori mondiali di energia, concimi, cereali, metalli industriali e altre materie prime. La carenza di questi input alimenterebbe il rialzo dei prezzi di approvvigionamento e frenerebbe i volumi delle produzioni a valle, soprattutto in Europa; in questo quadro, si aggiungono le ripercussioni negative sugli scambi indotte dalle sanzioni che i paesi occidentali hanno imposto alla Russia (cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale*). Anche i lockdown imposti in Cina peserebbero sulla dinamica del commercio globale.

INVASIONE DELL'UCRAINA, SANZIONI ALLA RUSSIA ED EFFETTI SU MERCATI FINANZIARI GLOBALI E COMMERCIO INTERNAZIONALE

L'invasione dell'Ucraina, avvenuta dopo mesi di crescenti tensioni sul confine orientale del paese, ha provocato un rapido inasprimento delle sanzioni nei confronti della Russia. Le misure, senza precedenti per severità ed estensione, sono state adottate, pur con diversa intensità, da numerosi paesi, tra cui Stati Uniti, Unione europea, Giappone, Regno Unito e Canada; si aggiungono a quelle introdotte in seguito all'annessione della Crimea da parte della Russia nel 2014. Molti provvedimenti sono stati estesi anche alla Bielorussia per il suo sostegno all'invasione.

I paesi che aderiscono alle misure sanzionatorie hanno vietato le esportazioni verso la Russia di un ampio numero di beni ad alto contenuto tecnologico; hanno inoltre sospeso il trattamento di nazione più favorita garantito ai membri dell'Organizzazione mondiale del commercio, con la conseguente possibilità di aumentare le tariffe o imporre restrizioni alle importazioni dal paese.

Nel settore dell'energia sono state vietate le esportazioni in Russia di tecnologie utilizzate nel processo di estrazione e raffinazione. La Germania ha congelato la procedura di approvazione per l'avvio del gasdotto Nord Stream 2 che la collega direttamente alla Russia attraverso il Mar Baltico. Gli Stati Uniti hanno bloccato le importazioni di petrolio, gas e carbone e il Regno Unito ha annunciato l'intenzione di azzerare gli acquisti di greggio e carbone entro la fine dell'anno. A molte personalità legate al Presidente Putin o che hanno sostenuto l'invasione sono state congelate le attività detenute all'estero e sono stati ritirati i visti.

Sul piano finanziario, alle principali banche russe è stato sostanzialmente precluso l'accesso ai mercati internazionali, per sette di esse anche attraverso l'esclusione dal sistema di telecomunicazioni finanziarie SWIFT. Interventi particolarmente incisivi sono stati infine il blocco delle ingenti riserve valutarie del paese e il divieto, per gli intermediari degli Stati che hanno adottato le sanzioni, di svolgere operazioni con la Banca centrale russa o con entità che agiscono per suo conto. Secondo i dati della stessa Banca centrale, lo scorso 25 marzo le riserve ammontavano a 604 miliardi di dollari statunitensi, di cui circa la metà – si stima – denominata nelle valute dei paesi che hanno adottato le sanzioni (soprattutto euro, dollaro e sterlina).

Inizialmente la Banca centrale russa era intervenuta per salvaguardare la stabilità finanziaria del paese fornendo liquidità al sistema bancario e acquistando rubli per sostenerne il valore a fronte di forti pressioni al ribasso; dopo il blocco delle proprie riserve, che ha comportato l'interruzione di tali acquisti, ha alzato il tasso di interesse di riferimento al 20 per cento (dal 9,5). Il governo ha inoltre imposto alle aziende esportatrici la cessione dell'80 per cento dei ricavi in valuta e ha introdotto stretti controlli sui movimenti in uscita di capitali di stranieri e residenti. Questi provvedimenti hanno contribuito a sostenere il valore del rublo, soggetto a straordinaria volatilità e marcata riduzione del volume degli scambi; dopo un deprezzamento di circa il 50 per cento contro l'euro dall'inizio delle ostilità, il rublo ha recuperato la perdita alla fine di marzo (figura A). Il governo russo ha anche prescritto specifiche modalità di pagamento

delle forniture di gas per i paesi che hanno imposto misure sanzionatorie.

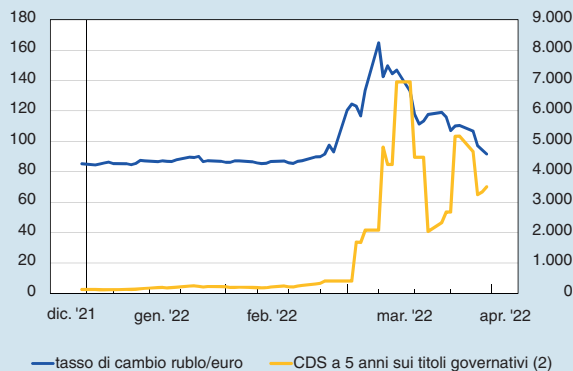
Le principali agenzie di rating hanno rivisto ripetutamente al ribasso il giudizio sul debito sovrano della Russia, segnalando il forte rischio di default. Le maggiori società che elaborano indici azionari e obbligazionari internazionali hanno escluso i titoli russi dai propri panieri. Il mercato azionario di Mosca, dopo aver perso oltre un terzo del proprio valore dall'inizio del 2022, è rimasto chiuso dal 25 febbraio per un mese, riaprendo in maniera graduale a partire dal 24 marzo; anche i mercati dei titoli di Stato e valutari hanno registrato forti tensioni. Sulla base delle revisioni al ribasso della crescita del PIL nel 2022 formulate dai previsori censiti da Consensus Forecasts (cfr. par. 1.1), le sanzioni avrebbero un impatto significativo sull'attività economica del paese.

La Russia è un creditore netto sui mercati finanziari internazionali e la sua esposizione verso l'estero, fatta eccezione per l'ingente accumulo di riserve sovrane, appare limitata, con modesti afflussi di capitali dopo l'annessione della Crimea nel 2014.

Gli effetti della guerra si stanno ripercuotendo anche sul resto del mondo, seppure con differenze tra paesi e aree. È aumentata l'incertezza nei mercati finanziari globali; soprattutto le economie emergenti hanno subito un inasprimento delle condizioni finanziarie (cfr. il par. 1.3). Particolarmente rilevante è la trasmissione dello shock attraverso il canale dell'incremento dei prezzi di energia e altre commodity, unito alle difficoltà di approvvigionamento. La Russia pesa solo per circa il 2 per cento nel commercio mondiale, ma le sue vendite all'estero sono fortemente concentrate nelle materie prime, soprattutto energetiche: gas e petrolio rappresentano quasi la metà delle esportazioni e costituiscono rispettivamente il 25 e il 12 per cento del totale esportato a livello globale (il 41 e 27 per cento delle esportazioni verso la UE). La Russia è inoltre tra i principali esportatori mondiali di nichel e concimi (con quote di mercato del 15 e 14 per cento, rispettivamente) e, assieme all'Ucraina, di cereali (con quote per i due paesi pari rispettivamente al 7 e al 6 per cento). La riduzione dei flussi commerciali di prodotti quali concimi e cereali potrebbe rappresentare in prospettiva un rischio per la sicurezza alimentare dei paesi importatori a basso reddito.

Figura A

Andamento dei mercati finanziari russi (1)
(dati giornalieri; rubli per un euro e punti base)

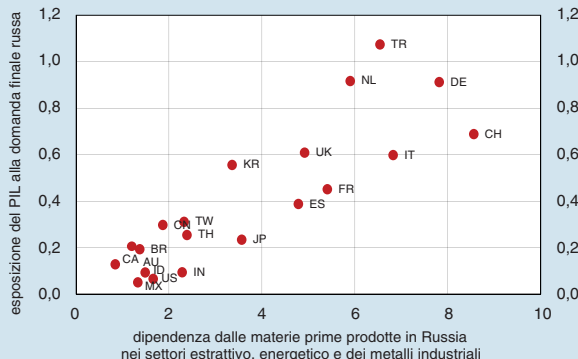


Fonte: Refinitiv.

(1) Un aumento del tasso di cambio rublo/euro indica un deprezzamento della moneta russa. – (2) Premio per il rischio di default sui titoli di Stato russi nel mercato dei credit default swap (CDS). Scala di destra.

Figura B

Esposizione delle maggiori economie mondiali alla domanda e agli input provenienti dalla Russia (1)
(valori percentuali)



Fonte: stime su dati della Banca asiatica di sviluppo (Asian Development Bank, ADB).

(1) Le stime sono state elaborate con il pacchetto icio del software Stata (cfr. F. Belotti, A. Borin e M. Mancini, 2021, op. cit.). L'asse verticale mostra la percentuale del PIL che direttamente o indirettamente è assorbita dalla domanda finale russa; l'asse orizzontale riporta la quota generata in Russia sul totale del valore aggiunto importato nei settori estrattivo, energetico e dei metalli industriali. Per le sigle dei paesi, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea.

Gli Stati della UE nel loro complesso assorbono quasi il 40 per cento delle esportazioni russe, ma la quota sale a oltre il 50 per il petrolio e il 60 per il gas (prevalentemente attraverso gasdotti); secondo importatore è la Cina, che acquista poco più del 30 per cento del petrolio venduto all'estero dalla Russia, ma meno del 5 per cento del gas.

Tra le principali economie mondiali, la Germania e l'Italia mostrano la maggiore dipendenza dalle materie prime provenienti dalla Russia (l'input di energia e metalli da questo paese rappresenta il 7 per cento del fabbisogno totale dell'Italia e l'8 della Germania); le stesse economie potrebbero inoltre essere tra le più colpite, in via diretta e indiretta attraverso le catene globali del valore, da un blocco delle esportazioni verso la Russia. La domanda finale russa assorbe lo 0,6 per cento del valore aggiunto totale prodotto in Italia e lo 0,9 di quello prodotto in Germania; la quota è in media pari allo 0,3 per i paesi avanzati e allo 0,4 per le economie emergenti (figura B)¹.

¹ Per analizzare la dipendenza complessiva dell'economia mondiale dai legami commerciali con la Russia, viene utilizzata la metodologia basata sulle tavole input-output internazionali che misura non solo l'esposizione diretta ma anche quella indiretta attraverso le catene globali del valore; 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.

Le pressioni inflazionistiche si rafforzano ulteriormente

Negli Stati Uniti l'inflazione ha continuato a crescere, raggiungendo in febbraio il 7,9 per cento (fig. 4), il livello più elevato

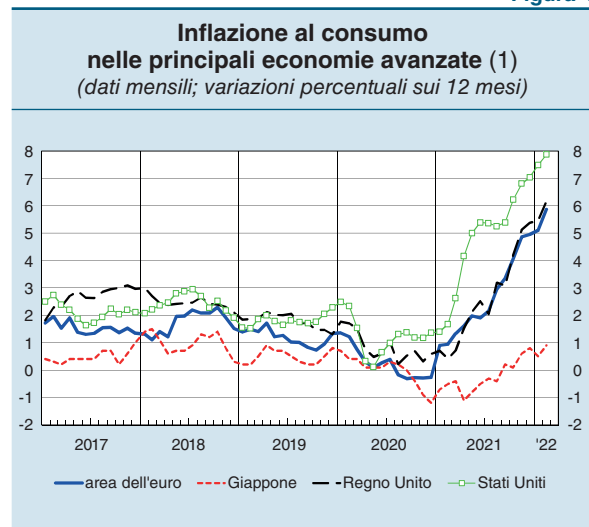
degli ultimi quarant'anni. In un contesto di forte ripresa della domanda interna, continuano a incidere i rialzi dei prezzi degli autoveicoli nuovi e usati (sospinti anche dalla persistente carenza di microprocessori), i rincari degli affitti e quelli dell'energia. L'inflazione è salita anche nel Regno Unito, al 6,2 per cento; resta molto moderata in Giappone, allo 0,9 per cento. Secondo stime recenti dell'OCSE, l'inflazione globale (non considerando la Russia) subirebbe nei dodici mesi successivi all'invasione dell'Ucraina un aumento ulteriore di circa 2 punti percentuali, ascrivibile quasi unicamente all'incremento dei prezzi delle materie prime¹.

Le prospettive di crescita peggiorano per il 2022 soprattutto a causa del conflitto

Nelle previsioni diffuse in gennaio dal Fondo monetario internazionale, prima dell'avvio della guerra, la dinamica del prodotto mondiale era stata rivista al 4,4 per cento (dal 4,9 in ottobre), per effetto della risalita dei contagi, dei rincari energetici e delle difficoltà di approvvigionamento delle imprese. Rispetto alle loro stime di gennaio, i previsori censiti in marzo da Consensus Forecasts hanno corretto al ribasso la crescita del PIL nel 2022, soprattutto per i principali paesi avanzati, scontando in larga parte gli effetti del conflitto in corso (tav. 2); la revisione per l'area dell'euro è stata

¹ OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, marzo 2022. L'ipotesi principale sottostante alle stime è che la variazione della media dei prezzi delle materie prime, calcolata nelle due settimane successive all'inizio del conflitto rispetto alla media in gennaio, persista per almeno un anno; le altre ipotesi riguardano la prosecuzione di condizioni tese sui mercati finanziari e la contrazione della domanda interna russa e ucraina.

Figura 4



Fonte: Refinitiv.
(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

particolarmente marcata. Tra i paesi emergenti, la Russia sperimenterebbe una caduta eccezionale del prodotto nel corso dell'anno. Secondo le valutazioni diffuse dall'OCSE in marzo, la dinamica del PIL mondiale (escludendo la Russia) si indebolirebbe di quasi un punto percentuale nei dodici mesi successivi all'invasione. Tale scostamento rispetto a uno scenario senza conflitto è per circa due terzi spiegato dall'aumento dei prezzi delle materie prime e dal deterioramento dei mercati finanziari, e per la parte restante dalla contrazione della domanda dei paesi direttamente coinvolti. L'area dell'euro subirebbe un impatto negativo più pronunciato rispetto agli Stati Uniti (-1,4 punti percentuali contro circa -0,9).

L'invasione dell'Ucraina ha indotto un rialzo del prezzo del petrolio...

Il conflitto ha sospinto i corsi petroliferi fino a 133 dollari al barile nella prima decade di marzo, il massimo dal 2008 (qualità Brent; fig. 5.a); nei primi giorni di

aprile si sono collocati in media a 107 dollari. Sul rialzo hanno inciso sia il rischio di riduzione delle esportazioni petrolifere della Russia, a causa di eventuali sanzioni sul settore energetico, sia la decisione volontaria di alcuni operatori pubblici e privati di non acquistare dalle controparti russe. Il rilascio coordinato di scorte strategiche da parte di alcuni paesi membri dell'Agenzia internazionale dell'energia (in particolare quello senza precedenti per ammontare deciso dagli Stati Uniti), l'aumento della produzione da parte di altri membri dell'OPEC+,

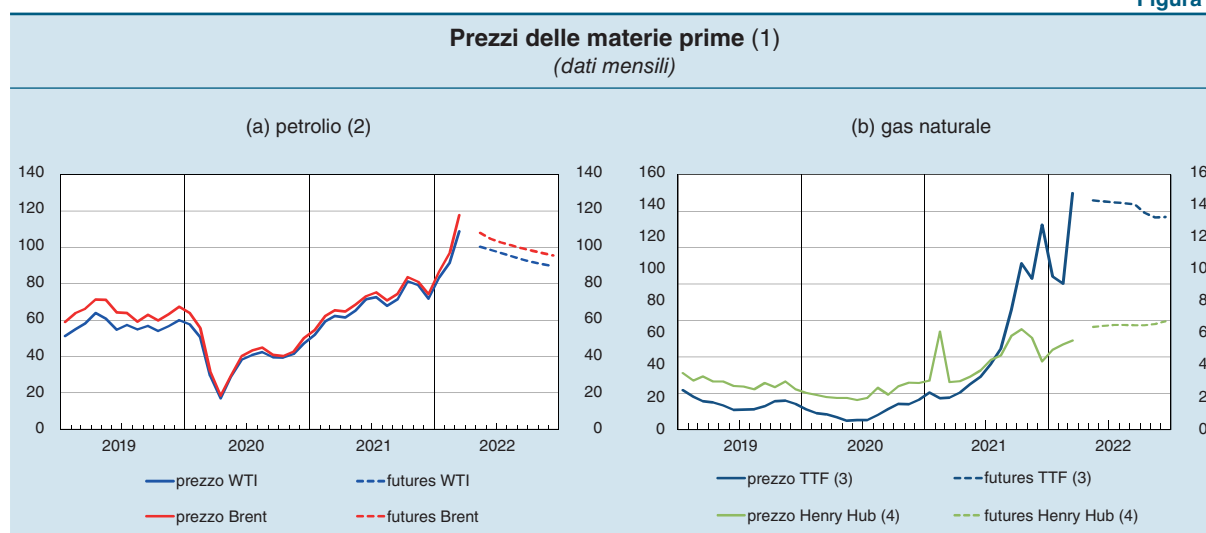
Tavola 2

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2021 (1)	Previsioni (2)		Revisioni (3)	
		2022	2023	2022	2023
PIL					
Paesi avanzati					
Area dell'euro	5,3	3,2	2,3	-0,8	-0,2
Giappone	1,6	2,3	1,8	-0,8	0,3
Regno Unito	7,5	3,9	1,6	-0,4	-0,6
Stati Uniti	5,7	3,3	2,4	-0,6	-0,2
Paesi emergenti					
Brasile	4,6	0,5	1,6	-0,1	-0,4
Cina	8,1	5,0	5,2	0,0	-0,1
India (4)	8,1	7,6	6,2	-0,3	-0,1
Russia	...	-9,9	-0,2	-12,5	-2,4
Commercio mondiale	10,7	3,4	-	-1,4	-

Fonte: per il PIL, Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, marzo 2022; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.

(1) Dati di contabilità nazionale. – (2) Variazioni percentuali. – (3) Punti percentuali. Revisioni rispetto a Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, gennaio 2022 e, per il commercio mondiale, rispetto a Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 1, 2022. – (4) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Figura 5



Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a marzo 2022. Per i prezzi futures i dati si riferiscono alla quotazione del 31 marzo 2022. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. Prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF). – (4) Dollari per milioni di *British thermal units* (BTU). Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra.

la possibilità di una risoluzione positiva dei negoziati sul nucleare tra Stati Uniti e Iran e la riduzione della domanda di petrolio della Cina per effetto dei lockdown interni hanno esercitato pressioni al ribasso per le quotazioni petrolifere. I contratti futures segnalano che i prezzi del petrolio diminuirebbero progressivamente nel corso di quest'anno, pur mantenendosi più elevati rispetto a quelli indicati dagli stessi contratti prima dell'invasione. La marcata volatilità di queste quotazioni riflette l'elevata incertezza legata agli sviluppi del conflitto.

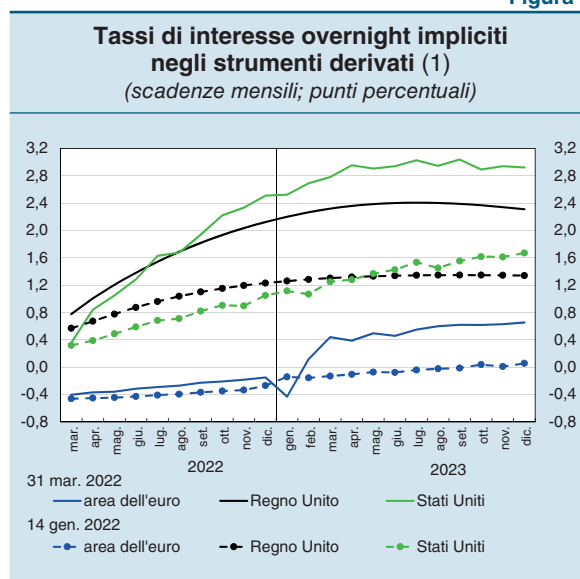
...e un'impennata senza precedenti di quello del gas

Il prezzo del gas naturale ha toccato record storici in Europa (fig. 5.b), portandosi in marzo fin su livelli circa 20 volte superiori a quelli di inizio 2020 e oltre 10 volte nei primi giorni di aprile; tali rialzi dei corsi, ulteriori rispetto a quelli osservati già dalla seconda metà del 2021, avrebbero riflesso in larga misura gli effetti di possibili sanzioni al settore energetico. L'aumento delle importazioni di gas naturale liquefatto (GNL), proveniente soprattutto dagli Stati Uniti, ha mitigato parzialmente le quotazioni. Nel breve periodo sussistono infatti vincoli fisici alla produzione, alla rigassificazione e al trasporto del GNL. Le scorte, anche grazie a temperature più miti registrate nel Nord Europa rispetto alla media stagionale, sono tornate ad avvicinarsi a quelle degli anni passati dopo essersi notevolmente assottigliate alla fine del 2021. Per i prossimi mesi i contratti futures, caratterizzati anch'essi da un'alta volatilità, segnalano che i prezzi rimarranno su valori elevati.

Prosegue la normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti e nel Regno Unito

Nella riunione tenutasi il 15 e il 16 marzo scorsi, la Federal Reserve ha rialzato l'intervallo obiettivo del tasso sui *federal funds*, collocandolo tra 0,25 e 0,50 per cento, e ha motivato la scelta con il livello storicamente elevato dell'inflazione e il forte calo del tasso di disoccupazione. Le nuove proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee prefigurano sei ulteriori rialzi dell'intervallo obiettivo nel 2022 e altri tre nel 2023. Esauriti gli acquisti netti di titoli in marzo, la Federal Reserve ha comunicato che seguiranno annunci circa le modalità di riduzione del proprio bilancio. La Bank of England, in ciascuna delle ultime due riunioni, ha aumentato il tasso di interesse di 25 punti base, portandolo in marzo allo 0,75 per cento, e ha comunicato la possibilità di ulteriori incrementi nei prossimi mesi (fig. 6); ha contestualmente smesso di reinvestire i titoli in scadenza nel proprio bilancio. In Giappone il tono della politica monetaria si conferma per contro fortemente espansivo. Tra i paesi emergenti, il Brasile continua a perseguire una politica restrittiva allo scopo di mitigare l'elevata inflazione, mentre la Cina, dove la crescita dei prezzi rimane contenuta, mantiene un orientamento monetario moderatamente accomodante.

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS).

1.2 L'AREA DELL'EURO

Dopo il rallentamento nel quarto trimestre del 2021 l'attività economica nell'area dell'euro si sarebbe ulteriormente indebolita nei primi mesi dell'anno in corso. Il quadro congiunturale risente delle

tensioni connesse con l'invasione dell'Ucraina, che stanno determinando un inasprimento dei rincari delle materie prime energetiche e nuove difficoltà di approvvigionamento delle imprese, in aggiunta alle preesistenti strozzature all'offerta. Secondo dati preliminari, l'inflazione al consumo si è portata in marzo al 7,5 per cento. Il Consiglio direttivo della BCE valuta che il conflitto avrà ripercussioni rilevanti sull'attività economica e sull'inflazione nell'area e ha annunciato che adotterà tutte le misure necessarie per garantire la stabilità dei prezzi e quella finanziaria; ha al contempo rivisto il profilo del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) per i prossimi mesi e annunciato che qualsiasi modifica dei tassi di interesse di riferimento della BCE avverrà qualche tempo dopo la conclusione degli acquisti netti e sarà graduale.

Il prodotto ha bruscamente rallentato alla fine del 2021...

Nel quarto trimestre del 2021 nell'area dell'euro il PIL è cresciuto in misura molto modesta (0,3 per cento sul trimestre precedente, da 2,3 nel terzo; tav. 3), frenato dall'apporto negativo della domanda estera netta e dalla riduzione dei consumi delle famiglie; gli investimenti e la variazione delle scorte hanno invece fornito un contributo positivo. Il valore aggiunto ha ristagnato nei servizi e nell'industria in senso stretto, espandendosi solo nelle costruzioni. Fra le principali economie, il prodotto ha segnato una lieve flessione in Germania, per effetto della contrazione di quasi 2 punti percentuali della spesa delle famiglie, associata alla diffusione particolarmente intensa della variante Omicron.

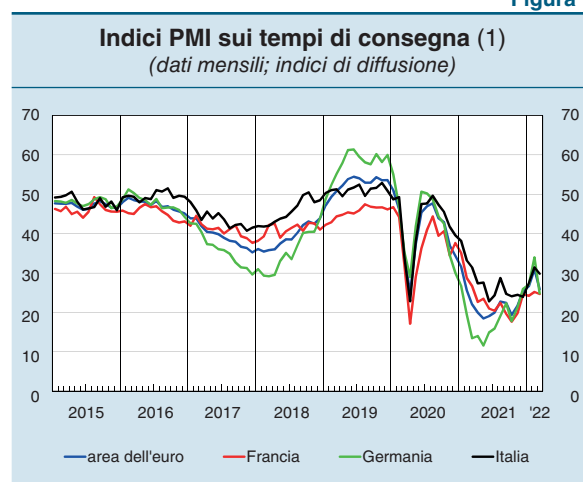
Tavola 3

PAESI	Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali)			
	Crescita del PIL			Inflazione
	2021	2021 3° trim. (1)	2021 4° trim. (1)	2022 marzo (2)
Francia	7,0	3,1	0,7	(5,1)
Germania	2,9	1,7	-0,3	(7,6)
Italia	6,6	2,5	0,6	(7,0)
Spagna	5,0	2,6	2,2	(9,8)
Area dell'euro	5,3	2,3	0,3	(7,5)

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) Variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 7



Fonte: Markit.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI) sui tempi di consegna. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Una riduzione dell'indice segnala un allungamento dei tempi di consegna.

...e avrebbe ristagnato nel primo trimestre

Sulla base degli indicatori disponibili, la dinamica del PIL si è indebolita nel primo trimestre del 2022. In gennaio la produzione industriale è rimasta stabile, proseguendo la fase di debolezza in atto dal secondo trimestre dell'anno precedente. L'industria continua a risentire del marcato incremento dei prezzi delle materie prime e – seppure in misura meno accentuata rispetto alle fasi più acute della pandemia – delle difficoltà di approvvigionamento di beni intermedi, come segnalato dall'indice PMI sui tempi di consegna (fig. 7). Nella rilevazione di marzo gli indicatori PMI complessivi hanno segnato una diminuzione, pur mantenendosi compatibili con un'espansione dell'attività. Nello stesso mese l'indicatore €-coin, che misura la crescita del prodotto depurata dalle componenti più erratiche, è aumentato beneficiando della sostanziale tenuta del clima di fiducia delle imprese e del recupero dei corsi azionari dalla seconda metà di marzo (fig. 8).

Le stime del PIL per il 2022 e il 2023 sono state riviste al ribasso

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in marzo, il PIL crescerebbe del 3,7 per cento nel 2022 e rispettivamente del 2,8 e dell'1,6 nei due anni successivi. Nel confronto con lo scenario dello scorso dicembre le stime per il 2022 e per il 2023 sono state riviste al ribasso di 0,5 e di 0,1 punti percentuali, rispettivamente. La forte incertezza connessa con la guerra in Ucraina ha indotto la BCE a pubblicare, oltre alle proiezioni centrali, due scenari caratterizzati da più severe sanzioni internazionali alla Russia, che provocherebbero un calo dei flussi di gas verso l'area dell'euro e altre interruzioni delle catene globali del valore. Nello scenario più avverso, che comunque contempla la possibilità per i paesi dell'area di compensare almeno in parte le importazioni di gas dalla Russia con altre fonti, la crescita del PIL nell'anno in corso si ridurrebbe di 1,4 punti percentuali rispetto alla stima centrale.

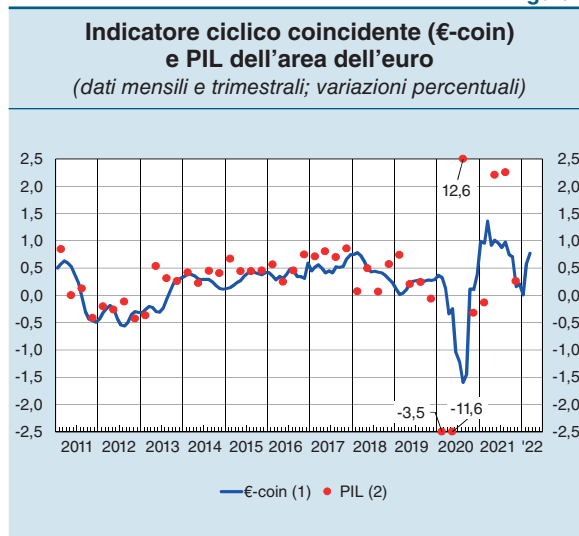
Le materie prime continuano a spingere al rialzo l'inflazione

L'inflazione al consumo, in aumento dall'inizio del 2021, si è portata in marzo al 7,5 per cento sui dodici mesi, il valore nettamente più elevato dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (fig. 9). Questo andamento è ascrivibile per oltre la metà alla componente dell'energia. Nei primi mesi del 2022 anche i prezzi dei prodotti alimentari hanno accelerato (5,0 in marzo). L'inflazione di fondo è aumentata in misura minore, al 3,0 per cento, risentendo degli effetti indiretti dei rincari dei beni energetici e delle strozzature dal lato dell'offerta.

La dinamica salariale, moderata nel 2021, non mostra ancora segnali di accelerazione

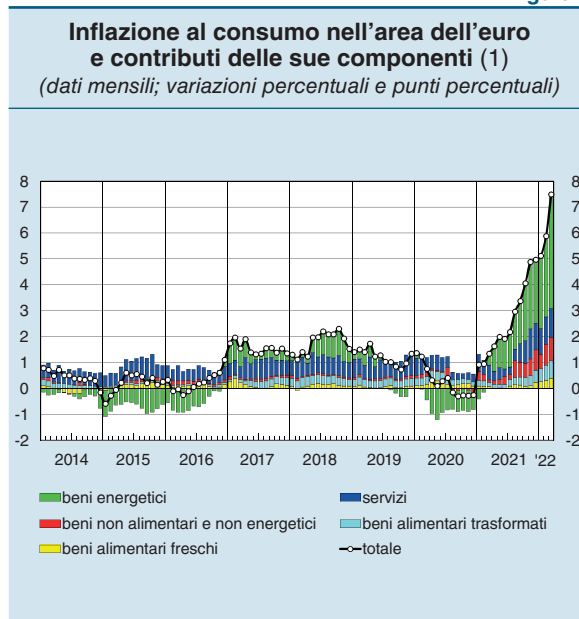
Nel quarto trimestre le retribuzioni contrattuali sono salite dell'1,6 per cento su base annua, poco più che nei mesi estivi (1,4 per cento); anche il costo del lavoro per unità di prodotto si è mantenuto moderato (1,3 per cento). La crescita delle retribuzioni potrebbe intensificarsi nel 2022 per l'incremento del salario minimo e per i rinnovi dei contratti in alcuni settori e paesi, che potrebbero tenere conto dei rialzi dell'inflazione. Le informazioni finora disponibili non mostrano tuttavia segnali di accelerazione delle retribuzioni contrattuali nell'area.

Figura 8

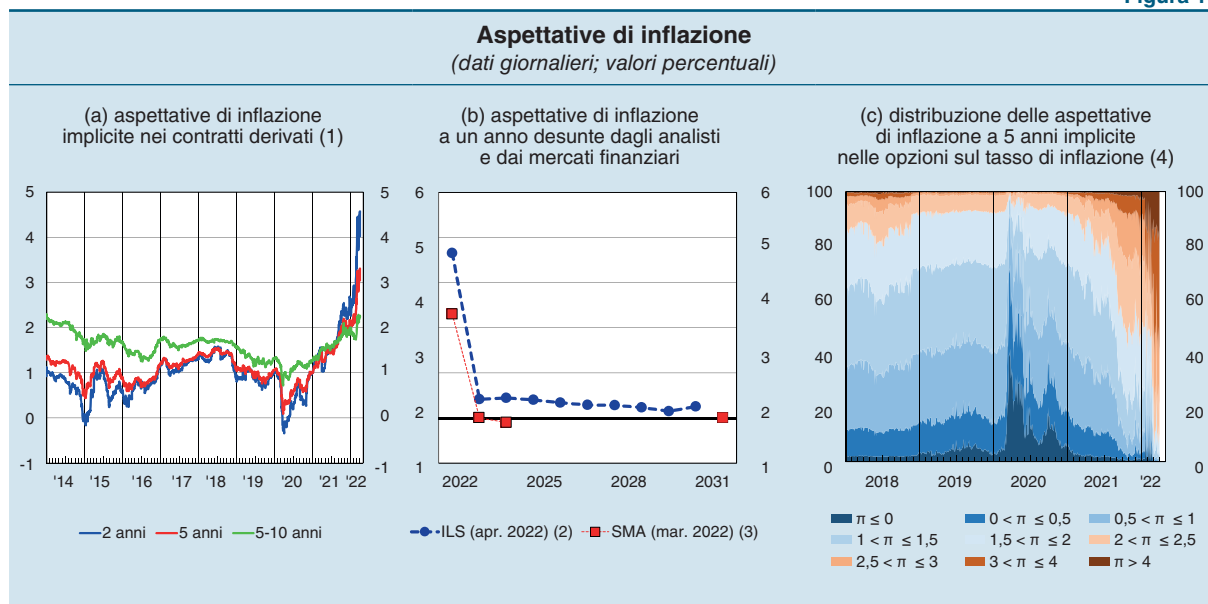


Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. Per la metodologia di costruzione dell'indicatore e le sue successive modifiche, cfr. il riquadro: €-coin e la congiuntura dell'area dell'euro, in *Bollettino economico*, 57, 2009. I dati aggiornati sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: marzo 2022*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura 9



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. Per marzo, stime preliminari.



(1) Tassi di inflazione attesi impliciti negli *inflation-linked swaps* (ILS) con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Tassi di inflazione attesi a un anno impliciti negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) della BCE dal 21 al 24 febbraio 2022. – (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.

L'inflazione rimarrebbe elevata nel 2022, per poi scendere dall'anno prossimo

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE basate sulle informazioni disponibili fino al 2 marzo, la dinamica dei prezzi si porterebbe al 5,1 per cento nel 2022, per poi scendere su livelli non lontani dall'obiettivo di stabilità nominale nei due anni successivi (al 2,1 e all'1,9 nel 2023 e nel 2024). Rispetto a quanto previsto in dicembre, queste stime mostrano una revisione al rialzo di 1,9 punti percentuali per il 2022 e di entità assai più limitata per il 2023 e per il 2024 (rispettivamente 0,3 e 0,1 punti percentuali). Nello scenario più avverso considerato dagli esperti della BCE l'inflazione supererebbe il 7 per cento quest'anno, per tornare nel 2023 e 2024 sotto il 3 e il 2 per cento, rispettivamente.

Le aspettative di inflazione a breve termine sono fortemente aumentate

Le aspettative di inflazione sono marcatamente salite sugli orizzonti a breve termine a seguito dell'ulteriore rialzo dei prezzi delle materie prime. Al 1° aprile le attese desunte dai contratti di *inflation-linked swap* (ILS) erano pari al 4,0 per cento sull'orizzonte a due anni (fig. 10.a) e al 3,0 su quello a cinque anni (da 2,5 e 2,0, rispettivamente, alla metà di gennaio); su quello tra cinque e dieci anni in avanti si collocavano appena al di sopra del 2 per cento. Secondo le attese di

inflazione a un anno implicite negli stessi ILS la crescita dei prezzi toccherebbe il 5,7 per cento nel 2022 e registrerebbe una forte riduzione già nel 2023; il calo proseguirebbe anche negli anni successivi, riportando gradualmente l'inflazione su valori attorno al 2 per cento nel medio termine (fig. 10.b). Indicazioni simili provengono dai sondaggi: secondo gli operatori intervistati nella *Survey of Monetary Analysts* (SMA) condotta dalla BCE prima dell'inizio della guerra l'inflazione si collocerebbe al 4,3 per cento nel 2022 e tornerebbe sul valore obiettivo nel 2023. Il forte rialzo delle aspettative di inflazione a breve termine ha fatto significativamente aumentare, all'80 per cento circa all'inizio di aprile, la probabilità basata sui prezzi delle opzioni che l'inflazione risulti compresa tra il 2,0 e il 4,0 per cento in media nel periodo 2022-26; la probabilità di un'inflazione ancora più elevata è rimasta pressoché stabile (15 per cento circa; fig. 10.c).

Il Consiglio direttivo della BCE ha rivisto il profilo del programma di acquisto di attività finanziarie...

Il Consiglio direttivo della BCE valuta che l'invasione dell'Ucraina avrà ripercussioni rilevanti sull'attività economica e sull'inflazione nell'area dell'euro; lo scorso 10 marzo ha annunciato che adotterà tutte le misure necessarie per perseguire la stabilità dei prezzi e salvaguardare quella finanziaria. Il Consiglio ha rivisto il profilo dell'APP per i prossimi mesi: gli acquisti netti mensili saranno pari a 40 miliardi di euro ad aprile, 30 a maggio e 20 a giugno. Inoltre la loro calibrazione per il terzo trimestre sarà guidata dall'evoluzione del quadro macroeconomico: se i nuovi dati confermeranno il consolidarsi delle prospettive di medio termine dell'inflazione anche in assenza di questi acquisti, il Consiglio li

terminerà nello stesso trimestre; nel caso in cui, invece, queste prospettive dovessero cambiare, e se le condizioni di finanziamento risultassero incoerenti con ulteriori progressi verso l'obiettivo del 2 per cento, il Consiglio è pronto a rivedere il calendario degli acquisti netti di attività in termini di entità e/o di durata.

...e ha annunciato che i tassi di riferimento verranno modificati gradualmente

Il Consiglio direttivo ha inoltre annunciato che qualsiasi modifica dei tassi di interesse di riferimento della BCE avverrà qualche tempo dopo la conclusione

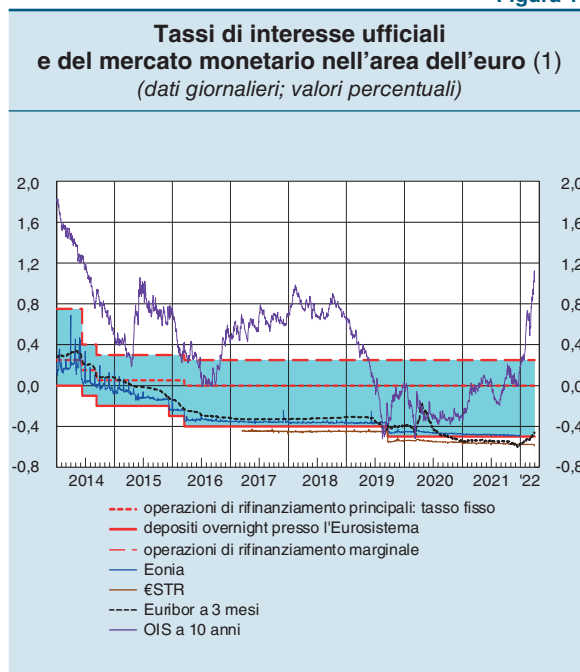
degli acquisti netti nell'ambito dell'APP e sarà graduale. La condizione attesa dal Consiglio è che i progressi conseguiti dall'inflazione di fondo siano coerenti con lo stabilizzarsi della stessa al 2 per cento nel medio periodo (fig. 11).

Il Consiglio ha infine confermato le decisioni precedentemente annunciate riguardanti le altre misure di politica monetaria e ha ribadito che, nell'ambito del suo mandato, la flessibilità rimarrà parte integrante della politica monetaria qualora i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. Ha in particolare ribadito che nel caso di una nuova frammentazione dei mercati finanziari legata alla pandemia, i reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) potranno essere allocati in qualsiasi momento e in modo flessibile nel tempo, tra classi di attività finanziarie e tra paesi. Anche gli acquisti netti del PEPP potrebbero essere ripresi, se necessario per contrastare shock negativi legati alla pandemia.

Gli acquisti netti di titoli pubblici e privati nell'ambito dell'APP sono proseguiti in modo regolare: alla fine di marzo il loro valore di bilancio era pari a 3.179 miliardi di euro (tav. 4); quelli condotti con il PEPP hanno portato il valore di bilancio del portafoglio di titoli acquistati mediante questo programma a 1.696 miliardi.

La decima e ultima asta della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) è stata regolata lo scorso dicembre. In quella

Figura 11



Fonte: BCE e Refinitiv.

(1) Dal 1° ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro; per il periodo precedente, nel grafico viene riportato il tasso pre-€STR. Dal 1° ottobre 2019 e sino alla sua dismissione, alla fine del 2021, il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

Titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP e del PEPP
 (miliardi di euro)

VOCI	Totale titoli (1)	Titoli privati (1)	Titoli pubblici (1)	di cui: titoli pubblici italiani (2)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (2)
APP					
dicembre 2021	3.123	636	2.487	429	386
marzo 2022	3.179	653	2.526	441	397
PEPP (3)					
novembre 2021	1.536	50	1.486	251	225
marzo 2022	1.696	52	1.644	281	251

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

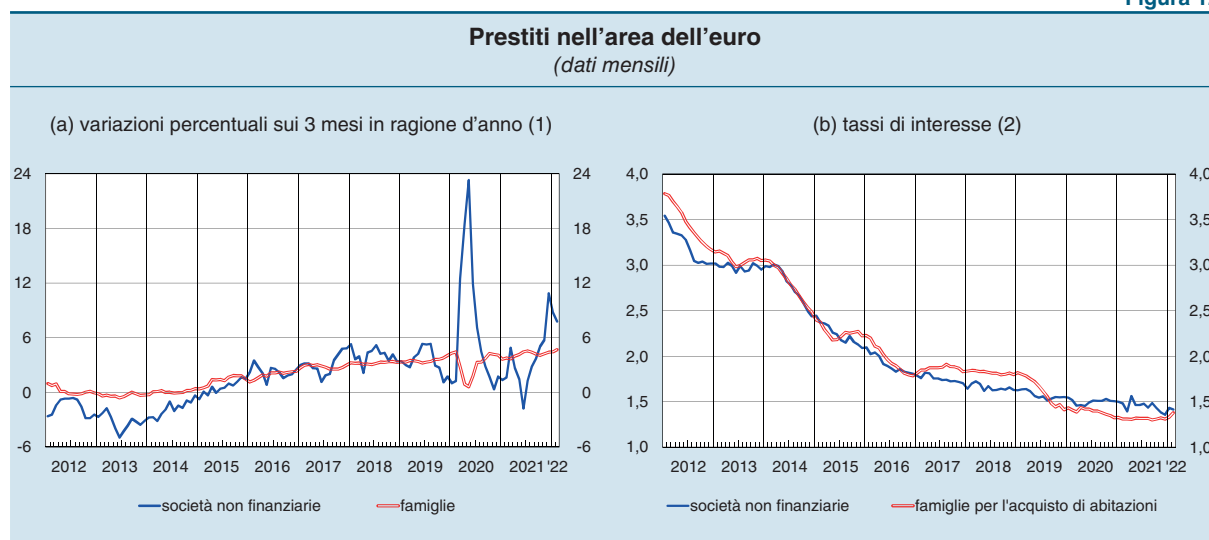
(1) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (2) Differenza tra i valori a prezzo di acquisto e gli importi nominali rimborsati. – (3) I dati riferiti al PEPP sono pubblicati con frequenza bimestrale.

data il totale dei fondi erogati con le TLTRO3 era pari a 2.198 miliardi per l'area e a 452 per l'Italia. A seguito dei rimborsi volontari effettuati il 30 marzo, questo valore si è ridotto a 2.196 miliardi per l'area ed è rimasto sostanzialmente invariato per l'Italia. La prima operazione TLTRO3 scadrà a settembre del 2022, l'ultima a dicembre del 2024. Il Consiglio continuerà a monitorare le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle TLTRO3 non ostacoli la regolare trasmissione della sua politica monetaria.

La crescita del credito resta sostenuta

Dopo il marcato rafforzamento osservato lo scorso dicembre, l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie dell'area si è collocata in febbraio al 7,8 per cento sui tre mesi in ragione d'anno, dal 5,7 in novembre (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 12.a). Il tasso di crescita dei prestiti è aumentato

Figura 12



Fonte: BCE.

(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. I dati sono depurati dalla componente stagionale. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente.

in tutti i principali paesi, portandosi al 10,4 per cento in Germania, all'8,6 in Francia, al 5,6 in Spagna e al 2,4 in Italia (cfr. il par. 2.7). La dinamica del credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è rafforzata al 4,7 per cento nella media dell'area (da 4,2 in novembre).

Tra novembre e febbraio i tassi di interesse applicati ai nuovi prestiti alle società non finanziarie si sono mantenuti inalterati (all'1,4 per cento; fig. 12.b), mentre il costo dei finanziamenti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato di circa un decimo (sempre all'1,4 per cento).

Il programma Next Generation EU segna nuovi progressi

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (il principale strumento del programma

Next Generation EU) continuano le valutazioni sul raggiungimento dei traguardi e degli obiettivi fissati dai piani nazionali per l'erogazione della prima rata delle risorse. Nei primi mesi dell'anno in corso la Commissione europea ha valutato positivamente le richieste di pagamento presentate da Francia, Grecia, Italia (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2022) e Portogallo² (fig. 13); la Francia, dopo aver ottenuto il parere favorevole del Comitato economico e finanziario, ha ricevuto i fondi previsti (7,4 miliardi). Per l'Italia l'erogazione delle risorse è attesa nel mese in corso (cfr. il par. 2.9).

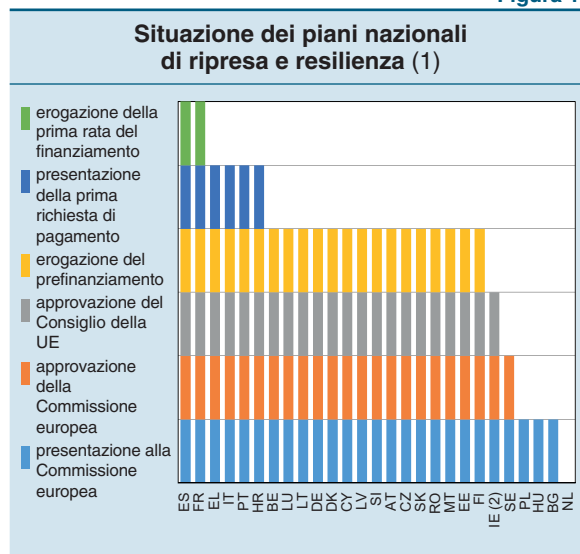
I fondi assegnati dalla Commissione nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza ammontano finora a 74 miliardi, dei quali oltre 56 erogati a titolo di prefinanziamento. A questo scopo dall'inizio dell'anno sono stati emessi titoli per quasi 50 miliardi, 28,5 dei quali a lungo termine (nel 2021 le emissioni lorde erano state di poco inferiori a 96 miliardi, 71 dei quali a lungo termine).

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

L'invasione dell'Ucraina e il conseguente incremento dell'avversione al rischio da parte degli investitori si sono tradotti in pesanti cali delle quotazioni azionarie, di differente intensità tra paesi, che sono stati riassorbiti quasi ovunque a fine marzo. Il conflitto ha solo temporaneamente interrotto il rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza osservato dall'inizio dell'anno; questo aumento continua largamente a riflettere le decisioni di politica monetaria delle principali banche centrali e le attese riguardo tali scelte. L'euro si è ulteriormente deprezzato contro il dollaro, rispecchiando sia aspettative di una politica monetaria più restrittiva negli Stati Uniti sia la maggiore vulnerabilità dell'area dell'euro alle possibili conseguenze della guerra.

² Lo scorso gennaio il Portogallo ha inviato alla Commissione europea la richiesta di pagamento della prima rata (circa 1,2 miliardi di euro) dei fondi previsti dal relativo piano.

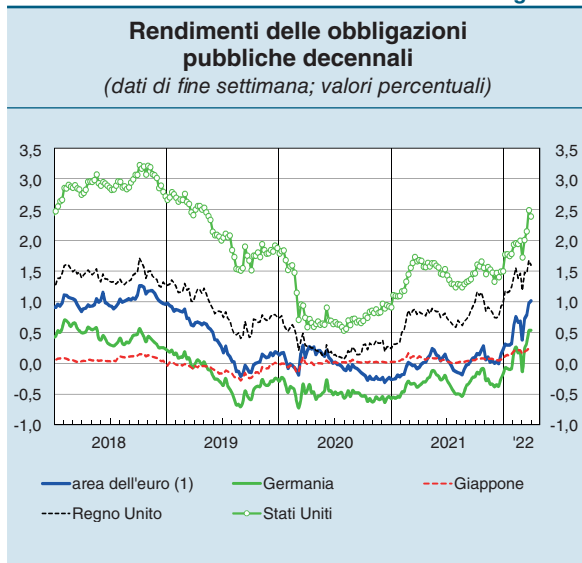
Figura 13



Fonte: elaborazioni su documenti ufficiali del Consiglio della UE e della Commissione europea.

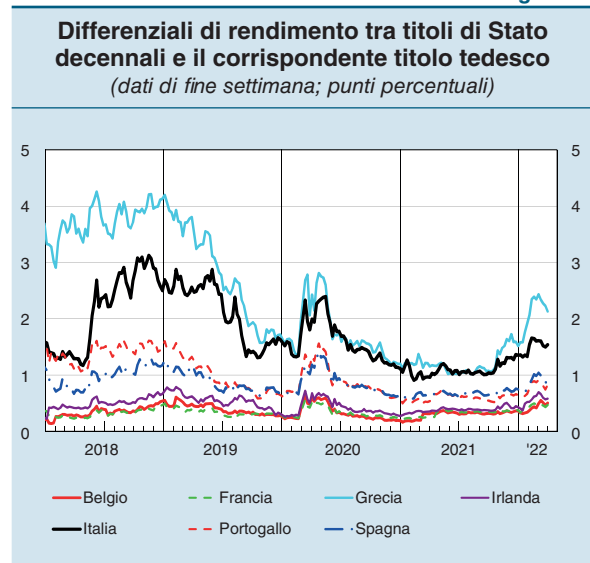
(1) Aggiornata al 4 aprile 2022. I paesi sull'asse delle ascisse sono ordinati sulla base della data di erogazione della prima rata del finanziamento, di presentazione della relativa richiesta, di erogazione del prefinanziamento o, nel caso in cui i fondi non siano ancora stati erogati, sulla base della data di approvazione o di presentazione del piano. Per le sigle dei paesi, cfr. *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea. - (2) L'Irlanda non ha chiesto il prefinanziamento dei fondi assegnati.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2019; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 15



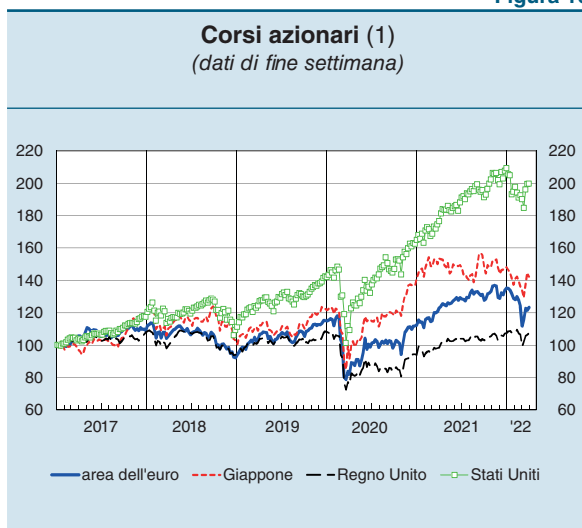
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

I rendimenti dei titoli a lunga scadenza sono aumentati

Nonostante la temporanea riduzione legata all'avvio del conflitto, rispetto a metà gennaio i rendimenti dei titoli pubblici decennali sono nel complesso saliti per le maggiori economie avanzate (fig. 14). I differenziali di rendimento tra i paesi dell'area dell'euro e la Germania sono anch'essi cresciuti, collocandosi a fine

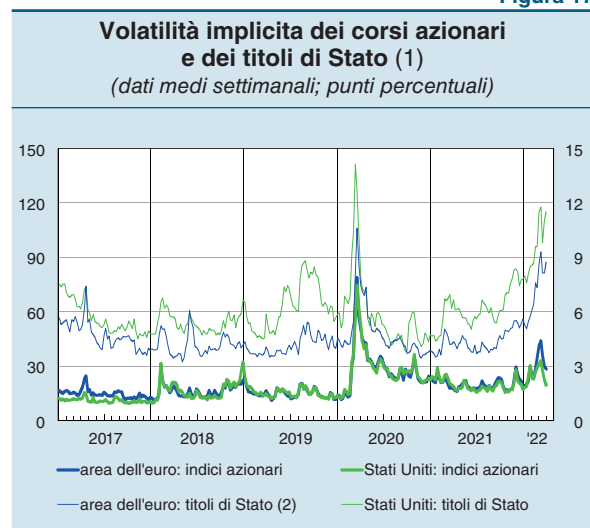
marzo su livelli nettamente più elevati di quelli osservati nella media del 2021, soprattutto per Grecia e Italia (fig. 15).

Figura 16



Fonte: Refinitiv.
(1) Indici: Dow Jones Euro STOXX 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. Indice: 1ª settimana gen. 2017=100.

Figura 17



Fonte: Refinitiv.
(1) Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. 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). - (2) Scala di destra.

L'invasione dell'Ucraina ha incrementato la volatilità sui mercati finanziari

L'invasione dell'Ucraina ha inizialmente comportato un diffuso calo dei corsi azionari nei principali paesi avanzati (fig. 16), in particolare nell'area dell'euro, maggiormente integrata con l'economia russa (cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale*). Più di recente i prezzi delle azioni hanno generalmente recuperato. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro la volatilità implicita sui contratti futures

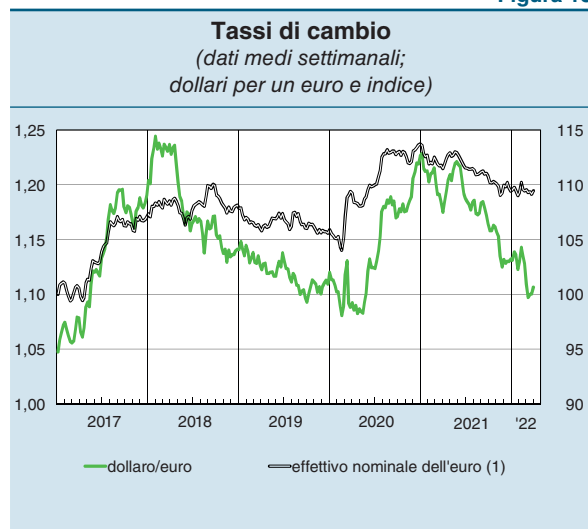
legati ai titoli di Stato ha subito rialzi più decisi rispetto a quella sui corsi azionari (fig. 17). I prezzi delle materie prime e delle attività finanziarie ad esse legate hanno segnato notevoli e diffusi rialzi dallo scoppio del conflitto, solo in parte riassorbiti nella seconda metà di marzo. Oltre al gas naturale e al petrolio (cfr. par. 1.1), il rincaro ha riguardato alcuni prodotti agricoli e metalli. Sul mercato del nichel gli scambi sulla principale piazza di Londra sono stati temporaneamente sospesi in marzo, a seguito dell'aumento straordinario dei corsi riconducibile all'improvvisa chiusura di ingenti posizioni corte concentrate presso un singolo operatore. La forte volatilità delle quotazioni delle materie prime ha accresciuto la difficoltà per alcune imprese a reperire la liquidità necessaria per continuare a operare, amplificando le tensioni nelle contrattazioni.

Il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato

Da metà gennaio l'euro, pur esibendo un andamento volatile, si è deprezzato di oltre il 3 per cento rispetto al dollaro, rispecchiando in larga misura le aspettative di una politica monetaria relativamente più restrittiva negli Stati Uniti, oltre che una maggiore vulnerabilità dell'area alle possibili conseguenze della guerra

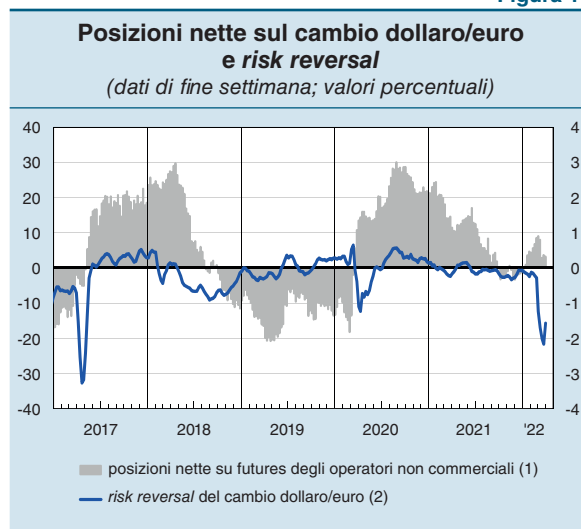
(fig. 18). Gli indicatori desunti dai mercati finanziari segnalano che il costo dell'assicurazione contro un forte deprezzamento dell'euro è divenuto maggiore di quello contro un apprezzamento (fig. 19).

Figura 18



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.
(1) Indice: 1^a settimana gen. 2017=100. Scala di destra. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro.

Figura 19



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.
(1) Differenza tra le posizioni lunghe e quelle corte in euro degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere. – (2) Indicatore *risk reversal* a un mese (media mobile a 20 giorni), che misura l'asimmetria della distribuzione delle attese sul cambio dell'euro rispetto al dollaro. Valori negativi (positivi) indicano il prevalere di rischi di un deprezzamento (apprezzamento) dell'euro. Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Alla fine del 2021 la crescita dell'economia italiana ha perso slancio, frenata dal ristagno dei consumi delle famiglie e dal contributo negativo della domanda estera netta. Secondo gli indicatori disponibili, nel primo trimestre dell'anno in corso il PIL è diminuito, risentendo del rialzo dei contagi e degli ulteriori forti rincari energetici in un quadro congiunturale di elevata incertezza per gli sviluppi dell'invasione dell'Ucraina.

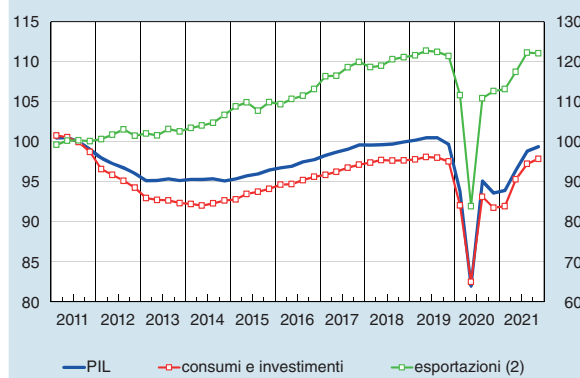
Il PIL ha rallentato marcatamente nel quarto trimestre del 2021...

Nel quarto trimestre del 2021 il prodotto è aumentato dello 0,6 per cento rispetto al periodo precedente (da 2,5 nel

terzo; fig. 20 e tav. 5). Il rallentamento ha riflesso l'arresto della crescita dei consumi e il forte incremento delle importazioni a fronte della stabilità delle esportazioni. Gli investimenti fissi e la variazione delle scorte hanno fornito invece un contributo positivo. Il valore aggiunto è cresciuto

Figura 20

PIL e principali componenti della domanda (1)
(dati trimestrali; indici: 2011=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Scala di destra.

Tavola 5

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

VOCI	2021				2021
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
PIL	0,3	2,7	2,5	0,6	6,6
Importazioni totali	3,8	2,8	2,1	3,6	14,2
Domanda nazionale (2)	1,2	2,4	1,9	1,7	6,6
Consumi nazionali	-0,8	3,8	2,1	0,1	4,0
spesa delle famiglie (3)	-1,1	5,3	2,8	-0,1	5,2
spesa delle Amministrazioni pubbliche	0,0	-0,4	-0,1	0,5	0,6
Investimenti fissi lordi	4,4	3,1	1,8	2,8	17,0
costruzioni	5,5	4,0	2,4	3,8	22,3
beni strumentali (4)	3,5	2,4	1,2	1,9	12,6
Variazione delle scorte (5)	0,9	-1,2	-0,2	1,0	0,2
Esportazioni di beni e servizi	0,5	3,8	4,1	-0,2	13,3
Esportazioni nette (6)	-0,9	0,4	0,7	-1,0	0,2

Fonte: Istat.

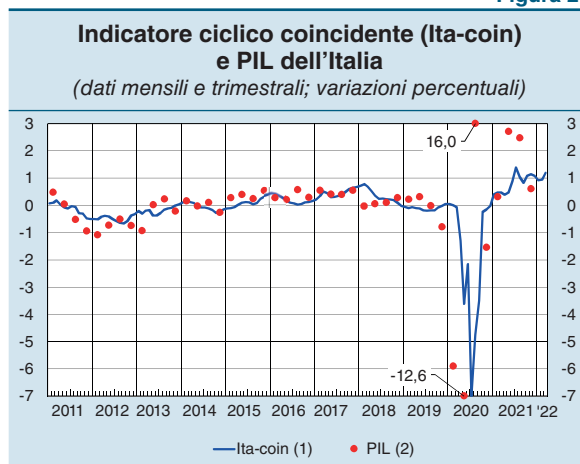
(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce “variazione delle scorte e oggetti di valore”. – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono, oltre alla componente degli investimenti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

moderatamente nei servizi e nell'industria in senso stretto, mentre ha continuato ad aumentare in misura marcata nelle costruzioni.

...e sarebbe diminuito nel primo di quest'anno

Sulla base degli indicatori più recenti, stimiamo che nel primo trimestre del 2022 il PIL abbia registrato una riduzione di poco più di mezzo punto percentuale sul periodo precedente (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2022*). Le informazioni congiunturali finora disponibili segnalano una flessione sia dell'attività manifatturiera sia di quella nei servizi; in quest'ultimo comparto il calo sarebbe connesso soprattutto con l'indebolimento della spesa delle famiglie. Gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese della manifattura e dei servizi sono scesi rispetto alla fine del 2021, pur rimanendo in marzo su livelli elevati. Le rilevazioni di marzo dei climi di fiducia, le prime successive all'invasione dell'Ucraina, mostrano un marcato peggioramento per le famiglie, soprattutto della componente prospettica, a fronte di una tenuta della fiducia delle imprese. Nello stesso mese l'indicatore Ita-coin è lievemente aumentato, rimanendo pressoché stabile nella media del primo trimestre nel confronto con il quarto del 2021 (fig. 21). In prospettiva il conflitto in Ucraina potrebbe gravare sul PIL dell'Italia tramite diversi canali (cfr. il riquadro: *L'impatto della guerra in Ucraina sull'economia italiana: scenari illustrativi*).

Figura 21



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. Da novembre del 2019 il campione di dati utilizzato per la stima di Ita-coin è stato ampliato con nuove informazioni relative ai servizi, che hanno comportato la revisione del profilo dell'indicatore. - (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

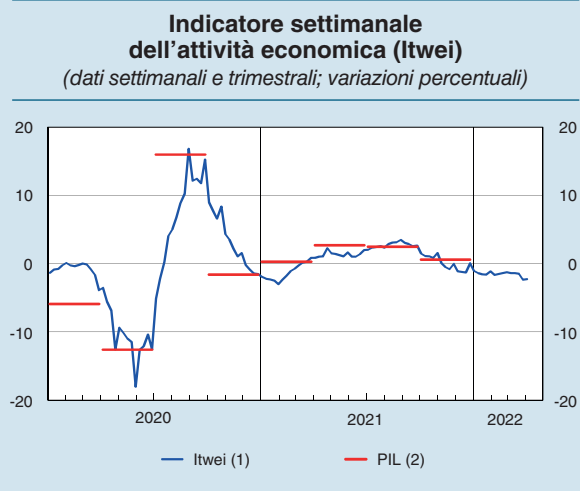
L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2022

All'inizio dell'anno l'attività ha risentito della risalita dei contagi connessa con la diffusione della variante Omicron, dell'incremento dei costi energetici e, dalla fine di febbraio, degli effetti dell'invasione russa dell'Ucraina. Sulla base dell'insieme dei modelli utilizzati dalla Banca d'Italia, si stima che nel primo trimestre il PIL sia diminuito dello 0,7 per cento sul periodo precedente, con un'incertezza quantificabile in mezzo punto percentuale al di sopra e al di sotto della proiezione centrale. Il valore aggiunto è valutato in discesa nell'industria in senso stretto e nei servizi, in rialzo nelle costruzioni.

Nel complesso del primo trimestre l'indicatore settimanale dell'attività economica (*Italian weekly economic index*, Itwei; figura A)¹ segnala una riduzione del prodotto nell'ordine dei 2 punti percentuali sui tre mesi precedenti, risentendo soprattutto della marcata flessione dei consumi di gas a uso industriale, il cui contenuto informativo in questa fase va tuttavia interpretato con particolare cautela (figura B). Più in generale, nell'attuale contesto di forte incertezza congiunturale le bande di confidenza attorno al valore centrale dell'indicatore sono particolarmente ampie, anche a causa dell'elevata volatilità dei dati settimanali.

¹ L'indicatore permette di monitorare l'andamento del PIL, incorporando un'ampia varietà di informazioni tra cui quelle ad alta frequenza sui flussi di pagamento e di trasporto autostradale e sui consumi elettrici e di gas a uso industriale. Per maggiori dettagli, cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, *Tracking economic growth during the Covid-19: a weekly indicator for Italy*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

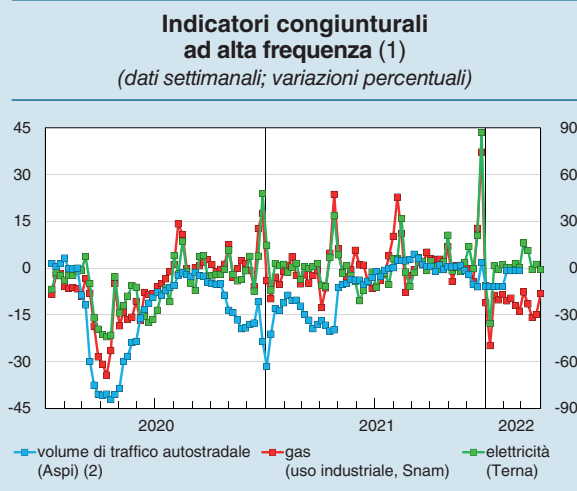
Figura A



Fonte: Banca d'Italia per Itwei; Istat per il PIL.

(1) L'indicatore riporta la variazione della media delle ultime 13 settimane (corrispondenti a circa un trimestre) rispetto alla media delle 13 settimane precedenti. – (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura B



Fonte: elaborazioni su dati Autostrade per l'Italia (Aspi), Snam e Terna.

(1) Variazioni rispetto alla stessa settimana dell'anno precedente. A partire dalla 9ª settimana del 2021 le variazioni sono calcolate usando come anno base il 2019, a causa degli andamenti anomali generati dalla pandemia nelle corrispondenti settimane del 2020. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile 2020 e a quella del 4 aprile 2021 risentono della ricorrenza delle festività di Pasqua; quelle relative all'ultima settimana del 2021 riflettono un maggior numero di giornate lavorative nel 2021 rispetto all'anno di riferimento (2019) in corrispondenza delle festività natalizie. – (2) Scala di destra.

Tenendo conto delle informazioni disponibili fino a gennaio e delle nostre stime per febbraio e marzo, nel primo trimestre la produzione industriale sarebbe diminuita di circa il 2 per cento sul periodo precedente, registrando la prima sostanziale flessione dalla primavera del 2020. Secondo le imprese la diminuzione dell'attività rispecchia la maggiore incertezza, le tensioni sugli scambi internazionali e l'aumento dei prezzi degli input energetici (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*).

Dallo scorso dicembre il comparto dei servizi ha risentito dell'intensificarsi dei contagi, che si è tradotto in un peggioramento del clima di fiducia, specialmente nei settori del turismo e dei trasporti, e in un calo dell'indice PMI. Nonostante questo indicatore si sia collocato nel bimestre febbraio-marzo su livelli superiori a quello di gennaio, nella media del primo trimestre l'attività nel terziario sarebbe diminuita rispetto al quarto del 2021.

Nello stesso periodo si confermano per contro molto positive le indicazioni relative al comparto delle costruzioni, che continua a beneficiare degli incentivi governativi: la produzione, valutata nelle medie mobili, è aumentata del 4,0 per cento in gennaio. La fiducia delle imprese operanti nel settore si è collocata in marzo sul valore più elevato dall'inizio della serie nel 2000.

L'IMPATTO DELLA GUERRA IN UCRAINA SULL'ECONOMIA ITALIANA: SCENARI ILLUSTRATIVI

La valutazione delle conseguenze economiche della guerra in Ucraina è soggetta a un elevato grado di incertezza. Con l'ausilio del modello econometrico della Banca d'Italia¹ si possono valutare

¹ G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

scenari macroeconomici connessi con evoluzioni possibili del conflitto e delle relative conseguenze sui prezzi delle materie prime, sugli scambi con l'estero, sull'incertezza e sulla fiducia di famiglie e imprese, nonché sulla disponibilità di input energetici per il sistema produttivo². Questi scenari illustrano le potenziali ripercussioni della crisi in corso, ma non esprimono una valutazione circa l'andamento ritenuto più probabile per l'economia italiana negli anni a venire; essi pertanto non sono interpretabili come un aggiornamento delle proiezioni per l'Italia.

Tutti gli scenari tengono conto delle informazioni più recenti relative alla dinamica dei prezzi al consumo e all'attività economica, e in particolare delle stime sul PIL nel primo trimestre dell'anno (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2022*). Essi incorporano inoltre gli effetti delle misure di politica di bilancio già adottate per contrastare i rincari delle materie prime e quelli dell'evoluzione futura dei tassi di interesse desunti all'andamento recente dei mercati finanziari. Non includono possibili ulteriori risposte delle politiche economiche.

In un primo scenario, più favorevole (scenario A), si ipotizza che una rapida risoluzione del conflitto possa comportare un significativo ridimensionamento delle tensioni che attualmente sostengono i prezzi delle materie prime, contribuendo a dissipare l'incertezza e a sostenere la fiducia. Dalla metà del 2022 i prezzi del gas e del petrolio tornerebbero sui livelli attesi all'inizio di gennaio, annullando gli incrementi impliciti nelle attuali quotazioni dei futures e pari a circa 40 punti percentuali nel 2022 e a 50 punti nel 2023 per il gas, e a circa il 30 e il 20 per cento rispettivamente per il petrolio. L'evoluzione del commercio internazionale si assume in linea con la dinamica alla base delle proiezioni per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE³. In questo scenario il PIL si espanderebbe del 3,0 per cento quest'anno e del 3,1 nel 2023 (figura). L'inflazione sarebbe pari al 4,0 per cento nel 2022 e scenderebbe all'1,8 nel 2023. Rispetto alle proiezioni formulate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, l'aumento del prodotto sarebbe inferiore di quasi un punto percentuale quest'anno, a causa soprattutto dell'andamento peggiore delle attese nel primo trimestre, che riflette solo in parte gli sviluppi seguiti allo scoppio del conflitto; la crescita risulterebbe invece superiore di oltre mezzo punto nel 2023. L'inflazione sarebbe più elevata di 0,5 punti nel 2022 e di 0,2 punti nel 2023.

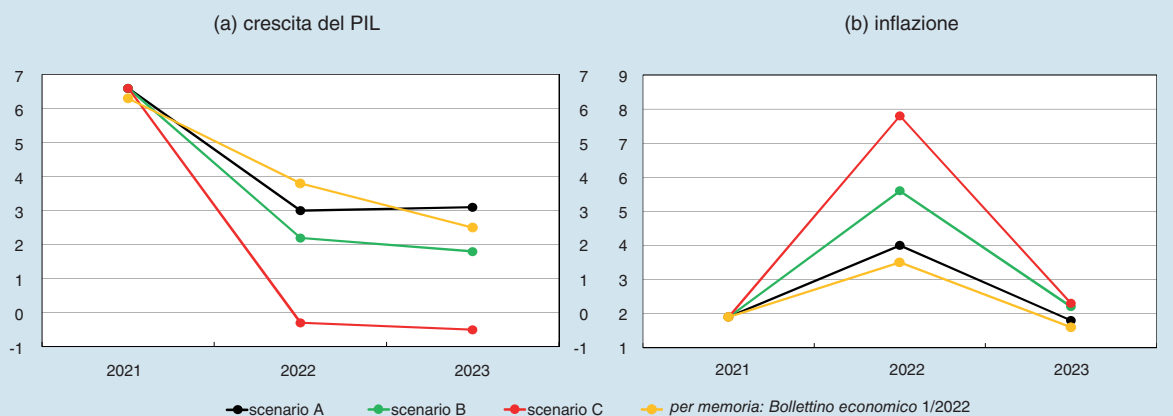
Un secondo scenario, intermedio (scenario B), è formulato assumendo un protrarsi della guerra. Le ipotesi tecniche relative ai prezzi delle materie prime sono desunte dai contratti futures nelle dieci giornate lavorative precedenti il 1° aprile⁴. Si assume poi che le ripercussioni della prosecuzione della guerra sugli scambi con la Russia e l'Ucraina comprimano nei prossimi due anni la domanda estera di beni e servizi italiani di circa l'1 per cento. Si incorporano inoltre un deterioramento della fiducia e un aumento dell'incertezza, che si ipotizza abbiano tuttavia durata relativamente breve e si esauriscano all'inizio del prossimo anno. In questo scenario la crescita del PIL in Italia sarebbe pari al 2,2 per cento nel 2022 e all'1,8 nel 2023. L'inflazione si porterebbe al 5,6 per cento quest'anno e al 2,2 nel successivo. Rispetto alle proiezioni formulate lo scorso gennaio, la crescita sarebbe quindi inferiore di 1,6 punti percentuali nel 2022 e di 0,7 nel 2023. Oltre all'andamento peggiore delle attese nel primo trimestre di quest'anno, la riduzione della crescita è ascrivibile in larga misura agli effetti dei rincari delle materie prime; la più elevata inflazione rispecchierebbe pressoché per intero il profilo dei prezzi di queste ultime.

² Non si considerano qui le eventuali tensioni sui mercati finanziari, in quanto di difficile quantificazione in base alle informazioni disponibili, anche a causa della forte volatilità dei principali indicatori nelle ultime settimane (cfr. i parr. 1.3 e 2.8).

³ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, marzo 2022.

⁴ Esse prefigurano un ritorno delle quotazioni su livelli prossimi a quelli medi registrati all'inizio di gennaio non prima della seconda metà del 2023. Nel confronto con quanto ipotizzabile dagli andamenti dell'inizio di quest'anno, i prezzi del gas naturale incorporati in questo scenario sono più elevati di circa il 40 e il 50 per cento nel 2022 e nel 2023, rispettivamente; quelli del petrolio di circa il 30 e il 20 per cento.

Crescita del PIL e inflazione: scenari illustrativi (punti percentuali)



Un terzo scenario, più severo (scenario C), è formulato ipotizzando che le ostilità, oltre a prolungarsi – come nello scenario B – si aggravino comportando una minore disponibilità di gas per l'Italia, a seguito di un arresto delle forniture dalla Russia della durata di un anno a partire da maggio. A titolo illustrativo, si considera l'ipotesi che la sospensione, in parte compensata mediante il ricorso ad altri fornitori, si traduca in una riduzione di circa il 10 per cento della produzione del settore della fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata⁵; si ipotizza inoltre che ciò generi strozzature per le sole attività manifatturiere caratterizzate da un'elevata intensità energetica⁶. I vincoli alla produzione che ne deriverebbero ridurrebbero il valore aggiunto complessivo dell'economia di circa 1,5 punti percentuali. Oltre a questa perdita diretta di produzione, si verificherebbero effetti indiretti legati alla minore offerta da parte dei settori a valle e a una diminuzione di occupazione, redditi e domanda aggregata. La più bassa disponibilità di gas determinerebbe verosimilmente anche una forte accentuazione degli effetti riconducibili agli altri canali di trasmissione. Si ipotizza in particolare che i prezzi del gas naturale si portino su livelli superiori a quelli dell'inizio di gennaio di 130 punti percentuali nel 2022 e di circa 90 nel 2023; il rialzo dei prezzi del petrolio sarebbe di circa 40 e 30 punti, rispettivamente⁷. Si ipotizza inoltre che alla prosecuzione del conflitto siano associati più forti aumenti dell'incertezza e perdite di fiducia di consumatori e imprese, simili a quelli registrati nei maggiori episodi recessivi recenti. Ulteriori effetti negativi deriverebbero dalle ricadute del conflitto sugli scambi con l'estero (cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale* del capitolo 1). Si incorpora in

⁵ Questa ipotesi è compatibile con un'interruzione totale delle importazioni di gas dalla Russia, cui si faccia fronte nel breve termine con il ricorso ad altri fornitori e all'estrazione nazionale in misura tale da compensare, in media nell'anno considerato, circa due quinti delle mancate importazioni dalla Russia (cfr. il riquadro: *Le relazioni commerciali e finanziarie tra Italia e Russia*).

⁶ L'intensità energetica è calcolata, per ciascuna branca – coerentemente con la contabilità ambientale dell'Istat – come rapporto tra consumi totali di energia e valore aggiunto. Nel 2019 alle attività manifatturiere con intensità energetica superiore a quella media del comparto era attribuibile una quota del valore aggiunto totale nazionale di circa il 2,5 per cento (4,5 tenendo conto del comparto energetico e dell'industria estrattiva). Nella manifattura vi rientrano le attività metallurgiche, di lavorazione dei minerali non metalliferi e la chimica.

⁷ Questi andamenti sono coerenti con le quotazioni dei contratti futures rilevate nelle giornate in cui i prezzi hanno toccato un massimo dallo scoppio del conflitto (il 7 marzo 2022 per il gas e l'8 marzo per il petrolio).

particolare una riduzione della domanda estera dell'Italia di circa 2,5 punti percentuali nel biennio 2022-23⁸. In questo scenario il PIL diminuirebbe di quasi mezzo punto percentuale sia quest'anno sia il prossimo. A fronte di quanto prefigurato nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, il prodotto risulterebbe quindi ridimensionato per più di 7 punti percentuali complessivamente nel biennio 2022-23. L'inflazione si avvicinerebbe all'8,0 per cento nel 2022 e scenderebbe al 2,3 nel 2023.

Nell'attuale contesto di fortissima incertezza non si possono escludere scenari ancora più sfavorevoli. Le conseguenze del conflitto sull'economia italiana dipenderanno anche in misura rilevante dalle politiche economiche che potranno essere adottate per contrastare le spinte recessive e frenare le pressioni sui prezzi evidenziate negli scenari qui presentati.

⁸ La riduzione riflette sia l'impatto diretto di una contrazione della domanda proveniente dalla Russia e dall'Ucraina, che si ipotizza pari al 50 per cento, sia un più generale rallentamento del prodotto globale e del commercio mondiale, conseguente agli eccezionali rincari delle materie prime e agli effetti che il conflitto potrebbe comportare sull'attività economica e sulla domanda di beni e servizi italiani da parte degli altri paesi dell'area dell'euro; questi effetti sono commisurati all'impatto che la guerra avrebbe sul PIL dell'area desumibile dagli scenari alternativi elaborati dagli esperti della BCE, ipotizzando un'elasticità delle importazioni dell'area al PIL pari a 2.

2.2 LE IMPRESE

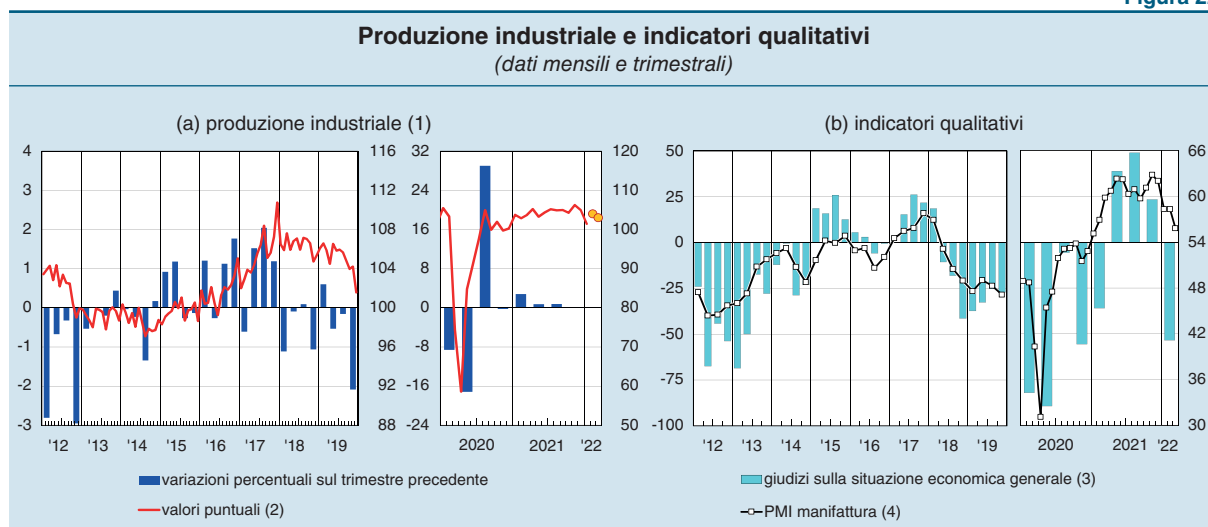
L'attività industriale è diminuita nel complesso del primo trimestre, tornando su livelli di poco inferiori a quelli precedenti lo scoppio della pandemia. Dopo il rialzo alla fine dello scorso anno, secondo le imprese la crescita degli investimenti continuerà durante il 2022, anche se in attenuazione. Restano positive le condizioni del mercato immobiliare.

Nel primo trimestre la produzione industriale è diminuita...

In gennaio la produzione industriale si è notevolmente ridotta (-3,4 per cento sul mese precedente, da -1,1 in dicembre), ben oltre le attese dei principali previsori; vi hanno influito effetti di calendario legati alle festività di inizio anno più intensi del previsto, in un contesto nel quale i forti rincari degli input hanno spinto parte delle imprese a prolungare più del solito la sospensione dell'attività. Il calo della produzione è stato diffuso fra tutti i principali comparti; vi si associa un netto deterioramento delle prospettive nei settori più esposti all'incremento dei costi energetici, tra cui le attività metallurgiche, quelle chimiche e le lavorazioni dei minerali non metalliferi. Incidono inoltre anche le difficoltà di approvvigionamento delle altre materie prime e dei prodotti intermedi. Sulla base di nostre stime (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2022*), nel complesso del primo trimestre la produzione industriale ha segnato una flessione di circa 2 punti percentuali (era cresciuta dello 0,2 negli ultimi tre mesi dello scorso anno; fig. 22).

...e si è indebolita la dinamica degli investimenti

La spesa per investimenti ha accelerato nel quarto trimestre del 2021 (al 2,8 per cento sul periodo precedente, dall'1,8), sospinta sia dalla componente relativa alle costruzioni sia dalla spesa in impianti e macchinari. Gli indicatori più recenti segnalano tuttavia un indebolimento dell'accumulazione di capitale nei primi mesi dell'anno in corso. Secondo le elaborazioni sui dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea), nel bimestre gennaio-febbraio il valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali è diminuito, a fronte di un lieve incremento nel comparto dei beni strumentali. Nelle valutazioni delle imprese le condizioni per investire sono fortemente peggiorate in tutti i settori, ma le aziende continuano a prefigurare per quest'anno un'espansione della spesa per investimenti fissi, sebbene a un ritmo più moderato di quanto previsto nella scorsa rilevazione (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*).



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Markit e Terna.

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Per esigenze grafiche i dati relativi successivi al 2020 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli anni precedenti. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. I punti gialli rappresentano le previsioni dei dati di febbraio e marzo 2022. 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, 7 aprile 2022). – (4) Dati trimestrali medi (a sinistra) e dati mensili (a destra). Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte “in aumento” la metà della percentuale delle risposte “stabile”. Scala di destra.

LE OPINIONI DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'INDAGINE TRIMESTRALE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

Tra il 23 febbraio e il 16 marzo la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita presso un campione di circa 1.500 imprese con almeno 50 addetti attive nell'industria in senso stretto, nei servizi e nelle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 7 aprile 2022).

I giudizi delle aziende sulla situazione economica generale sono molto peggiorati rispetto a tre mesi prima, soprattutto in connessione con l'avvio del conflitto in Ucraina. Riguardo alle proprie condizioni operative, il saldo fra le attese di miglioramento e di peggioramento nei tre mesi successivi alla rilevazione è diventato negativo (a -33 punti percentuali da +10 nel trimestre precedente). Secondo le imprese, sulla propria attività gravano, in misura molto più acuta rispetto all'inchiesta dello scorso dicembre, l'incertezza associata a fattori economici e politici, l'aumento del prezzo del petrolio e le tensioni sugli scambi internazionali, nonché un indebolimento della richiesta di propri prodotti o servizi. In linea con la precedente indagine, le difficoltà di approvvigionamento di materie prime e input intermedi sono riportate da circa due terzi delle aziende nella manifattura e da un terzo di quelle nel terziario; per oltre la metà di esse (dal 14 per cento) queste restrizioni si prolungherebbero oltre il 2022. La quasi totalità delle imprese è inoltre colpita dai rincari energetici (86 per cento, dal 70 nel trimestre precedente); poco meno dei tre quarti delle aziende interessate ritiene che l'incremento di tali costi si rifletterà almeno in parte sui prezzi di vendita.

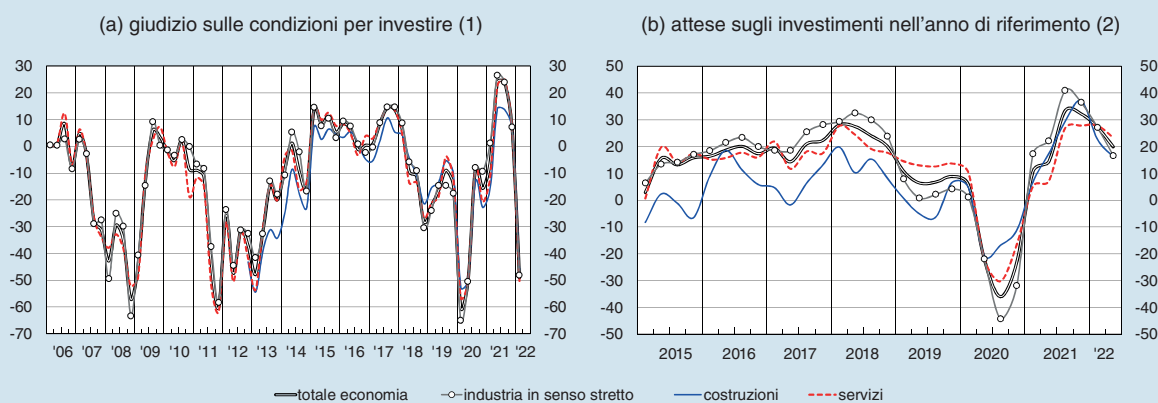
Anche le valutazioni sulla domanda nel primo trimestre si sono nettamente deteriorate. Il saldo fra i giudizi di miglioramento e di peggioramento resta positivo ma si è ridotto di 26 punti percentuali (a 9 punti), in misura simile per i principali settori di attività. Il valore del saldo rimane invece difforme tra i comparti: è ancora molto favorevole nelle costruzioni e nell'industria in senso stretto

(31 e 19 punti), mentre si è pressoché azzerato nei servizi, sui quali plausibilmente pesa anche la decisa risalita dei contagi dalla fine dello scorso anno. Le attese per il trimestre in corso prefigurano un ulteriore rallentamento della domanda, sia per la componente interna sia per quella estera. L'indebolimento è minore nelle costruzioni, soprattutto fra le aziende che operano in misura maggiore nel comparto residenziale.

I giudizi sulle condizioni per investire sono decisamente peggiorati rispetto a tre mesi prima: il saldo tra valutazioni favorevoli e sfavorevoli è sceso da +7 a -49 punti percentuali, in misura omogenea fra manifattura e servizi e fra imprese di grande e medio-piccola dimensione (figura). Ulteriori informazioni raccolte dalla rete territoriale della Banca d'Italia mediante contatti informali con le aziende evidenziano come le condizioni per investire registrino un deterioramento soprattutto nelle regioni del Nord Italia. Ciononostante, l'indagine trimestrale indica che le imprese non abbiano per ora sostanzialmente rivisto i piani di investimento definiti per l'anno in corso: prefigurano infatti solo una modesta revisione al ribasso della spesa nel confronto con i programmi dichiarati in dicembre. Nel complesso, la quota di aziende che prevede di accrescere gli investimenti nel 2022 rispetto al 2021 si riduce dal 42 al 38 per cento, quella di chi programma di diminuirli sale dal 15 al 18 per cento. Anche le attese sulla spesa per beni capitali fra la seconda metà del 2021 e il semestre in corso si sono indebolite in misura contenuta.

Figura

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, 7 aprile 2022.

(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente. Le imprese di costruzione sono incluse nel totale economia a partire dal 1° trimestre del 2013. - (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.

Le prospettive del mercato immobiliare rimangono favorevoli

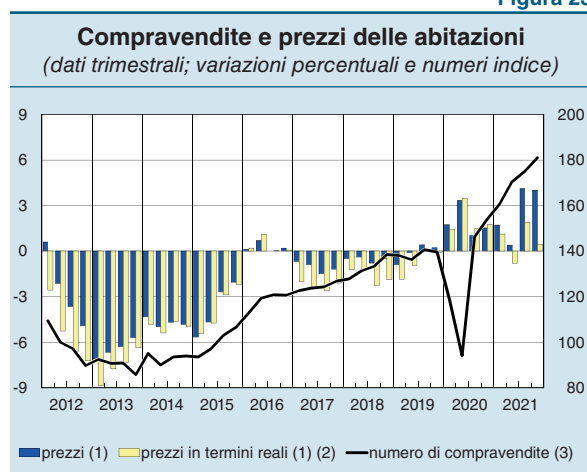
Nel quarto trimestre del 2021 è continuata l'espansione delle compravendite nel comparto residenziale (3,4 per cento sul periodo precedente; fig. 23), in corso dal terzo trimestre del 2020. Nel complesso dello scorso anno le compravendite sono cresciute rispettivamente del 34 e del 24 per cento sul 2020 e sul 2019. Nei primi mesi del 2022, in base a elaborazioni sugli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, la domanda di abitazioni è rimasta sostenuta. I prezzi

delle case – sia di nuova costruzione sia già esistenti – sono saliti del 4 per cento nel quarto trimestre del 2021 e del 2,5 nell'insieme dell'anno, segnando la crescita più ampia dal 2010 (anno a partire dal quale sono disponibili i dati dell'Istat). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto presso gli agenti immobiliari tra gennaio e febbraio, le prospettive del mercato restano

positive, sebbene in lieve peggioramento rispetto al trimestre precedente; si sono ulteriormente rafforzati i segnali di rialzo dei prezzi delle abitazioni.

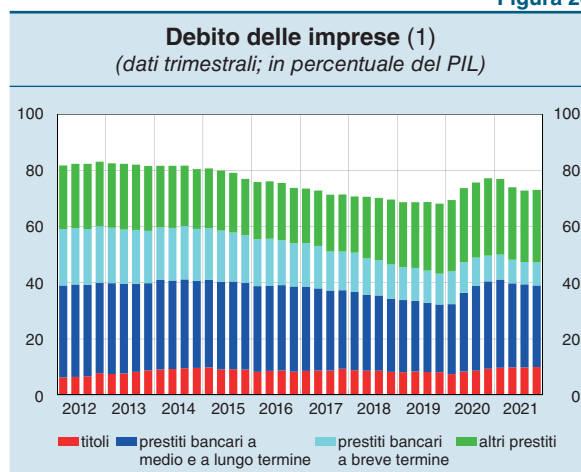
Il debito delle imprese è stazionario Secondo dati provvisori, dopo essere diminuito negli ultimi due periodi, nel quarto trimestre del 2021 il debito delle società non finanziarie italiane è rimasto sostanzialmente stabile, al 73,1 per cento del PIL (fig. 24; 110,5 nell'area dell'euro). La liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti permane su livelli elevati, sebbene inferiori ai massimi osservati nel corso del 2020 (cfr. il par. 2.7).

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e Consulente immobiliare.
(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. Indici: 2015=100. Scala di destra.

Figura 24



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Per il debito (comprensivo dei prestiti cartolarizzati), consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori.

2.3 LE FAMIGLIE

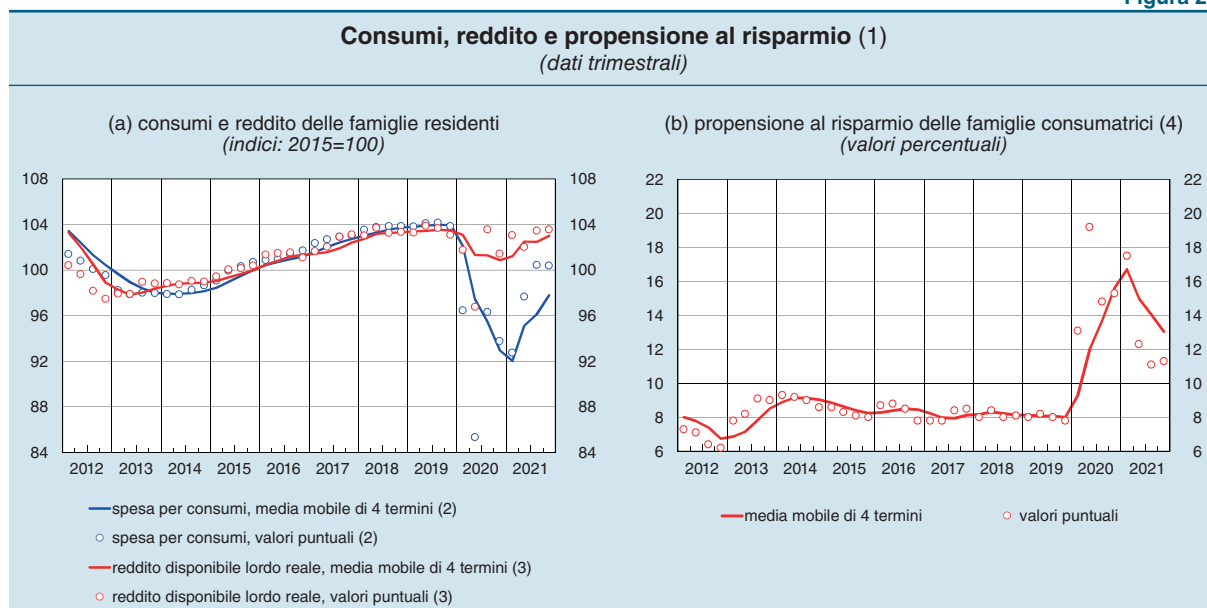
Dopo aver ristagnato alla fine dello scorso anno, i consumi sarebbero diminuiti nei primi mesi del 2022. Vi avrebbero contribuito la cautela nelle decisioni di spesa associata al deterioramento delle condizioni sanitarie, la perdita di potere d'acquisto ascrivibile agli ulteriori aumenti dei prezzi nonché il peggioramento delle attese sulla situazione economica generale e personale. Si è interrotta la discesa della propensione al risparmio.

Alla stazionarietà dei consumi nell'ultimo trimestre del 2021...

Nel quarto trimestre del 2021 si è arrestata la crescita della spesa delle famiglie (fig. 25.a), frenata dal calo degli acquisti di beni durevoli e di servizi. I consumi totali di beni si sono mantenuti appena al di sopra dei livelli pre-pandemici (0,7 per cento), mentre per i servizi il divario negativo si è ampliato, al -7,4 per cento. Nello stesso periodo il reddito disponibile delle famiglie in termini reali è appena aumentato sui tre mesi precedenti; ne è derivata una leggera risalita della propensione al risparmio, all'11,3 per cento, che si conferma al di sopra dei valori antecedenti l'emergenza sanitaria (fig. 25.b).

...sarebbe seguita una riduzione nei primi mesi dell'anno in corso

La spesa avrebbe continuato a indebolirsi all'inizio del 2022. L'indicatore sui consumi elaborato da Confcommercio e i dati ad alta frequenza su prelievi e pagamenti elettronici hanno registrato variazioni congiunturali negative nella media del bimestre gennaio-febbraio (fig. 26), indotte da una marcata contrazione della spesa per servizi, plausibilmente associata al riacutizzarsi della



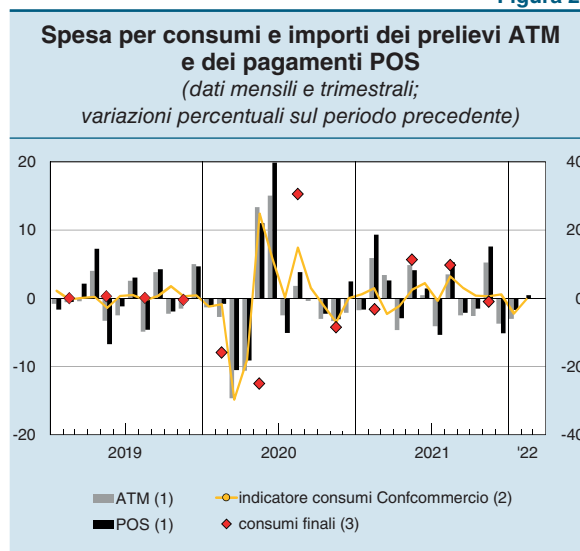
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Valori concatenati. – (3) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti. – (4) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici.

pandemia. Il numero di autovetture immatricolate è di nuovo sceso nel primo trimestre, proseguendo la tendenza in atto dall'autunno del 2020. In marzo il clima di fiducia dei consumatori è fortemente peggiorato (fig. 27), riflettendo il deciso deterioramento delle attese sulla situazione economica generale e personale. Per via della diversa composizione del paniere di spesa, i rincari energetici incidono sulle famiglie in modo diseguale, colpendo maggiormente i nuclei con livelli di consumo complessivi più bassi; tra i provvedimenti varati dal Governo in tema di energia (cfr. il par. 2.9), il potenziamento del bonus sociale relativo all'energia elettrica e al gas è mirato al sostegno del potere d'acquisto delle famiglie più vulnerabili, mitigando l'impatto aggregato del rialzo dei prezzi.

Il debito delle famiglie è rimasto stabile

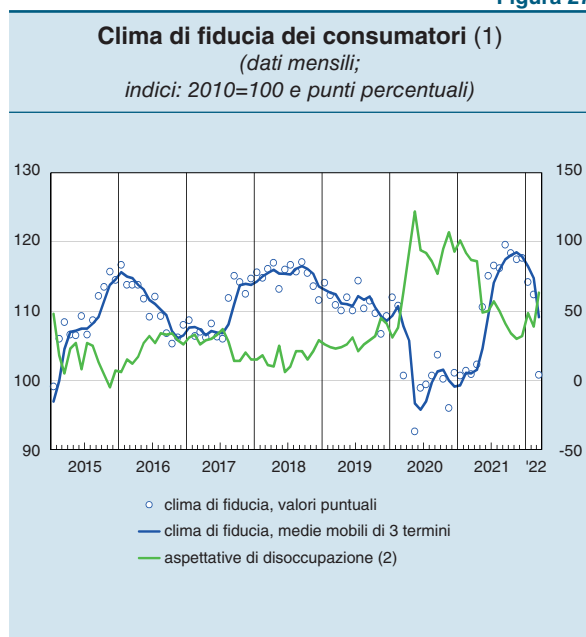
Secondo dati provvisori, nel quarto trimestre del 2021 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile si è mantenuto stabile, al 64,6 per cento (fig. 28), sempre nettamente inferiore a quello medio dell'area (98,1 per cento). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è lievemente salita rispetto al trimestre precedente, al 10,3 per cento. In rapporto al PIL il debito delle famiglie è rimasto pressoché invariato, al 43,6 per cento (60,1 nell'area dell'euro).



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Confcommercio e Istat.

(1) Dati deflazionati sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici e corretti per la stagionalità a partire da quelli tratti dal sistema di compensazione multilaterale BI-Comp; scala di destra (per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *BI-Comp e CABI: i sistemi di pagamento al dettaglio*). – (2) Dati corretti per la stagionalità; scala di destra. – (3) Spesa per consumi finali sul territorio economico delle famiglie residenti e non residenti; valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario.

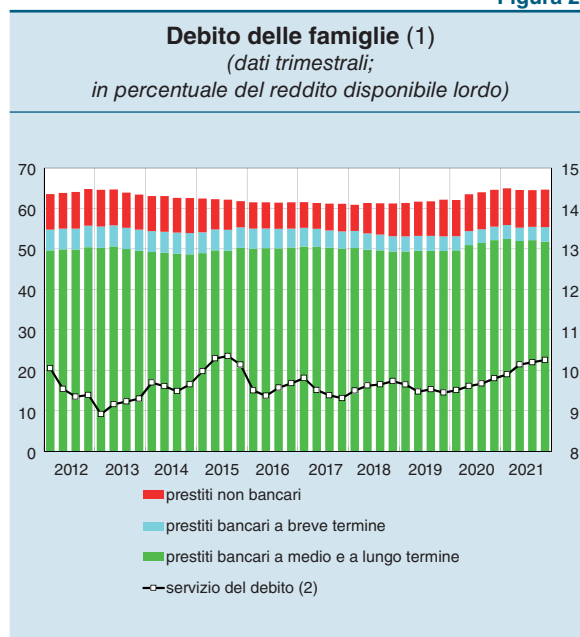
Figura 27



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile la media mobile per i mesi di 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.

Figura 28



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Per il debito, consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati. – (2) Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici. Scala di destra.

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

Nel quarto trimestre del 2021 si è arrestata la crescita delle esportazioni mentre è proseguita a ritmi sostenuti quella delle importazioni. All'inizio dell'anno in corso le vendite all'estero di beni hanno ripreso ad aumentare. Nel complesso del 2021 l'avanzo di conto corrente ha risentito del peggioramento progressivo della bilancia energetica, ma si è mantenuto elevato. Lo scorso anno gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli di debito del settore privato e ridotto l'esposizione in titoli pubblici. La posizione creditoria netta sull'estero si è ulteriormente ampliata.

Le esportazioni sono rimaste pressoché stabili nel quarto trimestre

Le esportazioni di beni e servizi in volume hanno subito nel quarto trimestre del 2021 una battuta d'arresto (tav. 6), interrompendo la fase di crescita in corso dalla metà dell'anno precedente. Sono lievemente scese le vendite di beni, nonostante la ripresa del commercio mondiale alla fine dell'anno; l'incremento delle esportazioni sui mercati dell'area dell'euro non ha del tutto

compensato la diminuzione di quelle verso il resto del mondo. Tra i settori sono cresciute soprattutto le vendite della farmaceutica e, in misura minore, della filiera della moda; per contro, si sono ulteriormente ridotte le esportazioni di alcuni comparti ancora esposti alle strozzature dal lato dell'offerta (metalli di base, meccanica ed elettronica). Nel complesso del 2021 le vendite estere di beni dell'Italia sono comunque aumentate in misura più pronunciata di quelle dei principali partner europei.

Dopo l'eccezionale crescita in estate legata al recupero dei flussi turistici internazionali, nel quarto trimestre le esportazioni di servizi sono nuovamente aumentate, sebbene in misura minore rispetto al periodo precedente, nonostante il peggioramento della situazione epidemiologica.

Esportazioni e importazioni in volume (1)
(variazioni percentuali sull'anno e sul trimestre precedente)

VOCI	2021	2021			
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Esportazioni	13,3	0,5	3,8	4,1	-0,2
Beni	13,1	0,9	3,5	..	-0,5
sui mercati dell'area dell'euro	14,1	2,0	2,9	0,6	1,5
sui mercati esterni all'area (2)	12,4	0,1	3,9	-0,5	-1,9
Servizi	14,3	-2,3	6,1	30,0	1,3
Importazioni	14,2	3,8	2,8	2,1	3,6
Beni	14,1	2,4	2,3	2,1	2,9
sui mercati dell'area dell'euro	15,2	2,9	0,5	1,5	2,4
sui mercati esterni all'area (2)	13,1	1,9	4,0	2,6	3,3
Servizi	14,8	10,6	4,6	2,2	6,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero.

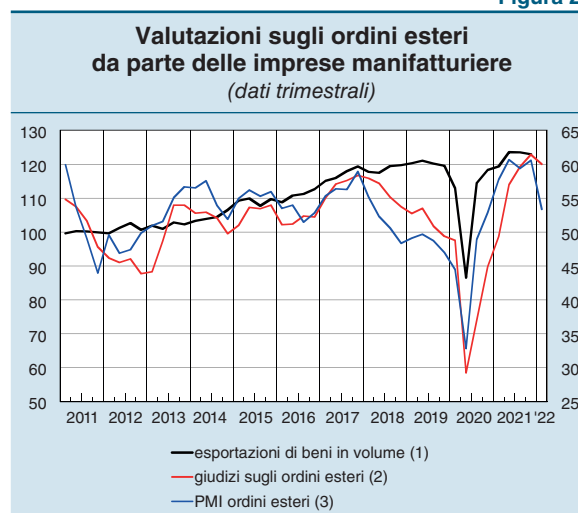
(1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi e i territori non allocati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Coerentemente con l'andamento degli investimenti fissi lordi e delle scorte (cfr. il par. 2.1), nello stesso periodo le importazioni di beni, in particolare dai paesi esterni all'area dell'euro, hanno continuato a espandersi in misura sostenuta; sono cresciuti soprattutto gli acquisti di materie prime energetiche e di beni di navigazione marittima.

Nei primi mesi dell'anno le esportazioni di beni sono aumentate

Nella media del bimestre gennaio-febbraio le esportazioni di beni in volume nei paesi non appartenenti alla UE sono cresciute sul trimestre precedente. In gennaio anche le vendite nei mercati europei erano aumentate. Nei primi tre mesi dell'anno gli indicatori sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e il corrispondente indicatore PMI sono peggiorati rispetto al periodo precedente, pur restando coerenti con un'espansione delle vendite (fig. 29). Le prospettive sugli scambi commerciali scontano, tuttavia, un contesto di elevata incertezza legato alle possibili ripercussioni del conflitto in Ucraina. L'esposizione dell'Italia nei confronti della Russia è contenuta dal lato delle esportazioni, mentre gli acquisti di input energetici e di alcune materie prime sono consistenti (cfr. il riquadro: *Le relazioni commerciali e finanziarie tra Italia e Russia*).

Figura 29



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(1) Dati di contabilità nazionale. Valori concatenati, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Indici 2011=100. – (2) 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 viene sommato il valore 100. Il 2° trimestre 2020 è la media di due mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. Dati destagionalizzati. – (3) Indici di diffusione, medie trimestrali. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Dati destagionalizzati. Scala di destra.

LE RELAZIONI COMMERCIALI E FINANZIARIE TRA ITALIA E RUSSIA

Le vendite in Russia costituivano nel 2021 l'1,5 per cento del totale delle esportazioni di merci dell'Italia, valutate a prezzi e cambi correnti (7,7 miliardi di euro; tavola). Dopo i macchinari, che rappresentano un quarto delle vendite, i prodotti più importanti sono quelli della filiera della moda, della chimica e del comparto alimentare; in questi settori le esportazioni in Russia sono comunque inferiori al 2 per cento del fatturato. Nel complesso, quasi 1.200 imprese, principalmente di piccola e media dimensione, vendono sul mercato russo più del 10 per cento della loro produzione¹. La domanda finale della Russia assorbe una quota del valore aggiunto prodotto in Italia leggermente superiore a quella media delle economie avanzate, ma comunque contenuta (appena al di sopra di mezzo punto percentuale; cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale* del capitolo 1).

Tavola
Legami commerciali e finanziari tra Italia e Russia (1)
(miliardi di euro)

FLUSSI	Esportazioni	Importazioni
Beni	7,7	17,6
di cui: prodotti energetici	..	13,4
Servizi	0,8	0,5
CONSISTENZE	Attività	Passività
Investimenti diretti	11,4	0,9
Investimenti di portafoglio	1,0	0,1
Altri investimenti	7,0	3,7

Fonte: Istat, dati di commercio estero; Eurostat, dati della bilancia dei pagamenti secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6); FMI, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, giugno 2021.

(1) Ultimo periodo disponibile: 2021 per l'interscambio di beni e servizi; dicembre 2021 per gli investimenti diretti, gli investimenti di portafoglio (attività) e gli altri investimenti; dicembre 2020 per gli investimenti di portafoglio (passività).

L'esposizione verso la Russia è invece maggiore dal lato delle importazioni di beni (17,6 miliardi nel 2021, pari al 3,7 per cento del totale delle merci acquistate dall'Italia), con una forte concentrazione nei prodotti energetici. Da questo paese proviene più di un quinto delle importazioni italiane di materie prime energetiche; per il solo gas naturale la quota supera il 45 per cento.

In base a dati Istat riferiti al 2019, il 43 per cento del gas naturale importato dal complesso dei mercati di approvvigionamento dell'Italia è utilizzato direttamente a fini produttivi, il 31 per cento per la generazione di elettricità, il 24 per usi domestici². Secondo nostre valutazioni preliminari, l'eventuale interruzione dei flussi di gas naturale dalla Russia potrebbe essere compensata per circa due quinti entro la fine del 2022, senza intaccare le riserve nazionali di metano, ricorrendo a soluzioni quali: (a) l'incremento dell'importazione di gas naturale liquefatto, in particolare dagli Stati Uniti e dal Qatar; (b) il maggiore ricorso ad altri fornitori, come l'Algeria; (c) l'aumento dell'estrazione di gas naturale dai giacimenti nazionali. Limitatamente al gas impiegato per la produzione di energia elettrica³, fra le strategie a cui sarebbe possibile ricorrere rientra anche la riapertura delle centrali a carbone, al costo tuttavia di un aggravio significativo delle emissioni inquinanti. Nel medio periodo sarebbe possibile compensare pienamente le importazioni di gas russo con maggiori investimenti sulle fonti rinnovabili e con il rafforzamento delle importazioni da paesi diversi dalla Russia (attraverso i gasdotti e, soprattutto, gli impianti di rigassificazione).

Oltre ai prodotti energetici, da Russia, Ucraina e Bielorussia, considerate in aggregato, proviene una quota significativa (superiore al 10 per cento) delle importazioni italiane di concimi, nichel e cereali.

¹ Il numero sale a 1.550 se si considerano anche Ucraina e Bielorussia.

² Il restante 2 per cento è destinato all'accumulazione delle scorte o all'esportazione.

³ Il 48 per cento dell'elettricità prodotta in Italia deriva dal gas naturale, contro una media del 20 per cento per i paesi della UE.

L'interscambio di servizi con la Russia è modesto. Nel 2021 le esportazioni (pari a 0,8 miliardi) riguardavano per circa un quarto i viaggi e per oltre il 10 per cento gli oneri per l'uso della proprietà intellettuale, mentre le importazioni (0,5 miliardi) erano attribuibili principalmente ai trasporti e ai viaggi.

Anche per quanto riguarda i legami finanziari l'esposizione dell'Italia rimane contenuta e riflette soprattutto la presenza in Russia di attività produttive di imprese italiane. Alla fine del quarto trimestre del 2021 gli investimenti diretti italiani nel paese erano pari a 11,3 miliardi, principalmente nella meccanica, nelle costruzioni e nel comparto bancario. Gli investimenti di portafoglio in titoli di emittenti pubblici o privati russi ammontavano ad appena 1,0 miliardi. Gli altri investimenti erano pari a 7,0 miliardi. Dal lato delle passività, gli investimenti russi in Italia risultano assai limitati.

Nel 2021 l'avanzo di conto corrente resta elevato ma peggiora la bilancia energetica

Secondo dati preliminari, nel 2021 l'avanzo di conto corrente è stato di 44,6 miliardi di euro, pari al 2,5 per cento del PIL (tav. 7), in calo rispetto al 2020. Il forte ampliamento del

deficit energetico (pressoché raddoppiato per effetto dei rincari nella seconda parte dell'anno; fig. 30) ha più che compensato l'aumento del surplus sugli altri beni. È cresciuto anche il disavanzo nei servizi, in particolare quelli di trasporto, sui quali ha inciso il rialzo dei noli. In gennaio l'ulteriore peggioramento del saldo energetico rispetto allo stesso mese del 2021 ha contribuito fortemente al saldo negativo di conto corrente.

Gli investitori esteri hanno acquistato titoli di debito del settore privato

Nel complesso dello scorso anno gli investitori non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli di debito emessi dal settore

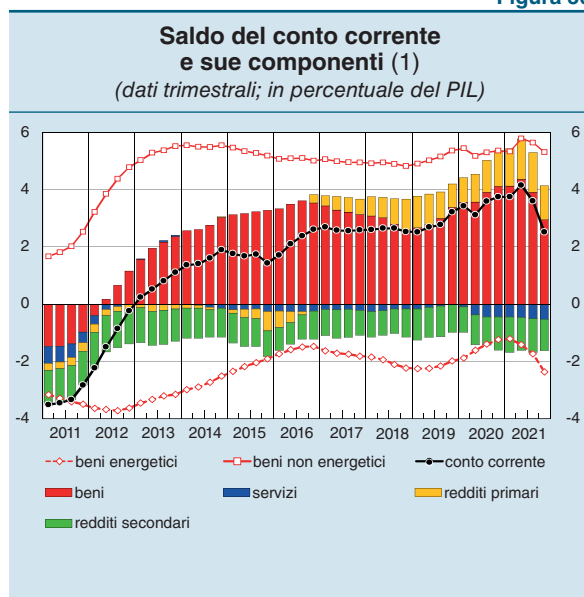
privato per 24,3 miliardi. È invece diminuita la loro esposizione in titoli pubblici italiani, a seguito di disinvestimenti pari a 27,5 miliardi, a fronte di emissioni nette per 83,0 miliardi. In gennaio si sono registrate vendite nette di titoli italiani pubblici e privati. Secondo i dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), relativi a un campione di fondi di investimento internazionali, tra febbraio e marzo l'afflusso netto di risparmio estero verso attività finanziarie italiane si è ridotto, sia per il comparto azionario sia per quello obbligazionario, in un contesto caratterizzato da turbolenze sui mercati finanziari internazionali (cfr. il par. 1.3).

Tavola 7

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2020	2021	gen. 2021	gen. 2022
Conto corrente	62,1	44,6	0,9	-5,9
<i>per memoria: in % del PIL</i>	3,7	2,5		
Merci	68,2	52,2	2,1	-4,4
prodotti non energetici (2)	88,8	94,2	4,2	1,6
prodotti energetici (2)	-20,5	-42,0	-2,2	-6,1
Servizi	-7,4	-9,4	-1,0	-1,2
Redditi primari	20,4	21,3	1,6	1,4
Redditi secondari	-19,1	-19,5	-1,8	-1,7
Conto capitale	-0,7	-2,3	-0,4	-0,1
Conto finanziario	62,7	26,3	2,9	-7,4
Investimenti diretti	19,1	2,8	1,6	-10,9
Investimenti di portafoglio	108,5	123,9	-8,6	28,7
Derivati	-2,9	..	-0,4	-7,5
Altri investimenti (3)	-65,9	-121,1	11,1	-17,7
Variazione riserve ufficiali (4)	4,0	20,7	-0,7	..
Errori e omissioni	1,3	-16,1	2,4	-1,4

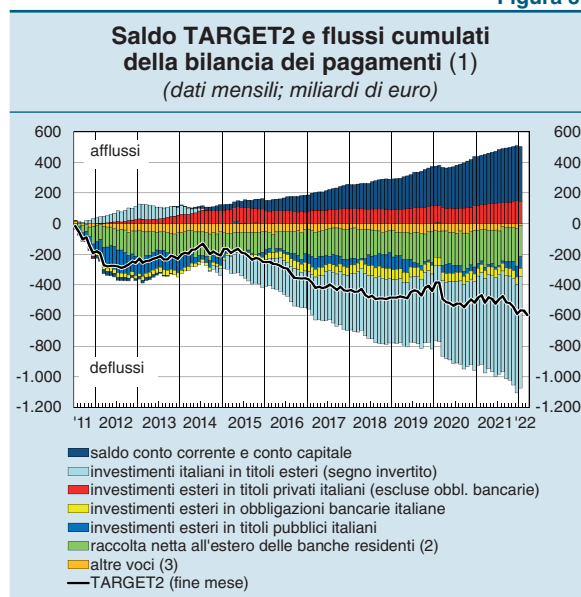
(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6). Per il mese di gennaio 2022, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2. – (4) Include l'allocazione dei nuovi diritti speciali di prelievo (DSP) deliberata dall'FMI nel mese di agosto 2021; l'aumento delle riserve ufficiali non ha avuto effetto sul saldo del conto finanziario in quanto è stato compensato da un incremento di pari importo delle passività per altri investimenti della Banca d'Italia.

Figura 30



Fonte: per il PIL, Istat; per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici, elaborazioni su dati Istat di commercio estero.
(1) Medie mobili di 4 trimestri.

Figura 31



(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.

Dal lato delle attività, sono proseguiti gli acquisti netti di titoli di portafoglio esteri effettuati dai residenti, pari a 123,9 miliardi nel 2021 e a 21,3 nel solo gennaio 2022, principalmente in fondi di investimento e soprattutto da parte di famiglie e assicurazioni. Il settore pubblico ha ricevuto lo scorso anno afflussi dall'estero per 34 miliardi, dovuti ai prestiti connessi con lo strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e a una prima quota delle risorse previste dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è leggermente aumentata nel complesso dei primi tre mesi del 2022, arrivando a 597 miliardi (da 590 alla fine dello scorso anno; fig. 31).

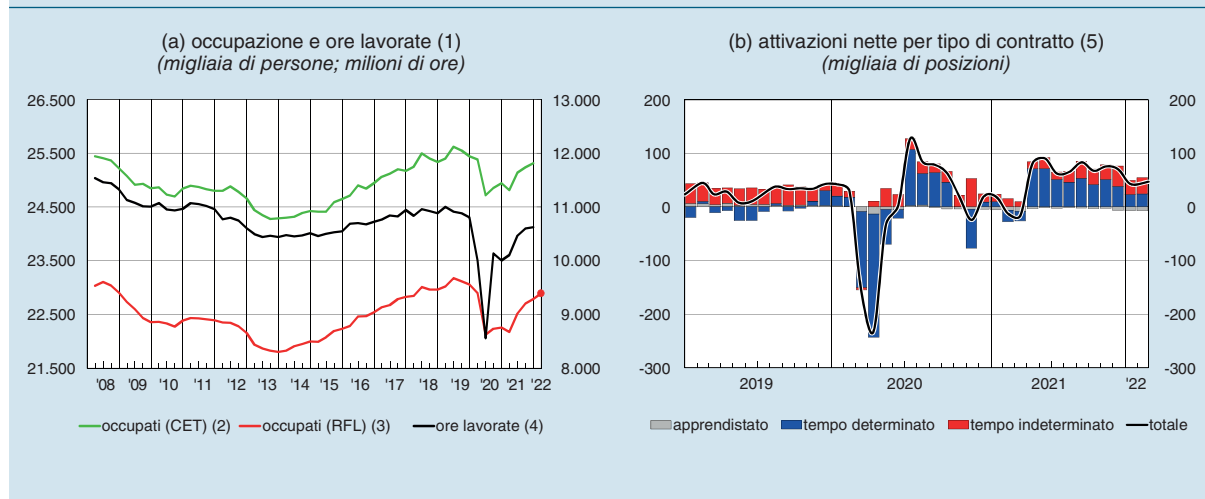
La posizione creditoria netta sull'estero si è nuovamente ampliata

Alla fine del 2021 la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 132,0 miliardi di euro (il 7,4 per cento del PIL), in rialzo di 22,8 miliardi rispetto alla fine di settembre. L'incremento è ascrivibile principalmente ad aggiustamenti di valutazione positivi sulle attività di portafoglio, in particolare azioni e fondi comuni, e in misura minore al surplus di conto corrente.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nell'ultimo trimestre del 2021 il numero di occupati e le ore lavorate hanno continuato a salire in termini congiunturali, sebbene a un tasso inferiore rispetto ai due periodi precedenti; il tasso di disoccupazione è lievemente diminuito. La dinamica delle posizioni lavorative, pur rimanendo positiva, si è affievolita nel primo bimestre del 2022. I recenti rialzi dei prezzi non si sono riflessi sulle retribuzioni contrattuali, la cui crescita resta contenuta.

Occupazione totale e posizioni lavorative alle dipendenze (dati trimestrali e mensili)



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET), per l'occupazione e le ore lavorate; Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), per l'occupazione; elaborazioni su dati del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie), per le attivazioni nette.

(1) Dati destagionalizzati. – (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. Il punto in corrispondenza del 1° trimestre 2022 indica il valore medio del bimestre gennaio-febbraio, in quanto il dato di marzo non è ancora disponibile. – (4) Scala di destra. – (5) Dati mensili destagionalizzati con procedura TRAMO-SEATS. Le attivazioni nette sono calcolate come il saldo tra la somma delle attivazioni e delle cessazioni nello stesso mese. I contratti analizzati sono quelli a tempo indeterminato, a tempo determinato e di apprendistato nel settore privato non agricolo.

Occupati e ore lavorate sono aumentati di poco nel quarto trimestre

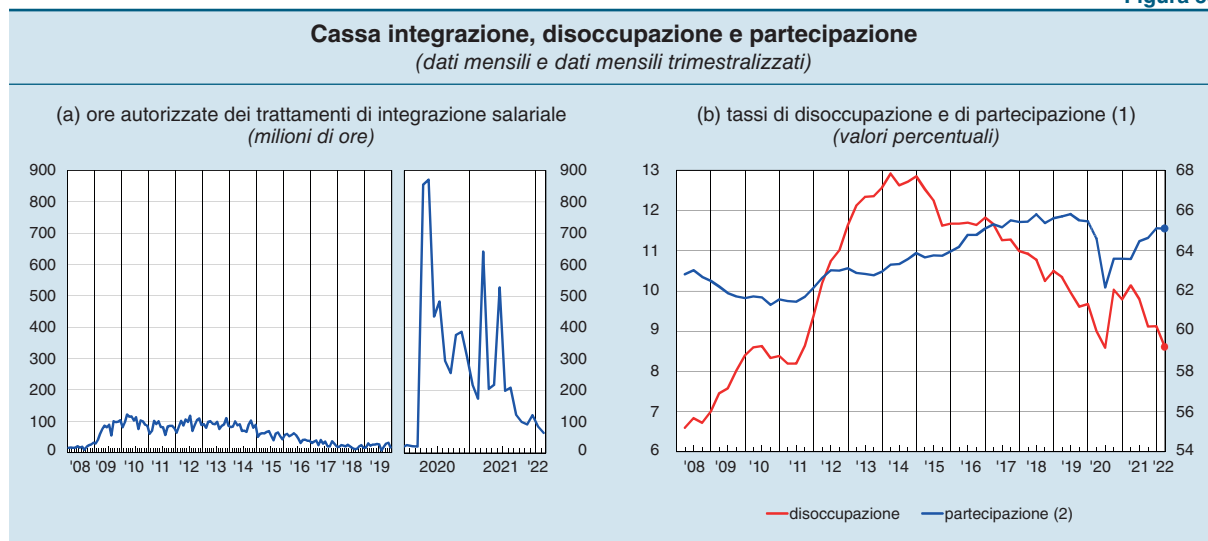
Lo scorso autunno l'incremento del numero di occupati è proseguito su ritmi analoghi a quelli del terzo trimestre (0,3 per cento, da 0,4), inferiori a quelli del secondo (1,3 per cento; fig. 32.a). L'espansione ha riguardato tutti i principali settori ed è stata più marcata nei servizi privati e nelle costruzioni; ha interessato sia la componente degli autonomi sia quella dei dipendenti. Le ore lavorate sono salite in linea con gli occupati (0,2 per cento, da 1,3 e 3,5 nei due trimestri precedenti); si sono tuttavia mantenute dell'1,7 per cento al di sotto del corrispondente periodo del 2019, prima dello scoppio della pandemia (il numero degli occupati è rimasto inferiore dello 0,5 per cento). Sulla base dei dati preliminari dell'RFL, nel bimestre gennaio-febbraio la crescita del numero degli occupati si è indebolita rispetto a quello precedente.

Prosegue la crescita dei contratti a tempo indeterminato

Circa la metà delle posizioni lavorative create al netto delle cessazioni nell'ultimo trimestre dello scorso anno e nei primi due mesi del 2022 ha riguardato contratti a tempo indeterminato (30.000 unità in media al mese; fig. 32.b). Con la ripresa della domanda di lavoro sono aumentate maggiormente sia le attivazioni sia le cessazioni, trainate dalle dimissioni. Il numero dei licenziamenti sta ritornando gradualmente sui valori antecedenti la pandemia (cfr. Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, marzo 2022).

Una parte del recupero delle ore lavorate è dovuta al minore ricorso agli strumenti di integrazione salariale, proseguito nel primo bimestre del 2022 (fig. 33.a); sarebbero tuttavia aumentate le ore autorizzate nei settori caratterizzati da un'elevata intensità energetica. Il tasso di disoccupazione, in diminuzione negli ultimi tre trimestri del 2021, si è ridotto ulteriormente di quattro decimi di punto nel primo bimestre dell'anno (all'8,6 per cento) rispetto a quello precedente (fig. 33.b). Sulla base dei dati preliminari dell'RFL, l'offerta di lavoro continua a risentire dell'effetto negativo dell'invecchiamento della popolazione (circa 320.000 persone in meno nella fascia di età 15-64 anni tra il quarto trimestre del 2021 e quello corrispondente del 2020).

Figura 33



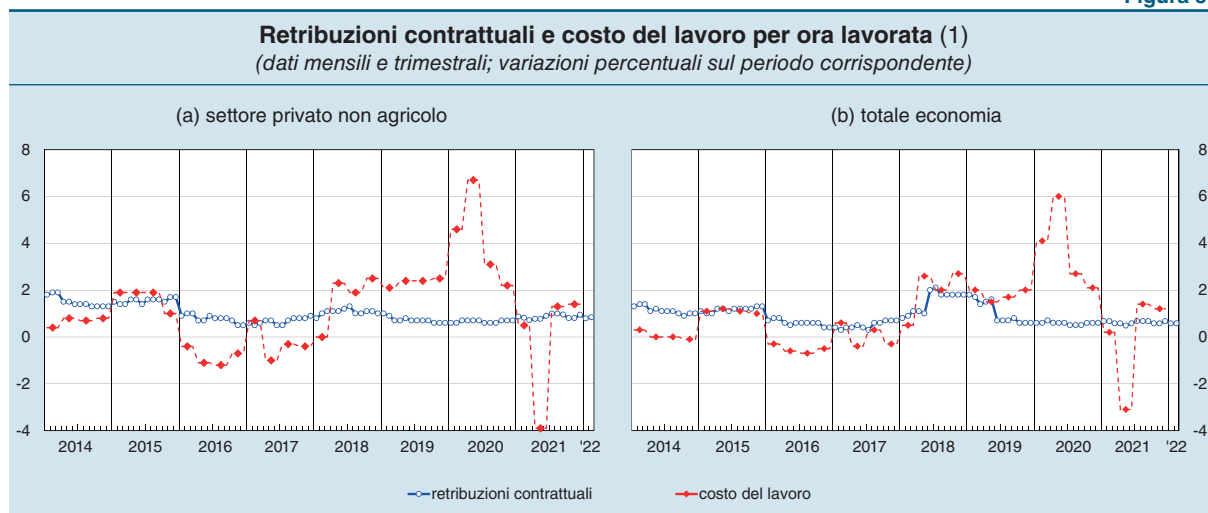
Fonte: elaborazioni su dati INPS, per i trattamenti di integrazione salariale; Istat, RFL, per il tasso di partecipazione e il tasso di disoccupazione. (1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 1° trimestre 2022 indicano il valore medio del bimestre gennaio-febbraio, in quanto il dato di marzo non è ancora disponibile. – (2) Scala di destra.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali resta moderata

L'incremento delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo è rimasto moderato nel bimestre gennaio-febbraio (0,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2021; fig. 34). La quota di dipendenti del settore privato con contratto scaduto è salita al 48 per cento in febbraio, dal 38 alla fine del 2021¹.

In marzo è stato rinnovato il contratto per il settore delle costruzioni, con incrementi salariali per il triennio 2022-24 stimati nell'ordine del 6 per cento, circa 3 punti percentuali in più rispetto alle previsioni – pubblicate da Istat lo scorso giugno – dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) al netto

Figura 34



Fonte: Istat, CET e indagine sulle retribuzioni contrattuali. (1) Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

¹ Le principali trattative attualmente in corso riguardano i settori del commercio (il cui contratto scaduto a dicembre del 2019 coinvolge circa 2 milioni di lavoratori), dell'energia elettrica, del gas e delle assicurazioni.

dei beni energetici importati². La crescita salariale riflette verosimilmente l'andamento molto positivo del comparto negli ultimi due anni, nonché la volontà di compensare parzialmente i mancati aumenti nel periodo di vacanza contrattuale (il precedente contratto era scaduto nel settembre 2020). Nel complesso del settore privato il trasferimento delle tensioni sui prezzi al costo del lavoro appare limitato, sia per la lunga durata dei contratti collettivi, sia perché le prassi negoziali solitamente non prevedono recuperi automatici di eventuali scarti tra l'inflazione attesa alla data della stipula e quella poi effettivamente realizzata. Negli ultimi mesi è proseguito l'aumento delle retribuzioni di fatto³, sempre su tassi moderati (1,3 per cento).

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel primo trimestre del 2022 l'inflazione in Italia ha raggiunto i livelli più elevati dai primi anni novanta, principalmente sulla spinta degli eccezionali rincari dei beni energetici. La componente di fondo è lievemente salita, ma rimane su valori inferiori al 2 per cento. Le forti pressioni al rialzo sulle quotazioni del gas e del petrolio legate all'invasione dell'Ucraina prefigurano un'inflazione elevata nel corso dell'anno. Le aspettative sulla dinamica dei prezzi di famiglie e imprese hanno raggiunto valori storicamente alti su tutti gli orizzonti temporali.

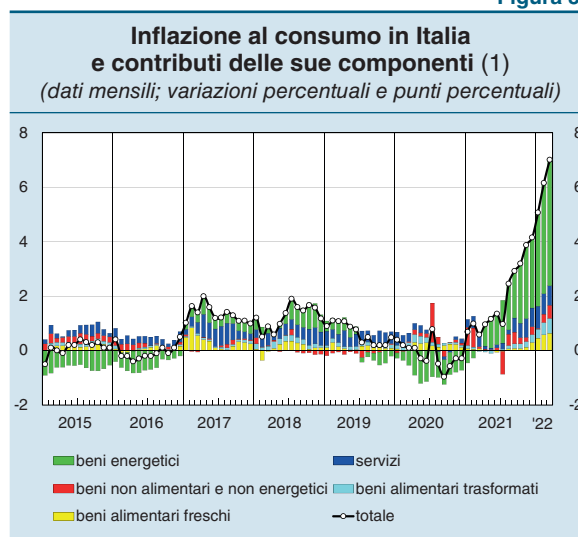
L'inflazione è nuovamente aumentata a causa dei rincari energetici

In marzo la variazione sui dodici mesi dell'IPCA è salita al 7,0 per cento, proseguendo la netta tendenza al rialzo in atto dalla seconda metà del 2021 (fig. 35 e tav. 8). L'inflazione è sostenuta principalmente dall'eccezionale dinamica della componente energetica (53,5 per cento), che riflette i forti rincari dei carburanti e gli elevati prezzi al consumo di gas ed elettricità. Anche i prezzi dei beni alimentari hanno accelerato, crescendo di oltre il 5 per cento in febbraio (di quasi il 9 per cento per i soli alimentari freschi), per via degli aumenti dei costi lungo l'intera filiera produttiva. L'inflazione di fondo è salita, pur mantenendosi al di sotto del 2 per cento (1,8 in marzo). In prospettiva, l'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA) ha annunciato per il secondo trimestre del 2022 una riduzione di circa il 10 per cento delle tariffe di elettricità e gas sul mercato regolamentato, dopo quasi un anno e mezzo di rincari; il Governo è inoltre intervenuto il 23 marzo scorso per calmierare il prezzo dei carburanti, con una riduzione delle accise per un mese (cfr. il par. 2.9).

Le difficoltà di approvvigionamento e i rincari dell'energia spingono anche i prezzi alla produzione...

In febbraio l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è rimasta stabile su valori alti (intorno al 40 per cento sui dodici mesi), sospinta soprattutto dai prezzi energetici, più che raddoppiati rispetto all'anno prima. Si colloca sui massimi storici anche la crescita dei prezzi dei beni intermedi (20 per cento). In marzo l'indicatore PMI dei costi degli input per le

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat. Per marzo, stime preliminari.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA.

² L'Accordo quadro del 22 gennaio 2009 ha introdotto, come riferimento della contrattazione, l'IPCA al netto dei beni energetici importati, che viene aggiornato dall'Istat ogni anno nel mese di giugno per il triennio successivo.

³ Le retribuzioni di fatto rappresentano le retribuzioni lorde dei lavoratori e includono anche voci derivanti dalla contrattazione di secondo livello o decise unilateralmente dalle singole imprese.

Indicatori di inflazione in Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, se non diversamente specificato)

PERIODO	IPCA (1)		IPC (2)		IPP (3)	Deflatore del PIL	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a 1 mese (4)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale		
2017	1,3	0,8	1,3	–	0,7	3,0	0,7
2018	1,2	0,6	1,1	–	0,5	3,2	1,1
2019	0,6	0,5	0,6	–	0,5	0,3	0,9
2020	-0,1	0,5	-0,2	–	0,4	-4,4	1,4
2021	1,9	0,8	1,9	–	0,8	13,0	0,5
2021 – apr.	1,0	0,3	1,1	0,2	0,5	8,2	–
mag.	1,2	0,2	1,3	0,0	0,4	10,0	–
giu.	1,3	0,3	1,3	0,1	0,4	11,0	–
lug.	1,0	-0,9	1,9	0,5	0,6	13,5	–
ago.	2,5	0,8	2,0	0,2	0,6	13,8	–
set.	2,9	1,4	2,5	0,2	1,1	15,6	–
ott.	3,2	1,2	3,0	0,8	1,0	25,3	–
nov.	3,9	1,3	3,7	0,7	1,3	27,3	–
dic.	4,2	1,5	3,9	0,2	1,4	28,3	–
2021 – gen.	5,1	1,3	4,8	1,5	1,5	41,8	–
feb.	6,2	1,7	5,7	0,9	1,5	41,4	–
mar.	(7,0)	(1,8)	(6,7)	....	(1,7)	....	–

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

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Variazione percentuale a un mese, depurata dalla componente stagionale.

imprese manifatturiere si è confermato su valori storicamente alti. I costi di produzione continuano a risentire delle difficoltà di reperimento a livello globale di alcune materie prime e di determinati input intermedi, anche in connessione con le tensioni causate dall'invasione dell'Ucraina, nonché degli elevati costi di trasporto e dell'allungamento nei tempi di consegna delle forniture.

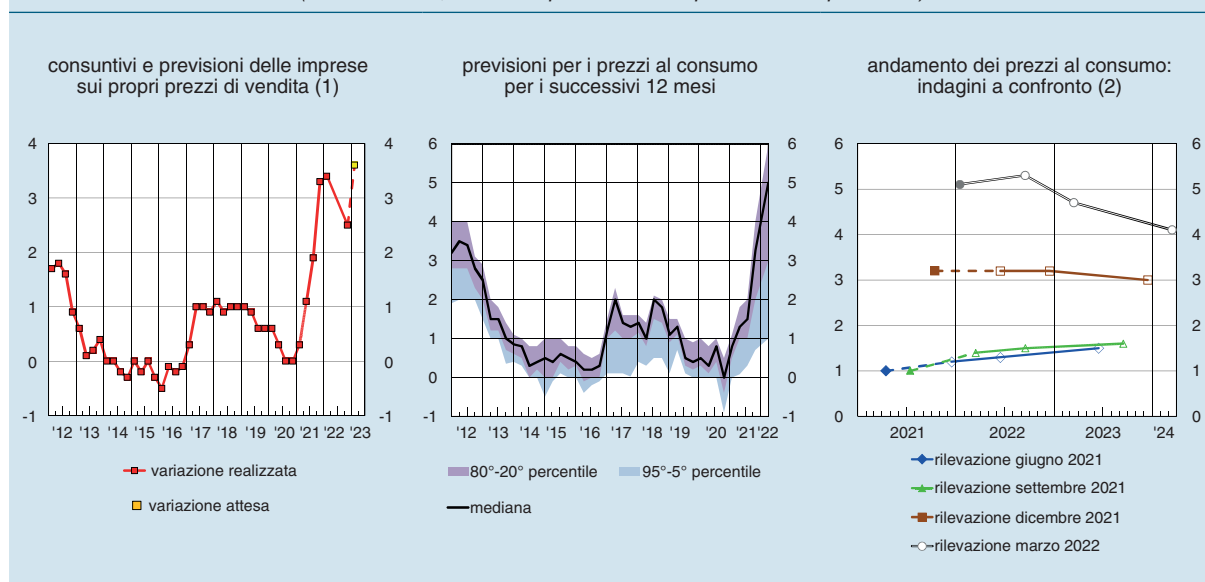
...ma le pressioni salariali restano moderate

Le pressioni sui prezzi derivanti dalle retribuzioni rimangono modeste. In gennaio e febbraio la crescita dei salari nel settore privato non agricolo è stata contenuta (cfr. il par. 2.5). Il costo del lavoro per unità di prodotto nel complesso dell'economia ha decelerato all'1,3 per cento nel quarto trimestre rispetto a un anno prima (2,3 nel terzo), riflettendo il rallentamento dei redditi per ora lavorata.

Le attese di inflazione di imprese e famiglie sono ulteriormente aumentate

Nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta fra febbraio e marzo dalla Banca d'Italia, le imprese hanno riportato un nuovo rialzo delle attese di inflazione su tutti gli orizzonti previsivi, in misura più marcata su quelli più brevi (oltre il 5 per cento; fig. 36). Le aziende stimano un rincaro medio dei propri listini del 3,6 per cento nei successivi dodici mesi;

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 robusta delle risposte 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 il dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto, la media delle previsioni (della variazione dei prezzi a 12 mesi) per i 6 mesi successivi alla data dell'indagine; il terzo punto, la media delle previsioni per i 12 mesi successivi; il quarto punto, la media delle previsioni per i 24 mesi successivi.

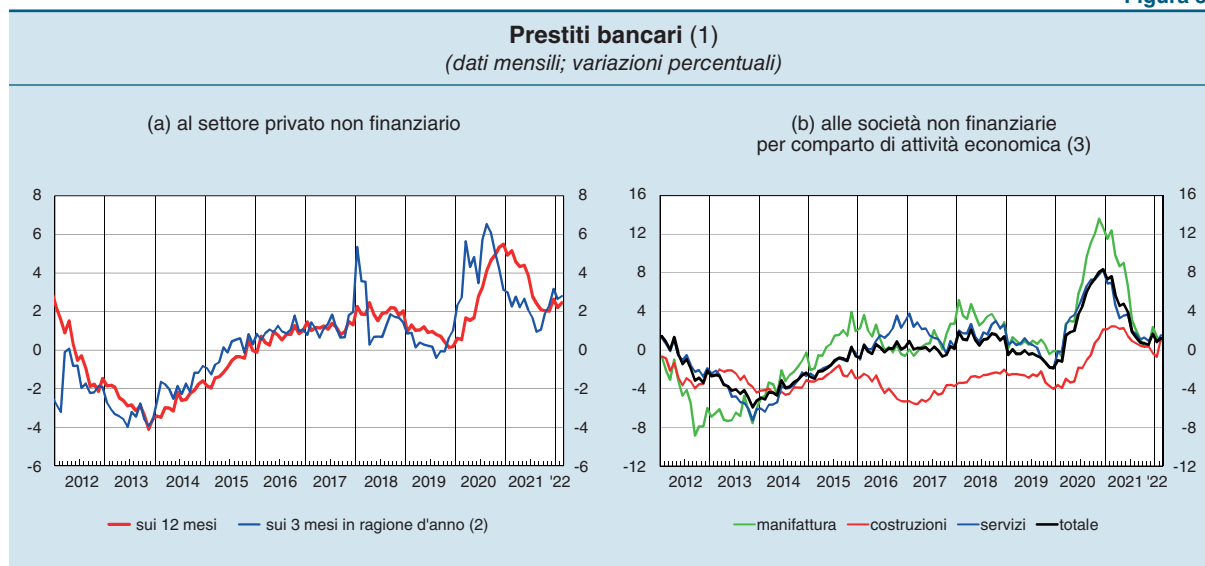
l'aumento atteso è più accentuato nell'industria, maggiormente esposta all'incremento dei costi energetici e degli input e alle difficoltà di approvvigionamento rispetto ai servizi. All'inizio dell'anno è ancora salito, portandosi sui massimi storici, il saldo rilevato dalle inchieste dell'Istat fra la percentuale di famiglie che si attendevano una crescita dei prezzi nei successivi dodici mesi e quella di coloro che ne prefiguravano una diminuzione. Gli operatori professionali censiti in marzo da Consensus Economics si aspettano nel 2022 un'inflazione media pari al 5,8 per cento, quasi 4 punti superiore alle loro attese dello scorso dicembre; tuttavia già per il 2023 ne prevedono un rientro poco al di sotto del 2 per cento.

2.7 LE BANCHE

Nei primi mesi del 2022 la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è rimasta contenuta. In presenza di ampie disponibilità liquide accumulate nell'ultimo biennio e in un contesto caratterizzato da molteplici fattori di incertezza la domanda di nuovi finanziamenti si è mantenuta modesta. Le indagini più recenti condotte presso le imprese indicano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito. I tassi di deterioramento dei finanziamenti alle imprese sono rimasti su livelli storicamente bassi. Nel 2021 il rendimento del capitale dei gruppi bancari significativi è aumentato.

La crescita del credito alle imprese è ancora modesta

L'espansione dei prestiti al settore privato non finanziario si è portata in febbraio al 2,8 per cento sui tre mesi (da 2,3 in novembre, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 37.a). La dinamica dei finanziamenti alle famiglie è rimasta solida (4,1 per cento sui tre mesi, dal 3,8), mentre quella del credito alle società non finanziarie, seppure in recupero, resta su valori contenuti (2,4 per cento, dall'1,4; fig. 37.b).



Fonte: 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. – (2) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo. – (3) Variazioni sui 12 mesi; fino a dicembre 2013 le serie per i comparti non sono corrette per gli aggiustamenti di valore.

La domanda da parte delle imprese è stata frenata dalle abbondanti disponibilità liquide accantonate nel corso della crisi pandemica (cfr. il par. 2.2) e ha risentito del quadro di incertezza.

I tassi di variazione sui dodici mesi del credito alle famiglie evidenziano un robusto incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni (5,1 per cento), a fronte di un andamento ancora debole del credito al consumo (1,5 per cento). L'espansione dei finanziamenti alle imprese si è rafforzata in tutti i settori di attività economica.

**La raccolta
si è mantenuta
solida**

Tra novembre e febbraio la raccolta delle banche è rimasta stabile. È migliorata la dinamica dei depositi di non residenti (4,6 per cento, da -5,0 in novembre; tav. 9) e delle passività bancarie verso le controparti centrali (6,2 per cento da 0,3) mentre le obbligazioni hanno continuato a contrarsi e la crescita delle passività verso l'Eurosistema è diventata più moderata. Il costo della raccolta è lievemente salito, pur confermandosi su livelli contenuti.

**Il costo del credito
a imprese
e famiglie
resta basso**

Tra novembre e febbraio il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è rimasto stabile (1,1 per cento; fig. 38); quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato di circa un decimo (1,5 per cento).

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), condotta prima dell'invasione dell'Ucraina e riferita al quarto trimestre dello scorso anno, segnalano che i criteri di offerta degli intermediari italiani sui prestiti alle imprese e alle famiglie sono rimasti distesi. I termini e le condizioni sui finanziamenti approvati si sono invece lievemente irrigiditi in tutti i segmenti, in particolare a causa di un incremento dei margini applicati ai prenditori più rischiosi (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Le indagini più recenti condotte presso le imprese dalla Banca d'Italia (*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*) e dall'Istat indicano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito nel primo trimestre dell'anno.

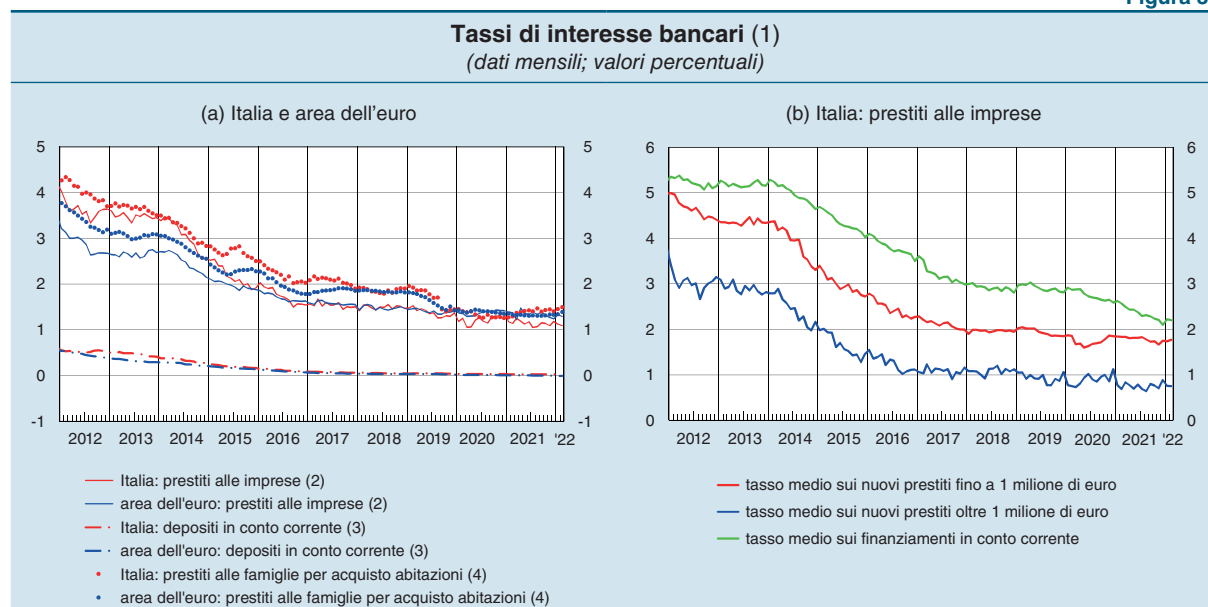
Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Novembre 2021	Febbraio 2022	Novembre 2021	Febbraio 2022
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.711	1.734	-0,3	1,0
<i>di cui:</i> a imprese (4)	663	663	0,6	1,2
a famiglie (5)	663	665	3,7	3,8
Attività verso controparti centrali (6)	44	36	-29,1	-18,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	559	573	-4,5	0,0
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	418	428	-3,1	-0,1
Attività verso Eurosystema (8)	428	405	42,3	28,9
Attività sull'estero (9)	496	501	8,4	14,1
Altre attività (10)	765	764	2,9	4,8
Totale attivo	4.003	4.013	3,5	5,1
Passività				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.834	1.857	5,3	4,1
Depositi di non residenti (9)	304	312	-5,0	4,6
Passività verso controparti centrali (6)	98	114	0,3	6,2
Obbligazioni (12)	210	203	-4,5	-6,9
Passività verso Eurosystema (8)	449	453	22,1	21,3
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	118	121	-13,4	-2,4
Capitale e riserve	348	341	-2,3	-1,4
Altre passività (13)	641	611	2,6	7,6
Totale passivo	4.003	4.013	3,5	5,1

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati aggiornati in febbraio. – (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) L'aggregato 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. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) 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. – (11) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

Figura 38



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosystema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)¹, condotta prima dell'invasione russa dell'Ucraina e relativa al quarto trimestre del 2021, gli intermediari italiani hanno continuato a segnalare politiche di offerta nel complesso distese. I criteri di concessione dei finanziamenti alle imprese e alle famiglie sono stati lievemente allentati (figura A), mentre i termini e le condizioni sui prestiti approvati sono stati moderatamente irrigiditi in tutti i segmenti, in particolare attraverso un aumento dei margini applicati ai prenditori più rischiosi. Le attese delle banche per il primo trimestre di quest'anno indicavano condizioni di offerta sostanzialmente stabili.

Nel quarto trimestre la domanda di credito da parte delle imprese è moderatamente aumentata per effetto della maggiore necessità di scorte e capitale circolante e, seppure in misura più contenuta, dell'incremento degli investimenti fissi lordi. Anche la domanda di prestiti da parte delle famiglie resta sostenuta, beneficiando del miglioramento della fiducia dei consumatori, del più favorevole regime tributario nel mercato degli immobili² e dell'ulteriore recupero della spesa per beni di consumo durevoli. Secondo le aspettative delle banche, nel primo trimestre dell'anno in corso l'espansione della domanda di finanziamenti da parte delle imprese si sarebbe interrotta, mentre sarebbe proseguita quella delle famiglie.

Nell'ambito dell'indagine è stato chiesto alle banche di valutare, per il secondo semestre del 2021, l'impatto degli schemi di garanzie pubbliche connesse con l'emergenza pandemica. Le risposte indicano un nuovo allentamento dei criteri di offerta, nonché dei termini e delle condizioni, applicati ai crediti garantiti concessi alle imprese; la domanda di questi finanziamenti ha tuttavia iniziato a diminuire, riflettendo una riduzione delle esigenze di liquidità. Le politiche di offerta sui prestiti non garantiti hanno registrato una lieve restrizione.

Per lo stesso periodo è stata anche richiesta una valutazione dell'effetto sulle condizioni di offerta della quota di crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPL) presenti nei bilanci bancari: la quota non avrebbe esercitato alcun impatto né sui criteri né su termini e condizioni applicati ai finanziamenti alle imprese, anche a seguito della maggiore attenzione delle banche nella gestione dei prestiti deteriorati.

Le indagini più recenti condotte presso le imprese dalla Banca d'Italia (*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*) e dall'Istat indicano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito nel primo trimestre dell'anno (figura B). Il deterioramento, più marcato secondo le aziende partecipanti al sondaggio dell'Istat che include anche quelle con meno di 50 addetti, ha comunque interessato tutte le classi dimensionali di impresa e i settori di attività economica.

¹ All'indagine, terminata l'11 gennaio 2022, 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, *January 2021 euro area Bank Lending Survey*, comunicato stampa del 1° febbraio 2022.

² All'espansione della domanda di mutui avrebbero verosimilmente contribuito le agevolazioni ai fini delle imposte indirette per favorire l'acquisto della prima casa da parte di soggetti che soddisfano determinati requisiti di età e di ISEE (DL 73/2021, decreto "sostegni bis").

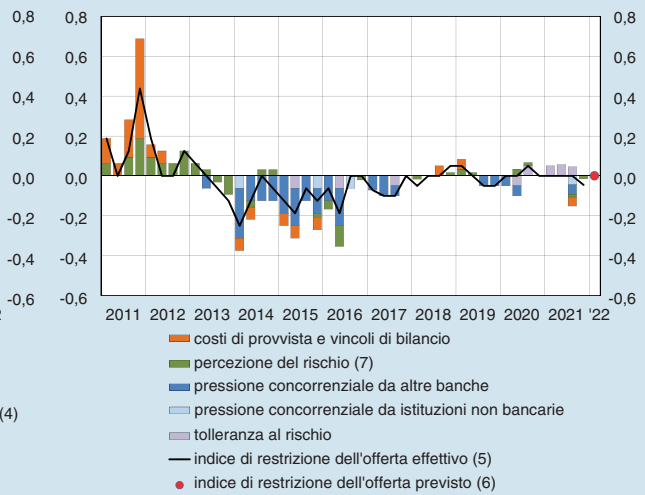
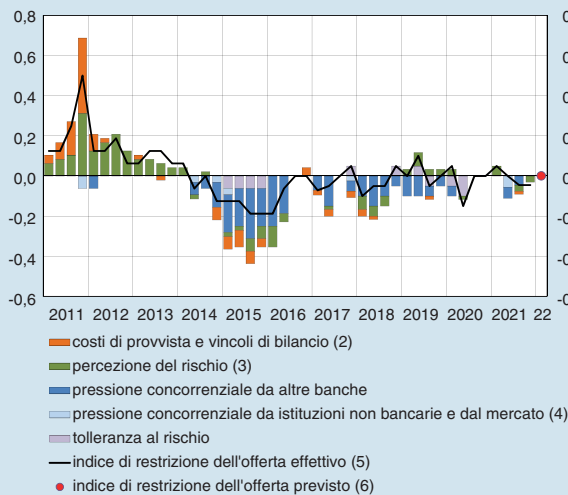
Criteria di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)
(dati trimestrali; indici di diffusione)

Condizioni creditizie

(a) prestiti alle imprese

(b) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

fattori di irrigidimento (+) / allentamento (-)

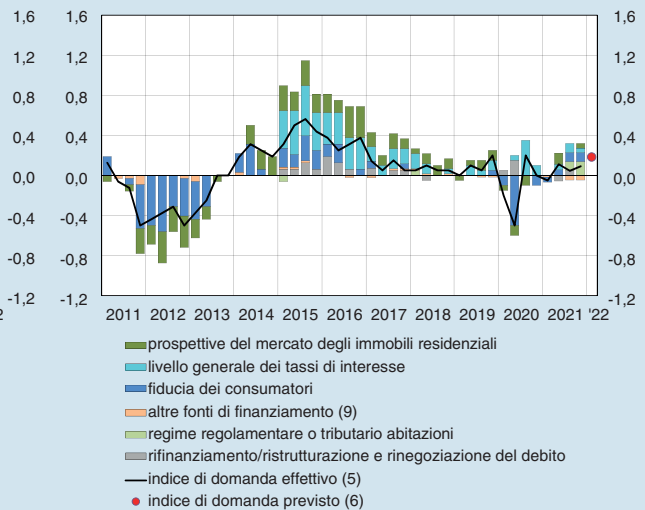
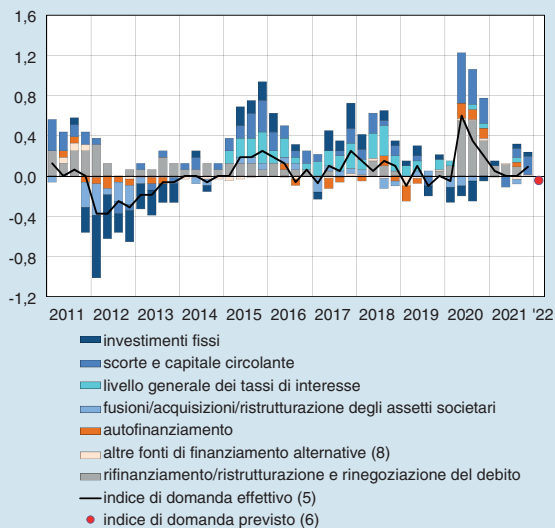


Domanda di prestiti

(c) prestiti alle imprese

(d) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

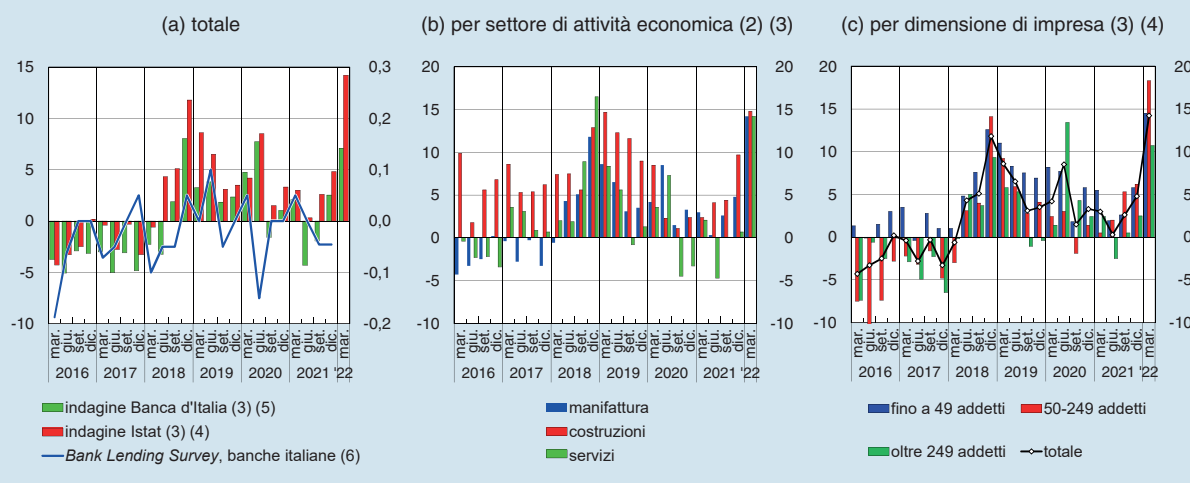
fattori di espansione (+) / contrazione (-)



Fonte: BLS.

(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un 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) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; prospettive del mercato degli immobili residenziali; merito di credito del mutuatario. - (8) Media dei seguenti fattori: prestiti erogati dalle altre banche; prestiti erogati dalle istituzioni non bancarie; emissioni/rimborsi di titoli di debito; emissioni/rimborsi azionari. - (9) Media dei seguenti fattori: autofinanziamento per l'acquisto di abitazioni mediante risparmio; prestiti erogati da altre banche; altre fonti di finanziamento esterno.

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)
(dati trimestrali)



(1) L'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita è condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia (fino a ottobre 2018 in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*) su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi. Le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti ai settori manifatturiero, dei servizi (con esclusione del commercio) e delle costruzioni. I dati per le indagini Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre. Per la BLS, cfr. figura A. – (2) Istat, indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito, calcolata come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di quelle indicanti un miglioramento. – (4) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (5) *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche. – (6) Scala di destra.

I nuovi crediti deteriorati delle imprese si sono mantenuti su livelli contenuti

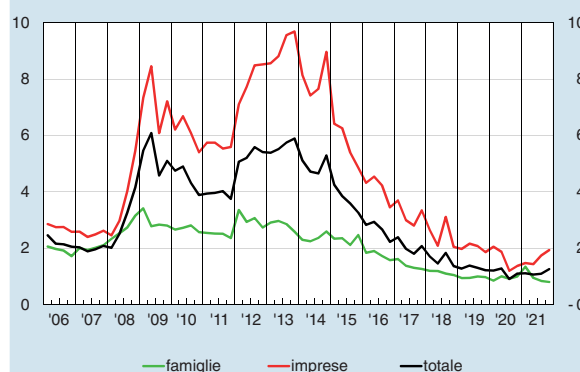
Nel quarto trimestre del 2021 il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è salito all'1,3 per cento (dall'1,1 nel terzo, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 39). Per i prestiti alle società non finanziarie l'indicatore si è portato all'1,9 per cento (dall'1,8), risentendo dell'aumento relativo alle imprese operanti nei servizi e nelle costruzioni; il rapporto rimane tuttavia su livelli storicamente bassi. Il tasso di deterioramento del credito alle famiglie consumatrici si è mantenuto stabile allo 0,8 per cento. Nello stesso periodo l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi si è leggermente ridotta, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (tav. 10). Il tasso di copertura (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è salito di oltre un punto percentuale.

La redditività delle banche è migliorata

Nel 2021 la redditività dei gruppi significativi è più che raddoppiata. La crescita del rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, ha riflesso principalmente la diminuzione

Figura 39

Tassi di deterioramento del credito (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) 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, ove presente.

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

VOCI	Settembre 2021	Dicembre 2021
Crediti deteriorati (2)		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	3,6	3,1
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	1,7	1,4
Tasso di copertura (3)	53,9	55,0
Patrimonio di vigilanza		
<i>Common equity tier1 (CET1) ratio</i>	15,3	15,3
VOCI	2020	2021
Redditività		
ROE (4)	1,4	5,3
Margine di interesse (5)	-4,7	-2,0
Margine di intermediazione (5)	-6,2	4,9
Costi operativi (5)	4,5	-2,4
Risultato di gestione (5)	-26,6	24,9
Rettifiche di valore su crediti (5)	31,5	-36,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. – (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 relative 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.

delle rettifiche di valore su crediti⁴. Il margine di intermediazione è aumentato, sebbene i ricavi abbiano rallentato nel corso dell'anno. L'incremento delle commissioni e, in minor misura, dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione ha più che compensato la contrazione del margine di interesse. I costi operativi si sono ridotti; il risultato di gestione è cresciuto di circa un quarto. Nell'ultimo trimestre del 2021 il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi si è mantenuto stabile; la lieve flessione del capitale è stata bilanciata dalla diminuzione degli attivi ponderati per il rischio.

L'esposizione del settore bancario nei confronti della Russia è contenuta

Alla fine dello scorso anno i finanziamenti erogati dalle banche italiane verso residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina ammontavano a 19,3 miliardi di euro (di cui 19,0 destinati alla Russia), pari allo 0,5 per cento circa degli attivi (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022, di prossima pubblicazione).

In Russia le principali beneficiarie sono state le imprese, che hanno ricevuto prestiti per un importo pari a 14,5 miliardi; escludendo le filiali estere e le filiazioni, i finanziamenti erano nel complesso di circa 8 miliardi.

⁴ Nel 2020 le rettifiche su crediti avevano risentito del notevole deterioramento del quadro macroeconomico connesso con l'inizio della pandemia.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le condizioni del mercato finanziario italiano hanno risentito dell'acuirsi dell'incertezza e dell'accresciuta avversione al rischio degli investitori, soprattutto subito dopo l'invasione dell'Ucraina. Le quotazioni azionarie sono dapprima molto diminuite, principalmente nel comparto bancario, per poi in parte recuperare a partire dalla metà di marzo. Lo spread sovrano e i costi di finanziamento delle imprese e delle banche sono saliti.

I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati

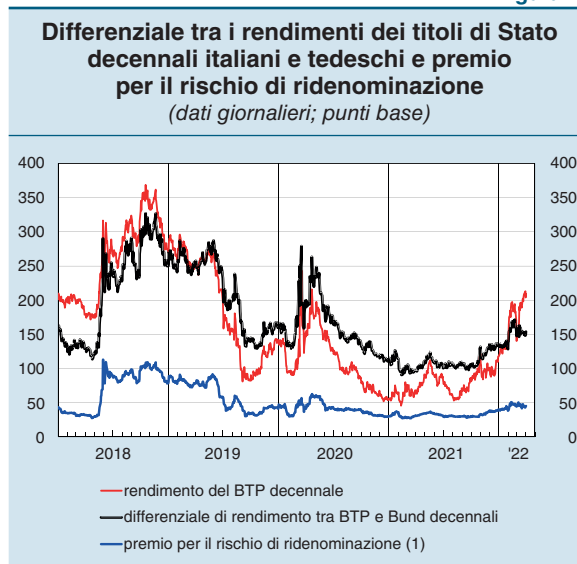
Nel corso del primo trimestre dell'anno i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono stati sospinti al rialzo dalle aspettative di una riduzione dell'accomodamento monetario nell'area dell'euro più rapida di quanto precedentemente atteso, in un contesto di forti pressioni inflazionistiche. I rendimenti dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale sono saliti di 80 punti base e il differenziale con i corrispondenti titoli tedeschi si è ampliato, collocandosi all'inizio di aprile a 154 punti base, dai 132 di metà gennaio. Il premio per il rischio di ridenominazione è marginalmente cresciuto, rimanendo su valori contenuti (fig. 40). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è aumentata, in particolar modo dopo l'invasione dell'Ucraina, raggiungendo livelli circa doppi rispetto alla media dello scorso anno ma largamente inferiori a quelli toccati nel marzo del 2020, all'inizio della pandemia (fig. 41).

Le quotazioni azionarie sono nettamente diminuite...

Dopo un inizio d'anno sostanzialmente positivo per i mercati azionari, favoriti dal miglioramento degli utili societari e dall'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia, le quotazioni hanno iniziato a scendere in corrispondenza delle prime tensioni connesse con la guerra (fig. 42); anche la volatilità è sensibilmente aumentata. Dalla metà di marzo gli indici hanno segnato un parziale recupero.

Nel complesso, dalla seconda metà di gennaio l'indice generale della borsa italiana si è ridotto di circa il 9 per cento, in linea rispetto all'andamento delle principali società dell'area dell'euro. Il conflitto e le conseguenti sanzioni alla Russia hanno influenzato maggiormente l'indice del comparto bancario (sceso del 19 per cento in Italia e del 16 per cento nell'area dell'euro), a causa di timori, poi parzialmente rientrati, per la maggiore esposizione del settore agli sviluppi dell'economia russa.

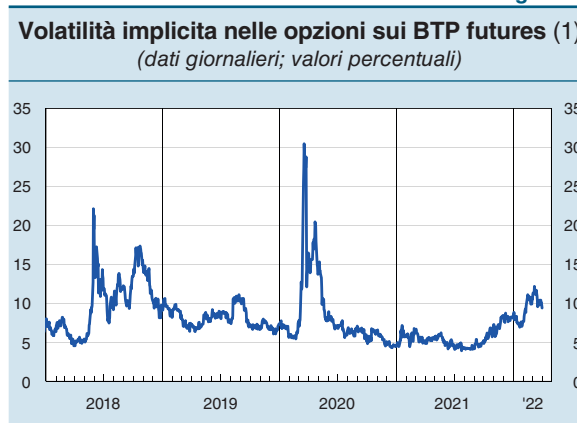
Figura 40



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE CMA.

(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.

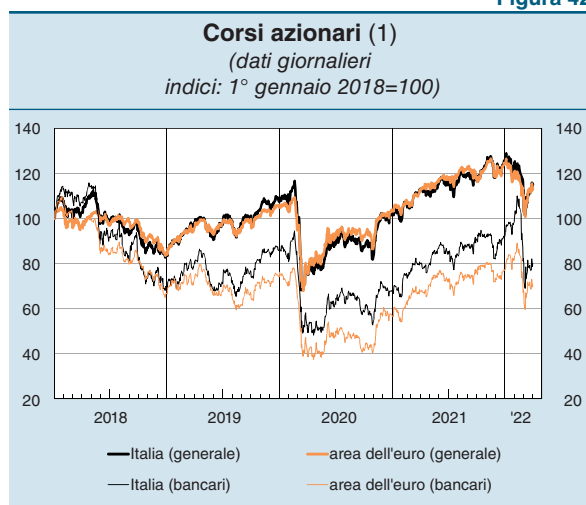
Figura 41



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex.

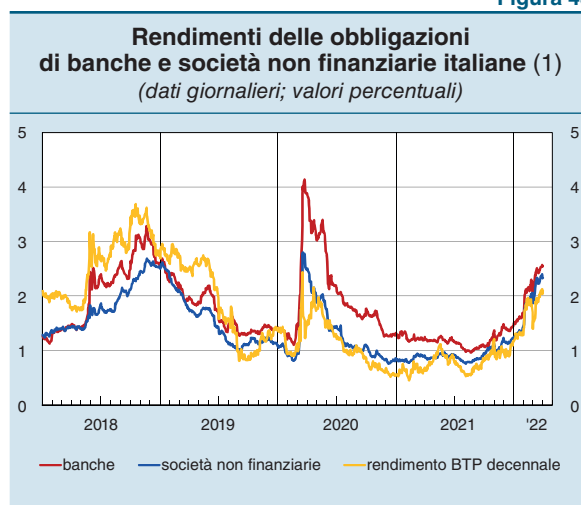
Figura 42



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Indici generali e bancari: FTSE MIB per l'Italia, Dow Jones Euro STOXX per l'area dell'euro.

Figura 43



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE BofAML.

(1) 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.

...e sono aumentati i costi di finanziamento delle società

Il peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari si è riflesso anche sui costi di finanziamento delle imprese e delle banche. Dalla metà di gennaio i rendimenti sul mercato secondario sono saliti di circa 100 punti base sia per le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie sia per quelle emesse dagli istituti di credito (fig. 43), in linea con la media dell'area dell'euro in entrambi i comparti.

Nell'ultimo trimestre dello scorso anno i collocamenti netti di titoli obbligazionari delle società non finanziarie sono stati pari a 4,0 miliardi di euro (da 2,4 del periodo precedente), mentre le banche hanno effettuato rimborsi netti per 4,0 miliardi (da collocamenti netti positivi per 5,2). Nel primo trimestre del 2022 i maggiori costi di raccolta hanno frenato il ricorso al mercato obbligazionario. Sulla base di dati preliminari diffusi da Bloomberg, le emissioni nette di titoli di società non finanziarie sono significativamente diminuite, a causa sia dei minori collocamenti lordi sia dei maggiori rimborsi; per le banche i collocamenti netti sono rimasti negativi per effetto del forte incremento dei rimborsi.

La raccolta netta dei fondi comuni continua a crescere

Nel quarto trimestre del 2021 è proseguito l'afflusso netto di risparmio verso i fondi comuni italiani, seppure a un ritmo più lento (12,8 miliardi di euro, da 16,9 del periodo precedente, in base ai dati di Assogestioni). Gli acquisti netti di quote si sono concentrati principalmente nel comparto azionario, mentre si sono verificati consistenti deflussi netti dal comparto monetario. La raccolta dei fondi comuni aperti è rimasta sostanzialmente invariata in gennaio e febbraio, con flussi netti mensili di investimento per 4,6 miliardi, a fronte di circa 4,3 miliardi nella media del trimestre precedente.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2021 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL si è sensibilmente ridotto. Anche il peso del debito sul prodotto è significativamente diminuito, soprattutto grazie alla dinamica molto favorevole del denominatore. Nei primi mesi dell'anno in corso il Governo ha

varato ulteriori misure per contrastare gli effetti dell'aumento dei costi energetici sui bilanci di famiglie e imprese; i provvedimenti che includono questi interventi prevedono anche misure di riduzione di altre spese e di aumento delle entrate – tra cui quelle connesse con un prelievo straordinario sulle società operanti nel settore energetico – tali da determinare, secondo le valutazioni ufficiali, un impatto sostanzialmente nullo sui conti pubblici. Lo scorso 6 aprile il Governo ha approvato il *Documento di economia e finanza 2022* (DEF). A fronte del miglioramento del quadro tendenziale dei conti pubblici, gli obiettivi di indebitamento netto fissati in settembre sono stati confermati. Nel 2022 il disavanzo e il debito si collocherebbero rispettivamente al 5,6 e al 147,0 per cento del PIL per poi scendere, fino al 2,8 e al 141,4 nel 2025.

Nel 2021 l'indebitamento netto è significativamente diminuito...

Secondo i dati di consuntivo diffusi dall'Istat, nel 2021 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 7,2 per cento del PIL (dal 9,6 del 2020; tav. 11), oltre 2 punti percentuali in meno della stima ufficiale contenuta nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021* (NADEF) della fine di settembre. Il calo rispetto al 2020 riflette la diminuzione del disavanzo primario (al 3,7 per cento del prodotto, dal 6,1), mentre la spesa per interessi è rimasta sostanzialmente stabile in rapporto al PIL.

...per effetto di un aumento delle spese inferiore a quello delle entrate

Nel 2021 le uscite al netto degli interessi delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute del 4,1 per cento (36 miliardi; tav. 12), in seguito all'aumento sia delle spese primarie correnti (soprattutto in ragione di quello dei consumi intermedi e di altre poste minori), sia delle spese in conto capitale. Per queste ultime la dinamica particolarmente sostenuta è connessa con gli investimenti pubblici e con i contributi a quelli privati, nonché con le misure di sostegno alle imprese legate alla pandemia (inclusi gli accantonamenti a fronte delle garanzie statali sui prestiti).

Le entrate complessive sono salite del 9,2 per cento (72,2 miliardi). Tra quelle correnti sono aumentate specialmente le imposte indirette, sostenute soprattutto dal gettito dell'IVA, dell'IRAP e delle accise sugli oli minerali. L'incremento delle entrate in conto capitale è legato in particolare alla contabilizzazione

Tavola 11

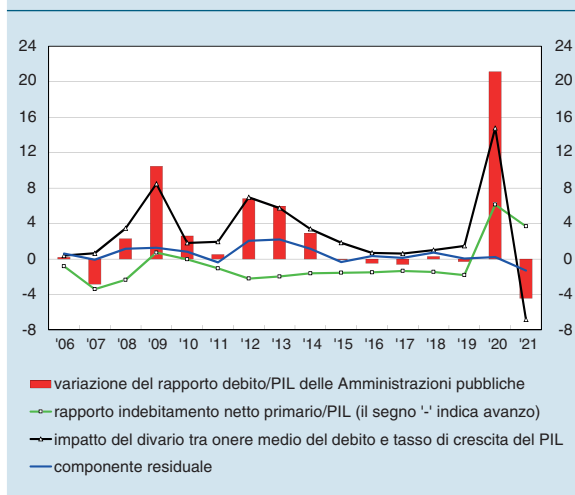
Principali indicatori dei conti delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	2018	2019	2020	2021
Indebitamento netto	2,2	1,5	9,6	7,2
Avanzo primario	1,5	1,8	-6,1	-3,7
Spesa per interessi	3,6	3,4	3,5	3,5
Pressione fiscale	41,7	42,3	42,8	43,5
Fabbisogno	2,2	1,9	9,4	5,2
Debito	134,4	134,1	155,3	150,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 5 aprile 2022). (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Figura 44

Debito delle Amministrazioni pubbliche: andamento e determinanti delle sue variazioni
(dati annuali; in percentuale del PIL)



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, elaborazioni su dati Istat.

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche

VOCI	Miliardi di euro		Variazioni percentuali	
	2020	2021	2020	2021
SPESE				
Redditi da lavoro	173,5	176,3	0,3	1,6
Consumi intermedi	103,6	110,4	2,4	6,6
Prestazioni sociali in natura	46,1	47,1	0,9	2,0
Prestazioni sociali in denaro	399,2	399,2	10,5	0,0
Interessi passivi	57,3	62,9	-5,0	9,7
Altre spese correnti	76,1	83,3	12,8	9,4
Spese correnti	855,8	879,1	5,8	2,7
in % del PIL	51,7	49,5		
Spese correnti al netto degli interessi	798,5	816,3	6,7	2,2
in % del PIL	48,2	46,0		
Investimenti (1)	42,4	50,7	2,4	19,5
Altre spese in c/capitale	46,1	56,1	124,3	21,7
Spese in c/capitale	88,6	106,8	42,8	20,6
Totale spese al netto degli interessi	887,1	923,1	9,4	4,1
in % del PIL	53,5	52,0		
TOTALE SPESE	944,4	986,0	8,4	4,4
in % del PIL	57,0	55,5		
ENTRATE				
Imposte dirette	250,7	267,1	-2,9	6,5
Imposte indirette	227,1	258,3	-11,8	13,8
Contributi sociali	229,7	245,0	-5,2	6,7
Produzione vendibile e per uso proprio	39,1	44,0	-12,4	12,6
Altre entrate correnti	34,6	35,9	-5,0	3,9
Entrate correnti	781,2	850,4	-6,9	8,9
in % del PIL	47,1	47,9		
Entrate in c/capitale	4,2	7,2	-2,2	71,3
di cui: imposte	0,9	1,6	-24,6	69,7
TOTALE ENTRATE	785,4	857,6	-6,9	9,2
in % del PIL	47,4	48,3		
di cui: pressione fiscale	42,8	43,5		
INDEBITAMENTO NETTO	-159,0	-128,3		
in % del PIL	-9,6	-7,2		
Saldo primario	-101,7	-65,5		
in % del PIL	-6,1	-3,7		
per memoria: PIL	1.657,0	1.775,4	-7,8	7,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 5 aprile 2022).
 (1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

dei contributi agli investimenti da parte dell'Unione europea in relazione al *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). La pressione fiscale è cresciuta di oltre mezzo punto, al 43,5 per cento.

Il rapporto tra il debito e il PIL si è ridotto di oltre 4 punti percentuali

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è sceso al 150,8 per cento⁵, dal 155,3 del 2020: il differenziale particolarmente ampio tra crescita nominale del prodotto e onere medio del debito ha più che compensato il disavanzo primario (fig. 44). La diminuzione del rapporto tra il debito e il PIL è stata più marcata rispetto alle previsioni ufficiali dello scorso settembre (che ne prefiguravano una riduzione di circa 2 punti percentuali), principalmente per il minore disavanzo registrato a consuntivo.

Nel 2021 il debito in termini nominali è cresciuto di 105,2 miliardi; questa variazione è stata superiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (92,4 miliardi), a causa dell'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (5 miliardi) e dell'effetto degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della dinamica del tasso di cambio (7,8 miliardi; tav. 13).

Alla fine dello scorso anno la quota del debito detenuta dalla Banca d'Italia si è collocata al 25,3 per cento (dal 21,6). L'onere medio sul debito è rimasto sostanzialmente in linea con il valore della fine del 2020, pari al 2,4 per cento. La vita media residua si è allungata a 7,6 anni (da 7,4).

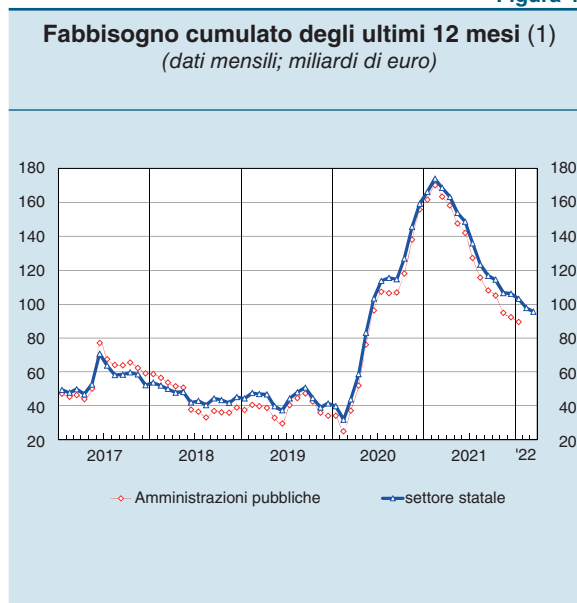
Nel primo trimestre di quest'anno è proseguito il buon andamento dei dati di cassa (fig. 45): il fabbisogno del settore statale è stato pari a 30 miliardi, in diminuzione di circa 11 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2021.

Tavola 13

Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti (miliardi di euro)					
VOCI	2018	2019	2020	2021	
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	51,7	28,5	162,7	105,2	
(a) Fabbisogno complessivo	39,0	34,1	155,8	92,4	
di cui: sostegno ai paesi UEM	0,0	-0,4	-0,1	-0,4	
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	5,8	-2,2	9,6	5,0	
(c) Scarti e premi di emissione (1)	6,8	-3,5	-2,4	7,6	
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,1	0,1	-0,3	0,2	

(1) È incluso l'effetto della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

Figura 45



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) per il settore statale. (1) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato.

⁵ In questo Bollettino vengono diffusi i dati sul debito e sul fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche rivisti in occasione della notifica trasmessa lo scorso 31 marzo alla Commissione europea nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Le revisioni dei dati pubblicati lo scorso 15 marzo sono molto limitate; per ulteriori dettagli, cfr. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione. Per il calcolo del debito pubblico e del fabbisogno in rapporto al PIL si utilizza la stima del prodotto nominale diffusa dall'Istat lo scorso 4 aprile.

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche delle misure incluse nella L. 25/2022,
nei DD.LL. 17/2022 e 21/2022 e nel decreto del MEF del 18 marzo 2022**
(milioni di euro)

VOCI	2022	2023	2024
USO DELLE RISORSE (D=A+B+C)	16.427	2.141	1.877
Interventi in materia di energia e contenimento prezzi carburanti e beni energetici (A)	11.256	194	13
Interventi a favore delle utenze per il contenimento degli oneri in bolletta	5.545	0	0
Annullamento degli oneri generali di sistema nel settore elettrico	4.200	0	0
Riduzione aliquota IVA e oneri generali di sistema nel settore del gas	842	0	0
Rideterminazione delle agevolazioni relative al bonus sociale elettrico e gas	503	0	0
Crediti di imposta per spese energetiche e per acquisto di carburanti	3.518	0	0
a favore delle imprese per l'acquisto di energia elettrica e gas	1.101	0	0
per parziale compensazione extracosti a favore di imprese energivore	1.465	0	0
per parziale compensazione extracosti a favore di imprese a forte consumo di gas	757	0	0
a favore di imprese del settore autotrasporto (per acquisto AdBlue e metano)	55	0	0
a favore di imprese del settore agricolo e pesca per acquisto carburanti	140	0	0
Riduzione accise sui carburanti (incluso effetto sull'IVA)	961	0	0
Fondo sostegno settore autotrasporto per far fronte aumento prezzo carburanti	581	0	0
Fondo per garantire la continuità dei servizi degli Enti locali	250	0	0
Fondo per la decarbonizzazione e riconversione verde delle raffinerie	205	45	10
Credito di imposta per investimenti nel Mezzogiorno per l'efficienza energetica	145	145	0
Altro	51	4	3
Interventi in materia di emergenza Covid-19 (B)	2.837	127	127
Spese sanitarie	1.058	100	100
Sostegno a favore dei settori maggiormente colpiti dall'emergenza epidemiologica	965	15	15
Misure a sostegno del settore scolastico	264	0	0
A agevolazioni contributive	224	6	6
Ristoro ai Comuni per minori entrate	150	0	0
Misure di integrazione salariale	147	0	0
Altro	29	6	6
Altri interventi (C)	2.334	1.819	1.737
Fondi per la ricerca, la riconversione e lo sviluppo del settore automotive e dei microprocessori	850	1.500	1.500
Fondi opere pubbliche (revisione prezzi materiali e prosecuzione opere)	510	20	20
Fondi per l'assistenza, il sostentamento e l'accoglienza dei profughi ucraini	356	0	0
Rifinanziamento Fondo garanzia PMI	300	0	0
Altro	319	299	217
REPERIMENTO RISORSE (G=E-F)	16.523	2.182	1.898
Maggiori entrate (E)	7.428	-16	-50
Contributo straordinario sugli extraprofiti imprese energetiche	3.980	0	0
Riapertura termini rideterminazione valori di acquisto terreni e partecipazioni (effetto netto)	1.723	237	237
Differimento deducibilità svalutazioni e perdite su crediti	1.040	-459	-260
Maggior gettito IVA su carburanti (1° ottobre-31 dicembre 2021) (1)	308	0	0
Maggior gettito IVA su carburanti (1° gennaio-28 febbraio 2022) (1)	255	0	0
Effetti riflessi delle misure	97	189	-47
Altro	24	17	20
Minori spese (F)	-9.095	-2.198	-1.948
Riduzione stanziamenti stato di previsione del MEF	-4.516	-1.730	-1.530
Risparmi di spesa su contributi a fondo perduto stanziati da precedenti decreti emergenziali	-1.906	0	0
Diversa destinazione - Proventi aste di CO ₂	-1.605	0	0
Riduzione fondi/stanziamenti di bilancio	-814	-468	-418
Altro	-254	0	0
Variazione dell'indebitamento netto (H=D-G)	-95,9	-41,2	-20,7

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute nell'allegato 3, rispettivamente, della L. 25/2022 e dei DD.LL. 17/2022 e 21/2022 e nel decreto del MEF del 18 marzo 2022.

(1) Il maggior gettito è accertato ai sensi dell'art. 1, comma 291, della L. 244/2007.

Il Governo ha varato ulteriori misure per contenere gli effetti dei rincari energetici

Tra gennaio e marzo il Governo ha varato ulteriori misure di natura temporanea per contrastare gli effetti dell'aumento dei costi energetici sui bilanci di famiglie e imprese⁶, destinando a questo scopo oltre 11 miliardi (tav. 14). In particolare, sono previsti: (a) l'annullamento, per il secondo trimestre dell'anno in corso, degli oneri di sistema delle bollette elettriche per tutte le utenze; (b) il riconoscimento di contributi straordinari alle imprese, prevalentemente sotto forma di crediti di imposta; (c) la diminuzione, per un periodo di 30 giorni, delle accise sui carburanti; (d) la riduzione, per il secondo trimestre, dell'IVA e delle aliquote relative agli oneri di sistema sul consumo di gas; (e) il potenziamento del bonus sociale relativo all'energia elettrica e al gas per le famiglie disagiate⁷. Secondo le valutazioni ufficiali i provvedimenti che includono queste misure avrebbero un impatto sostanzialmente nullo sui conti; le coperture derivano principalmente da interventi di riduzione delle spese⁸ e da un prelievo straordinario sulle società operanti nel settore energetico.

La Commissione ha riconosciuto il conseguimento dei traguardi e degli obiettivi del PNRR per il 2021

A seguito della richiesta di pagamento inviata dal Governo al termine dello scorso anno (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2022), alla fine di febbraio la Commissione europea ha espresso una valutazione positiva sul conseguimento dei 51 traguardi e obiettivi previsti per l'erogazione della prima rata dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (24,1 miliardi tra sovvenzioni e prestiti, 21 al netto di una quota del prefinanziamento ottenuto nell'agosto 2021); nelle attese del Governo, l'erogazione dei fondi avrebbe luogo nel mese in corso (cfr. il par. 1.2).

Il Governo ha approvato il Documento di economia e finanza 2022

Lo scorso 6 aprile il Governo ha approvato il DEF⁹. Nel quadro tendenziale l'indebitamento netto è più basso di quello atteso nella NADEF 2021 di circa lo 0,5 per cento del PIL nel 2022 e di circa lo 0,1 per cento in media nel biennio successivo. A fronte di questo miglioramento dei conti, il Governo conferma gli obiettivi fissati lo scorso settembre; programma infatti di utilizzare questo spazio di bilancio per ulteriori misure espansive, tra cui quelle per contenere gli effetti dei rincari energetici. Il disavanzo passerebbe quindi dal 5,6 per cento del prodotto nell'anno in corso al 2,8 per cento nel 2025. Il rapporto tra il debito e il PIL scenderebbe di quasi 4 punti percentuali nel 2022 e di poco meno di 2 punti in media all'anno nel triennio successivo, collocandosi al 141,4 per cento nel 2025.

⁶ Si tratta degli interventi inclusi nel DL 4/2022 (decreto "sostegni-ter", convertito dalla L. 25/2022), nei DD.LL. 17/2022 e 21/2022 (entrambi in corso di conversione), nonché nel decreto del MEF dello scorso 18 marzo. Questi provvedimenti fanno seguito ai decreti legge emanati nel 2021 (DD.LL. 41/2021, 73/2021 e 130/2021, convertiti dalle LL. 69/2021, 106/2021 e 171/2021, rispettivamente) e alle misure adottate con la legge di bilancio per il 2022 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2022), che avevano stanziato 5,5 miliardi per il 2021 e 3,8 miliardi per il primo trimestre dell'anno in corso. Sul DL 17/2022, cfr. *Disegno di legge C. 3496, conversione in legge del Decreto legge 1° marzo 2022 n. 17, recante misure urgenti per il contenimento dei costi dell'energia elettrica e del gas naturale, per lo sviluppo delle energie rinnovabili e per il rilancio delle politiche industriali*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 15 marzo 2022.

⁷ I provvedimenti dispongono inoltre la concessione di garanzie pubbliche per sostenere la liquidità delle imprese. Queste misure, operando nel limite di risorse già stanziate, non hanno riflessi sui conti pubblici.

⁸ Le minori spese sono soprattutto connesse con la riduzione di stanziamenti relativi a programmi del MEF e con risparmi sui contributi a fondo perduto previsti da precedenti decreti emergenziali.

⁹ Le informazioni attualmente disponibili sono tratte dal *Comunicato stampa del Consiglio dei Ministri n. 71*, 6 aprile 2022.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del *Bollettino economico* disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it.

INDICE

A1	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	61
A2	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	62
A3	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	63
A4	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	64
A5	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	65
A6	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	66
A7	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	67
A8	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	68

Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2019	2,2	0,2	-0,1	-0,3	2,1
2020	3,7	0,2	-11,2	-11,3	3,5
2021	-1,6	0,9	11,9	10,9	-2,4
2019 – 1° trim.	2,5	-1,4	0,4	1,8	3,9
2° trim.	1,7	0,2	0,3	0,1	1,5
3° trim.	1,4	1,4	0,4	-1,0	0,1
4° trim.	3,1	0,3	-1,6	-1,9	2,8
2020 – 1° trim.	6,7	2,1	-10,1	-12,0	4,4
2° trim.	5,7	-3,6	-26,8	-24,1	9,7
3° trim.	0,8	-0,9	-5,6	-4,7	1,7
4° trim.	1,7	2,4	-2,9	-5,2	-0,7
2021 – 1° trim.	-2,3	2,3	8,1	5,7	-4,6
2° trim.	-4,1	4,6	34,4	28,5	-8,3
3° trim.	1,8	0,0	5,0	5,0	1,8
4° trim.	-0,4	-1,9	4,7	6,7	1,5
Servizi					
2019	1,5	0,5	0,6	0,2	1,1
2020	4,0	3,8	-8,5	-11,8	0,2
2021	0,4	-2,1	4,5	6,7	2,5
2019 – 1° trim.	1,8	-1,0	0,4	1,4	2,9
2° trim.	1,0	0,9	0,9	0,0	0,1
3° trim.	1,6	0,9	0,9	0,0	0,7
4° trim.	1,7	1,0	0,2	-0,8	0,7
2020 – 1° trim.	4,1	4,1	-5,1	-8,8	0,0
2° trim.	7,0	7,0	-16,0	-21,5	0,0
3° trim.	3,7	3,6	-5,5	-8,7	0,1
4° trim.	2,2	1,6	-7,4	-8,9	0,6
2021 – 1° trim.	1,3	-1,0	-2,8	-1,8	2,3
2° trim.	-2,7	-5,4	12,5	18,9	2,9
3° trim.	1,2	-1,5	3,1	4,7	2,8
4° trim.	1,7	-0,3	6,1	6,4	2,1
Totale economia					
2019	1,8	0,5	0,5	0,0	1,3
2020	3,5	2,5	-8,8	-11,0	1,0
2021	-0,1	-1,4	6,6	8,0	1,3
2019 – 1° trim.	2,0	-0,9	0,6	1,5	3,0
2° trim.	1,5	1,3	0,9	-0,4	0,1
3° trim.	1,7	1,1	0,7	-0,4	0,6
4° trim.	2,0	0,6	-0,2	-0,7	1,5
2020 – 1° trim.	4,1	3,1	-6,2	-9,0	0,9
2° trim.	6,0	4,0	-18,4	-21,6	1,9
3° trim.	2,7	2,0	-5,0	-6,9	0,6
4° trim.	2,1	1,5	-6,0	-7,4	0,6
2021 – 1° trim.	0,2	-0,9	0,1	1,0	1,1
2° trim.	-3,1	-3,7	17,7	22,2	0,7
3° trim.	1,4	-0,8	3,7	4,6	2,3
4° trim.	1,2	-0,1	6,1	6,2	1,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento: 2015.

Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi

(indici: 2015=100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Italia		Francia		Germania		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2019	0,6	0,5	1,3	0,6	1,4	1,3	1,2	1,0
2020	-0,1	0,5	0,5	0,6	0,4	0,7	0,3	0,7
2021	1,9	0,8	2,1	1,3	3,2	2,2	2,6	1,5
2019 – gen.	0,9	0,6	1,4	0,6	1,7	1,8	1,4	1,1
feb.	1,1	0,4	1,6	0,6	1,7	1,6	1,5	1,0
mar.	1,1	0,3	1,3	0,3	1,4	1,0	1,4	0,8
apr.	1,1	0,7	1,5	0,5	2,1	2,0	1,7	1,3
mag.	0,9	0,5	1,1	0,3	1,3	0,9	1,2	0,8
giu.	0,8	0,4	1,4	0,7	1,5	1,5	1,3	1,1
lug.	0,3	0,4	1,3	0,7	1,1	0,9	1,0	0,9
ago.	0,5	0,6	1,3	0,6	1,0	0,8	1,0	0,9
set.	0,2	0,5	1,1	0,8	0,9	1,0	0,8	1,0
ott.	0,2	0,7	0,9	0,8	0,9	1,1	0,7	1,1
nov.	0,2	0,7	1,2	0,8	1,2	1,8	1,0	1,3
dic.	0,5	0,6	1,6	1,0	1,5	1,7	1,3	1,3
2020 – gen.	0,4	0,5	1,7	0,9	1,6	1,3	1,4	1,1
feb.	0,2	0,5	1,6	1,2	1,7	1,4	1,2	1,2
mar.	0,1	0,6	0,8	0,7	1,3	1,3	0,7	1,0
apr.	0,1	0,6	0,4	0,3	0,8	1,0	0,3	0,9
mag.	-0,3	0,6	0,4	0,7	0,5	1,1	0,1	0,9
giu.	-0,4	0,5	0,2	0,4	0,8	1,1	0,3	0,8
lug.	0,8	2,1	0,9	1,4	0,0	0,7	0,4	1,2
ago.	-0,5	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,6	-0,2	0,4
set.	-1,0	-0,5	0,0	0,4	-0,4	0,3	-0,3	0,2
ott.	-0,6	-0,1	0,1	0,3	-0,5	0,1	-0,3	0,2
nov.	-0,3	0,3	0,2	0,4	-0,7	-0,1	-0,3	0,2
dic.	-0,3	0,4	0,0	0,2	-0,7	-0,1	-0,3	0,2
2021 – gen.	0,7	1,3	0,8	1,1	1,6	2,0	0,9	1,4
feb.	1,0	1,5	0,8	0,6	1,6	1,7	0,9	1,1
mar.	0,6	0,7	1,4	1,0	2,0	1,6	1,3	0,9
apr.	1,0	0,3	1,6	1,1	2,1	1,1	1,6	0,7
mag.	1,2	0,2	1,8	1,1	2,4	1,6	2,0	1,0
giu.	1,3	0,3	1,9	1,3	2,1	1,2	1,9	0,9
lug.	1,0	-0,9	1,5	0,3	3,1	1,8	2,2	0,7
ago.	2,5	0,8	2,4	1,3	3,4	2,1	3,0	1,6
set.	2,9	1,4	2,7	1,7	4,1	2,5	3,4	1,9
ott.	3,2	1,2	3,2	1,8	4,6	2,8	4,1	2,0
nov.	3,9	1,3	3,4	2,1	6,0	4,1	4,9	2,6
dic.	4,2	1,5	3,4	2,1	5,7	3,9	5,0	2,6
2022 – gen.	5,1	1,3	3,3	1,7	5,1	2,8	5,1	2,3
feb.	6,2	1,7	4,2	2,6	5,5	3,0	5,9	2,7
mar.	(7,0)	(1,8)	(5,1)	....	(7,6)	....	(7,5)	(3,0)

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media ponderata degli indici dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata.

**Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero:
consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti (1)**
(miliardi di euro; valori percentuali)

PERIODO	Consistenze								Raccordo stock-flussi			
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	Totale	Totale in percentuale del PIL	Variazione del totale consistenze (a)=(b)+(c)	Aggiustamenti di valutazione (2) (b)	Flussi del conto finanziario (c)	
		Azioni e fondi comuni	Titoli di debito									
Attività												
2018	594	1.368	825	543	76	539	133	2.710	153,0	30	-81	111
2019	622	1.548	942	606	75	556	156	2.957	164,6	247	120	127
2020	604	1.659	1.016	643	82	562	172	3.078	185,8	122	7	115
2021	622	1.857	1.186	671	76	583	201	3.339	188,0	260	81	179
2020 – 1° trim.	615	1.412	828	584	85	590	167	2.868	161,7	-89	-127	39
2° trim.	611	1.531	910	622	84	569	175	2.970	174,9	102	84	18
3° trim.	612	1.579	946	633	86	561	178	3.017	179,7	47	12	35
4° trim.	604	1.659	1.016	643	82	562	172	3.078	185,8	62	38	24
2021 – 1° trim.	613	1.714	1.068	645	77	559	164	3.127	187,9	48	16	32
2° trim.	616	1.770	1.120	651	73	571	170	3.199	184,7	72	22	51
3° trim.	628	1.800	1.143	657	74	577	190	3.269	186,7	70	6	64
4° trim.	622	1.857	1.186	671	76	583	201	3.339	188,0	70	37	32
Passività												
2018	489	1.148	216	931	107	1.055	-	2.798	158,0	-10	-88	78
2019	519	1.364	282	1.082	116	977	-	2.977	165,7	179	106	72
2020	512	1.342	252	1.090	131	1.060	-	3.045	183,8	68	15	52
2021	536	1.361	296	1.065	106	1.204	-	3.207	180,6	162	9	153
2020 – 1° trim.	517	1.228	206	1.022	133	1.047	-	2.925	164,9	-52	-86	34
2° trim.	517	1.263	231	1.032	133	1.074	-	2.986	175,9	61	47	14
3° trim.	514	1.293	222	1.071	136	1.051	-	2.994	178,3	8	8	-1
4° trim.	512	1.342	252	1.090	131	1.060	-	3.045	183,8	51	46	5
2021 – 1° trim.	517	1.389	275	1.113	113	1.056	-	3.075	184,8	30	4	26
2° trim.	527	1.397	281	1.116	107	1.080	-	3.112	179,7	37	-3	40
3° trim.	532	1.384	283	1.101	108	1.136	-	3.160	180,4	48	3	46
4° trim.	536	1.361	296	1.065	106	1.204	-	3.207	180,6	47	6	41
Posizione netta												
2018	105	220	609	-388	-31	-515	133	-88	-5,0	40	7	33
2019	102	184	660	-476	-41	-421	156	-20	-1,1	68	14	54
2020	92	318	765	-447	-49	-498	172	34	2,0	54	-9	63
2021	87	496	890	-394	-30	-621	201	132	7,4	98	72	26
2020 – 1° trim.	98	184	622	-438	-48	-457	167	-57	-3,2	-37	-41	5
2° trim.	95	269	679	-410	-49	-505	175	-16	-1,0	41	37	3
3° trim.	98	287	724	-438	-51	-490	178	23	1,4	39	3	36
4° trim.	92	318	765	-447	-49	-498	172	34	2,0	11	-8	19
2021 – 1° trim.	96	325	793	-468	-37	-497	164	52	3,1	18	12	6
2° trim.	89	374	839	-466	-35	-510	170	88	5,1	36	25	11
3° trim.	96	416	860	-444	-33	-559	190	109	6,2	22	4	18
4° trim.	87	496	890	-394	-30	-621	201	132	7,4	23	32	-9

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6). –
(2) Aggiustamenti di cambio, di prezzo e altri aggiustamenti in volume.

Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale (1)
(milioni di euro)

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2016	44.175	59.963	-4.082	4.973	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	44.923	54.372	-3.787	9.436	-15.098	1.243	-1.188	2.431
2018	44.760	45.926	-2.920	19.153	-17.399	-322	-1.482	1.160
2019	57.867	60.743	-429	14.730	-17.176	-1.769	-2.603	834
2020	62.107	68.213	-7.426	20.424	-19.104	-697	-1.378	681
2021	44.642	52.203	-9.365	21.258	-19.454	-2.287	-3.798	1.511
2021 – 1° trim.	7.785	13.400	-4.615	6.188	-7.188	-1.749	-1.153	-596
2° trim.	15.865	19.802	-3.871	3.295	-3.362	-87	-749	663
3° trim.	16.447	13.599	2.004	5.552	-4.708	247	-575	821
4° trim.	4.545	5.402	-2.883	6.222	-4.196	-698	-1.320	622
2021 – gen.	932	2.085	-1.022	1.631	-1.762	-430	-360	-70
feb.	3.787	5.419	-1.531	2.252	-2.353	-510	-358	-152
mar.	3.066	5.896	-2.062	2.305	-3.072	-809	-435	-374
apr.	6.391	6.858	-1.404	2.081	-1.144	-142	-242	100
mag.	4.283	6.357	-1.606	550	-1.019	-146	-249	102
giu.	5.191	6.587	-861	664	-1.199	202	-258	460
lug.	8.431	8.453	-44	1.545	-1.523	-210	-183	-27
ago.	4.540	2.278	1.277	2.641	-1.657	-198	-163	-34
set.	3.477	2.868	771	1.366	-1.529	654	-229	883
ott.	2.027	2.796	-592	1.410	-1.587	-265	-415	150
nov.	1.504	2.925	-1.393	1.711	-1.738	-327	-437	110
dic.	1.014	-318	-898	3.101	-871	-106	-468	362
2022 – gen.	(-5.907)	(-4.422)	(-1.250)	(1.447)	(-1.681)	(-62)	(-296)	(234)

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6).

Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODO	Italia (2)				Area dell'euro (3)			
	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie
2016	1,1	1,0	0,3	1,9	2,4	2,2	2,4	2,0
2017	1,8	1,3	0,1	2,8	2,9	3,0	3,2	2,9
2018	2,1	2,0	1,4	2,8	3,4	3,6	4,1	3,2
2019	0,2	0,2	-1,9	2,6	3,7	3,4	3,2	3,6
2020	4,7	5,5	8,3	2,3	4,7	4,8	7,1	3,1
2019 – gen.	1,1	1,0	-0,5	2,7	3,1	3,4	3,5	3,2
feb.	1,4	1,3	0,1	2,8	3,3	3,6	3,9	3,3
mar.	1,0	1,0	-0,4	2,7	3,3	3,5	3,7	3,3
apr.	1,0	1,0	-0,4	2,7	3,5	3,6	4,0	3,3
mag.	1,1	1,2	0,0	2,7	3,3	3,6	3,9	3,4
giu.	0,6	0,9	-0,5	2,5	3,5	3,6	3,9	3,3
lug.	0,8	1,0	-0,3	2,5	3,6	3,6	4,0	3,4
ago.	0,6	0,8	-0,6	2,4	3,8	3,7	4,2	3,4
set.	0,6	0,7	-0,8	2,5	3,6	3,5	3,6	3,4
ott.	0,4	0,4	-1,3	2,4	3,7	3,6	3,8	3,4
nov.	0,2	0,1	-1,8	2,4	3,6	3,5	3,4	3,5
dic.	0,2	0,2	-1,9	2,6	3,7	3,4	3,2	3,6
2020 – gen.	0,6	0,6	-1,0	2,6	3,7	3,5	3,2	3,7
feb.	0,4	0,5	-1,2	2,5	3,7	3,4	3,0	3,8
mar.	1,5	1,7	1,5	1,8	5,0	4,3	5,5	3,4
apr.	1,5	1,5	1,8	1,2	5,0	4,6	6,7	3,0
mag.	1,6	1,7	2,0	1,3	5,3	4,9	7,4	3,0
giu.	2,3	2,8	3,7	1,7	4,9	4,8	7,1	3,1
lug.	2,9	3,2	4,5	1,8	4,8	4,8	7,1	3,0
ago.	3,7	4,1	6,0	2,0	4,7	4,8	7,2	3,0
set.	3,9	4,6	6,8	2,2	4,7	4,8	7,1	3,1
ott.	4,3	4,9	7,4	2,2	4,6	4,7	6,8	3,2
nov.	4,6	5,3	8,1	2,3	4,8	4,8	7,0	3,1
dic.	4,7	5,5	8,3	2,3	4,7	4,8	7,1	3,1
2021 – gen.	4,3	4,9	7,3	2,2	4,5	4,7	6,9	3,0
feb.	4,6	5,2	7,6	2,4	4,5	4,7	7,1	3,0
mar.	3,9	4,6	5,8	3,2	3,5	4,1	5,3	3,3
apr.	3,7	4,3	4,6	4,0	3,1	3,5	3,2	3,8
mag.	3,8	4,4	4,8	3,9	2,7	3,0	2,0	3,8
giu.	3,5	3,9	3,9	3,8	2,9	3,1	1,9	4,0
lug.	2,2	2,8	1,9	3,8	3,1	3,1	1,7	4,1
ago.	1,8	2,4	1,3	3,7	3,0	3,0	1,6	4,1
set.	1,7	2,1	0,8	3,6	3,3	3,2	2,1	4,1
ott.	1,6	2,0	0,7	3,6	3,5	3,4	2,6	4,1
nov.	1,5	2,0	0,6	3,7	3,7	3,6	2,9	4,1
dic.	2,1	2,6	1,7	3,7	4,2	4,3	4,3	4,2
2022 – gen.	1,8	2,2	0,9	3,7	4,6	4,3	4,4	4,3
feb.	2,1	2,4	1,2	3,8	4,8	4,4	4,4	4,4

(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. Per ulteriori dettagli sui dati relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *Monetary Developments in the Euro Area*. – (2) Prestiti a residenti in Italia. – (3) Prestiti a residenti nell'area dell'euro. – (4) Le serie sono basate sulle definizioni degli aggregati monetari e delle contropartite adottate dalla BCE nel settembre 2012, in base alle quali vengono esclusi i pronti contro termine con contropartiti centrali (per l'area dell'euro, a partire dai dati del giugno 2010).

Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro (1)
(miliardi di euro)

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie (2)	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2020	-19,4	5,8	7,8	-5,8
2021	-6	8,7	19,5	22,2
2020 – 1° trim.	-14,5	-7,6	-3,6	-25,6
2° trim.	7,6	4,1	1,6	13,4
3° trim.	..	-4,1	2,7	-1,4
4° trim.	-12,4	13,4	7	7,9
2021 – 1° trim.	-5,2	-4,4	6,3	-3,2
2° trim.	-2,1	1,6	6,8	6,3
3° trim.	5,2	-4,3	2,4	3,3
4° trim.	-4	15,8	4	15,9
Area dell'euro				
2020	134,2	111,2	164,8	410,2
2021	111,3	235,9	83,1	430,4
2020 – 1° trim.	32,8	4,5	10,6	48
2° trim.	136,5	45,4	105,2	287,1
3° trim.	0,6	40,3	36	77
4° trim.	-35,8	21	12,9	-1,9
2021 – 1° trim.	51,6	34,1	23,4	109,2
2° trim.	17	52,7	19,6	89,2
3° trim.	27,9	56,6	18,4	102,9
4° trim.	14,9	92,5	21,7	129,1

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area dell'euro (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (2) Include le imprese di assicurazione, gli altri intermediari finanziari, gli ausiliari finanziari, i prestatori di fondi e le istituzioni finanziarie captive.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane (1)
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Prestiti di Istituzioni europee	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
	<i>di cui:</i> raccolta postale								<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2017	-0,6	-2,4	-0,5	41,1	3,7	–	1,6	45,3	13,8	10,5	59,1	0,0
2018	5,2	-2,1	0,8	42,4	-4,6	–	1,0	44,8	-5,8	19,5	39,0	0,0
2019	-10,3	-4,7	6,4	43,0	-7,4	–	0,2	32,0	2,2	-18,0	34,1	-0,4
2020	1,6	-2,5	11,5	134,1	0,6	16,6	0,9	165,4	-9,6	13,0	155,8	-0,1
2021	-4,8	-7,6	-11,9	87,2	0,2	27,0	-0,4	97,4	-5,0	-1,0	92,4	-0,4
2019 – gen.	4,0	-1,0	8,0	29,4	-0,6	–	-0,9	39,9	-44,0	-14,0	-4,1	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,2	-0,3	–	0,1	0,0	9,8	-2,0	9,8	0,0
mar.	0,2	-2,1	0,6	-3,2	-0,2	–	0,3	-2,4	22,4	1,4	20,0	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	–	-0,1	13,9	-11,6	-1,4	2,4	0,0
mag.	-1,0	-0,6	0,3	-10,2	1,0	–	-0,2	-10,1	11,3	3,0	1,2	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,0	-0,5	–	0,7	20,9	-20,5	-3,0	0,4	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,0	-2,3	–	1,2	23,7	-27,1	3,0	-3,4	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,4	0,1	–	-0,3	-2,9	5,3	-3,0	2,4	0,0
set.	1,8	-0,3	1,0	-23,0	..	–	-0,5	-20,7	43,7	-10,0	23,0	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	7,1	-0,1	–	0,2	8,2	-9,8	-3,4	-1,5	-0,2
nov.	-5,2	-1,8	..	3,6	0,4	–	-0,2	-1,5	0,1	2,0	-1,4	-0,2
dic.	-10,8	-0,2	-6,6	-15,1	-4,7	–	0,0	-37,1	22,5	9,4	-14,6	0,0
2020 – gen.	2,7	-1,7	5,8	25,1	1,1	–	-0,1	34,6	-38,6	-6,0	-4,0	0,0
feb.	-2,2	-0,3	-1,1	6,2	0,0	–	-0,4	2,5	-1,8	-0,5	0,7	0,0
mar.	10,8	1,3	-0,2	-23,1	1,3	–	0,1	-11,2	43,2	15,5	32,1	0,0
apr.	-1,9	0,0	10,1	25,7	0,6	–	-0,4	34,0	-16,8	11,5	17,2	0,0
mag.	-4,2	0,2	10,9	32,7	0,6	–	-0,1	39,9	-14,5	-2,5	25,4	0,0
giu.	-0,7	-0,3	1,4	19,8	-1,5	–	0,7	19,8	0,8	0,0	20,5	0,0
lug.	-0,8	-0,4	-3,0	34,7	0,2	–	-0,2	30,8	-23,3	-1,0	7,6	0,0
ago.	0,3	-0,1	1,3	18,4	-1,5	–	-0,2	18,4	-16,8	1,5	1,6	0,0
set.	-1,6	-0,3	-0,3	7,4	0,9	–	0,5	7,0	16,3	-6,0	23,3	..
ott.	-1,0	-0,3	-4,1	-1,8	0,5	10,1	0,0	3,7	6,1	-1,0	9,8	0,0
nov.	3,5	-0,5	-0,6	-7,3	-0,4	6,6	-0,2	1,6	16,9	0,5	18,4	0,0
dic.	-3,3	-0,1	-8,7	-3,6	-1,3	0,0	1,1	-15,8	19,1	1,0	3,3	..
2021 – gen.	3,6	-1,6	5,6	25,5	0,0	0,0	-0,3	34,4	-32,6	0,0	1,8	0,0
feb.	-1,5	-1,1	-3,4	37,2	0,6	4,6	-0,3	37,2	-27,8	0,0	9,3	0,0
mar.	0,2	-0,7	-2,9	5,0	-1,4	5,7	0,3	6,9	18,3	1,0	25,2	-0,1
apr.	-0,2	-0,6	-1,5	28,1	3,4	0,0	-0,6	29,3	-17,1	-5,0	12,1	0,0
mag.	-1,2	-0,4	-0,2	3,4	1,6	0,7	-0,1	4,2	10,5	0,0	14,7	0,0
giu.	2,9	-0,3	0,1	3,2	0,6	0,0	1,3	8,1	6,8	0,0	14,9	-0,1
lug.	-1,1	-0,3	0,5	28,5	1,3	0,0	..	29,3	-36,3	0,0	-7,1	0,0
ago.	-0,8	-0,2	0,7	-7,8	1,1	15,9	-0,2	8,8	-18,9	0,0	-10,1	0,0
set.	-5,0	-0,2	-0,2	-23,5	0,4	0,0	0,6	-27,7	43,3	3,0	15,6	-0,1
ott.	-10,3	-0,2	-2,3	8,1	7,7	0,0	-0,4	2,9	4,0	3,0	6,9	0,0
nov.	1,5	-0,4	-1,4	-14,2	-2,4	0,0	-0,5	-16,9	25,2	0,0	8,2	0,0
dic.	7,0	-1,4	-6,8	-6,3	-12,6	0,0	-0,2	-18,9	19,7	-3,0	0,7	-0,1
2022 – gen.	2,6	-1,2	-0,5	21,4	12,0	0,0	-0,3	35,3	-36,3	-5,4	-1,0	0,0

(1) Per maggiori informazioni, cfr. la sezione *Appendice metodologica in Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), e il contributo al capitale del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM).

