



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2022

4 | 2022



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2022
Ottobre

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 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

Claire Giordano e Guido Bulligan (coordinamento), Marco Albori, Pietro Cova, Emanuele Dicarlo, Marco Flaccadoro, Simona Giglioli, Salvatore Lattanzio, Alessandro Modica, Federico Calogero Nucera

Fabrizio Martello, Valentina Memoli e Rosanna Visca (aspetti editoriali)

Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Gaetano Basso, Francesco Paolo Conteduca, Pietro Cova, Lara D'Arrigo, Michele Mancini, Alessandro Modica, Andrea Petrella

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 14 ottobre 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	21
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	23
2.2 Le imprese	26
2.3 Le famiglie	28
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	30
2.5 Il mercato del lavoro	33
2.6 La dinamica dei prezzi	38
2.7 Le banche	41
2.8 Il mercato finanziario	48
2.9 La finanza pubblica	50

INDICE DEI RIQUADRI

Le esportazioni di beni verso la Russia dall'inizio del conflitto	9
Il <i>Transmission Protection Instrument</i> : il nuovo strumento della BCE per proteggere la trasmissione della politica monetaria	17
L'aggiornamento del quadro previsivo per l'economia italiana	24
L'occupazione attivata dal <i>Piano nazionale di ripresa e resilienza</i>	35
L'offerta e la domanda di credito	44

L'Appendice statistica è disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it

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

Si indebolisce ulteriormente la crescita globale

Nel terzo trimestre l'economia mondiale ha continuato a risentire dell'inflazione eccezionalmente alta, del peggioramento delle condizioni finanziarie, dell'incertezza legata al conflitto in Ucraina, della debolezza dell'attività in Cina e, in misura minore rispetto all'inizio dell'anno, delle difficoltà di approvvigionamento lungo le catene del valore. Il prezzo del gas naturale in Europa – che ha registrato nuovi massimi in agosto – è sceso dopo il raggiungimento degli obiettivi di stoccaggio; i futures segnalano comunque per tutto il prossimo anno prezzi molto elevati, anche a causa dei rischi gravanti sulla sicurezza degli approvvigionamenti. I corsi del petrolio sono invece diminuiti per effetto del diffuso peggioramento congiunturale. Il commercio mondiale ha rallentato. Le più recenti previsioni delle istituzioni internazionali prefigurano un ulteriore indebolimento della crescita globale per il prossimo anno, con rischi orientati al ribasso.

In molte economie avanzate accelera la normalizzazione della politica monetaria

La Federal Reserve ha deliberato in luglio e in settembre due ulteriori cospicui incrementi del tasso di interesse di riferimento e ha confermato la necessità di mantenere un orientamento restrittivo della politica monetaria fino a quando l'inflazione non sarà stata ricondotta in linea con l'obiettivo. Anche la Bank of England ha innalzato nuovamente il tasso di riferimento nelle ultime due riunioni; tra la fine di settembre e la metà di ottobre è intervenuta con acquisti di titoli di Stato per contrastare le forti tensioni finanziarie successive all'annuncio di misure fiscali particolarmente espansive da parte del governo. Diverse altre banche centrali di economie avanzate hanno introdotto aumenti dei tassi ufficiali; la politica monetaria rimane invece accomodante in Giappone e, tra le economie emergenti, in Cina. Dall'inizio di luglio le condizioni finanziarie sui mercati internazionali sono diventate più tese: sono ulteriormente cresciuti i rendimenti dei titoli di

Stato e i corsi azionari hanno continuato a scendere; la volatilità si conferma assai elevata. Prosegue l'apprezzamento del dollaro rispetto alle altre principali valute, riflettendo la più rapida normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti.

Nell'area dell'euro l'attività ristagna e l'inflazione continua ad aumentare

Dopo l'espansione nella prima metà dell'anno, il PIL dell'area dell'euro avrebbe ristagnato nei mesi estivi, risentendo soprattutto di nuovi forti rincari delle materie prime energetiche e dell'acuita incertezza. L'inflazione si è portata in settembre al 9,9 per cento, sospinta soprattutto dalle componenti più volatili. Le imprese e le famiglie prefigurano ulteriori rialzi dell'inflazione nel breve termine, mentre le attese a tre anni si sono stabilizzate; le aspettative tra cinque e dieci anni, desunte dagli indici finanziari, restano intorno al 2 per cento. La dinamica salariale è finora rimasta contenuta, ma potrebbe intensificarsi nella parte finale dell'anno anche per effetto dell'incremento del salario minimo in Germania.

La BCE ha avviato il rialzo dei tassi ufficiali e ha introdotto un nuovo strumento contro la frammentazione dei mercati finanziari

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso due incrementi dei tassi di interesse di riferimento nelle riunioni di luglio e di settembre per complessivi 1,25 punti percentuali; si aspetta di aumentarli ancora nelle prossime riunioni, con un ritmo e fino a un livello che saranno determinati sulla base dei nuovi dati e della revisione delle prospettive di inflazione e crescita. Il Consiglio ha inoltre confermato che proseguirà il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dei programmi di acquisto di attività finanziarie; con riferimento al programma per l'emergenza pandemica (PEPP), il reinvestimento avverrà in maniera flessibile. In luglio il Consiglio ha anche introdotto uno strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (TPI). L'annuncio già a metà giugno re-

lativo al nuovo strumento, unitamente a quello sulla flessibilità nel reinvestimento nell'ambito del PEPP, ha contribuito a contenere i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato dei paesi più esposti alle tensioni sui mercati del debito sovrano e i titoli tedeschi, nonché la loro reattività alle variazioni delle aspettative sui rialzi dei tassi ufficiali.

Nel terzo trimestre il PIL dell'Italia sarebbe appena sceso

Secondo il valore centrale delle nostre stime, in Italia il prodotto sarebbe marginalmente diminuito nel trimestre estivo, anche per effetto dei forti aumenti dei costi energetici e dell'incertezza sull'evoluzione della guerra in Ucraina. Al lieve calo della produzione industriale si aggiungono segnali di indebolimento nelle costruzioni. L'attività nel terziario sarebbe per contro rimasta stabile, grazie al contributo ancora positivo dei comparti turistico e ricreativo. Dal lato della domanda, la spesa delle famiglie è frenata dalla perdita di potere d'acquisto dovuta all'elevata inflazione. Le imprese intervistate fra agosto e settembre nell'ambito delle nostre indagini manifestano un maggiore pessimismo sulle condizioni per investire, connesso con la protratta incertezza.

Il saldo di conto corrente risente dell'ampliamento del deficit energetico

Nel secondo trimestre le esportazioni in volume sono aumentate, sostenute sia dalla componente dei beni sia, in misura più intensa, da quella dei servizi; le importazioni totali sono tuttavia cresciute in maniera più pronunciata. Nel bimestre luglio-agosto le vendite estere di beni avrebbero lievemente rallentato. È proseguito il forte peggioramento del saldo di conto corrente, in atto dalla seconda metà del 2021, a causa dell'ulteriore ampliamento del deficit energetico. La posizione creditoria netta sull'estero rimane comunque solida.

L'occupazione frena e la dinamica salariale resta contenuta

L'occupazione ha continuato a crescere nel secondo trimestre; tuttavia nei mesi estivi sono emersi segnali di rallentamento. Anche le attese delle imprese sull'occupazione sono peggiorate, pur rimanendo compatibili con un ampliamento della domanda di lavoro. La dinamica delle retribuzioni contrattuali è rimasta nel complesso moderata: i rinnovi più recenti hanno stabilito incrementi salariali, per il periodo di validità dei contratti, in linea con le previsioni di infla-

zione al netto della componente energetica importata; nei settori più colpiti dalla pandemia si è mantenuta elevata la quota di dipendenti in attesa di rinnovo. Secondo nostre stime l'attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza, purché completa e nei tempi previsti, porterà a una significativa espansione dell'occupazione entro il 2026, specialmente nelle costruzioni e in alcuni comparti ad alto contenuto tecnologico.

L'inflazione è cresciuta ancora, in parte mitigata dalle misure governative

Nel corso dell'estate l'inflazione al consumo armonizzata è ulteriormente aumentata, al 9,4 per cento in settembre, continuando a risentire dei rialzi eccezionali dei prezzi dei beni energetici e della loro trasmissione a quelli degli altri beni e dei servizi. Valutiamo che i provvedimenti adottati dal Governo per mitigare l'impatto dei rincari energetici sui bilanci di famiglie e imprese abbiano contenuto l'inflazione di circa 2 punti percentuali nel terzo trimestre, in linea con quanto stimato per il secondo.

Peggiorano le prospettive di crescita e l'inflazione è più persistente

Le nostre stime più recenti indicano che in uno scenario di base il PIL aumenterebbe del 3,3 per cento nel complesso dell'anno in corso, rallenterebbe allo 0,3 nel 2023 e crescerebbe dell'1,4 nel 2024. Queste proiezioni restano tuttavia soggette a forti rischi al ribasso. L'inflazione al consumo si collocherebbe all'8,5 per cento nella media del 2022, scendendo al 6,5 nel 2023, per poi portarsi poco sopra il 2 per cento l'anno successivo. In uno scenario avverso – in cui si ipotizzano un arresto delle forniture di gas russo dall'ultimo trimestre del 2022, un nuovo rincaro dell'energia e un più marcato rallentamento del commercio mondiale – il prodotto si contrarrebbe di oltre l'1,5 per cento nel 2023 e tornerebbe a crescere moderatamente nel 2024; l'inflazione continuerebbe a salire anche il prossimo anno, superando il 9 per cento, per poi scendere in maniera decisa nel 2024.

Il costo del credito bancario è lievemente aumentato e le condizioni finanziarie sono peggiorate

I prestiti bancari alle imprese hanno accelerato in agosto, riflettendo il maggiore fabbisogno di capitale circolante dovuto al più elevato

costo degli input e il minore ricorso al finanziamento obbligazionario. Le indagini condotte presso le banche evidenziano un'ulteriore restrizione nelle politiche di offerta, confermata dall'inasprimento delle condizioni di accesso al credito riscontrato nei più recenti sondaggi presso le aziende. L'aumento dei tassi ufficiali dello scorso luglio si è solo in parte trasmesso al costo del credito a famiglie e imprese rilevato in agosto, che rimane nel complesso su livelli ancora contenuti. Le condizioni dei mercati finanziari sono peggiorate, in un contesto di persistenti pressioni inflazionistiche e di timori di un deterioramento del quadro ciclico. Il rialzo dei tassi di politica monetaria e le attese di nuovi incrementi si sono riflessi in un deciso aumento dei rendimenti dei titoli di Stato, più accentuato sulle scadenze a breve termine; rispetto all'inizio di luglio i differenziali di rendimento tra i titoli italia-

ni e quelli tedeschi con scadenza decennale si sono ampliati.

Le stime del Governo per i conti pubblici sono più favorevoli che in primavera

Alla fine di settembre il Governo ha aggiornato le stime dei conti pubblici per l'anno in corso e per il triennio 2023-25. L'indebitamento netto è stimato al 5,1 per cento del PIL nel 2022, circa mezzo punto percentuale in meno rispetto a quanto programmato lo scorso aprile; anche il rapporto tra il debito e il PIL dovrebbe ridursi più di quanto indicato in primavera. Negli ultimi mesi sono stati varati ulteriori provvedimenti per contrastare gli effetti dell'aumento dei prezzi dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese, in linea con gli scostamenti di bilancio autorizzati dal Parlamento.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Il ciclo economico globale ha continuato a risentire dell'inflazione eccezionalmente alta, del peggioramento delle condizioni finanziarie, dell'incertezza legata al conflitto in Ucraina, dell'indebolimento dell'attività in Cina e, in misura minore rispetto all'inizio dell'anno, delle difficoltà di approvvigionamento lungo le catene del valore. In estate gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' indices*, PMI) hanno segnalato rischi al ribasso per l'attività nella maggior parte delle economie. Il prezzo del gas naturale in Europa, che ha registrato nuovi massimi in agosto, è tornato a scendere dopo il raggiungimento degli obiettivi di stoccaggio, restando tuttavia su livelli elevati; i corsi del petrolio sono diminuiti anche a causa del diffuso peggioramento del quadro congiunturale. Prosegue il processo di normalizzazione della politica monetaria nelle maggiori economie avanzate, ad eccezione del Giappone. Il Fondo monetario internazionale stima per il complesso dell'anno in corso e del 2023 un marcato rallentamento del ciclo economico globale, con rischi orientati verso il basso.

La debolezza del ciclo economico globale si è protratta nel secondo trimestre...

Sull'attività delle maggiori economie avanzate hanno continuato a gravare l'elevata inflazione, condizioni finanziarie tese, persistenti vincoli dal lato dell'offerta e l'incertezza connessa con il conflitto in Ucraina. Negli Stati Uniti il PIL si è ridotto per il secondo trimestre consecutivo (tav. 1), riflettendo la contrazione degli

Tavola 1

Crescita del PIL e del commercio mondiale e scenari macroeconomici (variazioni percentuali)							
VOCI	Crescita			Previsioni		Revisioni (1)	
	2021	2022 1° trim. (2)	2022 2° trim. (2)	2022	2023	2022	2023
PIL							
Mondo	6,0	–	–	3,2	2,7	0,0	-0,2
<i>di cui:</i>							
Paesi avanzati							
Area dell'euro	5,3	2,4	3,3	3,1	0,5	0,5	-0,7
Giappone	1,7	0,2	3,5	1,7	1,6	0,0	-0,1
Regno Unito	7,4	3,1	0,9	3,6	0,3	0,4	-0,2
Stati Uniti	5,7	-1,6	-0,6	1,6	1,0	-0,7	0,0
Paesi emergenti							
Brasile	4,6	1,7	3,2	2,8	1,0	1,1	-0,1
Cina	8,1	4,8	0,4	3,2	4,4	-0,1	-0,2
India (3)	8,7	4,1	13,5	6,8	6,1	-0,6	0,0
Russia	4,8	3,6	-4,1	-3,4	-2,3	2,6	1,2
Commercio mondiale	11,2	1,6	0,9	5,3	1,4	1,9	–

Fonte: per i dati effettivi sul PIL, statistiche nazionali; per il PIL mondiale, FMI; per le previsioni del PIL, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2022; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.

(1) Puntuali percentuali; revisioni rispetto a FMI, *World Economic Outlook Update*, luglio 2022 e, per il commercio mondiale, rispetto a Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 3, 2022. – (2) Dati trimestrali; per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (3) I dati effettivi per il 2021 e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

investimenti e della spesa pubblica; sono per contro rimaste molto favorevoli le condizioni sul mercato del lavoro. Nel Regno Unito si è osservato un pronunciato rallentamento, dovuto soprattutto alla flessione degli investimenti. Il PIL ha invece accelerato in Giappone, sospinto dal recupero sia dei consumi delle famiglie, sostenuti dall'attenuarsi delle misure di contrasto alla pandemia, sia dell'accumulazione di capitale.

Tra le economie emergenti le dinamiche sono state differenziate. In Cina i lockdown in alcuni dei maggiori centri produttivi, disposti in marzo e proseguiti per buona parte della primavera, e l'andamento sfavorevole del settore immobiliare hanno determinato un brusco indebolimento dell'attività. Il PIL si è contratto significativamente in Russia per effetto della guerra e delle sanzioni imposte dalla comunità internazionale sul commercio con l'estero e sul sistema finanziario (cfr. il riquadro: *Le esportazioni di beni verso la Russia dall'inizio del conflitto*); tuttavia il calo è risultato minore rispetto alle attese all'avvio del conflitto, grazie alla tenuta delle esportazioni energetiche.

LE ESPORTAZIONI DI BENI VERSO LA RUSSIA DALL'INIZIO DEL CONFLITTO

Una valutazione tempestiva dell'impatto sull'economia russa della guerra contro l'Ucraina e delle sanzioni che ne sono seguite è resa assai complessa dall'interruzione della diffusione di alcune rilevanti statistiche ufficiali da parte della Russia, come quelle bilaterali mensili sull'interscambio con l'estero¹. Le recenti previsioni del Fondo monetario internazionale hanno ridimensionato il calo atteso del PIL russo nel 2022 (-3,4 per cento in ottobre, da -6,0 in luglio), in ragione degli elevati corsi delle materie prime che hanno sostenuto le esportazioni in valore e determinato l'accumulo di ampi avanzi delle partite correnti. Tuttavia, al fine di valutare le prospettive di crescita del paese nel medio e lungo termine, rilevano soprattutto le importazioni, sia perché la disponibilità di beni acquistati dall'estero influenza il benessere dei consumatori, sia perché la produzione nazionale in molti settori chiave è legata all'approvvigionamento dall'estero di beni intermedi e di capitali.

In mancanza di statistiche ufficiali, si è fatto ricorso ai dati pubblicati dai paesi che hanno relazioni commerciali con la Russia per costruire uno scenario controfattuale che si sarebbe osservato in assenza di conflitto. In particolare sono state stimate le esportazioni di beni che i principali partner commerciali avrebbero destinato al mercato russo se l'invasione dell'Ucraina non avesse avuto luogo, sulla base di quelle indirizzate verso un gruppo di paesi "di controllo". Questi ultimi sono stati selezionati considerando – per ciascun partner commerciale della Russia – le economie verso le quali, prima del conflitto, la dinamica delle esportazioni era simile a quella verso la Russia.

L'andamento della serie controfattuale, ricostruita sommando le serie ottenute per ciascun partner (linea rossa tratteggiata della figura, pannello a), mostra che in assenza della guerra e delle conseguenti sanzioni le esportazioni in Russia sarebbero cresciute sensibilmente; dall'inizio del conflitto invece i flussi effettivi hanno registrato una marcata riduzione (di circa un quarto, in luglio). Rispetto allo scenario controfattuale, tra marzo e luglio le vendite dei principali partner verso la Russia risulterebbero complessivamente più basse del 45 per cento, pari a circa 46 miliardi di dollari².

Il calo delle esportazioni in Russia è stato eterogeneo tra paesi: più deciso per quelli che hanno applicato le sanzioni (-56 per cento nel complesso del periodo; figura, pannello b), minore, ma comunque molto

¹ Per una descrizione del quadro sanzionatorio, cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale*, in *Bollettino economico*, 2, 2022. Per un'analisi dell'impatto a livello globale della guerra e delle restrizioni agli scambi commerciali internazionali, cfr. A. Borin, F.P. Conteduca, E. Di Stefano, V. Gunnella, M. Mancini e L. Panon, *Quantitative assessment of the impact of the trade disruptions following the Russian invasion of Ukraine*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 700, 2022.

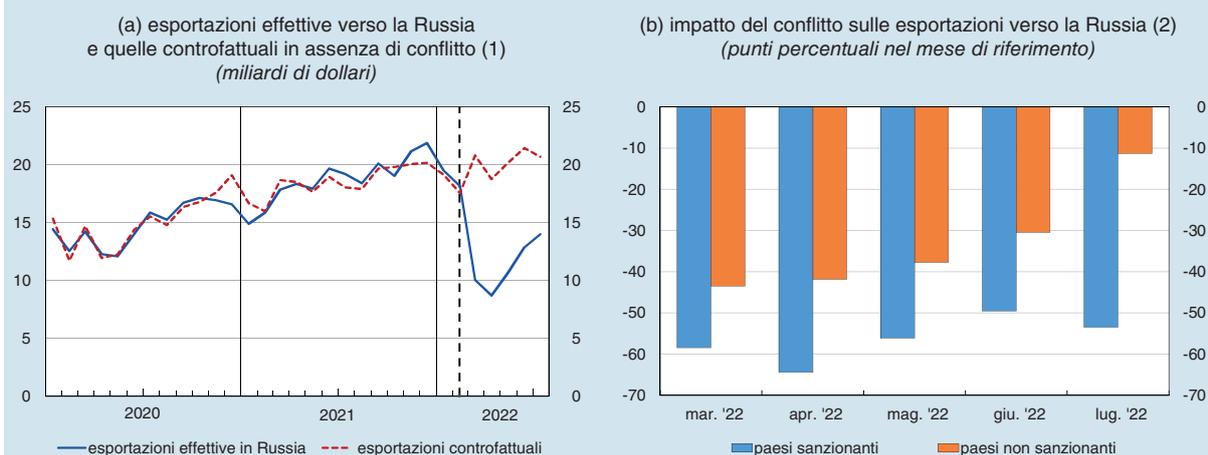
² Questa stima non tiene conto degli effetti indiretti sull'interscambio tra paesi terzi.

significativo, per gli altri (-32 per cento). Da queste stime emerge un forte impatto negativo della guerra sull'economia russa, a fronte di conseguenze modeste per i paesi fornitori, dato il ridotto peso della Russia nelle loro esportazioni totali di beni (1,2 per cento per i paesi sanzionanti e 1,5 per i restanti).

Figura

Effetto della guerra e delle sanzioni sulle esportazioni verso la Russia

(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Trade Data Monitor e International Trade and Production Database for Estimation.

(1) La figura riporta la dinamica delle esportazioni verso la Russia, aggregate a partire dai flussi di un campione di 39 paesi esportatori, e di quelle controfattuali in assenza di conflitto, ottenute, per ciascuno dei paesi del campione, come media ponderata delle esportazioni verso partner diversi dalla Russia. La linea verticale tratteggiata rappresenta la data di inizio del conflitto. – (2) La figura riporta la differenza percentuale per gruppi di paesi delle esportazioni verso la Russia e del relativo controfattuale nel mese di riferimento. Il gruppo dei paesi sanzionanti comprende: paesi della UE, Australia, Canada, Corea del Sud, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Singapore, Stati Uniti e Svizzera; i paesi non sanzionanti sono quelli restanti per i quali sono disponibili i flussi bilaterali con la Russia.

Tra maggio e luglio si è osservato un parziale recupero delle esportazioni in Russia, che verosimilmente riflette una riorganizzazione della logistica, delle catene di fornitura, nonché del sistema dei pagamenti. La ripresa è in parte ascrivibile a un'attiva politica di ricerca da parte di questo paese di nuovi partner commerciali: mentre le esportazioni dei paesi che hanno imposto sanzioni mostrano un recupero assai contenuto, per quelle dalle economie non sanzionanti la ripresa è più evidente (il divario mensile tra le esportazioni effettive e quelle stimate in assenza di conflitto è infatti passato da -44 per cento in marzo a -11 in luglio).

I dati settoriali consentono di ottenere un quadro più preciso dell'impatto che la guerra e le sanzioni conseguenti hanno avuto sull'economia russa, inclusa la decisione di abbandonare il mercato da parte di molte imprese multinazionali, tra cui quelle attive nei comparti dei trasporti e della logistica. Nel periodo tra marzo e luglio il calo più netto rispetto allo scenario controfattuale si è avuto per le esportazioni in Russia nei settori automobilistico e dell'elettronica (del 64 e del 59 per cento, rispettivamente), seguite da quelle della meccanica. La contrazione delle importazioni russe di beni in questi comparti, che rappresentano circa la metà degli acquisti dall'estero, non solo danneggia l'economia del paese nel breve periodo, ma ne riduce il potenziale di crescita nel medio e lungo termine. Questi beni sono infatti caratterizzati da un elevato contenuto tecnologico e sono difficilmente sostituibili con la produzione locale, specialmente in tempi brevi³.

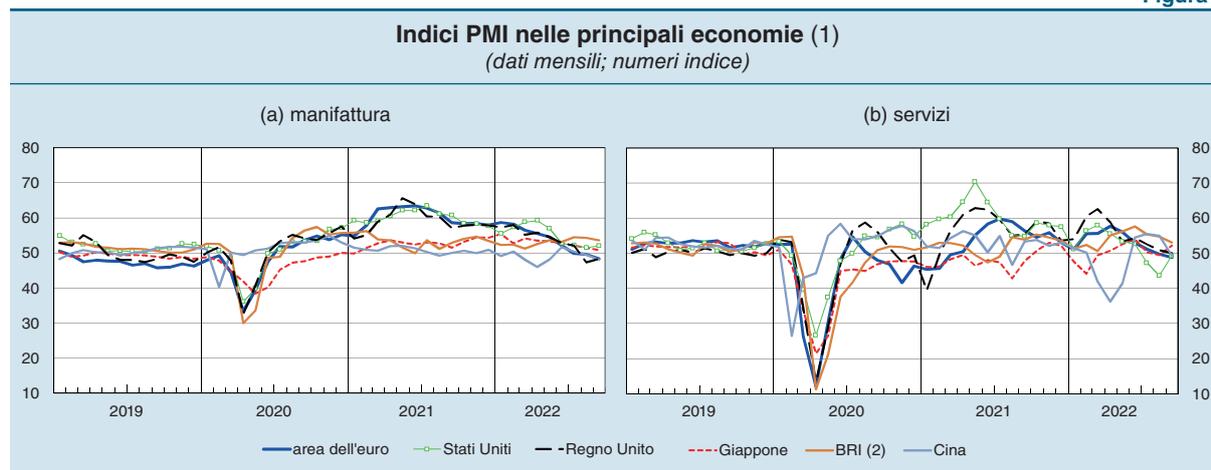
³ Per questi beni la Russia è fortemente dipendente dall'estero: circa il 63 per cento della domanda finale viene soddisfatto da prodotti e componenti di importazione, a fronte di una media del 35 per cento nella restante parte del comparto manifatturiero.

...e anche nel terzo trimestre, secondo gli indicatori qualitativi

Gli indici PMI delle economie avanzate sono scesi ulteriormente in media nei mesi estivi (fig. 1). Negli Stati Uniti la flessione è stata particolarmente cospicua nei servizi; nel Regno Unito sulla diminuzione dell'attività manifatturiera pesano sia il calo della domanda sia la carenza di manodopera e di input intermedi.

Anche nelle principali economie emergenti l'attività si è indebolita nel corso del terzo trimestre, in special modo in Cina, per effetto del razionamento dell'energia elettrica in alcune province causato dalla siccità, oltre che delle misure di contenimento della pandemia e dell'acuirsi della crisi immobiliare.

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 in quello 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 2021.

Gli scambi commerciali hanno rallentato, soprattutto in estate

Nel secondo trimestre il commercio globale ha rallentato (allo 0,9 per cento sul periodo precedente, da 1,6 nel primo; cfr. tav. 1). Il diffuso peggioramento nell'estate degli indici PMI relativi agli ordini dall'estero segnala un nuovo pronunciato indebolimento della domanda globale, che avrebbe tuttavia contribuito anche alla riduzione dei

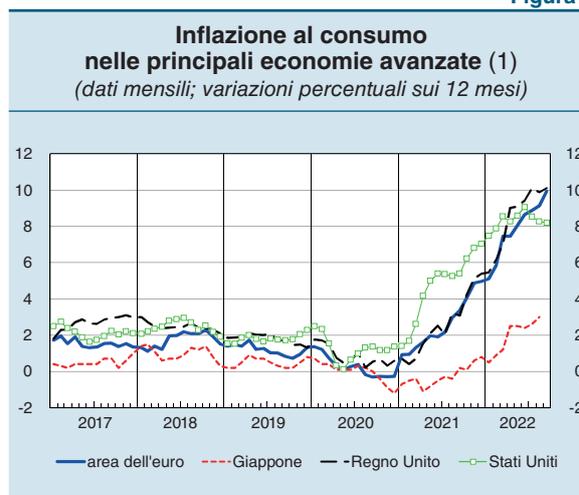
tempi di consegna dei fornitori e ad allentare le condizioni sul mercato dei noli marittimi, già in distensione dalla primavera scorsa.

L'inflazione rimane eccezionalmente elevata

Negli Stati Uniti l'inflazione è moderatamente diminuita, portandosi all'8,2 per cento in settembre (fig. 2;

dal 9,1 in giugno), sebbene la componente di fondo sia salita (al 6,6 per cento). Nel Regno Unito da luglio la dinamica dei prezzi si è collocata intorno al 10 per cento. In Giappone l'inflazione al consumo si è portata al 3,0 per cento in agosto, il valore più alto dal 2014, ma rimane molto debole al netto dei beni alimentari ed energetici; la crescita dei prezzi in questo paese resta comunque limitata, a causa della debolezza strutturale della dinamica salariale e dei sussidi per i distribu-

Figura 2



Fonte: Refinitiv.

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

tori domestici di carburanti introdotti per contenere l'effetto dei rincari dell'energia importata sui consumatori finali.

Sulle prospettive globali gravano numerosi rischi al ribasso

In ottobre il Fondo monetario internazionale nel suo scenario di base ha confermato la previsione di crescita del prodotto mondiale nel 2022 già formulata a luglio (3,2 per cento; cfr. tav. 1), mentre ha ridotto la stima per l'anno prossimo al 2,7 per cento. Sul quadro gravano molteplici rischi al ribasso connessi con: l'aggravamento delle tensioni geopolitiche (che potrebbero tra l'altro determinare una completa interruzione dei flussi di gas russo verso l'Europa); il persistere di elevati livelli di inflazione; l'eventuale adozione di politiche monetarie eccessivamente restrittive e non coordinate; il più brusco rallentamento dell'economia cinese.

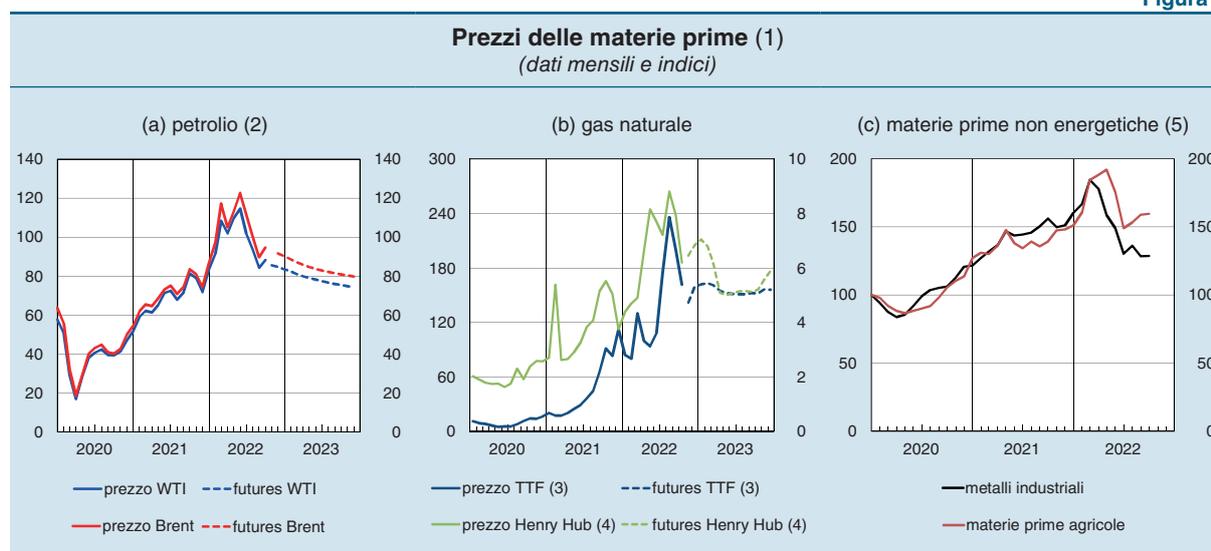
L'indebolimento dell'attività economica si sta riflettendo sulle quotazioni del petrolio...

Il prezzo del petrolio qualità Brent è sceso a circa 90 dollari il barile nella media di settembre (fig. 3.a), il livello più contenuto dall'inizio della guerra in Ucraina, risentendo principalmente del peggioramento delle prospettive nelle maggiori economie e del rallentamento della domanda proveniente dalla Cina. Il 2 settembre i paesi del G7 hanno annunciato il raggiungimento di un accordo, i cui dettagli non sono stati ancora definiti, per l'imposizione di un tetto al prezzo del greggio proveniente dalla Russia. Le quotazioni sono risalite in misura modesta nella prima metà di ottobre, dopo l'annuncio dell'OPEC+ di ulteriori tagli alla produzione, rimanendo tuttavia sotto i livelli dell'inizio dell'estate. La curva dei contratti futures segnala attese di nuovi ribassi nei prossimi dodici mesi.

...mentre sul prezzo europeo del gas naturale ha inciso soprattutto l'attività di stoccaggio

Il prezzo del gas naturale scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF) ha raggiunto quasi i 340 euro per megawattora alla fine di agosto (fig. 3.b), sospinto dal rapido accumulo delle scorte da parte dei paesi europei e da altri fattori, quali i timori (poi concretizzatisi il 2 settembre scorso) di un'interruzione totale e a tempo indefinito dei flussi provenienti dalla Russia attraverso il gasdotto Nord Stream 1 e la sostenuta domanda di energia dovuta

Figura 3



Fonte: per i prezzi di petrolio e gas naturale, Refinitiv; per le materie prime non energetiche, Standard & Poor's.
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a ottobre 2022; l'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 14 ottobre 2022. Per i prezzi futures i dati si riferiscono alla quotazione del 14 ottobre 2022. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. – (4) Dollari per milioni di *British thermal units* (BTU). Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra. – (5) Indici: gennaio 2020=100.

alle temperature eccezionalmente elevate in Europa. Successivamente il prezzo è sceso, fino a poco più di 110 euro il 18 ottobre; alla diminuzione hanno contribuito il rallentamento degli acquisti, conseguente al raggiungimento dell'obiettivo di stoccaggio all'80 per cento suggerito dalla Commissione europea, e il calo dei consumi. Il 18 ottobre la Commissione ha proposto nuove misure per contenere i rialzi delle quotazioni¹. I futures segnalano che il prezzo del gas naturale rimarrà molto elevato per tutto il prossimo anno, anche a causa dei rischi gravanti sulla sicurezza degli approvvigionamenti.

La siccità e il perdurare del conflitto hanno contribuito al nuovo aumento dei prezzi agricoli

alimentare. I prezzi dall'inizio di luglio.

Durante l'estate i corsi delle materie prime agricole sono cresciuti a seguito della siccità in Europa e degli effetti del protrarsi della guerra in Ucraina sui prezzi dei fertilizzanti e sulle catene di fornitura, rimanendo tuttavia ben al di sotto dei massimi raggiunti in primavera (fig. 3.c). Alla fine di settembre il Fondo monetario internazionale ha introdotto un nuovo strumento per il finanziamento del fabbisogno urgente dei paesi che manifestano rischi relativi alla sicurezza dei metalli industriali hanno per contro registrato un'ulteriore, lieve flessione

La politica monetaria della Fed è divenuta più restrittiva e la Bank of England è intervenuta per prevenire rischi di stabilità finanziaria

portandolo al 2,25 per cento; ha inoltre predisposto la strategia per ridimensionare il suo bilancio di 80 miliardi di sterline, tra titoli in scadenza e vendite, nel corso di un anno a partire da ottobre. Tuttavia l'annuncio del 23 settembre 2022 da parte del governo di un pacchetto fiscale di eccezionale entità ha destato timori nei mercati finanziari circa la sostenibilità del debito pubblico. Ne sono discesi una perdita di fiducia nella sterlina, che si è deprezzata bruscamente, e un marcato rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici. La volatilità di mercato è stata amplificata da problemi di liquidità dei fondi *liability-driven* collegati ai fondi pensione². Per prevenire rischi per la stabilità finanziaria, dal 28 settembre al 14 ottobre la Bank of England ha acquistato titoli di Stato a lunga scadenza; è stato inoltre rimandato l'avvio delle vendite programmate³. I rendimenti sui titoli sono immediatamente diminuiti di oltre 100 punti base. A partire dal 10 ottobre, a fronte di rinnovate tensioni finanziarie, la Bank of England ha adottato ulteriori misure temporanee, tra le quali una di pronti contro termine

Nelle riunioni di luglio e di settembre la Federal Reserve ha ulteriormente rialzato, in entrambe le occasioni di 75 punti base, l'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds, collocandolo tra il 3,0 e il 3,25 per cento. Nell'ultima riunione il Presidente della Federal Reserve ha confermato la necessità di mantenere un orientamento fermamente restrittivo della politica monetaria fino a quando l'inflazione non sarà stata ricondotta in linea con l'obiettivo, anche se ciò dovesse indebolire la crescita economica. La Bank of England ha innalzato il tasso di riferimento di 50 punti base sia in agosto sia in settembre,

¹ Tra le misure rientrano l'acquisto congiunto di gas a livello europeo, l'introduzione di un meccanismo di correzione dei prezzi nel mercato TTF e di un corridoio temporaneo per evitare oscillazioni eccessive dei prezzi nel mercato dei derivati, norme di solidarietà fra Stati membri in caso di carenze di approvvigionamento e regole volte a sostenere la liquidità delle imprese del settore dell'energia sul mercato dei derivati.

² Questi fondi vengono utilizzati dai fondi pensione a prestazione definita per ottenere esposizione ai titoli di Stato a lungo termine, anche tramite l'utilizzo di derivati, al fine di equilibrare l'andamento dei rendimenti sulle proprie attività con gli esborsi pensionistici attesi. Sono finanziati da una combinazione di capitale, versato dai fondi pensione, e di prestiti pronti contro termine. Il repentino rialzo dei rendimenti ha comportato l'erosione del capitale, il conseguente aumento del rischio di insolvenza e la contestuale richiesta di ulteriori garanzie (margini), alle quali i fondi avrebbero dovuto fare fronte vendendo ingenti quantità di titoli di Stato e altri attivi liquidi (quali quote di fondi monetari), in condizioni di liquidità di mercato già sfavorevoli, generando rilevanti rischi per la stabilità finanziaria.

³ L'ammontare massimo di titoli acquistabili è stato fissato a 65 miliardi di sterline con un massimo giornaliero di 5 miliardi. Le vendite sono state inizialmente rinviate alla fine di ottobre; il 18 ottobre la Bank of England le ha posticipate al 1° novembre 2022 per evitare che coincidessero con i nuovi annunci di politica fiscale previsti per il 31 ottobre. Contestualmente ha stabilito che le vendite da condursi nella restante parte del 2022 interesseranno solo titoli a breve e media scadenza.

per agevolare il credito ai fondi di investimento *liability-driven* fino al 10 novembre⁴.

Dall'inizio di luglio diverse altre banche centrali di economie avanzate hanno introdotto aumenti dei tassi di riferimento. I mercati finanziari si aspettano ulteriori nuovi rialzi dei tassi, in particolare nel Regno Unito (fig. 4). La Banca del Giappone ha invece ribadito il tono espansivo della sua politica monetaria, a fronte di un livello dell'inflazione che è previsto mantenersi solo temporaneamente sopra l'obiettivo. Gli orientamenti sono rimasti eterogenei nelle economie emergenti. In Brasile e in India i tassi di interesse ufficiali sono stati nuovamente aumentati per fronteggiare un'inflazione che permane elevata, mentre in Cina un allentamento è stato finalizzato a sostenere la domanda. In Russia il tasso di riferimento è stato ridotto in luglio e in settembre, di 200 punti base nel complesso.

1.2 L'AREA DELL'EURO

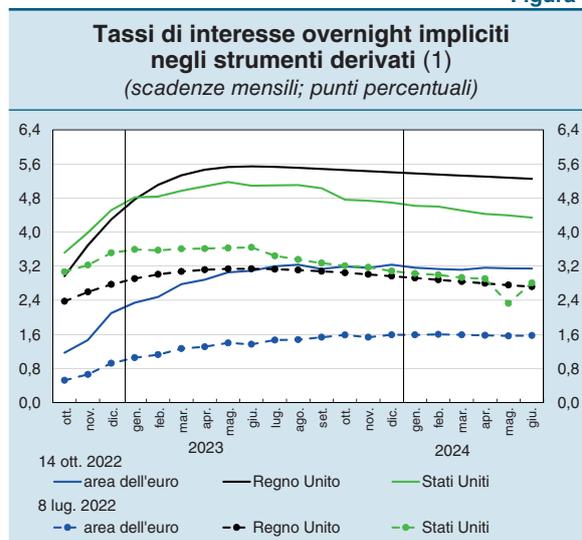
Dopo essere cresciuta nella prima metà dell'anno, l'attività economica nell'area dell'euro avrebbe ristagnato nei mesi estivi, risentendo in particolare degli ulteriori forti rincari delle materie prime energetiche e dell'accresciuta incertezza connessa con il protrarsi della guerra in Ucraina. L'inflazione al consumo si è portata in settembre al 9,9 per cento, trainata ancora soprattutto dalle componenti più volatili. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha avviato la fase di rialzo dei tassi di riferimento, con due interventi consecutivi nelle riunioni di luglio e di settembre; in quella di luglio ha introdotto il nuovo strumento per la protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument*, TPI).

All'incremento del PIL nel secondo trimestre...

Nel secondo trimestre il prodotto dell'area è aumentato dello 0,8 per cento sul periodo precedente

(tav. 2), sospinto dalla ripresa degli investimenti e dei consumi delle famiglie, cresciuti entrambi più delle attese dei principali previsori; l'apporto della domanda estera netta è stato appena positivo. Il valore aggiunto è stato sostenuto soprattutto dal rialzo nei servizi e, in misura minore, nell'industria in senso stretto. L'attività ha segnato un'espansione in tutte le principali economie, in modo marcato in Spagna e in Italia (dove ha beneficiato anche del

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS).

Tavola 2

Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali)

PAESI	Crescita del PIL		Inflazione	
	2021	2022 1° trim. (1) 2° trim. (1)	2022 1° trim. (1) 2° trim. (1)	2022 settembre (2)
Francia	6,8	-0,2	0,5	6,2
Germania	2,6	0,8	0,1	10,9
Italia	6,7	0,1	1,1	9,4
Spagna	5,5	-0,2	1,5	9,0
Area dell'euro	5,3	0,6	0,8	9,9

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.

(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Dati mensili; variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

⁴ Ha inoltre incrementato a 10 miliardi l'importo massimo giornaliero di titoli acquistabili fino al 14 ottobre e ne ha ampliato la gamma includendo anche i titoli indicizzati all'inflazione.

forte impulso delle attività turistiche e ricreative), e più moderatamente in Francia e in Germania.

...sarebbe seguita una stagnazione nel terzo Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono per il terzo trimestre un sostanziale ristagno del PIL dell'area. In luglio la produzione industriale si è ridotta significativamente, per poi recuperare parzialmente in agosto. Il PMI manifatturiero è diminuito nella media del terzo trimestre su livelli compatibili con una contrazione della produzione. L'attività dei servizi avrebbe rallentato, in linea con l'andamento del relativo indice PMI. Sempre nella media del terzo trimestre l'indicatore €-coin, che misura la dinamica del prodotto al netto delle componenti più erratiche, è rimasto pressoché stazionario; vi ha pesato il brusco peggioramento osservato in settembre (fig. 5), che potrebbe prefigurare un deterioramento del quadro congiunturale nei mesi autunnali.

Le stime del PIL sono state riviste al rialzo per il 2022 e al ribasso per il biennio 2023-24

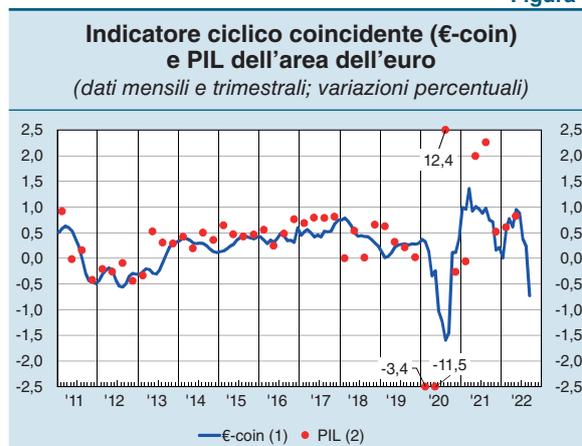
Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre⁵, il prodotto crescerà del 3,1 per cento quest'anno, dello 0,9 nel 2023 e dell'1,9 nel 2024. Rispetto allo scorso giugno le stime sono state riviste al rialzo per il 2022, a fronte di una dinamica dell'attività più favorevole delle attese nella prima parte dell'anno, e al ribasso per i due anni successivi, principalmente a causa delle tensioni nelle forniture di energia, del protrarsi di una sostenuta dinamica dei prezzi e del deterioramento della fiducia. In uno scenario avverso, che riflette l'eventualità di una completa interruzione dei flussi di gas dalla Russia, il PIL si contrarrebbe nella media del 2023.

Le materie prime energetiche continuano a sospingere l'inflazione

L'inflazione al consumo si è portata in settembre al 9,9 per cento sui dodici mesi (fig. 6), soprattutto per effetto della crescita eccezionale dei prezzi dell'energia (40,7 per cento). La componente di fondo ha raggiunto il 4,8 per cento, trainata dai rialzi dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici; vi hanno inciso il persistere delle strozzature dell'offerta e la trasmissione dei rincari dell'energia. L'incremento dei prezzi dei beni energetici, secondo nostre stime, spiega poco meno di un terzo dell'inflazione di fondo in settembre.

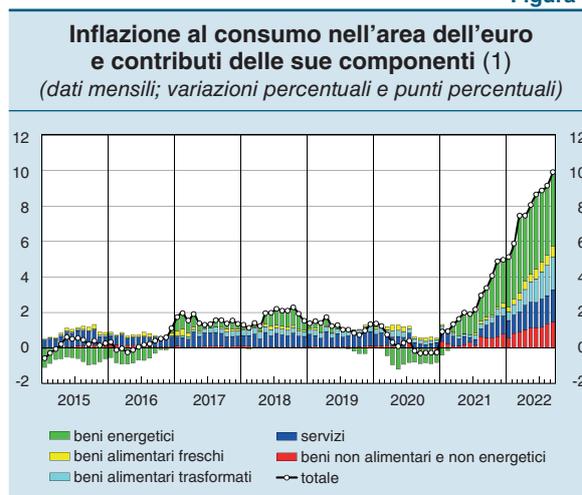
⁵ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, settembre 2022.

Figura 5



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 dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: settembre 2022*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali resta moderata

Nel secondo trimestre le retribuzioni contrattuali nell'area sono aumentate del 2,4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2021 (da 3,0 nel primo trimestre). Questi dati includono i pagamenti una tantum, che per la loro natura temporanea sostengono il reddito dei lavoratori senza incidere direttamente sulle tendenze di medio periodo del costo del lavoro. Al netto di queste componenti, le retribuzioni avrebbero lievemente accelerato rispetto al trimestre precedente, crescendo a un tasso comunque modesto. La dinamica salariale potrebbe intensificarsi nella parte finale dell'anno anche in conseguenza dell'incremento del salario minimo in Germania, introdotto il 1° ottobre. Tuttavia, in un contesto di indebolimento della fase ciclica, la quota contenuta di retribuzioni indicizzate all'inflazione limita i rischi di una rincorsa tra salari e prezzi (cfr. il riquadro: *La contrattazione salariale nei principali paesi dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 3, 2022).

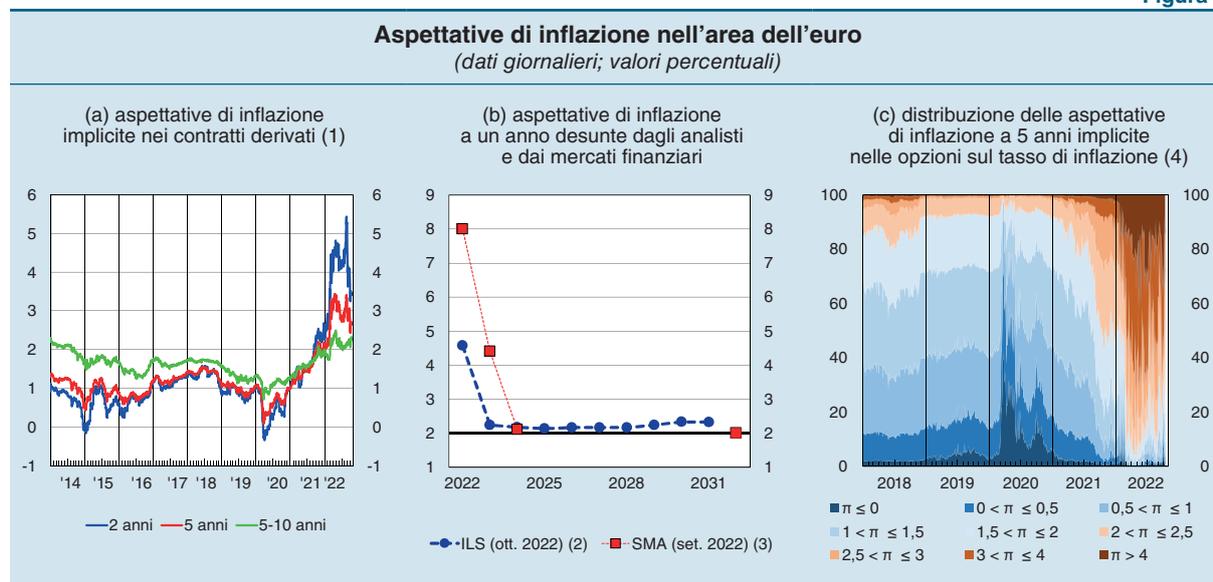
L'inflazione è stata rivista al rialzo nel triennio 2022-24

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre, la dinamica dei prezzi nell'area si porterà all'8,1 per cento in media nel 2022, per poi scendere gradualmente nel corso del 2023 e convergere verso un valore di poco superiore all'obiettivo di inflazione nella seconda parte del 2024. Rispetto a quelle di giugno le stime sono state riviste al rialzo principalmente a seguito dei significativi rincari dei beni energetici.

Le aspettative di inflazione di famiglie e imprese crescono su orizzonti brevi ma si stabilizzano nel medio periodo...

Sulla base delle inchieste della Commissione europea, in settembre le attese delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo nei successivi dodici mesi e quelle delle imprese sulla variazione dei propri listini nei successivi tre mesi sono tornate a crescere, pur mantenendosi al di sotto dei livelli massimi toccati nella scorsa primavera. Secondo la *Consumer Expectations Survey* della BCE, le aspettative di inflazione sui tre anni si sono di contro stabilizzate, collocandosi su un valore mediano pari al 3 per cento in agosto.

Figura 7



Fonte: BCE e elaborazioni su dati Bloomberg.

(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) di settembre, condotta dalla BCE dal 22 al 25 agosto 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.

...e quelle a più lungo termine desunte dagli indicatori finanziari restano intorno al 2 per cento

Alla metà di ottobre le aspettative di inflazione a medio termine desunte dai contratti di *inflation-linked swap* (ILS) erano pari al 3,4 per cento sull'orizzonte a due anni e al 2,7 su quello a cinque anni (da 4,3 e 2,8, rispettivamente, all'inizio di luglio); sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti si sono mantenute su valori di poco superiori al 2 per cento (fig. 7.a). Gli operatori intervistati nella *Survey of Monetary Analysts* di settembre, condotta dalla BCE tra il 22 e il 25 agosto, collocano il rientro dell'inflazione su valori in linea con la definizione di stabilità dei prezzi nel 2024 (fig. 7.b), mentre le attese a un anno implicite negli ILS, più aggiornate, lo anticipano alla fine del 2023. La probabilità desunta dai prezzi delle opzioni che l'inflazione risulti inferiore o uguale al 2 per cento in media nel periodo 2022-26 è salita al 33 per cento (dal 18 all'inizio di luglio; fig. 7.c).

La BCE ha avviato il processo di aumento dei tassi e ha introdotto un nuovo strumento per contrastare i rischi di frammentazione

Per contenere le crescenti pressioni inflazionistiche, negli scorsi mesi il Consiglio direttivo della BCE ha iniziato ad alzare i tassi ufficiali verso livelli che assicurino un rientro dell'inflazione su valori coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio termine: ha pertanto deciso un primo aumento di 50 punti base in luglio e un secondo di 75 in settembre, portando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema a 1,25, 1,50 e 0,75 per cento, rispettivamente (fig. 8).

Il Consiglio ha inoltre dichiarato di attendersi nuovi rialzi nelle prossime riunioni, con un ritmo e fino a un livello che saranno determinati sulla base dei nuovi dati e della revisione delle prospettive di inflazione e crescita. Ha inoltre ribadito che continuerà per un prolungato periodo di tempo a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP). Ha anche confermato che i reinvestimenti dei titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) proseguiranno almeno sino alla fine del 2024 e saranno condotti in maniera flessibile per contrastare i rischi di frammentazione dei mercati finanziari. Lo scorso luglio il Consiglio ha introdotto un nuovo strumento per preservare la trasmissione omogenea della politica monetaria in tutti i paesi dell'area (cfr. il riquadro: *Il Transmission Protection Instrument: il nuovo strumento della BCE per proteggere la trasmissione della politica monetaria*).

Figura 8



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 avvenuta alla fine del 2021, il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

IL TRANSMISSION PROTECTION INSTRUMENT: IL NUOVO STRUMENTO DELLA BCE PER PROTEGGERE LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

A fronte dei bruschi rialzi degli spread di alcuni titoli sovrani dei paesi dell'area dell'euro e dei connessi rischi per l'efficace funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria, in un contesto di crescenti pressioni inflazionistiche e di peggioramento delle prospettive di crescita

globali, lo scorso 15 giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha annunciato l'attivazione della flessibilità nel reinvestimento dei titoli acquistati nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica (PEPP) e l'accelerazione nella creazione di una nuova misura volta a contrastare un'ingiustificata frammentazione dei mercati dei capitali (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dello spread sui titoli di Stato decennali italiani*, in *Bollettino economico*, 3, 2022). Nella riunione del 21 luglio 2022 il Consiglio ha approvato il nuovo strumento per la protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument*, TPI), che potrà essere attivato all'emergere di infondate tensioni sui mercati finanziari. Nell'attuale fase di normalizzazione avviata dalla BCE, il TPI mira ad assicurare che le modifiche all'orientamento della politica monetaria siano trasmesse in modo ordinato in tutti i paesi dell'area, condizione essenziale affinché il Consiglio possa adempiere il suo mandato di perseguire la stabilità dei prezzi.

Nell'ambito del TPI, l'Eurosistema potrà acquistare sul mercato secondario i titoli del settore pubblico, con scadenza residua tra uno e dieci anni, dei paesi nei quali si registra un deterioramento delle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali macroeconomici. Se necessario gli interventi potranno essere estesi anche ai titoli del settore privato. Non sono stabiliti ex ante limiti temporali né quantitativi sull'entità degli acquisti, che dipenderà dal giudizio del Consiglio sulla gravità dei rischi per la trasmissione della politica monetaria. Gli acquisti saranno tuttavia condotti in modo tale da non causare un impatto persistente sul bilancio consolidato dell'Eurosistema e quindi sull'intonazione della politica monetaria.

Le decisioni sull'attivazione, sulla prosecuzione e sulla sospensione del TPI rientrano nella piena discrezionalità del Consiglio, nella misura ritenuta proporzionale al raggiungimento dell'obiettivo primario di stabilità dei prezzi nel medio termine. Si baseranno su una valutazione complessiva degli indicatori di mercato e di quattro specifici criteri volti a stabilire che i paesi interessati perseguano politiche fiscali e macroeconomiche solide e sostenibili: (a) il rispetto dei criteri di bilancio indicati dall'Unione europea; (b) l'assenza di gravi squilibri macroeconomici; (c) la sostenibilità del debito pubblico, per la quale il Consiglio terrà conto, se disponibili, delle analisi della Commissione europea, del Meccanismo europeo di stabilità, del Fondo monetario internazionale e di altre istituzioni, unitamente all'analisi interna della BCE; (d) l'adozione di politiche prudenti e credibili nel rispetto degli impegni presentati all'interno dei rispettivi piani nazionali di ripresa e resilienza nonché delle raccomandazioni specifiche in ambito fiscale della Commissione europea nel contesto del semestre europeo. Gli acquisti nel quadro del TPI verrebbero interrotti qualora si verificasse un miglioramento durevole delle condizioni di trasmissione o il Consiglio valutasse che il persistere delle tensioni sia attribuibile ai fondamentali dei paesi interessati¹.

Il TPI si aggiunge all'insieme degli strumenti di politica monetaria di cui il Consiglio già dispone per contrastare i malfunzionamenti nella trasmissione della politica monetaria. Tra questi, la flessibilità nel reinvestimento dei titoli acquistati nell'ambito del PEPP rappresenta la prima linea di difesa contro i rischi di frammentazione originati dalle perduranti conseguenze della crisi pandemica². Nel periodo compreso tra giugno e settembre tali reinvestimenti si sono concentrati soprattutto nelle giurisdizioni del Sud Europa: gli acquisti netti dei titoli di Stato italiani, spagnoli e greci sono stati pari nel complesso a 14 miliardi di euro.

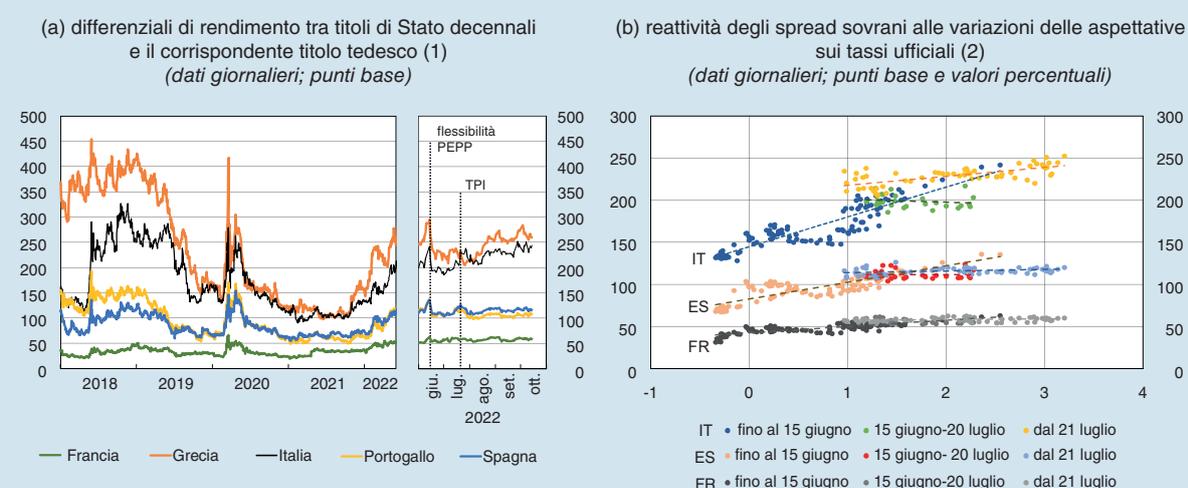
¹ Per ulteriori dettagli sulle caratteristiche del TPI, cfr. BCE, *Decisioni di politica monetaria e The Transmission Protection Instrument*, comunicati stampa del 21 luglio 2022.

² Il TPI si differenzia dalla flessibilità nel reinvestimento del PEPP per alcune importanti caratteristiche che lo rendono maggiormente efficace, tra cui la portata ex ante illimitata, la natura permanente e le condizioni di attivazione (che includono qualsiasi tipo di shock all'origine di forme di ingiustificata frammentazione dei mercati).

L'adozione delle nuove misure contro il rischio di frammentazione è stata determinante nel contribuire a rendere meno tese le condizioni sui mercati del debito sovrano. In coincidenza con le decisioni del 15 giugno e del 21 luglio i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato dei paesi più esposti alle tensioni e quelli tedeschi si sono ridotti, interrompendo la continua tendenza al rialzo in atto dall'inizio dell'anno (figura, pannello a). Successivamente le misure hanno concorso al contenimento delle tensioni connesse con l'accresciuta avversione al rischio nei mercati e, nel caso italiano, con l'incertezza politica causata dalla caduta del Governo a metà luglio (cfr. il par. 2.8). Al contempo è diminuita la reattività degli spread sovrani alle variazioni delle aspettative sui rialzi dei tassi di interesse ufficiali (colta dalla pendenza delle linee tratteggiate nella figura, pannello b).

Figura

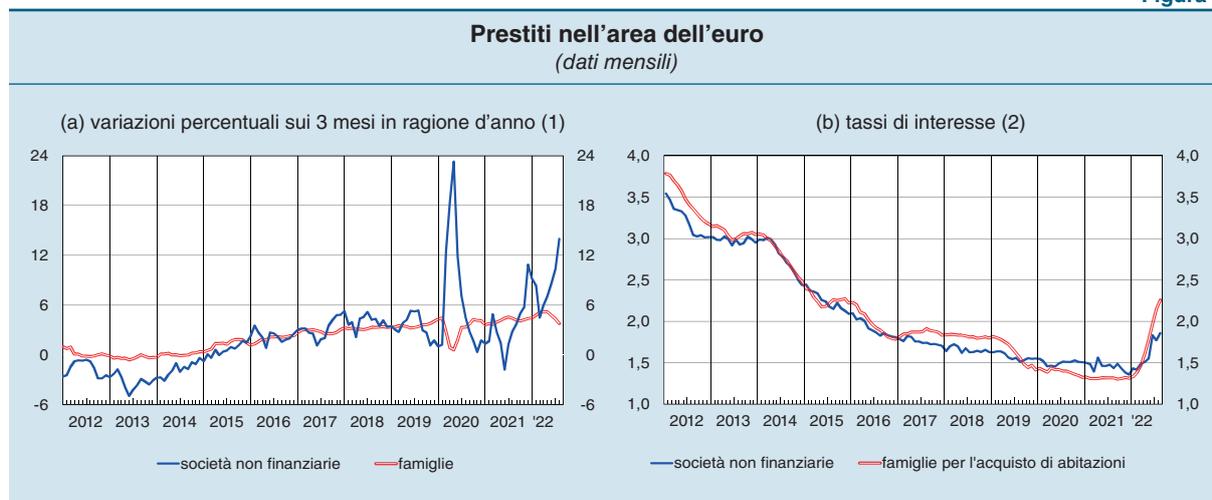
Effetto degli annunci delle misure della BCE contro il rischio di frammentazione



Il totale dei fondi erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) è sceso a 2.113 miliardi per l'area e a 430 per l'Italia, a seguito dei rimborsi volontari effettuati il 28 settembre e della contestuale scadenza della prima operazione del programma. 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 politica monetaria.

La crescita del credito bancario alle imprese si è rafforzata ed è aumentato il costo dei finanziamenti

Nei mesi estivi la crescita sui tre mesi e in ragione d'anno dei prestiti bancari alle società non finanziarie dell'area si è portata al 14,0 per cento in agosto dal 7,1 in maggio (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 9.a); la dinamica è stata sostenuta dal maggiore fabbisogno di capitale circolante, legato ai rincari degli input, da una domanda per investimenti ancora vivace e, in parte, dal minore ricorso al finanziamento obbligazionario. Il tasso di crescita è aumentato in tutti i principali paesi, raggiungendo il 22,2 per cento in Germania, il 10,8 in Francia, il 7,1 in Italia (cfr. il par. 2.7) e il 6,8 in Spagna. L'espansione del credito alle famiglie, seppure in leggera attenuazione, è rimasta solida nell'area (3,8 per cento).



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 termine, a medio e a 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.

Il costo del credito a imprese e famiglie è cresciuto di riflesso al rialzo dei tassi ufficiali dello scorso luglio. Tra maggio e agosto il tasso di interesse applicato ai nuovi prestiti alle società non finanziarie è salito di circa 30 punti base all'1,9 per cento; il costo dei nuovi finanziamenti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è cresciuto di circa 50 punti al 2,3 per cento (fig. 9.b).

I fondi assegnati nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza hanno quasi raggiunto i 113 miliardi

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) continuano le valutazioni della Commissione europea sul raggiungimento

dei traguardi e degli obiettivi contenuti nei piani nazionali. Dall'inizio di luglio sono saliti da sei a otto i paesi che hanno ricevuto la prima rata (fig. 10)⁶. Sono inoltre stati erogati sotto forma di sovvenzioni ulteriori 12 miliardi di euro alla Spagna, il primo paese a ricevere la seconda rata dei fondi previsti⁷. I fondi assegnati hanno in totale quasi raggiunto i 113 miliardi di euro, dei quali circa la metà a titolo di prefinanziamento. A fronte di queste erogazioni, la

Figura 10



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

(1) Aggiornata al 14 ottobre 2022. I paesi sull'asse delle ascisse sono ordinati secondo la data di presentazione delle richieste di pagamento e di erogazione dei relativi fondi, 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) Il piano della Bulgaria è stato approvato successivamente alla scadenza per la richiesta del prefinanziamento dei fondi assegnati. – (3) L'Irlanda non ha richiesto il prefinanziamento.

⁶ La Slovacchia e la Lettonia hanno ricevuto rispettivamente 0,4 e 0,2 miliardi sotto forma di sovvenzioni.

⁷ Relativamente all'erogazione della seconda tranche dell'RRF all'Italia, cfr. il par. 2.9.

Commissione ha emesso titoli per oltre 230 miliardi (162 a lungo termine), di cui circa 180 non ancora scaduti.

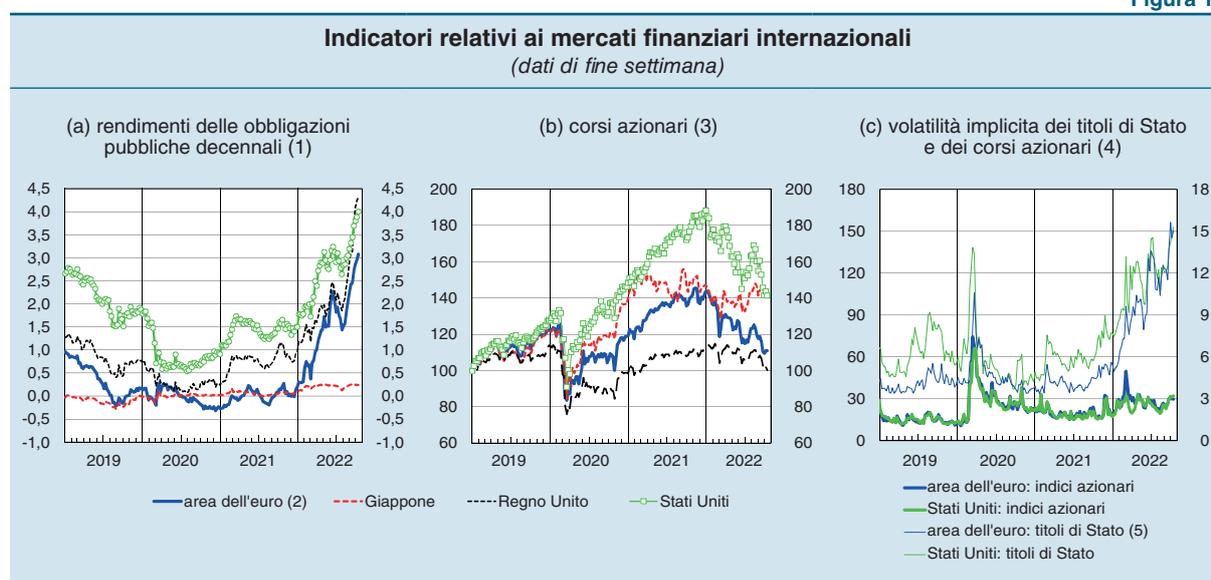
1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Dall'inizio di luglio le condizioni finanziarie sui mercati internazionali sono nel complesso divenute più tese, risentendo dell'elevata inflazione, dell'accelerazione del processo di normalizzazione della politica monetaria delle principali banche centrali e dei rischi al ribasso per la congiuntura internazionale. I rendimenti dei titoli pubblici sono cresciuti, soprattutto per le scadenze più prossime, e i corsi azionari sono scesi. Il dollaro ha continuato ad apprezzarsi rispetto alle maggiori valute internazionali.

I rendimenti dei titoli pubblici sono aumentati e gli indici azionari sono scesi

Dopo una moderata flessione in luglio, da agosto i rendimenti dei titoli pubblici delle maggiori economie avanzate sono tornati a salire su tutte le scadenze. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro l'aumento è stato più marcato per le scadenze a breve; vi ha fortemente inciso la stretta monetaria, contribuendo in particolare a un'inversione della curva dei rendimenti nel primo paese. Solo il rendimento dei titoli decennali giapponesi è rimasto pressoché invariato, in prossimità del valore massimo fissato dalla Banca centrale nazionale allo 0,25 per cento (fig. 11.a). La volatilità sui titoli di Stato resta molto elevata sia per quelli europei sia per i titoli statunitensi (fig. 11.c); per i primi si colloca nettamente al di sopra dei livelli registrati nella prima fase pandemica.

Figura 11



Fonte: Refinitiv.

(1) Valori percentuali. — (2) Per i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali: media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2021; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia. — (3) 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: 1^a settimana gen. 2019=100. — (4) Punti percentuali. 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). — (5) Scala di destra.

Dall'inizio di luglio i corsi azionari sono complessivamente diminuiti in Europa e, in misura più marcata, negli Stati Uniti (fig. 11.b). La volatilità è in crescita, ma resta significativamente più contenuta rispetto all'inizio del 2020.

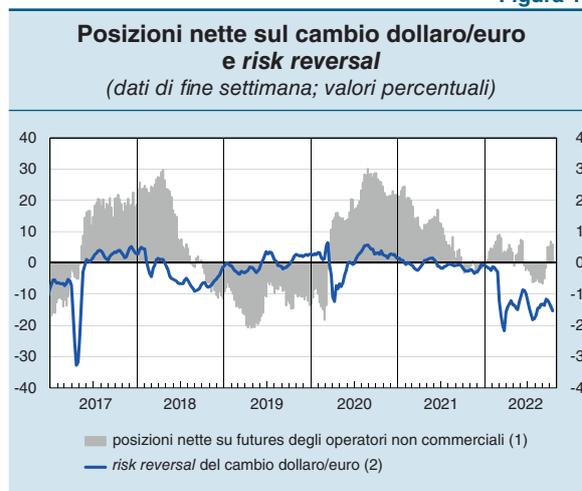
Figura 12



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 13



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). Scala di destra.

Il dollaro ha continuato ad apprezzarsi contro le principali divise

A fronte della più rapida normalizzazione della politica monetaria intrapresa dalla Federal Reserve e della ridotta propensione al rischio sui mercati finanziari, dall'inizio di luglio il dollaro ha continuato ad apprezzarsi nel confronto con le principali valute internazionali. Sul cambio euro-dollaro pesano anche i maggiori rischi al ribasso per l'attività economica nell'area dell'euro legati alla crisi energetica (cfr. il par. 1.2). Diversamente dal cambio bilaterale che si è deprezzato di circa 4 punti, il tasso nominale effettivo dell'euro è rimasto pressoché invariato (fig. 12). Il costo per assicurarsi contro un forte deprezzamento dell'euro verso la valuta statunitense, misurato dal *risk reversal*, rimane maggiore di quello per l'evento opposto (fig. 13). Tra gli operatori non commerciali, nelle ultime settimane sono tuttavia tornate a prevalere le posizioni lunghe in euro.

Alla fine di settembre, in occasione dell'annuncio del nuovo piano fiscale del governo, il deprezzamento della sterlina rispetto al dollaro si è intensificato; il cambio è poi rientrato sui livelli precedenti l'annuncio in seguito agli interventi della Bank of England e al ritiro di diverse misure fiscali annunciate. Lo scorso 22 settembre la Banca centrale del Giappone è intervenuta sul mercato valutario per contrastare il deprezzamento dello yen.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

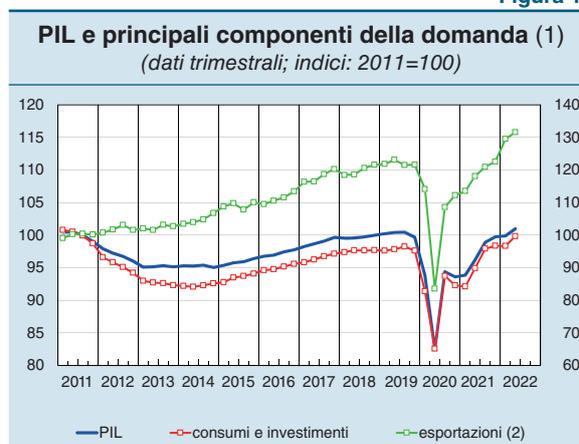
2.1 LA FASE CICLICA

In Italia la dinamica del PIL si è rafforzata nel secondo trimestre, in concomitanza con il miglioramento del quadro pandemico. Secondo il valore centrale delle nostre stime l'attività avrebbe segnato invece una marginale flessione nel terzo, a seguito degli ulteriori rincari dei beni energetici, delle persistenti difficoltà di approvvigionamento di input da parte delle imprese e dell'acuirsi dell'incertezza sugli sviluppi del conflitto in Ucraina.

IL PIL è cresciuto marcatamente in primavera...

Nel secondo trimestre il prodotto è aumentato dell'1,1 per cento sul periodo precedente (fig. 14 e tav. 3); è stato sostenuto dal ritorno alla crescita dei consumi delle famiglie, grazie anche al miglioramento della situazione epidemiologica, e dall'incremento degli investimenti. Nonostante il nuovo aumento delle esportazioni (cfr. il par. 2.4), l'interscambio con l'estero ha fornito un lieve contributo negativo. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è salito in tutti i principali comparti, ad eccezione dell'agricoltura.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 3

PIL e principali componenti (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)

VOCI	2021	2021		2022	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
PIL	6,7	2,8	0,8	0,1	1,1
Importazioni di beni e servizi	14,7	4,5	4,5	5,0	2,0
Domanda nazionale (2)	6,8	3,4	1,7	-0,1	1,2
Consumi nazionali	4,2	3,3	-0,1	-1,1	1,6
spesa delle famiglie (3)	5,2	4,3	-0,4	-1,5	2,6
spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,5	0,3	0,6	0,1	-1,1
Investimenti fissi lordi	16,5	2,7	2,7	3,9	1,1
costruzioni	21,8	4,3	3,5	4,5	0,7
beni strumentali (4)	12,1	1,4	1,9	3,2	1,5
Variazione delle scorte (5)	0,3	0,2	1,2	0,0	-0,3
Esportazioni di beni e servizi	13,4	2,4	1,3	5,7	1,6
Esportazioni nette (6)	0,2	-0,5	-0,8	0,3	-0,1

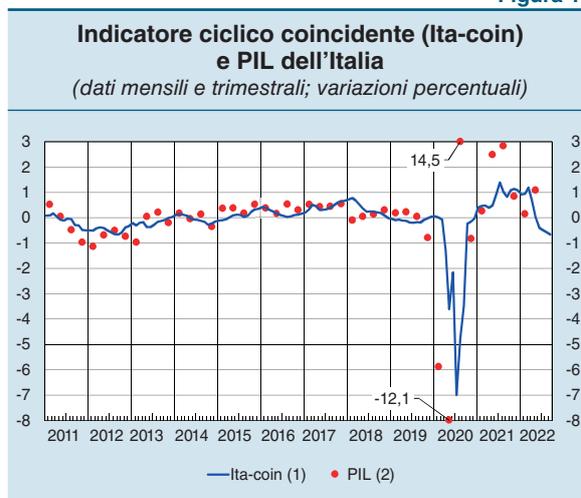
Fonte: Istat.

(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.

...ma sarebbe appena diminuito nel terzo trimestre

Secondo il valore centrale desunto dai modelli della Banca d'Italia, si stima che nel terzo trimestre il PIL si sia marginalmente ridotto rispetto ai tre mesi precedenti, nonostante la tenuta del valore aggiunto nei servizi; vi avrebbero influito gli ulteriori incrementi dei costi energetici, il protrarsi di difficoltà di approvvigionamento nell'ambito delle catene globali del valore, seppure in parte attenuatesi rispetto ai mesi primaverili (cfr. il par. 2.2), e la perdurante incertezza sull'evoluzione e sugli effetti della guerra in Ucraina. Nello stesso periodo anche l'indicatore Ita-coin, che misura la dinamica del prodotto al netto delle componenti più erratiche, è diminuito, collocandosi su valori negativi per la prima volta dalla fine del 2020 (fig. 15). Secondo le nostre proiezioni più aggiornate, nel complesso del 2022 il PIL aumenterebbe di poco più del 3 per cento (cfr. il riquadro: *L'aggiornamento del quadro previsivo per l'economia italiana*).

Figura 15



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 \(Ita-coin\)](#). -
(2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

L'AGGIORNAMENTO DEL QUADRO PREVISIVO PER L'ECONOMIA ITALIANA

La Banca d'Italia ha pubblicato lo scorso 13 ottobre un aggiornamento delle proiezioni per l'economia italiana¹, connesso con gli importanti sviluppi del contesto economico globale intervenuti dopo la formulazione del precedente quadro previsivo dello scorso luglio. Le stime presentate, relative al PIL e all'inflazione, hanno natura indicativa e vanno interpretate alla luce della forte incertezza sull'evoluzione dei prezzi e sulla disponibilità delle materie prime, fattori in larga parte dipendenti dagli sviluppi geopolitici. Per tenere conto di tale incertezza sono stati formulati uno scenario di base e uno avverso.

Nel primo si ipotizza che i flussi di gas dalla Russia verso il nostro paese rimangano sui livelli osservati negli ultimi mesi e che i prezzi delle materie prime siano coerenti con quelli desumibili dai recenti contratti futures. Il PIL aumenterebbe del 3,3 per cento nel 2022, dello 0,3 nel 2023 e dell'1,4 per cento nel 2024 (figura). Questi andamenti non si discostano in misura significativa da quelli degli altri principali previsori (tavola).

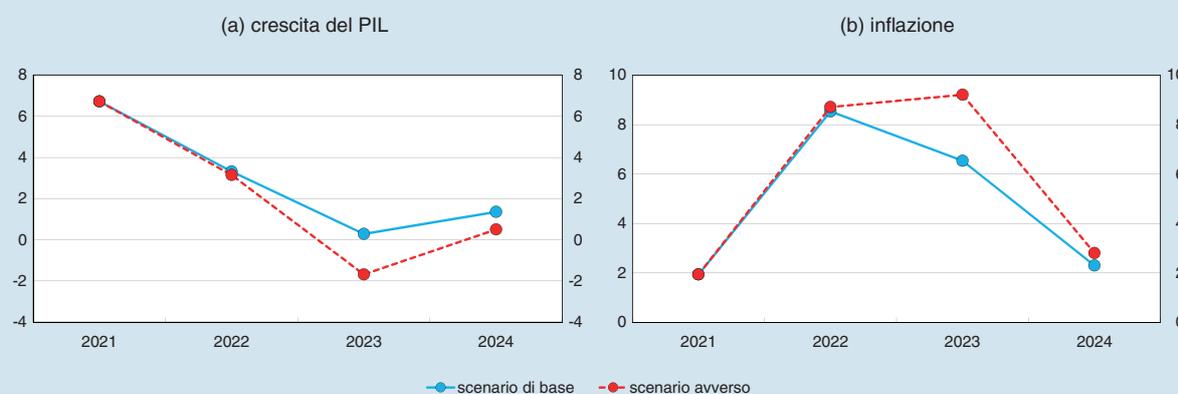
L'inflazione al consumo sarebbe pari all'8,5 per cento nella media di quest'anno e si manterrebbe elevata nel prossimo, al 6,5 per cento, per poi scendere sensibilmente nel 2024, quando si collocherebbe poco al di sopra del 2 per cento². Tali stime sono più elevate di quelle degli altri principali previsori istituzionali per l'anno in corso e, soprattutto, per il prossimo. La differenza riflette principalmente il maggiore grado di aggiornamento delle informazioni sottostanti³.

¹ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 13 ottobre 2022.

² L'inflazione al consumo è misurata dalla variazione percentuale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

³ Rispetto alle stime della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022* (NADEF), che si riferiscono al deflatore dei consumi, vi incide anche la forte discrepanza tra quest'ultimo e l'IPCA registrata nell'anno in corso (nell'ordine di oltre un punto percentuale); si assume che tale discrepanza si protrarrà anche nel prossimo anno.

Crescita del PIL e inflazione: scenario di base e scenario avverso (variazioni in punti percentuali)



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

Crescita del PIL e inflazione: confronto con le stime di altre organizzazioni (variazioni percentuali sull'anno precedente)

VOCI		Crescita del PIL			Inflazione		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Banca d'Italia	ottobre	3,3	0,3	1,4	8,5	6,5	2,3
FMI	ottobre	3,2	-0,2	1,3	8,7	5,2	1,7
OCSE	settembre	3,4	0,4	–	7,8	4,7	–
Consensus Economics	ottobre	3,3	-0,1	1,3	7,6	5,0	1,6
NADEF (1)	settembre	3,3	0,6	1,8	6,6	4,5	2,3

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 13 ottobre 2022, scenario di base; FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2022; OCSE, *Economic Outlook, Interim Report*, settembre 2022; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, ottobre 2022; *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022* (NADEF), settembre 2022.

(1) In assenza del quadro programmatico, si riportano le stime tendenziali; per l'inflazione si riportano le variazioni percentuali del deflatore dei consumi.

In uno scenario avverso – che presuppone un arresto delle forniture di gas russo dall'ultimo trimestre del 2022, un ulteriore rincaro dell'energia e un più forte rallentamento del commercio mondiale – il PIL si espanderebbe del 3 per cento quest'anno, si contrarrebbe di oltre l'1,5 nel 2023 e tornerebbe a crescere moderatamente nel 2024 (figura). L'inflazione, lievemente più elevata nell'anno in corso rispetto allo scenario di base, continuerebbe a salire anche il prossimo anno, superando il 9 per cento, per poi scendere in maniera decisa nel 2024.

I due scenari sono formulati tenendo conto delle misure di politica economica già adottate. Le prospettive per il nostro paese dipenderanno tuttavia in maniera rilevante anche dalle ulteriori politiche che potranno essere predisposte in sede nazionale e a livello europeo per contrastare le spinte recessive e frenare le pressioni sui prezzi.

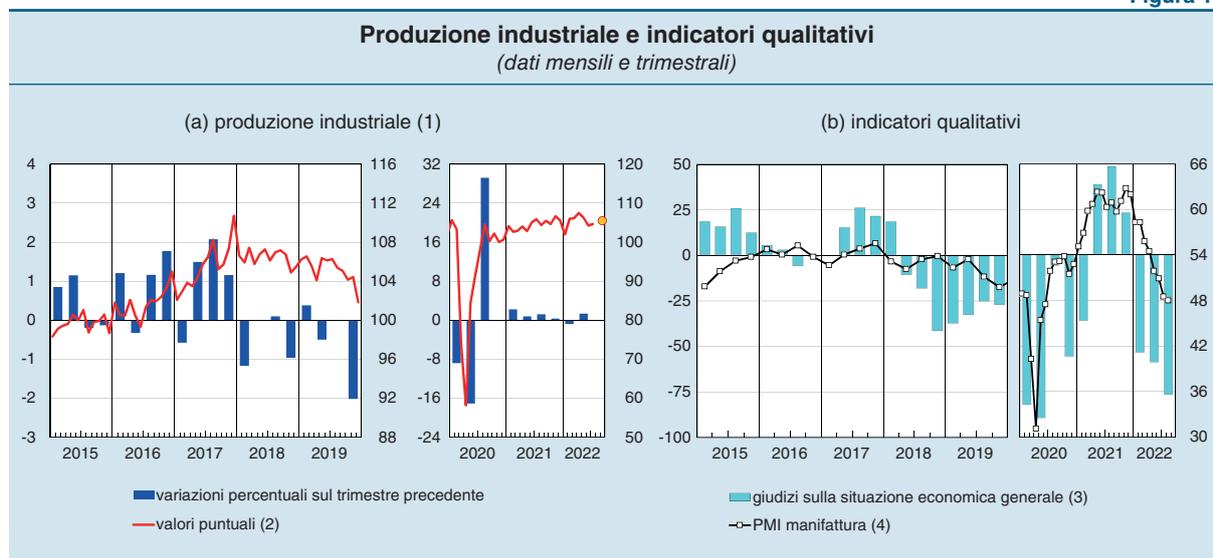
2.2 LE IMPRESE

Secondo le nostre stime nella media del terzo trimestre la produzione industriale è lievemente diminuita rispetto al periodo precedente; l'attività nel terziario si sarebbe invece stabilizzata. In una recente indagine condotta dalla Banca d'Italia, quasi due terzi delle aziende manifatturiere e oltre due quinti di quelle del terziario indicano difficoltà legate al costo dell'energia analoghe o superiori rispetto ai mesi primaverili. L'incertezza connessa con la prosecuzione del conflitto in Ucraina scoraggia inoltre la spesa per investimenti e impatta negativamente sul mercato immobiliare.

Nel terzo trimestre la produzione industriale sarebbe scesa lievemente

Le nostre stime – che tengono conto dei dati ad alta frequenza relativi ai consumi elettrici e di gas e al traffico autostradale, nonché degli indicatori qualitativi di settembre – segnalano che nel complesso del terzo trimestre la produzione industriale sarebbe appena diminuita (dopo una crescita dell'1,1 per cento nel secondo; fig. 16).

Figura 16



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 successivi al 2020 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli anni precedenti. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Il cerchio giallo rappresenta la previsione del dato di settembre 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, 10 ottobre 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.

Rincari energetici e problemi di approvvigionamento frenano l'attività delle imprese

Gli sviluppi del conflitto e i conseguenti rincari dei beni energetici hanno comportato un ulteriore deterioramento delle valutazioni espresse dalle imprese industriali nel terzo trimestre, come segnalato sia dalle indagini sul clima di fiducia dell'Istat sia dall'indice PMI del comparto, che prefigura una contrazione dell'attività. Le attese su ordini e produzione sono peggiorate soprattutto nei settori in cui l'energia rappresenta una quota rilevante degli input produttivi

delle aziende. Segnali di indebolimento emergono per le costruzioni: la produzione edile è ulteriormente diminuita in luglio, anche a seguito delle crescenti difficoltà di reperimento della manodopera. Per i servizi le indagini dell'Istat segnalano un clima di fiducia stabile; questo indicatore rimane su livelli alti nelle attività turistico-ricreative, in linea con l'aumento della spesa desunto dai dati di consumo di fonte Confcommercio.

Secondo le inchieste della Banca d'Italia, il pessimismo delle imprese sulla propria situazione operativa si è acuito¹. Quasi due terzi delle aziende manifatturiere e oltre due quinti di quelle del terziario indicano difficoltà legate al costo dell'energia analoghe o superiori rispetto al secondo trimestre. Tra le varie strategie implementabili nei prossimi mesi² per reagire alla maggiore incidenza dell'energia sul totale della propria spesa per beni e servizi, quasi la metà delle aziende manifatturiere aumenterebbe i prezzi di vendita; sempre circa la metà metterebbe in atto strategie di efficientamento energetico o adeguerebbe i macchinari a fonti energetiche alternative oppure farebbe un più intenso ricorso all'autoproduzione di elettricità; infine circa il 15 per cento ridurrebbe la produzione³. Nel terzo trimestre i problemi di approvvigionamento di materie prime e di input intermedi hanno interessato approssimativamente il 60 per cento delle aziende dell'industria in senso stretto e dei servizi e circa l'85 per cento di quelle delle costruzioni. Nei primi due comparti l'impulso della domanda, che aveva sostenuto l'attività negli ultimi trimestri, è venuto meno e le imprese non ne attendono una ripresa prossimamente.

Gli investimenti avrebbero rallentato ulteriormente nel terzo trimestre

In primavera gli investimenti – trainati dalla spesa in impianti e macchinari e da quella in costruzioni – hanno continuato a crescere (1,1 per cento sul periodo precedente), sebbene a un tasso più contenuto rispetto al primo trimestre. Secondo nostre valutazioni – che incorporano anche i dati, in flessione, sul valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali e dei beni strumentali di fonte Associazione italiana leasing (Assilea) – nel terzo trimestre l'accumulazione di capitale avrebbe ulteriormente rallentato. In settembre è proseguito il peggioramento della fiducia delle imprese produttrici di beni strumentali, in atto dallo scorso maggio. Nelle valutazioni delle aziende intervistate nelle inchieste della Banca d'Italia, il pessimismo sulle condizioni per investire si è accentuato, tornando sul livello osservato agli inizi del 2020 (fig. 17); secondo le opinioni raccolte mediante contatti informali dalle Filiali della Banca d'Italia, vi contribuirebbero l'incremento del prezzo dei beni capitali, l'aumento dell'incertezza e il peggioramento delle condizioni di accesso al credito. Ciò nonostante la quota di imprese che si attendono un'espansione degli investimenti per il complesso dell'anno in corso continua a superare quella delle aziende che ne prefigurano una riduzione.

Figura 17



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

¹ Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 ottobre 2022.

² Il questionario consentiva alle imprese di segnalare al più due possibili strategie.

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

L'incertezza pesa sulle prospettive del mercato immobiliare

Nel secondo trimestre si è rafforzata l'espansione delle compravendite di abitazioni (2,9 per cento sul periodo precedente; fig. 18), in corso dalla metà del 2020. I prezzi sono cresciuti del 5,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 2021 (dal 4,5 nel primo trimestre), riflettendo la forte accelerazione di quelli per le abitazioni di nuova costruzione. Gli agenti immobiliari intervistati tra giugno e luglio nel *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* si aspettavano un'attenuazione della dinamica delle quotazioni nei mesi estivi, con riferimento sia al proprio mercato sia a quello nazionale. Su queste valutazioni ha pesato la debolezza attesa della domanda, in un contesto di elevata incertezza connessa con la guerra in Ucraina e con i recenti aumenti dell'inflazione. Segnali di rallentamento del mercato provengono inoltre da evidenze desunte dagli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it in luglio e in agosto.

Il debito delle imprese in rapporto al PIL si è ulteriormente ridotto

Nel secondo trimestre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è diminuito al 70,1 per cento (dal 71,2 di fine marzo; fig. 19), un livello molto al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (107,9 per cento). La liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti è lievemente aumentata, mantenendosi pertanto su livelli storicamente elevati.

2.3 LE FAMIGLIE

Dopo il forte aumento nel secondo trimestre, la spesa delle famiglie si sarebbe indebolita nel terzo, frenata dalla perdita di potere d'acquisto. Secondo una nostra rilevazione sperimentale presso le famiglie, nei prossimi mesi i nuclei familiari si attendono un incremento della spesa per beni alimentari ed essenziali e, in particolare, di quella per utenze domestiche e trasporti.

Alla ripresa sostenuta dei consumi nel secondo trimestre...

Nei mesi primaverili la spesa delle famiglie è tornata ad aumentare, sospinta dalla crescita degli acquisti di servizi e, in misura minore, di quelli di beni. Questi ultimi si sono mantenuti ben al di sopra dei livelli pre-pandemici; per i servizi il divario, ancora negativo, si è pressoché dimezzato (a -4,4 per cento). Nello stesso periodo il reddito disponibile delle famiglie in termini reali è rimasto quasi invariato sui tre mesi precedenti; la propensione al risparmio è diminuita (al 9,3 per cento; fig. 20), pur collocandosi ancora su valori superiori a quelli antecedenti l'emergenza sanitaria.

Figura 18

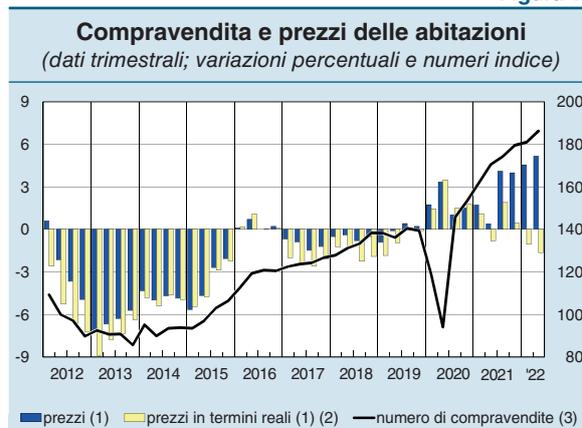


Figura 19

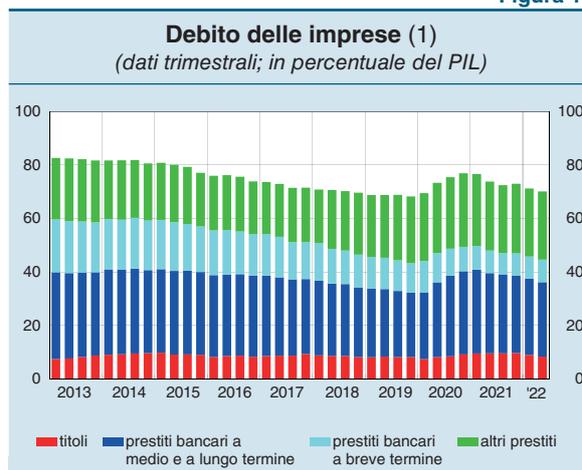
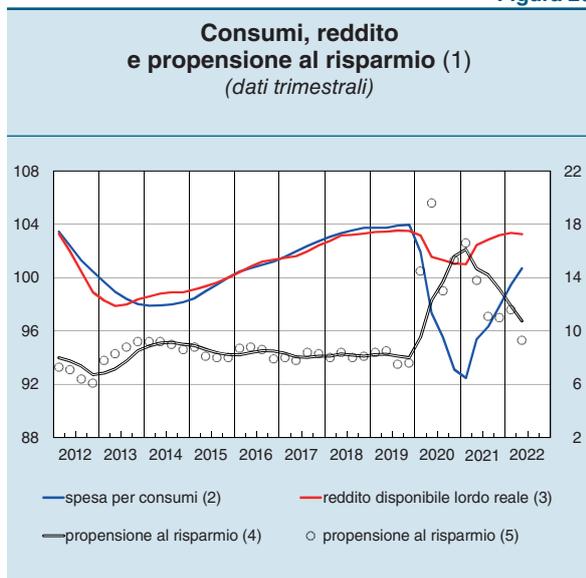


Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Valori concatenati; indice: 2015=100; media mobile di 4 termini. – (3) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti; indice: 2015=100; media mobile di 4 termini. – (4) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici; valori percentuali; media mobile di 4 termini; scala di destra. – (5) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici; valori percentuali; scala di destra.

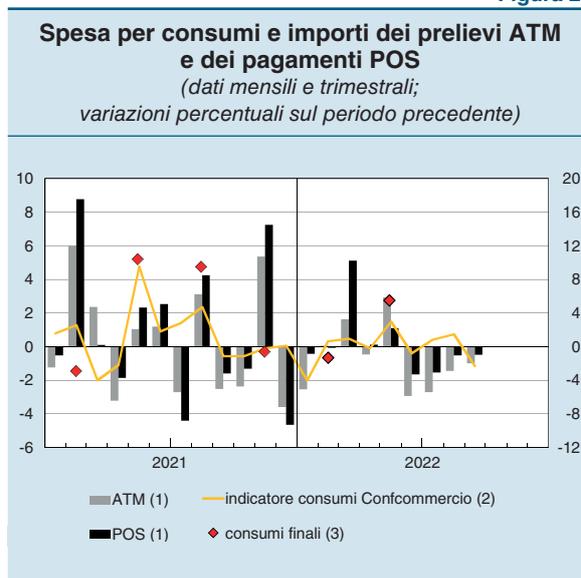
...sarebbe seguito un indebolimento nel terzo

La spesa avrebbe rallentato nel terzo trimestre, come segnalato dai dati ad alta frequenza su prelievi e pagamenti elettronici (fig. 21). Anche l'indicatore dei consumi diffuso da Confcommercio ha segnato un incremento modesto nella media dei tre mesi, frenato dalla diminuzione della spesa per i beni a fronte del considerevole aumento di quella per servizi, in particolare per attività turistiche e ricreative. Il clima di fiducia dei consumatori ha continuato a peggiorare, risentendo del deterioramento dei giudizi sia sulla situazione economica personale sia su quella generale del Paese (fig. 22).

I rincari energetici continuano a ripercuotersi sui bilanci delle famiglie

Secondo un nostro sondaggio sperimentale presso circa 1.700 famiglie condotto tra giugno e luglio, nei prossimi mesi le famiglie si aspettano di sostenere maggiori costi per beni alimentari ed essenziali e, in modo più marcato, per trasporti e utenze domestiche, che rappresentano una quota

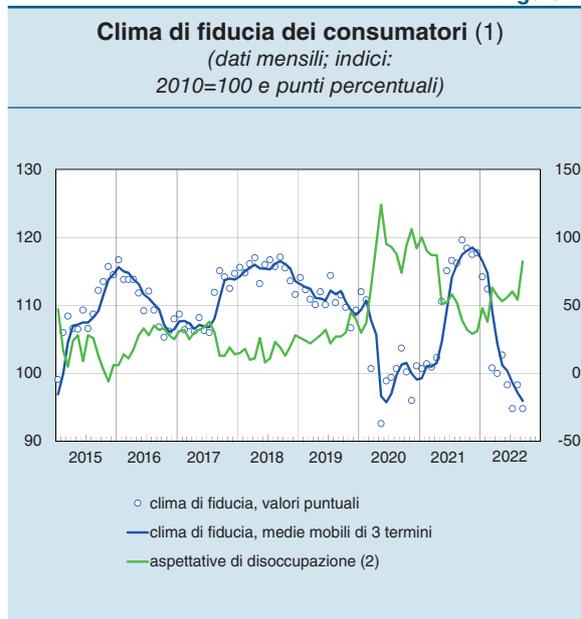
Figura 21



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 22



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile 2020, non rilevato a causa dell'emergenza pandemica, la media mobile 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.

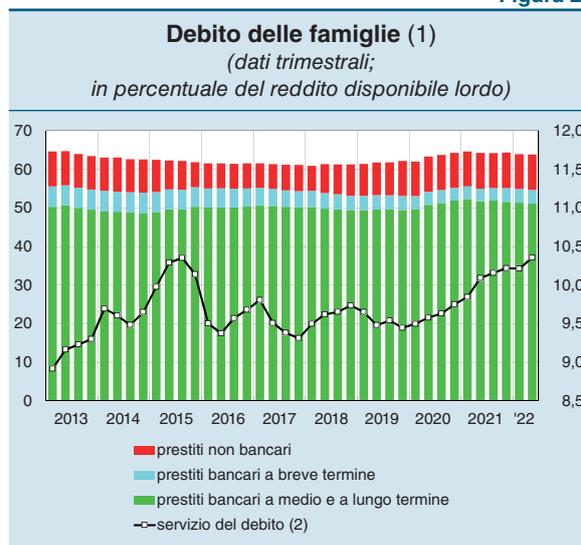
significativa dei consumi soprattutto per i nuclei meno abbienti.

Sale l'incidenza degli oneri legati al servizio del debito

Nel secondo trimestre il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile si è mantenuto stabile

rispetto al periodo precedente, al 63,8 per cento (fig. 23), un livello molto inferiore a quello medio dell'area dell'euro (96,2 per cento). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è aumentata al 10,4 per cento. In rapporto al PIL il debito delle famiglie è lievemente diminuito, al 42,8 per cento (rispetto al 58,7 nell'area).

Figura 23



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

Le esportazioni in volume sono di nuovo aumentate nel secondo trimestre, sospinte sia dalla componente dei beni sia, in misura più intensa, da quella dei servizi; nel bimestre luglio-agosto le vendite all'estero di beni hanno lievemente rallentato. È proseguito il forte peggioramento del saldo di conto corrente, in atto dalla seconda metà del 2021, a causa dell'ulteriore ampliamento del deficit energetico. I disinvestimenti esteri in titoli di Stato si sono attenuati negli ultimi mesi. La posizione creditoria netta sull'estero rimane solida, nonostante sia lievemente diminuita alla fine di giugno.

Le esportazioni hanno continuato ad aumentare nel secondo trimestre...

Nei mesi primaverili è proseguita l'espansione delle esportazioni, seppure in rallentamento rispetto al periodo precedente (tav. 4). In particolare le vendite di beni in volume, dopo essere fortemente aumentate nel primo trimestre, sono cresciute nel secondo dell'1,5 per cento. La dinamica positiva ha interessato principalmente i mercati dell'area dell'euro. Dal punto di vista settoriale, è stato diffuso alla maggior parte dei comparti; vi hanno contribuito in special modo i

petroliferi raffinati e la farmaceutica. Le esportazioni di servizi sono cresciute, per effetto soprattutto della ripresa del turismo internazionale.

Le importazioni in volume sono nuovamente aumentate. Sugli acquisti di beni dall'estero hanno inciso in modo significativo i comparti dell'estrazione mineraria, della farmaceutica e dell'abbigliamento, in un contesto di moderata attenuazione dei problemi di approvvigionamento. Il rialzo dei prezzi all'importazione si conferma pronunciato, specialmente per i beni energetici (17,3 per cento in più rispetto al trimestre precedente). Le importazioni di servizi hanno continuato a crescere a tassi sostenuti.

...ma quelle di beni avrebbero lievemente rallentato in estate

Nel bimestre luglio-agosto le esportazioni di beni, deflazionate con i prezzi alla produzione di quelli venduti sui mercati esteri, sono aumentate in misura leggermente più contenuta rispetto alla media del trimestre precedente. Nel corso dell'estate è proseguita la discesa dell'indice PMI sugli ordini esteri e di quello

corrispondente dell'indagine Istat presso le imprese manifatturiere (fig. 24), confermando un notevole indebolimento della domanda in un contesto di forte incertezza.

Esportazioni e importazioni in volume (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2021		2022		
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Esportazioni	13,4	2,4	1,3	5,7	1,6
Beni	13,0	0,5	0,6	4,4	1,5
sui mercati dell'area dell'euro	14,9	1,1	2,3	3,1	3,1
sui mercati esterni all'area (2)	11,7	..	-0,7	5,4	0,4
Servizi	15,6	13,4	5,3	12,4	1,8
Importazioni	14,7	4,5	4,5	5,0	2,0
Beni	13,8	2,9	4,0	5,5	1,3
dai mercati dell'area dell'euro	14,9	1,4	2,3	4,5	0,7
dai mercati esterni all'area (2)	13,0	4,2	5,5	6,3	1,9
Servizi	18,5	11,4	6,3	3,5	4,7

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.

Si è ridotto il peso della Russia sulle importazioni energetiche, in particolare di gas naturale

Sulla base di nostre stime corrette per la stagionalità, il valore delle esportazioni italiane di beni verso la Russia si è ridotto in misura significativa nei due mesi successivi all'aggressione militare

dell'Ucraina, per poi recuperare parzialmente, in linea con l'andamento degli scambi internazionali verso tale paese (cfr. il riquadro: *Le esportazioni di beni verso la Russia dall'inizio del conflitto* del capitolo 1). Tra marzo e agosto le importazioni italiane dalla Russia, sempre in valore e al netto della stagionalità, sono per contro cresciute senza interruzione (di oltre un quinto rispetto al semestre precedente), trainate dall'aumento dei prezzi dei prodotti energetici. La quota della Russia sul totale delle importazioni energetiche dell'Italia è comunque scesa al 18,7 per cento in luglio, dal 22,1 nel complesso dello scorso anno, a favore di quelle degli Stati Uniti, della Norvegia, dell'Azerbaigian e dell'Algeria. Secondo i dati di fonte Snam sulle quantità importate di gas naturale, tra marzo e metà ottobre gli acquisti dalla Russia sono diminuiti del 58 per cento rispetto allo stesso periodo del 2021 (contro un aumento di oltre un quarto delle importazioni di gas naturale liquefatto da altri fornitori).

Il saldo di conto corrente è fortemente peggiorato, riflettendo l'aumento del deficit energetico

A causa degli eccezionali rincari delle materie prime, soprattutto di quelle energetiche, è proseguito il peggioramento del saldo di conto corrente iniziato nella seconda metà del 2021 (fig. 25). Nei primi otto mesi del 2022 il saldo è diventato negativo per 12,9 miliardi di euro, contro un surplus di 43,5 nello stesso periodo dello scorso anno (tav. 5). Il disavanzo energetico è cresciuto di

Figura 24



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 soli 2 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.

circa tre volte rispetto a quello registrato un anno prima; si è anche ridotto l'avanzo mercantile valutato al netto dei beni energetici, che continua tuttavia a rimanere su un livello storicamente elevato. Il deficit dei servizi è migliorato, beneficiando del forte aumento del surplus della bilancia turistica (12,7 miliardi, da 4,2 nel corrispondente periodo del 2021), che ha più che controbilanciato il maggiore disavanzo nei servizi di trasporto.

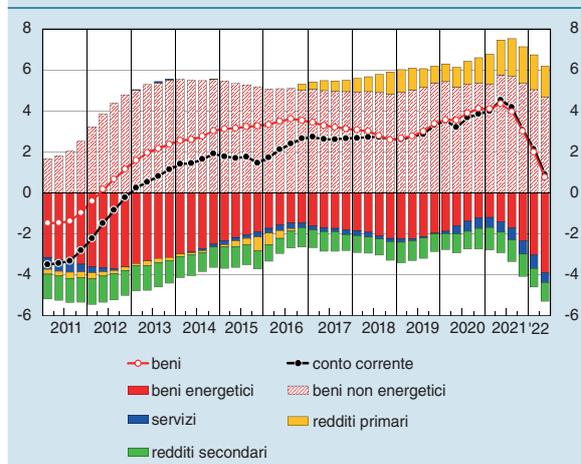
Proseguono i disinvestimenti esteri in titoli italiani, seppure a ritmi più contenuti

La riduzione dell'esposizione degli investitori esteri in titoli di portafoglio italiani, in atto dall'estate del 2021, è proseguita, sebbene in misura più

contenuta negli ultimi mesi. L'ammontare delle vendite nette è stato di 61,6 miliardi tra gennaio e agosto (di cui 45,5 in titoli pubblici). I disinvestimenti esteri in titoli privati italiani hanno prevalentemente riguardato quelli emessi dal settore bancario. Secondo i dati di fonte Emerging Portfolio Fund Research, relativi a un campione di fondi di investimento internazionali, tra luglio e i primi giorni di ottobre il flusso netto di risparmio verso attività finanziarie italiane sarebbe lievemente diminuito, sia per il comparto azionario sia per quello obbligazionario.

Figura 25

Saldo del conto corrente e sue componenti (1)
(dati trimestrali; in percentuale del PIL)



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.

Tavola 5

Bilancia dei pagamenti (1)
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2020	2021	gen.-ago. 2021	gen.-ago. 2022
Conto corrente	64,0	54,4	43,5	-12,9
<i>per memoria: in % del PIL</i>	3,9	3,1		
Merci	68,3	53,6	44,7	-12,1
prodotti non energetici (2)	88,8	95,4	66,0	54,1
prodotti energetici (2)	-20,5	-41,8	-21,3	-66,2
Servizi	-8,4	-11,7	-7,9	-5,6
Redditi primari	20,7	31,9	20,3	16,1
Redditi secondari	-16,6	-19,4	-13,6	-11,3
Conto capitale	0,9	-1,9	-1,9	-1,1
Conto finanziario	63,5	55,4	52,5	-18,7
Investimenti diretti	19,1	31,5	25,0	-9,1
Investimenti di portafoglio	109,3	124,3	30,9	116,7
Derivati	-2,9	..	-0,8	-1,0
Altri investimenti (3)	-65,9	-121,1	-22,2	-125,9
Variazione riserve ufficiali (4)	4,0	20,7	19,6	0,7
Errori e omissioni	-1,5	2,8	10,8	-4,8

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6). Per i mesi di luglio e agosto 2022, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati Istat di commercio estero. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2. – (4) Include l'allocazione dei nuovi diritti speciali di prelievo 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.

Tra gennaio e agosto si sono registrati 55,1 miliardi di investimenti in attività di portafoglio estere da parte di residenti, prevalentemente banche e assicurazioni, che hanno continuato a privilegiare gli acquisti di titoli di debito. Questi deflussi sono stati solo parzialmente compensati dall'aumento della raccolta netta all'estero delle banche italiane in prestiti e depositi e dall'erogazione da parte della Commissione europea della prima rata relativa all'RRF versata in aprile (21,0 miliardi). Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è risultato pari a 715 miliardi alla fine di settembre, da 590 miliardi al termine dello scorso anno (fig. 26).

La posizione creditoria netta sull'estero è diminuita, ma resta solida Alla fine di giugno la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 104,6 miliardi di euro, pari al 5,7 per cento del

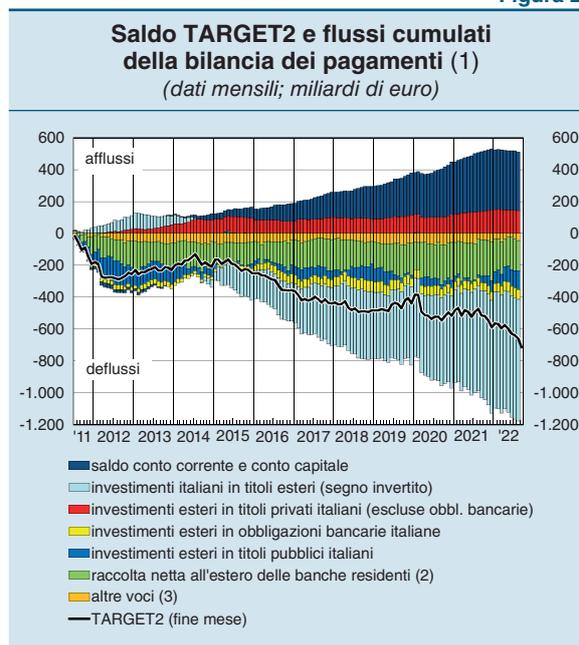
PIL; rispetto alla fine di marzo risultava inferiore di 21,1 miliardi, in larga parte per effetto di aggiustamenti di prezzo di segno negativo per le attività di portafoglio (legati al calo delle quotazioni azionarie internazionali) che hanno più che compensato quelli di cambio (di segno positivo per l'apprezzamento del dollaro; cfr. il par. 1.3).

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre è proseguita la crescita del numero di occupati e delle ore lavorate; nei mesi estivi tuttavia l'occupazione ha rallentato e le aspettative delle imprese, sebbene ancora compatibili con un'espansione della domanda di lavoro, sono peggiorate. Entro il 2026 un contributo positivo all'occupazione potrebbe provenire dall'attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), purché completa e nei tempi previsti. La dinamica delle retribuzioni contrattuali è rimasta nel complesso moderata: i rinnovi più recenti hanno stabilito incrementi salariali, per il periodo di vigenza dei contratti, in linea con l'andamento dell'inflazione al netto della componente energetica importata; nei settori più colpiti dalla pandemia si è mantenuta elevata la quota di dipendenti in attesa di rinnovo.

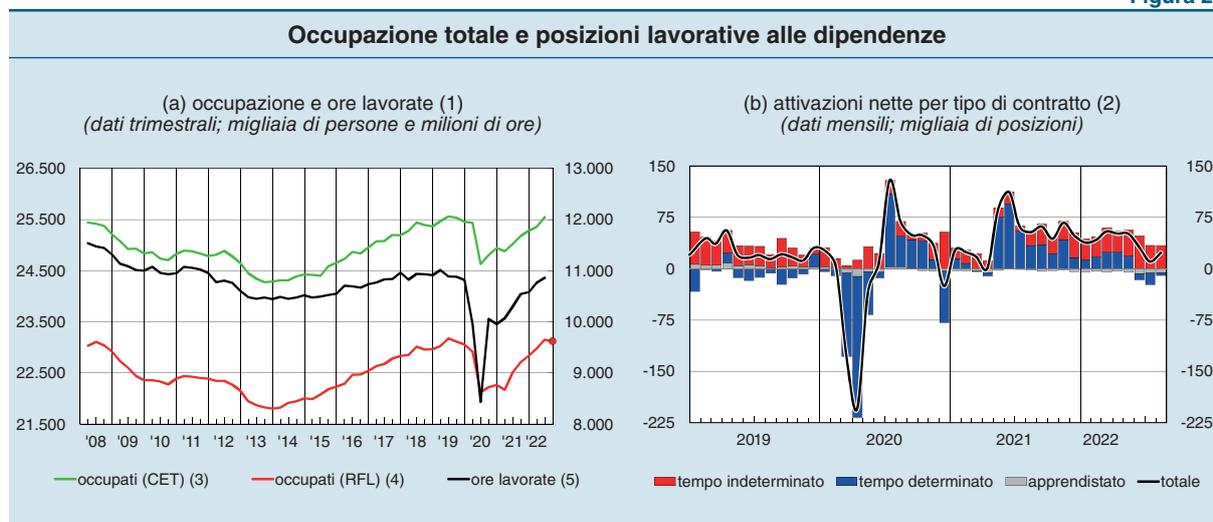
Nel secondo trimestre è proseguito l'aumento dell'occupazione... Nei mesi primaverili le ore lavorate sono aumentate dello 0,9 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 27.a). La crescita ha interessato tutti i principali settori con l'eccezione della manifattura, dove si è registrata una diminuzione di mezzo punto percentuale. Nelle costruzioni l'espansione del monte ore è stata pari al 2,4 per cento; nei servizi privati ha raggiunto l'1,4 per cento, sospinta dai comparti del commercio e del turismo, nei quali tuttavia l'input di lavoro è ancora su valori inferiori a quelli precedenti la pandemia. Le ore per addetto sono rimaste sostanzialmente stabili nel complesso dell'economia. Sempre nel secondo trimestre è proseguito il calo del ricorso alle integrazioni salariali

Figura 26



(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.

Figura 27



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. Il punto in corrispondenza del 3° trimestre 2022 è la media del bimestre luglio-agosto, in quanto il dato di settembre non è ancora disponibile. – (2) Dati mensili destagionalizzati. Il valore netto è calcolato 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. – (3) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (4) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (5) Scala di destra.

(fig. 28.a), sebbene la flessione sia stata meno marcata nei settori energivori⁴. Il numero di occupati è cresciuto dello 0,8 per cento, trainato dal lavoro alle dipendenze; quello autonomo è aumentato a un tasso meno sostenuto (0,2 per cento), collocandosi su un valore ancora inferiore di circa il 5 per cento rispetto alla fine del 2019.

Figura 28



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 3° trimestre 2022 sono la media del bimestre luglio-agosto, in quanto il dato di settembre non è ancora disponibile. – (2) Scala di destra.

⁴ I settori energivori sono definiti sulla base di un indicatore di intensità energetica, pari al rapporto tra consumo di energia e valore aggiunto: entrambe le grandezze sono rilevate dall'Istat, rispettivamente nei conti dei flussi fisici di energia e nei conti nazionali.

...ma nei mesi estivi sono emersi segnali di rallentamento

Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) l'occupazione è diminuita nel bimestre luglio-agosto. Sulla base dei dati relativi alle comunicazioni obbligatorie⁵, la domanda di lavoro si è indebolita in particolare nelle costruzioni e nei comparti della manifattura più esposti ai rincari dei beni energetici e delle materie prime. Dopo la forte espansione del secondo trimestre seguita all'allentamento delle misure di contrasto alla pandemia, l'occupazione ha rallentato nei settori del commercio e del turismo. I contratti a tempo indeterminato hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti, mentre quelli a tempo determinato, maggiormente influenzati dalle condizioni cicliche, si sono ridotti (fig. 27.b). Segnali di rallentamento provengono anche dalle indagini presso le imprese condotte dalla Commissione europea: nel corso dell'estate l'indicatore delle attese a tre mesi sull'occupazione delle aziende italiane, sebbene ancora compatibile con un'espansione della domanda di lavoro, è sceso in misura pronunciata rispetto alla media del secondo trimestre, toccando in settembre il valore più basso da ottobre del 2021. Un significativo contributo alla dinamica dell'occupazione nei prossimi anni potrebbe provenire dal PNRR, purché questo venga attuato pienamente e nei tempi previsti (cfr. il riquadro: *L'occupazione attivata dal Piano nazionale di ripresa e resilienza*).

L'OCCUPAZIONE ATTIVATA DAL PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA

Nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) e a condizione che siano completati le riforme e gli investimenti previsti, entro il 2026 l'Italia riceverà in totale risorse per oltre il 10 per cento del PIL¹. L'attuazione del Piano, avviata nel 2021 e da completarsi secondo tempi e modalità concordati con la Commissione europea, potrà determinare un aumento consistente della domanda di lavoro in numerosi settori di attività economica.

È stato condotto uno studio per quantificare questo incremento, sotto l'ipotesi che il PNRR sia attuato pienamente e nei tempi previsti². Sono stati considerati esclusivamente i progetti finanziati attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF), aggiuntivi rispetto alla programmazione economica precedente il Piano, per un ammontare di 124,5 miliardi di euro (il 65 per cento di quanto messo complessivamente a disposizione dall'RRF)³. Le risorse sono state attribuite ai settori beneficiari degli interventi e per ciascuno di questi è stato calcolato il valore aggiunto generato sulla sola produzione interna⁴, sia direttamente sia attraverso i legami di approvvigionamento e di fornitura tra settori.

L'incremento del valore aggiunto sarebbe particolarmente elevato per alcuni comparti ad alto contenuto tecnologico, come la ricerca e sviluppo o la produzione di computer e apparecchi

¹ Per maggiori dettagli sulla dotazione finanziaria del Piano e sulle stime dell'impatto macroeconomico sulla crescita, cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2020.

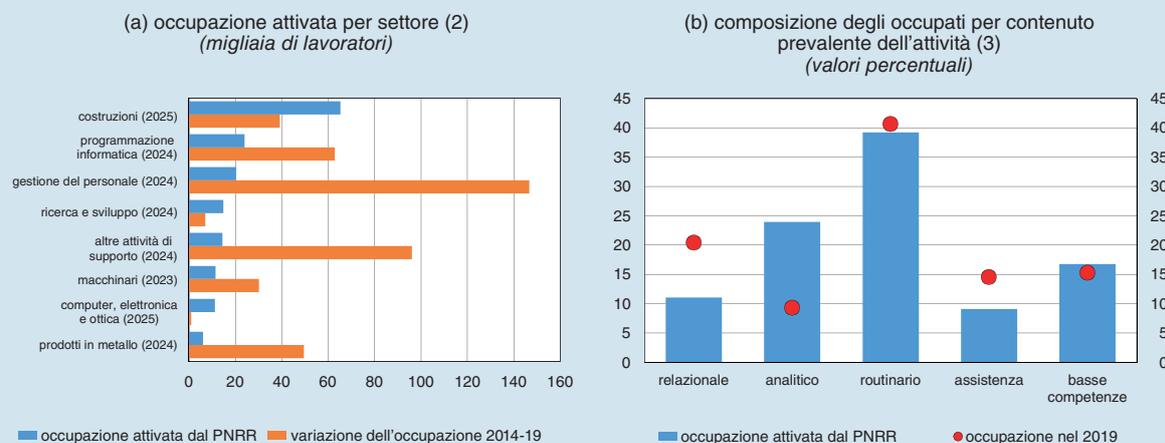
² Per maggiori dettagli, cfr. G. Basso, L. Guiso, M. Paradisi e A. Petrella, *L'occupazione attivata dal Piano nazionale di ripresa e resilienza e le sue caratteristiche*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ I restanti 67 miliardi sono riconducibili a una molteplicità di progetti già in essere, i cui effetti occupazionali erano in parte già incorporati nelle proiezioni macroeconomiche precedenti l'approvazione del Piano. Gli interventi più rilevanti riguardano le linee ferroviarie ad alta velocità, la valorizzazione del territorio, la messa in sicurezza e la riqualificazione dell'edilizia scolastica, la rigenerazione urbana e il rafforzamento di Superbonus e Sismabonus. Quest'ultima linea di azione prevede anche risorse aggiuntive per 3,7 miliardi, che sono pertanto tenute in considerazione nelle analisi qui presentate.

⁴ La domanda generata dal Piano sarebbe soddisfatta anche attraverso un aumento delle importazioni, quantificabile in quasi 25 miliardi. Questo incremento sarebbe distribuito in maniera eterogenea fra settori. La crescita delle importazioni più marcata (oltre 5 miliardi) riguarderebbe i computer e gli apparecchi elettrici e ottici, comparto nel quale la produzione interna permetterebbe di soddisfare poco più della metà della domanda.

⁵ Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, settembre 2022.

Occupazione attivata dal PNRR e sua composizione (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*, e Ragioneria generale dello Stato.

(1) Dati riferiti a tutti i settori di attività ad esclusione di quelli compresi fra il codice 84 e il codice 88 e i codici 97 e 98 della classificazione Ateco 2007 a 2 cifre. – (2) Si riportano i primi 8 comparti in termini di occupazione attivata nell'anno di picco dell'occupazione, indicato tra parentesi. – (3) La definizione del contenuto prevalente di ciascuna professione è ottenuto con la metodologia di D.J. Deming, *The growing importance of social skills in the labor market*, "The Quarterly Journal of Economics", 132, 4, 2017, pp. 1593-1640. Il contenuto delle attività di ciascuna professione è calcolato a partire dai dati O'NET del Dipartimento del lavoro degli Stati Uniti; attraverso la corrispondenza tra i codici delle professioni americane SOC e quelli europei ISCO a 3 cifre, ciascuna professione è stata ricondotta ai dati Istat, *Rilevazione delle forze di lavoro sul 2019*. Per maggiori dettagli, cfr. G. Basso, L. Guiso, M. Paradisi e A. Petrella, di prossima pubblicazione, op. cit.

elettronici, settori di piccola dimensione ma fortemente coinvolti nei progetti del PNRR. Nelle costruzioni, cui è destinato più di un terzo delle risorse considerate, il valore aggiunto sarebbe più elevato in media del 4 per cento rispetto al 2019 in ciascuno degli anni di applicazione del Piano.

Sulla base dei salari e della quota del lavoro di ogni settore ottenuti dai dati di contabilità nazionale riferiti al 2019, è stato calcolato il numero di lavoratori che soddisferebbe il fabbisogno di produzione generato dal PNRR. Considerando tutti i comparti tranne le attività delle famiglie come datori di lavoro, l'occupazione aggiuntiva nel 2024, anno di picco di spesa, è stata stimata in circa 300.000 persone (l'1,7 per cento dei lavoratori dipendenti del 2019). Quattro quinti dell'incremento sono riferibili alle attività a prevalente iniziativa privata⁵. Limitatamente a questi ultimi settori, l'eterogeneità degli effetti è ampia e dipende dalla dimensione degli stessi rispetto alla spesa prevista dal PNRR, dall'intensità dell'utilizzo del fattore lavoro e dalle relazioni economiche intersettoriali (figura, pannello a). Le costruzioni, che comprendono sia l'edilizia sia l'ingegneria specializzata, registrerebbero la variazione dell'occupazione più elevata in termini assoluti, circa 65.000 unità nell'anno di picco (il 6,8 per cento del livello del 2019); se raffrontata con la modesta crescita dei sei anni precedenti la pandemia, la domanda di lavoro attivata dal PNRR in questo comparto sarebbe consistente⁶. L'espansione degli altri settori sarebbe più contenuta in valore assoluto, ma la variazione

⁵ Ottenute escludendo i settori compresi fra il codice 84 e il codice 88 della classificazione Ateco 2007 a due cifre. Nel resto dell'analisi non si considerano quindi le attività riconducibili alla Pubblica amministrazione, le cui assunzioni seguono cicli di programmazione più rigidi e per le quali l'incertezza connessa con le stime è maggiore.

⁶ Il numero dei lavoratori nelle costruzioni nel 2021, pari a 1.077.500 persone, aveva già ampiamente superato il livello di occupazione del 2019, aumentando di 122.500 unità (12,8 per cento); l'espansione è proseguita anche nel 2022. Parte di questo aumento potrebbe già essere ascrivibile all'attuazione del PNRR, oltre che a ulteriori incentivi fiscali per la riqualificazione del patrimonio edilizio.

rappresenterebbe una marcata inversione di tendenza rispetto all'andamento osservato tra il 2014 e il 2019 nei comparti della produzione di computer, elettronica e ottica e nella ricerca e sviluppo.

È utile sottolineare che il modello utilizzato per queste stime è statico, ossia non tiene conto delle ulteriori ricadute positive sulla crescita che potrebbero derivare dalla complementarità della spesa pubblica con la domanda privata, oltre che dallo stimolo alla produttività totale dei fattori. Qualora anche queste componenti venissero considerate, l'effetto sul prodotto sarebbe maggiore⁷, innalzando l'occupazione su livelli sostanzialmente compatibili con quelli – più elevati – stimati dal Governo⁸. L'esercizio proposto offre pertanto una rappresentazione più accurata dell'occupazione attivata negli anni iniziali dell'attuazione del Piano, ma potrebbe sottostimare l'effetto complessivo nel lungo periodo.

In termini di composizione, è emerso che le competenze richieste nei posti di lavoro attivati dal PNRR sarebbero altamente eterogenee. Le attività prevalenti di ciascuna professione sono state distinte in base alla frequenza di interazioni sociali (lavori a contenuto “relazionale”), all'utilizzo di abilità analitico-cognitive (“analitico”), allo svolgimento di compiti routinari e ripetitivi (“routinario”) o di attività di cura e assistenza della persona a carattere manuale (“assistenza”); è stata individuata inoltre una categoria residuale che comprende qualifiche professionali con scarsa specializzazione (“basse competenze”). Secondo questa classificazione, la distribuzione delle competenze attivate dal Piano sarebbe simile a quella osservata nel 2019 per il complesso dell'economia (figura, pannello b), ma con una maggiore incidenza delle professioni a elevato contenuto analitico, dovuta alla crescita dei comparti che impiegano occupazione qualificata e alla natura specialistica di molti investimenti infrastrutturali.

L'aumento della domanda di questo tipo di professionalità potrebbe essere soddisfatto da interventi in formazione terziaria o da politiche volte ad attrarre dall'estero personale con alti livelli di istruzione⁹. Il rafforzamento delle misure per accrescere la partecipazione al mercato del lavoro e favorire la ricollocazione dei disoccupati verso i settori in espansione potrebbe essere sufficiente ad attivare l'offerta di lavoro necessaria per le occupazioni routinarie e con basse competenze, che rappresentano più della metà dei profili potenzialmente richiesti.

⁷ L'effetto stimato sul livello del PIL è compreso tra circa 3 e 6 punti percentuali su un orizzonte decennale; cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2020.

⁸ Le stime del Governo – che, oltre a incorporare queste ulteriori ricadute positive, si riferiscono anche a un perimetro di risorse più ampio di quello qui analizzato – prevedono uno scostamento dell'occupazione di circa 3,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base nella media del triennio 2024-26 (cfr. il portale Italia Domani, *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza*).

⁹ Il Piano stesso prevede ingenti investimenti sulla formazione scolastica e terziaria, impegnando a questo fine quasi 20 miliardi di euro nella prima componente della Missione 4 “istruzione e ricerca”. Gli interventi potrebbero accrescere l'offerta di lavoro qualificato nel lungo periodo.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a diminuire

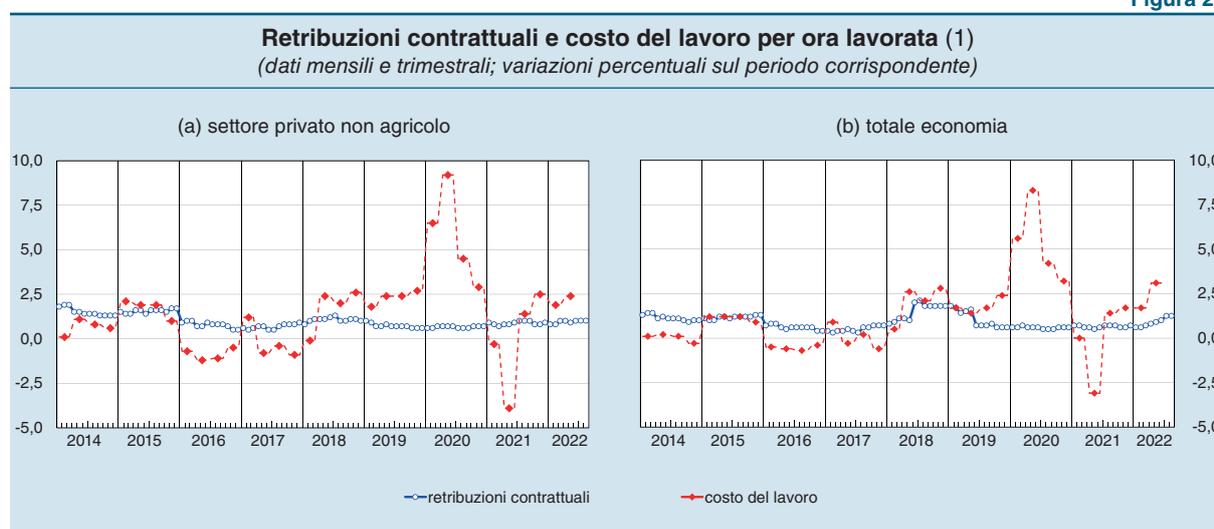
Nel secondo trimestre il tasso di disoccupazione si è collocato all'8,1 per cento, in calo di circa mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente (e di quasi 2 rispetto al quarto trimestre del 2019; fig. 28.b). Il tasso di partecipazione è salito al 65,6 per cento, superando lievemente i livelli precedenti la pandemia, nonostante il contributo negativo dovuto all'invecchiamento della popolazione in età da lavoro (-0,4 punti percentuali)⁶; tra le donne ha raggiunto il 56,5 per cento, un valore vicino al massimo dall'inizio delle serie storiche, seppure ancora molto inferiore a quello medio dell'area dell'euro (70,1 per cento). Nel bimestre luglio-agosto il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto di 2 decimi, riflettendo una diminuzione del tasso di partecipazione.

⁶ Il contributo dell'invecchiamento è calcolato come la differenza tra il tasso di partecipazione effettivo e quello ottenuto come media ponderata dei tassi di partecipazione per classi di età, fissando la distribuzione della popolazione per età al quarto trimestre del 2019.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali è lievemente aumentata

Nel secondo trimestre la crescita tendenziale delle retribuzioni contrattuali nel complesso dell'economia è stata pari allo 0,9 per cento, 0,3 punti in più rispetto alla variazione di inizio anno (fig. 29). L'accelerazione è riconducibile ai rinnovi di contratti nel settore pubblico; nel settore privato non agricolo la dinamica è rimasta invariata, sotto l'1 per cento. Gli accordi siglati in estate nei comparti dei trasporti municipalizzati, della chimica, dell'elettricità e di gas e acqua hanno stabilito, per il periodo di vigenza dei contratti, aumenti compresi in media tra il 2 e il 3 per cento all'anno, sostanzialmente in linea con l'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici importati. La dinamica dovrebbe mantenersi contenuta anche negli ultimi mesi del 2022, in virtù della quota ancora elevata di dipendenti in attesa di rinnovo (36,5 per cento in agosto), concentrata nei settori che hanno maggiormente risentito della crisi pandemica (commercio, ristorazione, strutture ricettive).

Figura 29



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

La crescita delle retribuzioni orarie di fatto si è intensificata nel secondo trimestre (al 2,8 per cento su base annua nel settore privato non agricolo, dal 2,3 per cento del primo), tornando su valori lievemente superiori a quelli precedenti la pandemia nella manifattura e nei servizi privati. L'accelerazione è stata sospinta dallo slittamento salariale⁷, che a sua volta risponde all'andamento della produttività e alle condizioni cicliche del mercato del lavoro. Questa accelerazione sarebbe tuttavia temporanea: nei prossimi mesi, a fronte della sostanziale stabilità della dinamica delle retribuzioni contrattuali, l'indebolimento della domanda di lavoro potrebbe contribuire a un graduale rallentamento delle retribuzioni di fatto.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel corso del terzo trimestre l'inflazione in Italia è ulteriormente aumentata, continuando a risentire degli eccezionali rincari dei beni energetici, che si sono trasmessi ai prezzi degli altri beni e dei servizi. Le aspettative delle imprese e delle famiglie sull'inflazione a un anno sono cresciute; su orizzonti più lunghi, invece, le attese delle famiglie si sono ridotte.

⁷ Per slittamento salariale si intendono le componenti retributive diverse dai minimi contrattuali.

L'inflazione è ulteriormente salita, in parte contenuta dai provvedimenti del Governo

In settembre la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo si è portata al 9,4 per cento (fig. 30 e tav. 6), sostenuta soprattutto dalla

componente energetica (al 45,0 per cento); il calo dei prezzi delle benzine, dovuto principalmente alla riduzione dei corsi petroliferi, ha solo in parte compensato i forti aumenti di quelli di gas ed elettricità osservati in agosto e rimasti pressoché stabili il mese successivo.

Negli ultimi mesi è proseguita l'azione del Governo per mitigare l'impatto dei rincari energetici sui bilanci di famiglie e imprese, con l'estensione di alcuni interventi adottati in precedenza (cfr. il par. 2.9). Le misure hanno consentito all'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) di mantenere sostanzialmente invariate le tariffe di gas ed elettricità sul mercato tutelato in estate, sterilizzando le marcate pressioni al rialzo provenienti dalla dinamica delle materie

Figura 30

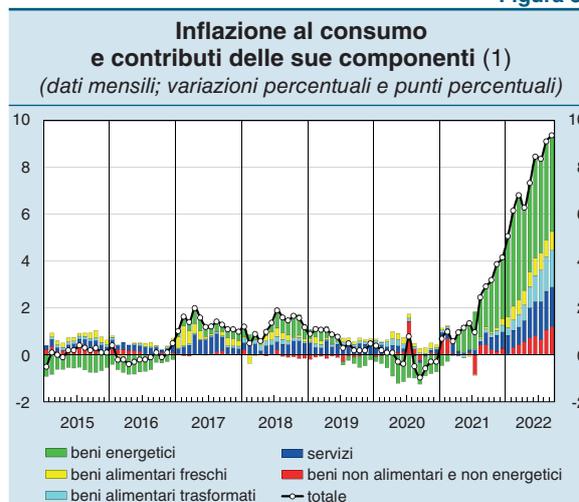


Tavola 6

Indicatori di inflazione

(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		
2019	0,6	0,5	0,6	–	0,3	0,9
2020	-0,1	0,5	-0,2	–	0,4	1,6
2021	1,9	0,8	1,9	–	0,8	12,9
2022 – gen.	5,1	1,3	4,8	1,5	1,5	41,8
feb.	6,2	1,7	5,7	0,9	1,5	41,3
mar.	6,8	1,8	6,5	1,0	1,7	46,6
apr.	6,3	2,2	6,0	-0,3	2,0	44,1
mag.	7,3	3,0	6,8	0,8	2,7	42,7
giu.	8,5	3,4	8,0	1,2	3,1	41,9
lug.	8,4	3,4	7,9	0,5	3,4	45,9
ago.	9,1	4,1	8,4	0,6	3,6	50,5
set.	9,4	4,4	8,9	0,6	3,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(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.

prime energetiche, mentre le quotazioni sul mercato libero hanno registrato forti incrementi. Considerando i soli provvedimenti governativi che hanno un effetto diretto sull'indice dei prezzi al consumo⁸, il freno impresso all'inflazione sarebbe stato di circa 2 punti percentuali nella media del terzo trimestre, in linea con quello del periodo precedente (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2022).

Per il trimestre in corso, l'ARERA ha annunciato un aumento delle tariffe dell'elettricità sul mercato tutelato pari al 59 per cento, interamente dovuto ai rincari nella componente relativa all'approvvigionamento della materia prima. L'Autorità ha dichiarato che, in assenza delle misure governative volte a calmierare le altre componenti, l'aumento delle tariffe elettriche sarebbe stato circa del 100 per cento. A partire da ottobre, il prezzo del gas sul mercato tutelato verrà aggiornato mensilmente nei primi giorni del mese successivo a quello di riferimento, in base alla media dei prezzi effettivi del mercato all'ingrosso italiano. Sempre con riferimento al trimestre in corso, secondo nostre stime, la proroga decisa dal Governo dell'azzeramento sino alla fine dell'anno degli oneri di sistema per elettricità e gas e del bonus sociale, congiuntamente con il taglio delle accise sui carburanti (esteso fino al 18 novembre 2022), avrà un impatto al ribasso sull'inflazione di almeno un punto percentuale, in media, nel trimestre.

In settembre gli aumenti dei costi lungo l'intera filiera produttiva, in particolare quelli energetici, hanno sospinto i prezzi dei beni alimentari, fino al 10,2 per cento. L'inflazione di fondo è salita al 4,4 per cento, sostenuta dall'accelerazione dei prezzi sia dei beni industriali non energetici sia dei servizi.

I rincari dell'energia e i problemi di approvvigionamento sospingono i prezzi alla produzione

In agosto la dinamica dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è ulteriormente salita (al 50,5 per cento sui dodici mesi). I listini dei beni energetici, che pesano per due quinti sull'indice totale, sono più che raddoppiati rispetto allo scorso anno; quelli dei beni di consumo sono cresciuti del 10,4 per cento. I costi di produzione continuano a risentire, sebbene in misura più contenuta rispetto allo scorso trimestre, anche delle

difficoltà di approvvigionamento sia delle materie prime sia degli input intermedi e degli alti costi di trasporto, come segnalato dagli indicatori PMI.

Le pressioni salariali restano moderate

Le pressioni sui prezzi derivanti dalle retribuzioni contrattuali rimangono nel complesso contenute (cfr. il par. 2.5). Nel secondo trimestre la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore privato non agricolo è stata

pari al 3,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2021 (dal 3,7 nel primo): la moderata accelerazione dei redditi da lavoro è stata quasi interamente compensata dalla dinamica della produttività. Nelle medie mobili di quattro termini terminanti nel secondo trimestre, i profitti delle imprese, misurati dal rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto, sono rimasti pressoché stazionari nell'industria in senso stretto; per le aziende operanti nei servizi sono invece lievemente aumentati.

Le attese di inflazione di imprese e famiglie a un anno sono aumentate

Nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta fra agosto e settembre dalla Banca d'Italia, le imprese segnalano un ulteriore rialzo delle attese sull'inflazione al consumo su tutti gli orizzonti previsivi (fig. 31). La crescita dei prezzi praticati dalle aziende prevista per i prossimi dodici mesi rimarrebbe sostenuta (al 4,6 per cento); l'aumento atteso è più accentuato

nelle costruzioni e nell'industria, settori maggiormente esposti ai rincari dei beni energetici e a quelli degli altri input intermedi. Le attese sulla dinamica dei propri prezzi rimangono tuttavia

⁸ Si tratta dell'azzeramento degli oneri di sistema per elettricità e gas, della riduzione delle accise sulle benzine e del rafforzamento del bonus sociale per elettricità e gas per le famiglie economicamente svantaggiate.



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*.

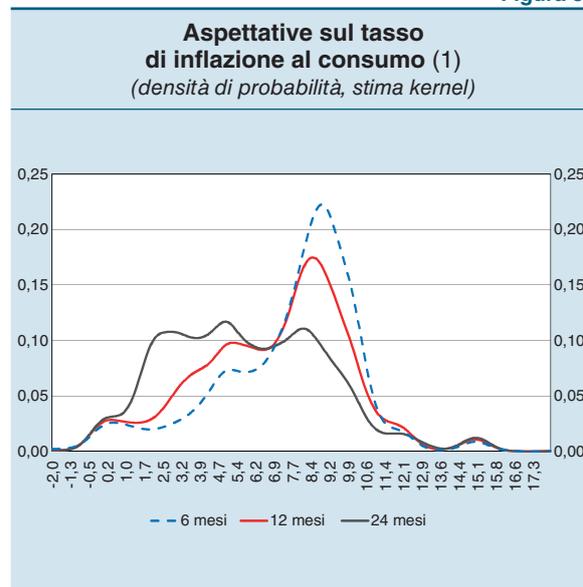
(1) Media robusta delle risposte ai quesiti sul tasso di variazioni dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. – (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta il dato definitivo dell'inflazione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

inferiori a quelle sull'inflazione al consumo, la cui dispersione si conferma su valori elevati, specialmente per le aspettative con un orizzonte di due anni (fig. 32). In settembre le inchieste dell'Istat indicano un incremento delle attese dei consumatori sull'inflazione nei successivi dodici mesi. Su orizzonti più lunghi, secondo la *Consumer Expectations Survey* della BCE, le aspettative di inflazione a tre anni delle famiglie italiane sono di contro tornate a ridursi, fino a raggiungere un valore mediano del 3,2 per cento in agosto.

2.7 LE BANCHE

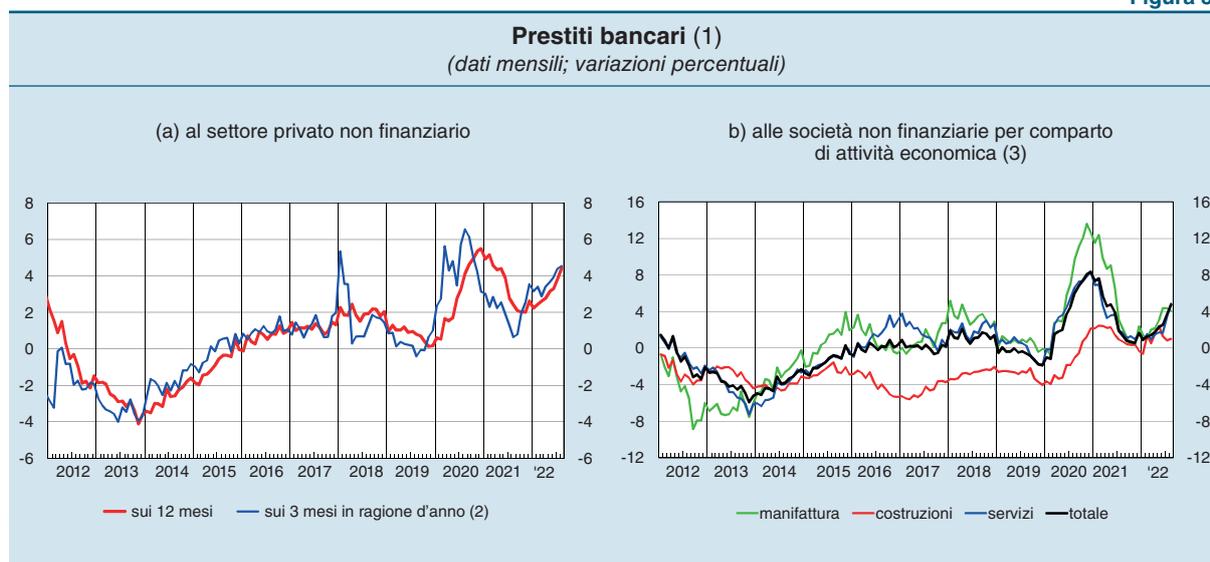
La crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie ha accelerato in agosto, anche a seguito del maggiore fabbisogno di capitale circolante. Le indagini presso le banche evidenziano una restrizione nelle politiche di offerta, confermata dal peggioramento delle condizioni di accesso al credito riportato dalle aziende. Il costo dei prestiti alle imprese e alle famiglie è leggermente

Figura 32



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) Distribuzione delle aspettative delle imprese sul tasso di inflazione al consumo (variazioni dei prezzi a 12 mesi) per diversi orizzonti temporali successivi all'indagine (6, 12 e 24 mesi) condotta tra agosto e settembre 2022.



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.

salito. I tassi di deterioramento della qualità del credito sono rimasti contenuti; la redditività dei gruppi bancari significativi è aumentata.

Il credito alle imprese ha accelerato

In un contesto di elevata inflazione, in agosto il credito al settore privato non finanziario è cresciuto del 4,5 per cento sui tre mesi (dal 3,7 in maggio, calcolato in termini nominali, in ragione d'anno, al netto dei fattori stagionali e correggendo per le cartolarizzazioni; fig. 33.a). Anche i prestiti alle imprese hanno accelerato sui tre mesi (al 7,1 per cento, dal 4,8) riflettendo il maggiore fabbisogno di capitale circolante dovuto al più elevato costo degli input e il minore ricorso al finanziamento obbligazionario (cfr. il par. 2.8). Sui dodici mesi, la dinamica del credito nei principali settori si è rafforzata nella manifattura e nei servizi, a fronte di un'attenuazione nelle costruzioni (fig. 33.b). Per le famiglie l'aumento dei finanziamenti è rimasto sostenuto, in particolare nel comparto dei mutui per l'acquisto di abitazioni (5,3 per cento sui dodici mesi); si è leggermente irrobustita la crescita del credito al consumo.

La raccolta bancaria si è indebolita

Tra maggio e agosto la raccolta delle banche italiane ha ulteriormente rallentato, per effetto della contrazione delle passività verso l'Eurosistema (-6,7 per cento sui dodici mesi, da un aumento dell'1,2; tav. 7) a seguito dei rimborsi volontari dei fondi TLTRO3 effettuati lo scorso giugno (cfr. il par. 1.2). La crescita dei depositi dei residenti è diminuita (2,7 per cento, da 4,4). Il costo della raccolta è aumentato, principalmente per effetto del rialzo dei rendimenti delle obbligazioni bancarie (cfr. il par. 2.8).

Cresce lievemente il costo del credito per imprese e famiglie

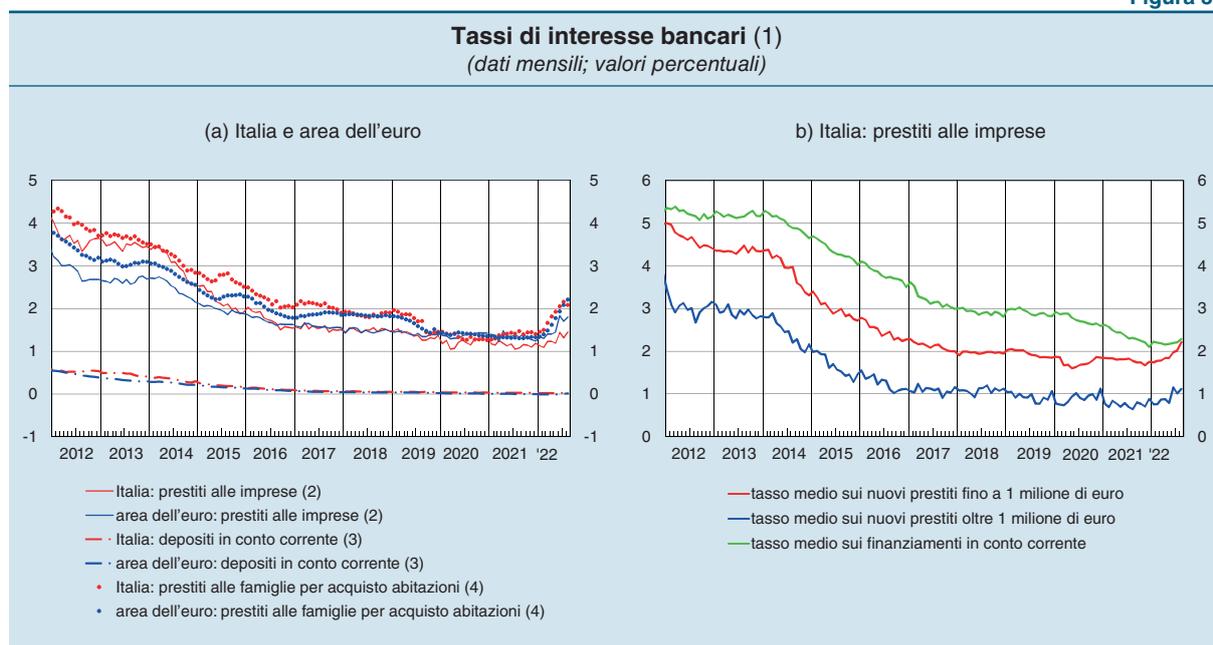
Il rialzo dei tassi ufficiali dello scorso luglio si è solo in parte trasmesso sul costo del credito a imprese e famiglie, che rimane nel complesso su livelli ancora contenuti. In agosto il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle aziende è salito di quasi 30 punti base rispetto a maggio (all'1,4 per cento), in linea con l'incremento medio osservato nell'area dell'euro (fig. 34). Quello sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è cresciuto di quasi 20 punti (al 2,1 per cento), avvicinandosi ai livelli di fine 2017; è aumentato il costo dei mutui sia a tasso fisso (2,4 per cento, da 2,1) sia a tasso variabile (1,7 per cento da 1,3).

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Maggio 2022	Agosto 2022	Maggio 2022	Agosto 2022
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.743	1.756	1,3	2,6
<i>di cui:</i> a imprese (4)	670	678	2,3	4,8
a famiglie (5)	673	677	4,0	4,1
Attività verso controparti centrali (6)	37	33	10,8	6,1
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	564	543	2,1	1,4
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	417	403	2,9	2,3
Attività verso Eurosystema (8)	402	336	-0,1	-19,6
Attività sull'estero (9)	507	513	10,7	8,9
Altre attività (10)	823	856	13,0	15,5
Totale attivo	4.076	4.038	4,6	3,3
Passività				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.887	1.883	4,4	2,7
Depositi di non residenti (9)	321	325	5,1	6,2
Passività verso controparti centrali (6)	121	107	26,4	25,3
Obbligazioni (12)	197	201	-8,0	-8,6
Passività verso Eurosystema (8)	453	432	1,2	-6,7
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	121	116	-3,1	-3,8
Capitale e riserve	340	339	-1,4	-2,8
Altre passività (13)	635	637	14,3	18,0
Totale passivo	4.076	4.038	4,6	3,3

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati aggiornati in agosto. – (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.



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'Eurosistema. – (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'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) relativa al secondo trimestre segnala che in Italia le politiche di offerta sono diventate più stringenti per i prestiti alle imprese e alle famiglie e che un ulteriore irrigidimento si sarebbe manifestato nei mesi estivi (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Le banche italiane intervistate in giugno nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)¹ relativa al secondo trimestre hanno segnalato che i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle imprese sono diventati più stringenti, principalmente a seguito di una più alta percezione del rischio e di una più intensa avversione allo stesso (figura A). Anche i termini e le condizioni generali applicati ai finanziamenti si sono inaspriti, in particolare con un aumento dei margini. Per i mesi estivi gli intermediari anticipavano l'intenzione di un ulteriore restringimento dei criteri di offerta.

Anche per i nuovi prestiti alle famiglie nel secondo trimestre si è riscontrato un contenuto irrigidimento dei criteri di offerta; i termini e le condizioni sono diventati molto più stringenti, riflettendo l'aumento dei tassi di interesse di mercato. Per il terzo trimestre gli intermediari italiani hanno segnalato attese di condizioni di offerta sostanzialmente stabili.

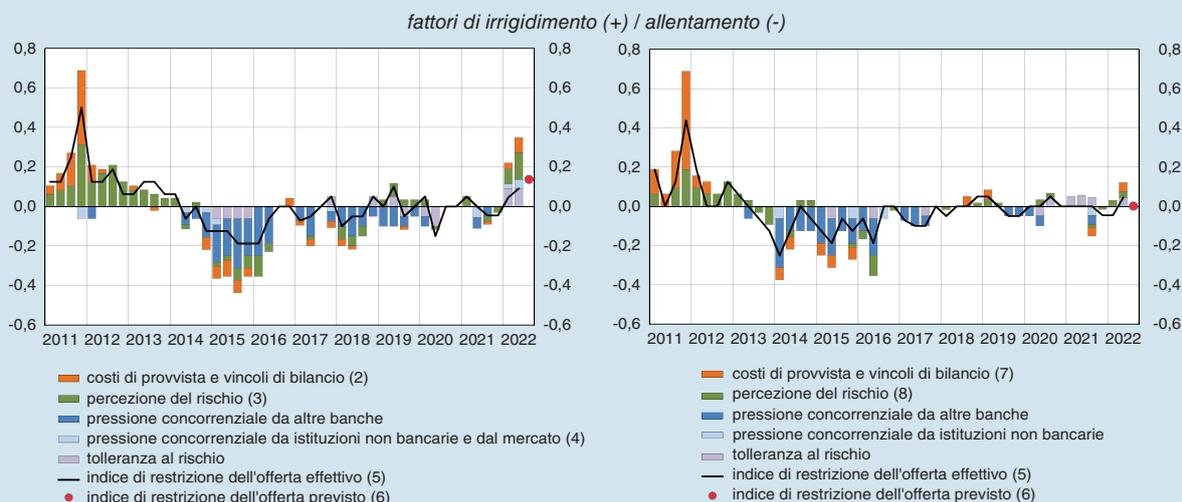
¹ All'indagine hanno partecipato 13 tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *July 2022 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 19 luglio 2022.

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

Condizioni creditizie

(a) prestiti alle imprese

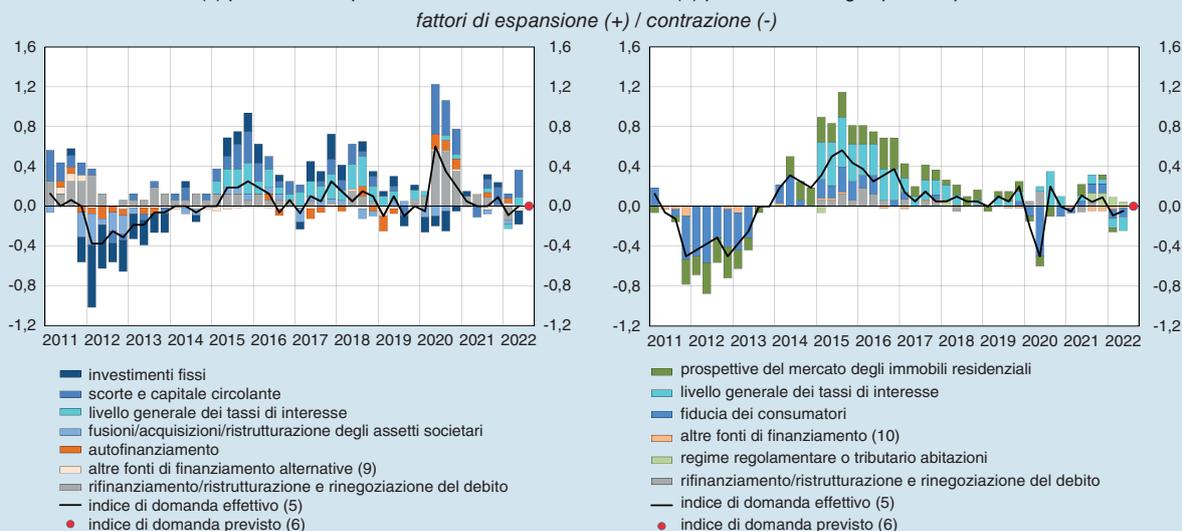
(b) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Domanda di prestiti

(c) prestiti alle imprese

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



Fonte: BLS.

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

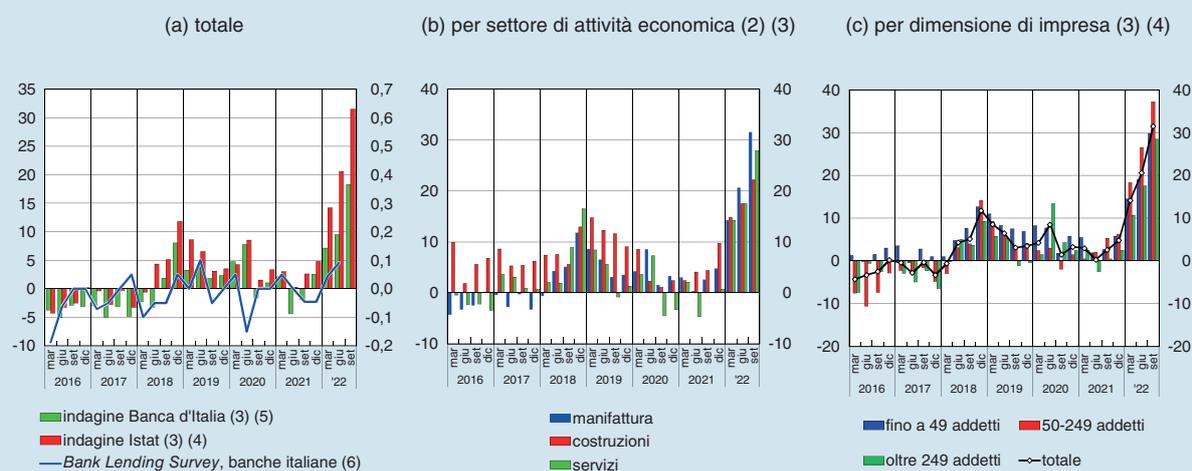
Le banche hanno riportato che nel secondo trimestre la domanda di prestiti da parte delle imprese è rimasta pressoché invariata: l'effetto espansivo connesso con il finanziamento di scorte e capitale circolante è stato compensato da quello negativo legato al rallentamento degli investimenti fissi. È proseguita la crescita della domanda di credito da parte delle famiglie per finalità di consumo, mentre quella di nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni si è leggermente ridotta a seguito del deterioramento della fiducia delle famiglie e dei più elevati tassi di interesse. Secondo le aspettative delle banche, nel terzo trimestre la domanda di prestiti da parte delle imprese sarebbe rimasta complessivamente invariata, mentre quella delle famiglie sarebbe aumentata, in misura contenuta, solo per il credito al consumo.

Nell'area dell'euro emergono risultati analoghi. In primavera si è registrato un peggioramento nelle politiche di offerta nei confronti sia delle imprese sia delle famiglie; nelle valutazioni degli intermediari l'inasprimento sarebbe proseguito nei tre mesi successivi. La domanda di credito da parte delle aziende è cresciuta: per il complesso dell'area, le maggiori esigenze di capitale circolante hanno più che compensato il contributo negativo legato alla spesa per investimenti fissi. La domanda di mutui da parte delle famiglie si è ridotta, risentendo dell'aumento nel livello dei tassi di interesse e della minore fiducia dei consumatori.

I più recenti sondaggi condotti presso le imprese dalla Banca d'Italia e dall'Istat indicano un ulteriore peggioramento delle condizioni di accesso al credito nel terzo trimestre (figura B). Il deterioramento è stato particolarmente pronunciato nel confronto storico e ha interessato tutte le classi dimensionali di impresa e tutti i settori di attività economica.

Figura B

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



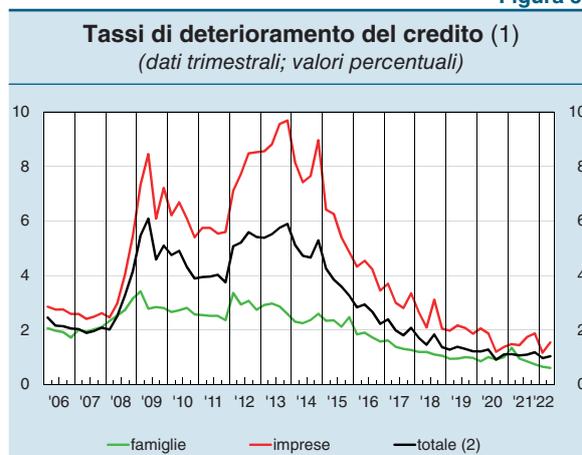
(1) L'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita è condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia (fino a ottobre 2018 in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*) su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi. 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 si mantengono su livelli contenuti

Il tasso di deterioramento dei prestiti, dato dal flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti, è rimasto stabile all'1,0 per cento nel secondo trimestre (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 35). Rispetto ai tre mesi precedenti, l'indicatore è aumentato per le imprese (all'1,5 per cento), rispecchiando l'incremento per quelle di servizi e di costruzione; è per contro rimasto su valori contenuti per le famiglie (0,6 per cento).

È proseguita la riduzione dell'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti dei gruppi bancari significativi, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore. Il relativo tasso di copertura è diminuito, soprattutto per effetto della cessione di attività già ampiamente svalutate (tav. 8).

Figura 35



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, qualora presente. – (2) Il totale include famiglie, imprese, società finanziarie, estero, amministrazioni pubbliche, istituzioni senza scopo di lucro.

Tavola 8

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

VOCI	Marzo 2022	Giugno 2022
Crediti deteriorati (2)		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	3,0	2,6
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	1,4	1,2
Tasso di copertura (3)	55,1	52,7
Patrimonio di vigilanza		
Common equity tier 1 (CET1) ratio	14,6	14,9
VOCI	1° sem. 2021	1° sem. 2022
Redditività		
Return on equity (ROE) (4)	8,5	9,2
Margine di interesse (5)	-3,4	8,5
Margine di intermediazione (5)	6,8	1,8
Costi operativi (5)	-3,9	-3,1
Risultato di gestione (5)	33,8	10,6
Rettifiche di valore su crediti (5)	-49,5	2,2

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.
(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. Nel 2022 i gruppi significativi sono aumentati di due unità a seguito dell'ingresso di Mediolanum e di Fineco. I dati antecedenti sono stati ricalcolati pro forma considerando le due banche come significative anche nei periodi precedenti. – (2) Dati di fine mese. I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'incidenza dei prestiti è riportata al lordo e al netto delle 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.

La redditività dei gruppi bancari significativi è aumentata

La redditività dei gruppi bancari significativi è cresciuta nel primo semestre rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il miglioramento del rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), valutato al netto delle componenti straordinarie, ha riflesso principalmente la crescita del margine di interesse, che ha

più che compensato la riduzione dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione. I costi operativi sono diminuiti; le rettifiche di valore su crediti sono rimaste sostanzialmente stabili.

Nel secondo trimestre il livello di patrimonializzazione dei gruppi bancari significativi è leggermente salito, recuperando parte della flessione osservata nei primi tre mesi dell'anno; al miglioramento hanno contribuito l'aumento del capitale di migliore qualità e, in misura più rilevante, la riduzione delle attività ponderate per il rischio.

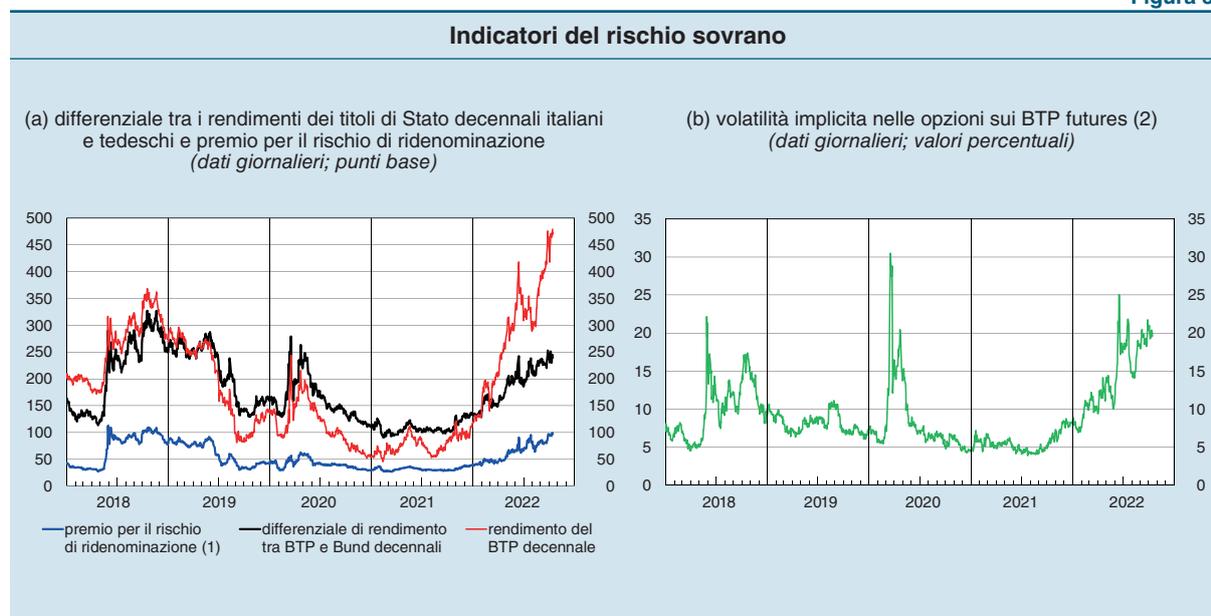
2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Dall'inizio di luglio le condizioni dei mercati finanziari sono nel complesso peggiorate, in un contesto caratterizzato da persistenti pressioni inflazionistiche e da timori di deterioramento del ciclo economico. L'aumento dei tassi di politica monetaria e le attese di ulteriori rialzi si sono tradotti in un deciso incremento dei rendimenti dei titoli di Stato, più accentuato sulle scadenze a breve termine. In un quadro di forte incertezza, il differenziale di rendimento dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi si è ampliato, i corsi azionari si sono ridotti e i costi di finanziamento di imprese e banche sono aumentati.

I rendimenti dei titoli di Stato e il premio per il rischio sovrano sono in rialzo

Tra l'inizio di luglio e la metà di ottobre i rendimenti dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale sono saliti di 150 punti base, collocandosi al 4,79 per cento (fig. 36.a); quelli sulle scadenze a breve termine sono cresciuti in misura ancora più marcata. L'andamento dei rendimenti ha riflesso soprattutto il processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE (cfr. il par. 1.2). Il premio per il rischio sovrano, misurato dal differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi, è aumentato nel complesso di 50 punti base, risentendo dell'incertezza politica seguita alla caduta del Governo a metà luglio e dell'accresciuta avversione al rischio nei mercati; a metà ottobre si collocava a 244 punti base. A contenere l'incremento dello spread hanno contribuito il grado di flessibilità con cui la

Figura 36



Fonte: elaborazione su dati Bloomberg, ICE CMA e Refinitiv.

(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex.

BCE ha agito nel reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) e l'introduzione dello strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (cfr. il riquadro: *Il Transmission Protection Instrument: il nuovo strumento della BCE per proteggere la trasmissione della politica monetaria* del capitolo 1). Il premio richiesto dagli investitori come remunerazione per il rischio che i titoli di Stato siano ridenominati in valute diverse dall'euro è salito (a 98 punti base). È infine cresciuta la volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano (fig. 36.b).

Scendono le quotazioni azionarie

Dall'inizio di luglio l'indice della borsa italiana è diminuito di quasi il 4 per cento (fig. 37), registrando

tuttavia andamenti disomogenei tra comparti. Le azioni delle imprese di public utility, particolarmente esposte alla crisi energetica, sono fortemente scese (di circa il 20 per cento), mentre sono cresciute (del 3,8 per cento) le quotazioni delle aziende di credito; queste ultime, benché esposte ai rischi derivanti da un deterioramento del quadro economico, sono state sostenute dal miglioramento delle condizioni di redditività associato agli incrementi dei tassi di interesse.

Aumentano i rendimenti obbligazionari

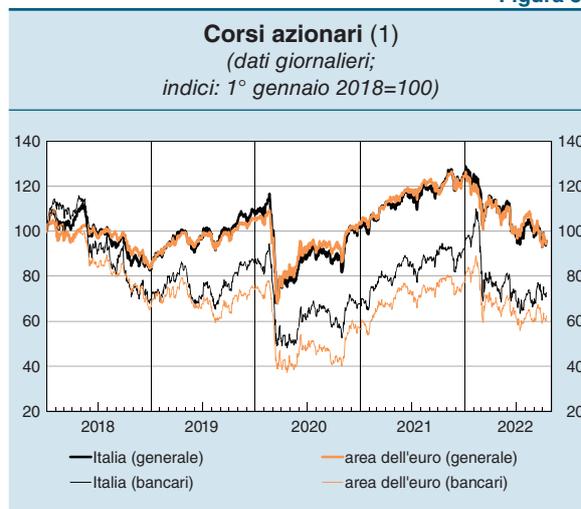
Dall'inizio di luglio i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie sono saliti di 152 punti base,

in misura lievemente maggiore della media dell'area (fig. 38); quelli dei titoli emessi dalle banche sono aumentati di 160 punti. Nel secondo trimestre le società non finanziarie hanno effettuato rimborsi netti di titoli obbligazionari per circa un miliardo di euro; anche le emissioni nette delle banche sono state negative (-4,3 miliardi). Sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg, le emissioni nette di titoli da parte di imprese e aziende di credito si confermerebbero negative anche nel terzo trimestre.

Il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni obbligazionari è tornato positivo in luglio e agosto

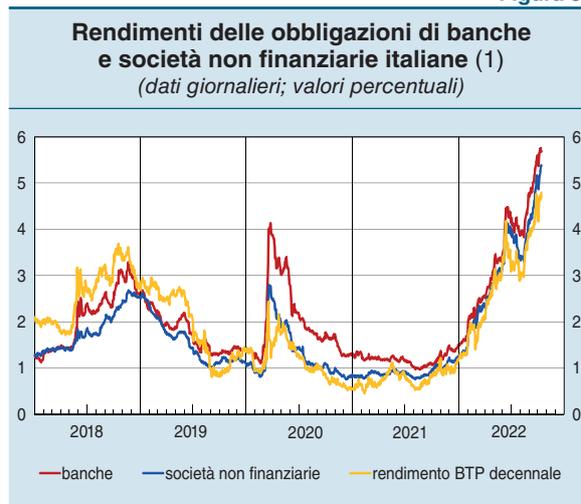
In base ai dati forniti da Assogestioni, nel secondo trimestre il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni è risultato negativo (-0,9 miliardi di euro): agli afflussi verso i fondi azionari (6,4 miliardi) e monetari (1,8 miliardi) si sono contrapposti ingenti deflussi dai fondi obbligazionari (circa 10 miliardi). Nel bimestre luglio-agosto si sono registrati nel complesso deflussi dai fondi flessibili (circa un miliardo), a fronte di flussi netti positivi verso i fondi

Figura 37



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 38



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.

obbligazionari (1,5 miliardi) e verso i fondi azionari (2,4 miliardi); il totale della raccolta dei fondi comuni aperti è aumentato di 2,3 miliardi.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Alla fine di settembre il Governo ha aggiornato le stime dei conti pubblici per l'anno in corso e per il triennio 2023-25 e quelle per gli interventi legati al PNRR. L'indebitamento netto è stimato al 5,1 per cento del PIL nel 2022, circa mezzo punto percentuale in meno rispetto a quanto programmato lo scorso aprile; anche il rapporto tra il debito e il prodotto dovrebbe ridursi più di quanto indicato in primavera. In linea con gli scostamenti di bilancio autorizzati dal Parlamento in luglio e in settembre, negli ultimi mesi il Governo ha varato nuovi provvedimenti per contrastare gli effetti dell'aumento dei prezzi dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese.

Si consolida il miglioramento dei conti pubblici

Nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022* (NADEF), pubblicata alla fine di settembre, l'Esecutivo stima un indebitamento netto pari al 5,1 per cento del PIL nel 2022 (tav. 9; 7,2 nel 2021), e poco oltre il 3 per cento negli anni successivi (tav. 10). Redatta prima dell'insediamento del nuovo Governo, questa NADEF non riporta il quadro programmatico⁹. La spesa per

Tavola 9

Stime dei conti pubblici del 2022 (percentuali del PIL)						
VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria:		
	Indebitamento netto	Indebitamento netto strutturale	Avanzo primario	Variazione del debito (1)	Crescita del PIL reale	Crescita del PIL nominale
Aprile 2022 (2)	5,6	5,9	-2,1	-3,8	3,1	6,3
Settembre 2022 (3)	5,1	5,5	-1,1	-4,9	3,3	6,4

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) *Documento di economia e finanza 2022*. – (3) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022*; in assenza del quadro programmatico si riportano i soli tendenziali.

Tavola 10

Consuntivi e tendenziali ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1) (percentuali del PIL)					
VOCI	2021	2022	2023	2024	2025
Indebitamento netto	7,2	5,1	3,4	3,5	3,2
Avanzo primario	-3,7	-1,1	0,5	0,2	0,7
Spesa per interessi	3,6	4,0	3,9	3,8	3,9
Indebitamento netto strutturale	6,4	5,5	3,6	3,9	3,7
Debito (2)	150,3	145,4	143,2	140,9	139,3

Fonte: *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022*.

(1) Dati di consuntivo per il 2021 e tendenziali ufficiali per gli anni 2022-25. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM.

⁹ Il *Documento programmatico di bilancio 2023*, anch'esso presentato prima della formazione del nuovo Esecutivo, conferma il quadro tendenziale dei conti delineato con la NADEF.

interessi aumenterebbe di quasi mezzo punto percentuale del prodotto nell'anno in corso, al 4 per cento, restando in prossimità di questo valore anche nel triennio 2023-25. L'incidenza del debito sul PIL è prevista al 145,4 per cento nel 2022, in diminuzione di quasi 5 punti percentuali rispetto al 2021. Il percorso di riduzione dovrebbe proseguire anche nel prossimo triennio, sebbene a un ritmo più moderato, portando il rapporto al 139,3 per cento nel 2025. Nel complesso del periodo di previsione l'andamento sarebbe quasi interamente determinato da un differenziale favorevole tra il tasso di crescita del prodotto nominale (6,4 per cento nel 2022 e circa 4 per cento in media successivamente) e l'onere medio del debito (2,8 per cento in media all'anno).

Nonostante l'aumento della spesa per interessi, nel 2022 le tendenze risultano più favorevoli rispetto a quanto il Governo aveva programmato nel *Documento di economia e finanza* (DEF) dello scorso aprile (di circa mezzo punto percentuale del PIL per quanto riguarda il disavanzo e di oltre un punto relativamente al debito). Il miglioramento del disavanzo riflette la dinamica delle entrate, particolarmente sostenuta anche per effetto dell'elevata inflazione, e quella delle spese primarie. La più marcata riduzione del rapporto tra il debito e il PIL è spiegata, in parti sostanzialmente uguali, dal minore disavanzo e dalla revisione al ribasso della stima degli altri fattori che hanno un impatto solo sulle passività finanziarie. Rispetto ai programmi e alle stime di aprile, il disavanzo sarebbe più contenuto il prossimo anno mentre risulterebbe più ampio nel successivo biennio, a causa della maggiore spesa per interessi.

Il Governo ha varato nuove misure di sostegno per famiglie e imprese

In agosto e in settembre, in sostanziale continuità con i provvedimenti adottati nel primo semestre¹⁰, il Governo ha varato ulteriori misure di natura temporanea volte a contenere gli effetti dei rincari dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese (tav. 11)¹¹. Sono stati prorogati fino a novembre i crediti di imposta a parziale compensazione dell'aumento dei costi energetici sostenuti dalle aziende, nonché sino alla fine dell'anno le misure di contenimento degli oneri di sistema delle bollette elettriche per tutte le utenze. Sono inoltre previsti interventi a favore di pensionati e lavoratori: è stato anticipato dal 2023 al 2022 il conguaglio (0,2 per cento) relativo al differenziale tra il valore del tasso di inflazione registrato per il 2021 e quello applicato da gennaio del 2022 ed è stato riconosciuto in via eccezionale un incremento dell'assegno pensionistico di 2 punti percentuali¹². La riduzione del cuneo fiscale introdotta dalla legge di bilancio per il 2022 è stata rafforzata; è stata inoltre ampliata la platea di beneficiari del trasferimento una tantum di 200 euro ed è stato riconosciuto un ulteriore trasferimento una tantum pari a 150 euro a un numero di beneficiari più limitato. È stata infine prorogata la riduzione delle accise sui carburanti.

Sono state individuate coperture parziali, tra le quali i proventi derivanti dal meccanismo di compensazione sul prezzo dell'energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili, nonché il maggior gettito dell'IVA sui carburanti e la riduzione di alcuni stanziamenti di bilancio. Complessivamente, secondo le valutazioni ufficiali, i provvedimenti varati negli ultimi mesi accrescono l'indebitamento netto di 20,5 miliardi nel 2022 (1,1 per cento del PIL), in linea con gli scostamenti di bilancio autorizzati dal Parlamento in luglio e in settembre. Secondo le valutazioni del Governo incluse nella NADEF, considerando la legge di bilancio e i provvedimenti straordinari varati dall'inizio dell'anno, sono stati destinati oltre 57 miliardi agli interventi in materia di energia per l'anno in corso

¹⁰ Si tratta delle misure contenute nel DL 38/2022 (confluito, senza modifiche, nella legge di conversione 51/2022 del DL 21/2022), nei DD.LL. 50/2022 e 80/2022 e nel decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) del 24 giugno scorso (per il primo provvedimento e la relativa legge di conversione, cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica* nella *Relazione annuale* sul 2021; per i successivi, cfr. *Bollettino economico*, 3, 2022).

¹¹ DD.LL. 115/2022 (convertito dalla L. 142/2022) e 144/2022 e decreti del MEF del 30 agosto e del 13 settembre 2022.

¹² Per l'ultimo trimestre del 2022, relativamente a trattamenti di importo mensile pari o inferiore a 2.692 euro.

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche delle misure incluse
nella L. 142/2022, nel DL 144/2022 e nei decreti del MEF del 30 agosto e del 13 settembre 2022**
(milioni di euro)

VOCI	2022	2023	2024	2025
USO DELLE RISORSE (C=A+B)	30.110	762	393	287
Interventi in materia di energia (A)	29.337	-176	-1	0
Crediti di imposta per le imprese:	13.337	0	0	0
per compensazione extracosti (imprese a forte consumo di energia e gas)	7.177	0	0	0
per l'acquisto di energia elettrica e gas del settore agricolo	5.782	0	0	0
del settore agricolo	378	0	0	0
Interventi per il contenimento degli oneri in bolletta:	5.007	0	0	0
riduzione aliquota IVA e oneri generali di sistema nel settore del gas	2.627	0	0	0
rideterminazione delle agevolazioni relative al bonus sociale elettrico e gas	1.280	0	0	0
annullamento degli oneri generali di sistema nel settore elettrico	1.100	0	0	0
Indennità una tantum a favore di (1):	3.078	348	0	0
pensionati	1.255	0	0	0
lavoratori dipendenti	1.013	0	0	0
disoccupati, percettori di Reddito di cittadinanza e altre categorie di lavoratori	710	348	0	0
fondo per lavoratori autonomi	100	0	0	0
Riduzione aliquote di accisa carburanti (incluso effetto indotto sul gettito dell'IVA)	2.503	0	0	0
Anticipo del conguaglio perequazioni pensioni e incremento dei trattamenti pensionistici	1.965	-585	0	0
Rafforzamento decontribuzione lavoro dipendente (2)	1.654	54	0	0
Fondo per garantire la continuità dei servizi degli enti locali	600	0	0	0
Incremento del fabbisogno sanitario nazionale standard per i maggiori costi sostenuti	400	0	0	0
Sostegno per fruizione servizi di trasporto pubblico e per accesso alle abitazioni in locazione	111	0	0	0
Altri interventi in materia di energia	681	8	-1	0
Altri interventi (B)	773	938	394	287
Incremento del Fondo solidarietà nazionale per indennizzi alle imprese che hanno subito danni a causa della siccità	200	0	0	0
Fondi opere pubbliche (revisione prezzi materiali e prosecuzione opere)	180	240	245	195
Altro (effetto netto)	393	698	149	92
REPERIMENTO RISORSE (F=D-E)	9.624	805	404	292
Maggiori entrate (D)	5.723	-9	-69	0
Proventi derivanti dal meccanismo di compensazione sul prezzo dell'energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili	3.739	0	0	0
Effetti riflessi delle misure	1.015	-9	-69	0
Maggior gettito IVA su carburanti (1° luglio-31 agosto 2022) (3)	969	0	0	0
Minori spese (E)	-3.902	-815	-474	-292
Riduzione stanziamenti stato di previsione del MEF (effetto netto)	-1.971	-280	0	0
Riduzione fondi e stanziamenti di bilancio	-807	-387	-474	-292
Riduzione autorizzazione di spesa Assegno unico e universale	-630	0	0	0
Altro	-493	-148	0	0
Variazione dell'indebitamento netto (G=C-F)	20.485,9	-43,7	-11,1	-4,8
in percentuale del PIL (4)	1,1	0,0	0,0	0,0

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute nell'allegato 3 della L.142/2022 (di conversione del DL 115/2022), nell'allegato 3 del DL 144/2022 e nei decreti del MEF del 30 agosto e del 13 settembre 2022.

(1) Include gli importi per l'estensione della platea di beneficiari del bonus di 200 euro (introdotto dal DL 50/2022) e quelli del nuovo trasferimento una tantum di 150 euro. – (2) La decontribuzione dello 0,8 per cento prevista dalla legge di bilancio per il 2022 per i lavoratori dipendenti con reddito annuo imponibile ai fini Irlpef inferiore ai 35.000 euro viene aumentata al 2 per cento da luglio a dicembre 2022. – (3) Il maggior gettito è accertato ai sensi dell'art. 1, comma 291, della L. 244/2007. – (4) Viene considerato il PIL nominale tendenziale riportato nella NADEF 2022.

(5,5 nel 2021; per le misure adottate lo scorso anno e nel primo trimestre del 2022, cfr. *Bollettino economico*, 2, 2022)¹³.

Prosegue il buon andamento dei dati di cassa

Nei primi nove mesi dell'anno il fabbisogno del settore statale è stato pari a 49,2 miliardi, in diminuzione di 36,7 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2021. Con riferimento al complesso delle Amministrazioni pubbliche, per le quali sono disponibili i dati relativi ai primi otto mesi, il fabbisogno è stato di 25,5 miliardi, inferiore di 35,4 miliardi nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno (fig. 39).

Sui conti di cassa ha influito l'ottimo andamento delle entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato (oltre 36 miliardi in più rispetto allo stesso periodo del 2021; in aumento dell'11 per cento), al netto di lotto e lotterie. L'ampliamento è stato sospinto in particolare dalle imposte indirette (specialmente l'IVA) e da quelle dirette, cresciute rispettivamente del 12 e dell'11 per cento, ed è stato favorito dall'elevata inflazione.

In agosto il debito delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 2.758 miliardi, 80 miliardi in più rispetto al 2021. Questo incremento riflette, oltre al fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (oltre 32 miliardi) e delle rivalutazioni dei titoli indicizzati (quasi 18 miliardi).

L'onere medio del debito (2,5 per cento alla fine di giugno) e la vita media residua del debito (7,6 anni in agosto; fig. 40) risultano in linea con i valori registrati al termine dello scorso anno.

Sono stati conseguiti i traguardi e gli obiettivi per l'erogazione della seconda rata dell'RRF...

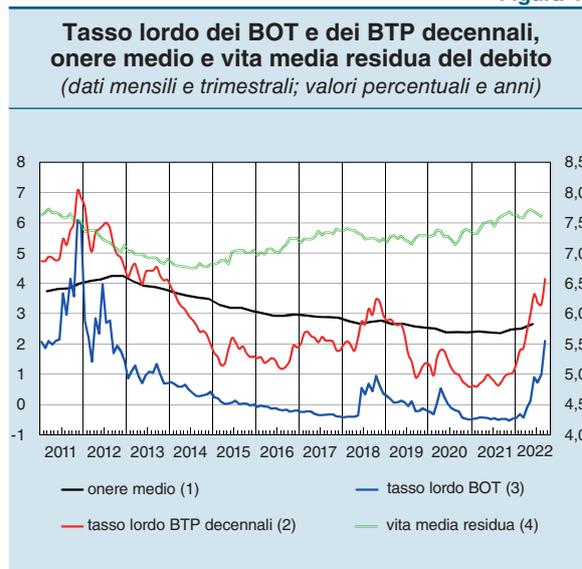
A seguito del raggiungimento di tutti i traguardi e gli obiettivi previsti per il primo semestre del 2022 dal PNRR, la Commissione europea ha fornito alla fine di settembre il parere

Figura 39



Fonte: MEF per il settore statale.

Figura 40



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

¹³ Il totale risulta nell'ordine di 60 miliardi se si includono anche i fondi costituiti per le medesime finalità. Queste valutazioni non includono l'ulteriore proroga di alcune agevolazioni sulle accise e sull'IVA (dal 1° al 18 novembre) approvata dal Consiglio dei ministri il 19 ottobre e per la quale al momento non sono disponibili le stime ufficiali.

favorevole per l'erogazione della seconda tranches di fondi dell'RRF all'Italia¹⁴. All'inizio di ottobre è stata trasmessa dal Governo al Parlamento la seconda Relazione sullo stato di attuazione del PNRR. Il documento fornisce una valutazione positiva dell'attuazione del Piano, che è stata finora incentrata sulla definizione e sull'approvazione delle riforme, nonché sulle fasi preliminari alla realizzazione degli investimenti.

...e le spese attese sono state rimodulate

Il Governo ha fornito con la NADEF un aggiornamento sulle proiezioni ufficiali della spesa pubblica finanziata mediante l'RRF: entro la fine di quest'anno saranno impiegate risorse per circa 15 miliardi, poco più della metà rispetto a quanto previsto in primavera. La revisione al ribasso delle stime di spesa fino al 2024 prefigura uno slittamento di quest'ultima verso gli anni conclusivi del PNRR, in larga parte al 2026, anche a causa dei tempi relativi ai bandi di gara. Secondo le previsioni ufficiali, gli investimenti finanziati dalle risorse dell'RRF raggiungeranno l'1,7 per cento del PIL a partire dal 2024, circa la metà degli investimenti pubblici attesi per quell'anno.

¹⁴ La valutazione è stata trasmessa per approvazione al Consiglio dell'Unione europea. La seconda rata, pari a 21 miliardi, sarà erogata entro novembre.